



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 4 / 2024



# Indice

|  |            |
|--|------------|
| <b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>  | <b>4</b>   |
| Quadro generale  | 4          |
| 1    Contesto esterno  | 10         |
| 2    Attività economica  | 17         |
| 3    Prezzi e costi  | 26         |
| 4    Andamenti del mercato finanziario   | 34         |
| 5    Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi   | 40         |
| 6    Andamenti della finanza pubblica  | 47         |
| <b>Riquadri</b>  | <b>51</b>  |
| 1    La ripresa dopo la pandemia: perché nell'area dell'euro la crescita è più lenta rispetto agli Stati Uniti?  | 51         |
| 2    Informazioni dagli annunci degli utili agli investitori circa la percezione del rischio e il clima di fiducia nelle imprese                                       | 59         |
| 3    L'aumento dei margini di profitto ha aiutato le imprese ad accumulare manodopera  | 64         |
| 4    Le determinanti della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro dopo la pandemia: una prospettiva basata su modelli   | 69         |
| 5    Prospettive di ripresa del settore automobilistico nell'area dell'euro  | 75         |
| 6    Indicatori di profitto per l'analisi dell'inflazione alla luce del ruolo dei costi totali   | 82         |
| 7    Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 31 gennaio al 16 aprile 2024   | 87         |
| 8    Rischio di credito e condizioni del credito bancario  | 94         |
| <b>Articoli</b>  | <b>100</b> |
| 1    La dinamica settoriale e il ciclo economico nell'area dell'euro   | 100        |
| <b>Riquadro 1</b> Distinguere le implicazioni per il ciclo economico delle variazioni intersettoriali dell'attività tra i diversi paesi e all'interno di ciascun paese | 108        |

|   |   |           |
|---|---|-----------|
| 2 | Sfide di più lungo periodo per le politiche di bilancio dell'area dell'euro | 119       |
|   | <b>Riquadro 1</b> Metodologia dell'indicatore di divario di bilancio        | 132       |
|   | <b>Statistiche</b>  | <b>S1</b> |

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Quadro generale

Nella riunione del 6 giugno 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Sulla base di una valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria, risulta opportuno moderare il grado di restrizione della politica monetaria dopo aver mantenuto invariati i tassi di interesse per nove mesi. Dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre 2023 l'inflazione è diminuita di oltre 2,5 punti percentuali e le prospettive di inflazione sono notevolmente migliorate. Anche l'inflazione di fondo è scesa, rafforzando i segnali di un indebolimento delle pressioni sui prezzi, e le aspettative di inflazione hanno registrato una flessione su tutti gli orizzonti temporali. La politica monetaria ha mantenuto condizioni di finanziamento restrittive. Frenando la domanda e ancorando stabilmente le aspettative di inflazione, ciò ha contribuito in misura rilevante al rientro dell'inflazione.

Allo stesso tempo, malgrado i progressi degli ultimi trimestri, persistono forti pressioni interne sui prezzi per l'elevata crescita delle retribuzioni, e l'inflazione resterà probabilmente al di sopra dell'obiettivo fino a gran parte del prossimo anno. Le ultime proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'inflazione complessiva e per quella di fondo sono state riviste al rialzo per il 2024 e il 2025 rispetto all'esercizio di marzo. Attualmente gli esperti collocano l'inflazione complessiva, in media, al 2,5 per cento nel 2024, al 2,2 nel 2025 e all'1,9 nel 2026. Per l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare gli esperti anticipano una media del 2,8 per cento nel 2024, del 2,2 nel 2025 e del 2,0 nel 2026. Secondo le attese la crescita economica salirebbe allo 0,9 per cento nel 2024, all'1,4 nel 2025 e all'1,6 nel 2026.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e manterrà i tassi di riferimento su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario a conseguire questo obiettivo. Per stabilire livello e durata adeguati della restrizione, il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione delle prospettive di inflazione alla luce dei nuovi dati economici e finanziari, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

Il Consiglio direttivo ha altresì confermato che nella seconda parte dell'anno ridurrà le consistenze dei titoli detenuti dall'Eurosistema nel quadro del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme,

PEPP), in media, di 7,5 miliardi di euro al mese. Le modalità di riduzione del portafoglio del PEPP saranno sostanzialmente analoghe a quelle applicate al programma di acquisto di attività (PAA).

## Attività economica

Dopo cinque trimestri di stagnazione, nel corso del primo trimestre del 2024 l'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,3 per cento. Il settore dei servizi è in espansione e quello manifatturiero mostra segnali di stabilizzazione su livelli contenuti.

L'occupazione è aumentata dello 0,3 per cento nel primo trimestre di quest'anno, con la creazione di circa 500.000 nuovi posti di lavoro, e le indagini segnalano un proseguimento della crescita delle posizioni lavorative nel breve periodo. Ad aprile il tasso di disoccupazione ha mostrato una leggera flessione, collocandosi al 6,4 per cento, pari al livello più basso dall'introduzione dell'euro. Le imprese continuano a pubblicare molte offerte di posti vacanti, benché in numero lievemente inferiore rispetto al passato.

La ripresa registrata dall'economia dell'area dell'euro agli inizi del 2024 ha superato i livelli attesi dagli esperti della BCE nelle proiezioni dello scorso marzo, grazie all'impulso fornito dall'interscambio netto e dall'aumento della spesa delle famiglie. Secondo le informazioni più recenti la crescita è destinata a proseguire nel breve periodo, a un ritmo superiore rispetto a quello precedentemente previsto. Il reddito disponibile reale dovrebbe continuare a crescere in presenza di una robusta dinamica salariale, del graduale aumento della fiducia e del miglioramento delle ragioni di scambio, dando luogo a una ripresa trainata dai consumi nel corso del 2024. Lo slancio impresso dall'interscambio netto agli inizi dell'anno riflette in parte la volatilità seguita al calo temporaneo segnato alla fine del 2023. Ci si attende tuttavia che la domanda estera continui a crescere, sostenendo l'espansione delle esportazioni dell'area. Nel medio periodo l'impatto negativo del passato inasprimento della politica monetaria subirebbe una progressiva riduzione e l'attività sarebbe sorretta dall'ipotizzato allentamento delle condizioni di finanziamento, in linea con le aspettative di mercato riguardo all'evoluzione futura dei tassi di interesse. La crescita trarrebbe altresì beneficio dalla tenuta del mercato del lavoro, in un contesto in cui il tasso di disoccupazione scenderebbe su livelli storicamente bassi nel prosieguo dell'orizzonte temporale di proiezione. Nel periodo considerato la produttività dovrebbe segnare un'accelerazione al riassorbirsi di alcuni dei fattori ciclici che ne hanno ridotto la crescita nel recente passato. Si prevede che, complessivamente, il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali sia pari allo 0,9 per cento nel 2024 e salga all'1,4 nel 2025 e all'1,6 nel 2026. Rispetto alle proiezioni dello scorso marzo le prospettive di crescita del PIL sono state riviste verso l'alto per il 2024, in conseguenza dell'inattesa dinamica positiva evidenziata agli inizi dell'anno e del miglioramento delle informazioni più recenti; per il 2025 hanno subito una lieve correzione al ribasso, restando invariate per il 2026.

Le politiche di bilancio e strutturali adottate a livello nazionale dovrebbero essere finalizzate a rendere l'economia più produttiva e competitiva; ciò contribuirebbe a innalzare il potenziale di crescita e a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo. L'attuazione efficace, rapida e completa del programma Next Generation EU, i progressi verso la realizzazione di un'unione dei mercati dei capitali e il completamento dell'unione bancaria, nonché il rafforzamento del mercato unico concorrerebbero a promuovere l'innovazione e ad accrescere gli investimenti nelle transizioni ecologica e digitale. La piena e tempestiva attuazione del nuovo quadro di governance economica dell'UE aiuterà i governi a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito/PIL.

## Inflazione

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a maggio l'inflazione sui dodici mesi è aumentata al 2,6 per cento, dal 2,4 di aprile. L'inflazione dei beni alimentari si è ridotta al 2,6 per cento. Quella relativa all'energia è salita allo 0,3 per cento, dopo aver registrato per un anno tassi sui dodici mesi negativi. Per quanto riguarda i beni, a maggio l'inflazione ha continuato a diminuire, portandosi allo 0,8 per cento, mentre per i servizi ha segnato un marcato incremento, raggiungendo il 4,1 per cento dal 3,7 di aprile.

Gran parte delle misure dell'inflazione di fondo è nuovamente scesa ad aprile, ultimo mese per cui i dati sono disponibili, confermando il quadro di graduale diminuzione delle pressioni sui prezzi. L'inflazione interna resta tuttavia elevata. I salari continuano a crescere a un ritmo sostenuto, compensando il passato aumento dell'inflazione. Per effetto dello sfalsamento del processo di adeguamento dei salari e dell'importante ruolo dei pagamenti a tantum, è probabile che si registri un'oscillazione del costo del lavoro nel breve termine, come osservato nell'incremento delle retribuzioni contrattuali nel primo trimestre. Al tempo stesso, gli indicatori prospettici segnalano una moderazione della dinamica salariale nel corso dell'anno. I profitti stanno assorbendo parte del pronunciato aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, riducendone gli effetti inflazionistici. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste sostanzialmente stabili, collocandosi prevalentemente intorno al 2 per cento.

Secondo le proiezioni l'inflazione complessiva dovrebbe segnare un'ulteriore moderazione, portandosi su livelli prossimi all'obiettivo nel corso del 2025. Ciò riflette un'attenuazione delle pressioni esercitate dai costi, anche del lavoro, e la graduale trasmissione ai prezzi al consumo dell'impatto ritardato proveniente dal passato inasprimento della politica monetaria. L'inflazione complessiva misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) dovrebbe mostrare una certa volatilità nella restante parte del 2024, a causa degli effetti base e dei rincari delle materie prime energetiche. A medio termine il tasso relativo alla componente dei beni energetici dovrebbe assestarsi su valori positivi contenuti, date le aspettative degli operatori riguardo al profilo futuro dei prezzi del petrolio e del gas e le previste misure di bilancio connesse al cambiamento climatico. L'inflazione relativa alla componente dei beni alimentari è notevolmente diminuita negli ultimi trimestri, in un

contesto in cui le spinte inflazionistiche si sono attenuate al calare dei prezzi delle materie prime energetiche e alimentari, e in prospettiva dovrebbe oscillare intorno ai livelli attuali, per poi registrare un'ulteriore moderazione dalla fine del 2025. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) dovrebbe mantenersi al di sopra di quella complessiva per gran parte dell'orizzonte temporale considerato, proseguendo tuttavia il proprio percorso discendente, benché a ritmo lento e in prevalenza nel 2025 e nel 2026. Un elemento centrale nelle proiezioni di giugno è l'aspettativa di un graduale calo della crescita dei salari nominali, da livelli iniziali ancora elevati, al venir meno degli effetti al rialzo delle pressioni indotte dalla compensazione dell'inflazione in un mercato del lavoro caratterizzato da condizioni tese. L'attesa ripresa della crescita della produttività dovrebbe sostenere la moderazione delle pressioni dal lato del costo del lavoro. Inoltre, la dinamica dei profitti dovrebbe indebolirsi e attenuare in parte la trasmissione del costo del lavoro ai prezzi, specialmente nel 2024. Nell'insieme l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC scenderebbe in media d'anno dal 5,4 per cento nel 2023 al 2,5 nel 2024, al 2,2 nel 2025 e all'1,9 nel 2026. Rispetto alle proiezioni dello scorso marzo, è stata rivista verso l'alto di 0,2 punti percentuali nel 2024 e nel 2025 a causa del rincaro delle materie prime energetiche e dei dati più recenti lievemente superiori alle attese riguardanti il tasso misurato sull'HICPX. Ci si attende altresì che le pressioni dal lato del costo del lavoro siano in qualche misura più intense per l'effetto congiunto della più elevata dinamica salariale e delle prospettive leggermente più prudenti circa la crescita della produttività. Le prospettive per l'inflazione complessiva e per quella calcolata sull'HICPX nel 2026 non sono state oggetto di revisioni.

## Valutazione dei rischi

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

L'inflazione potrebbe collocarsi su livelli più elevati di quanto anticipato se i salari o i profitti aumentassero più delle attese. Rischi al rialzo per l'inflazione provengono altresì dalle accresciute tensioni geopolitiche, che potrebbero determinare un rialzo dei costi di energia e trasporto nel breve periodo, causando interruzioni nel commercio mondiale. Inoltre, i fenomeni meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica, potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari. 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

Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo dell'11 aprile 2024 i tassi di interesse di mercato sono aumentati. I costi di finanziamento si sono stabilizzati su livelli restrittivi a seguito della trasmissione al sistema finanziario dei passati incrementi dei tassi di riferimento. Ad aprile i tassi di interesse medi sui nuovi prestiti alle imprese e sui nuovi mutui ipotecari sono rimasti invariati, rispettivamente al 5,2 e al 3,8 per cento.

La dinamica del credito resta debole. Ad aprile i prestiti bancari alle imprese sono aumentati dello 0,3 per cento sui dodici mesi, un livello leggermente inferiore rispetto al mese precedente. I prestiti alle famiglie hanno continuato a segnare un incremento dello 0,2 per cento sui dodici mesi. L'aggregato monetario ampio, misurato da M3, ad aprile è cresciuto all'1,3 per cento sui dodici mesi, dallo 0,9 di marzo.

In linea con la sua strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha condotto una valutazione approfondita della relazione tra la politica monetaria e la stabilità finanziaria. Le banche dell'area dell'euro mantengono la loro capacità di tenuta. Le prospettive economiche in miglioramento hanno favorito la stabilità finanziaria, ma gli accresciuti rischi geopolitici offuscano l'orizzonte. Un irrigidimento inatteso delle condizioni di finanziamento a livello mondiale potrebbe indurre una ridefinizione del prezzo delle attività finanziarie e non finanziarie, con effetti negativi sull'economia nel suo complesso. La politica macroprudenziale resta la prima linea di difesa contro l'accumularsi di vulnerabilità finanziarie. Le misure attualmente in vigore o di imminente introduzione contribuiscono a preservare la tenuta del sistema finanziario.

## 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 sono stati ridotti rispettivamente al 4,25, al 4,50 e al 3,75 per cento, con effetto dal 12 giugno 2024.

Il portafoglio del PAA si sta riducendo a un ritmo misurato e prevedibile, dato che l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

Il Consiglio direttivo continuerà a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP sino alla fine di giugno 2024. Nella seconda parte dell'anno ridurrà il portafoglio del PEPP, in media, di 7,5 miliardi di euro al mese e intende 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 riasaminerà regolarmente il contributo fornito all'orientamento della politica monetaria dalle operazioni mirate e dai relativi rimborsi in atto.

## Conclusioni

Nella riunione del 6 giugno 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e manterrà i tassi di riferimento su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario a conseguire questo fine. Per stabilire livello e durata adeguati della restrizione, il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione del Consiglio direttivo circa le prospettive di inflazione, alla luce dei nuovi dati economici e finanziari, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

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 mondiale evidenzia segni di rafforzamento, anche se permangono circostanze sfavorevoli per la crescita. I dati più recenti relativi all'attività mondiale (esclusa l'area dell'euro) confermano un miglioramento molto graduale dall'inizio dell'anno, con un crescente allineamento dei dati quantitativi ai segnali positivi provenienti da quelli qualitativi. Le prospettive per la crescita mondiale, come evidenziano le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, rimangono sostanzialmente invariate rispetto all'esercizio analogo condotto a marzo 2024 dagli esperti della BCE, con una lieve diminuzione prevista per quest'anno. Il commercio internazionale dovrebbe registrare una ripresa nell'anno in corso e successivamente espandersi più in linea con l'attività mondiale, pur rimanendo inferiore al livello di tendenza storico nell'orizzonte temporale di proiezione e sostanzialmente invariato rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2024 dagli esperti della BCE. Nell'orizzonte temporale di proiezione, l'inflazione a livello mondiale dovrebbe gradualmente diminuire.*

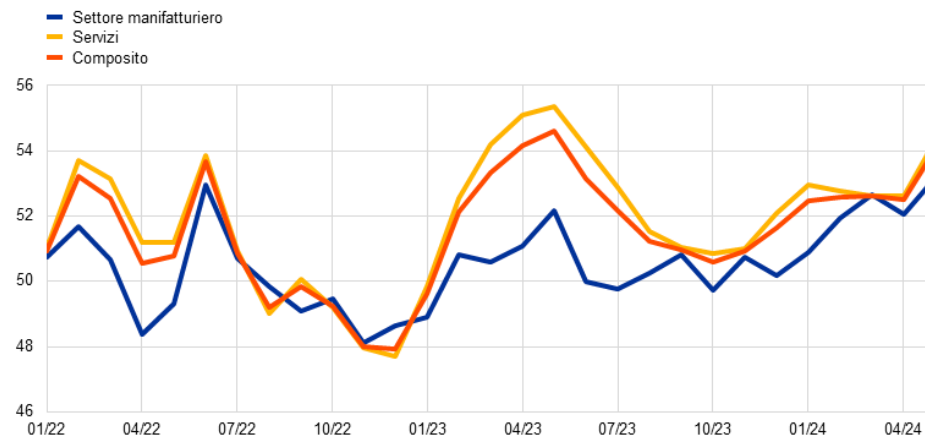
**I dati più recenti confermano un rafforzamento dell'attività mondiale con un avvicinamento dei segnali ricavati dalle indagini ai dati quantitativi.** A maggio 2024 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) è aumentato, in seguito all'incremento del prodotto sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi (cfr. il grafico 1)<sup>1</sup>. Ciò è in linea con le evidenze ricavate dall'indicatore della BCE sull'attività mondiale, che segnala un miglioramento della dinamica dell'attività sostenuto dai risultati positivi dei dati qualitativi e quantitativi. L'indicatore ha evidenziato un miglioramento graduale dell'attività mondiale dall'inizio dell'anno, in presenza di un maggiore allineamento dei dati quantitativi recenti ai segnali positivi provenienti dai dati qualitativi. Permangono tuttavia circostanze sfavorevoli per la crescita mondiale, tra cui la riduzione delle riserve di risparmi in eccesso nelle economie avanzate e la debolezza della domanda interna in Cina sullo sfondo delle difficoltà del settore dell'edilizia residenziale. Inoltre, i mercati del lavoro nelle principali economie avanzate registrano un graduale raffreddamento e la crescita dei salari nominali è in fase di moderazione, contribuendo in misura minore alla crescita dei redditi disponibili. Di conseguenza, la spesa per consumi a livello mondiale, che ha supportato la ripresa dell'attività economica in seguito alla pandemia di COVID-19, si conferma contenuta. Si stima che nel primo trimestre del 2024 la crescita del PIL mondiale in termini reali sia lievemente diminuita, collocandosi allo 0,8 per cento, in calo dallo 0,9 registrato nel quarto trimestre del 2023.

<sup>1</sup> Poiché la presente sezione verte principalmente sugli andamenti del contesto esterno all'area dell'euro, quest'ultima non è inclusa nei riferimenti agli indicatori economici mondiali e/o aggregati a livello internazionale.

## Grafico 1

### Indice PMI mondiale relativo al prodotto

(indici di diffusione)



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2024.

### **Le prospettive di crescita a livello mondiale rimangono sostanzialmente invariate rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2024 dagli esperti della BCE.**

Il modesto calo della crescita nell'anno in corso riflette l'impatto delle già citate circostanze sfavorevoli, il protrarsi delle politiche monetarie restrittive e l'elevata incertezza dovuta alle tensioni geopolitiche. Nel complesso, il PIL mondiale in termini reali dovrebbe collocarsi al 3,3 per cento quest'anno rispetto al 3,5 del 2023. La crescita del PIL in termini reali a livello mondiale dovrebbe restare al 3,3 per cento nel 2025 e al 3,2 nel 2026, leggermente al di sotto del tasso medio dell'ultimo decennio.

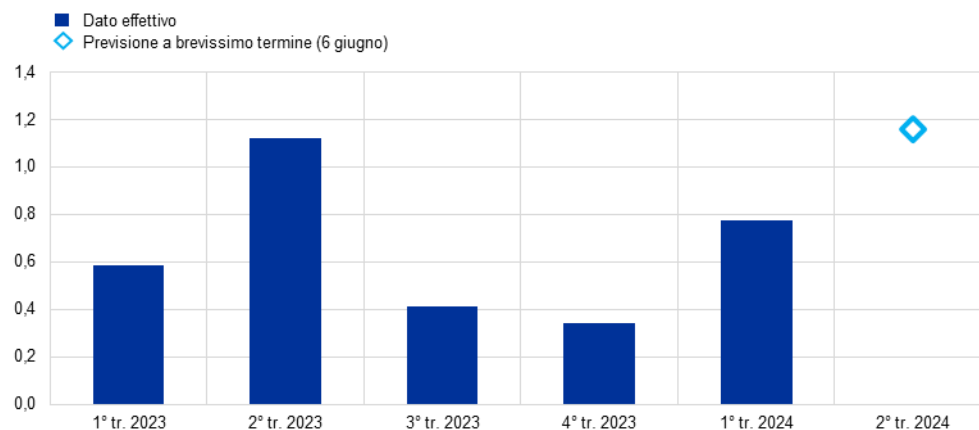
### **Il commercio mondiale segnerebbe una graduale ripresa con la normalizzazione degli andamenti della domanda in seguito alla pandemia.**

Nel primo trimestre del 2024 la crescita dell'interscambio mondiale ha accelerato, giacché gli effetti di composizione successivi alla pandemia hanno iniziato a esaurirsi. La vigorosa domanda per servizi osservata a livello internazionale durante tutto lo scorso anno si sta attualmente spostando verso i beni. In prospettiva, le importazioni a livello mondiale dovrebbero crescere ulteriormente, in linea con i segnali provenienti dallo strumento di previsione a brevissimo termine della BCE, che incorpora i dati quantitativi e qualitativi sul commercio internazionale (cfr. il grafico 2). In particolare, il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero segnala che la crescita riprenderà gradualmente slancio. Inoltre, i dati ricavati dalle indagini settoriali indicano una ripresa più dinamica dei settori ad alta intensità di scambi, quali il turismo e le attrezzature tecnologiche. Infine, l'impatto sull'interscambio mondiale delle interruzioni nel Mar Rosso rimane contenuto e in linea con le proiezioni formulate a marzo 2024, sebbene, nel breve periodo, il possibile aggravarsi di tali tensioni continui a rappresentare un rischio al ribasso per il commercio internazionale.

## Grafico 2

### Importazioni mondiali

(variazioni percentuali trimestrali)



Fonti: dati nazionali (tramite Haver Analytics) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'aggregato mondiale non include l'area dell'euro. La previsione a brevissimo termine si riferisce a un modello fattoriale dinamico basato su 30 variabili mensili che comprendono la produzione industriale, le vendite al dettaglio, il commercio, il mercato del lavoro, le indagini e l'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni per la previsione a brevissimo termine si riferiscono a maggio 2024.

**Oltre il breve periodo, nell'orizzonte temporale di proiezione dovrebbe proseguire la ripresa graduale del commercio internazionale, che dovrebbe espandersi più in linea con l'attività mondiale.** Nel complesso, la crescita delle importazioni mondiali dovrebbe aumentare al 2,6 per cento quest'anno, dall'1,0 registrato nel 2023, per poi salire fino al 3,3 per cento annuo nel periodo compreso tra il 2025 e il 2026, sostanzialmente in linea con l'esercizio previsivo precedente. La ripresa delle importazioni nei mercati emergenti e nelle principali economie avanzate, in particolare negli Stati Uniti, dovrebbe contribuire al recupero dell'interscambio nell'anno in corso. Tuttavia, il volume del commercio mondiale dovrebbe rimanere al di sotto del livello di tendenza osservato nel periodo 2012-2019, per effetto della debole crescita del PIL in termini reali e dei mutamenti strutturali in atto nelle relazioni commerciali provocati dalle crescenti tensioni geopolitiche. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe registrare una ripresa meno dinamica quest'anno, collocandosi al 2,1 per cento. Ciò riflette in larga misura l'indebolimento delle importazioni da parte di alcuni dei principali partner commerciali dell'area, quali il Regno Unito e i paesi dell'Europa centrale e orientale, nella seconda metà del 2023 e nel primo trimestre del 2024. Nell'orizzonte temporale di proiezione, la domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe aumentare del 3,4 per cento nel 2025 e del 3,3 nel 2026, più in linea con la dinamica delle importazioni mondiali.

**L'inflazione nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico dovrebbe diminuire gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione.** Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione complessiva misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) si è collocata al 3,4 per cento ad aprile 2024,

leggermente al di sotto dei livelli osservati dall'inizio dell'anno in corso<sup>2</sup>. Ad aprile l'inflazione di fondo (al netto delle componenti alimentare ed energetica) è scesa al 3,8 per cento dal 4,0 registrato a marzo. Il rallentamento del processo di disinflazione nei paesi dell'OCSE sembra essere principalmente dovuto all'inflazione persistente nel settore dei servizi, in un contesto in cui le tensioni dei mercati del lavoro nelle principali economie avanzate si stanno riequilibrando solo molto gradualmente. La dinamica più elevata dell'inflazione complessiva misurata sull'IPC, calcolata come variazione percentuale annualizzata su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi, indica che nei paesi dell'OCSE l'inflazione potrebbe aumentare nel breve periodo (cfr. il grafico 3). Ciò è confermato dai più recenti segnali ricavati dai dati delle indagini. Gli indici PMI relativi ai prezzi degli input nella manifattura segnalano che, nel breve periodo, l'inflazione dei beni potrebbe risalire dai livelli attualmente molto bassi, mentre gli indici PMI relativi ai prezzi degli input nei servizi suggeriscono che l'inflazione in questo settore, che rappresenta quasi i due terzi della misura dell'IPC di fondo, potrebbe continuare a diminuire gradualmente verso la sua media storica. Per quanto riguarda le pressioni esterne sui prezzi, la crescita di quelli all'esportazione (in valuta nazionale e su base annua) dei paesi concorrenti dell'area dell'euro tornerebbe in territorio positivo quest'anno e si manterrebbe prossima alla media stimata di lungo periodo per il resto dell'orizzonte temporale di riferimento. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo dagli esperti della BCE, tale prospettiva è stata rivista leggermente al ribasso, a causa di tassi di incremento dei prezzi all'esportazione inferiori al previsto, che compensano ampiamente l'impatto delle ipotesi di rialzo dei corsi delle materie prime formulate in questo esercizio previsivo.

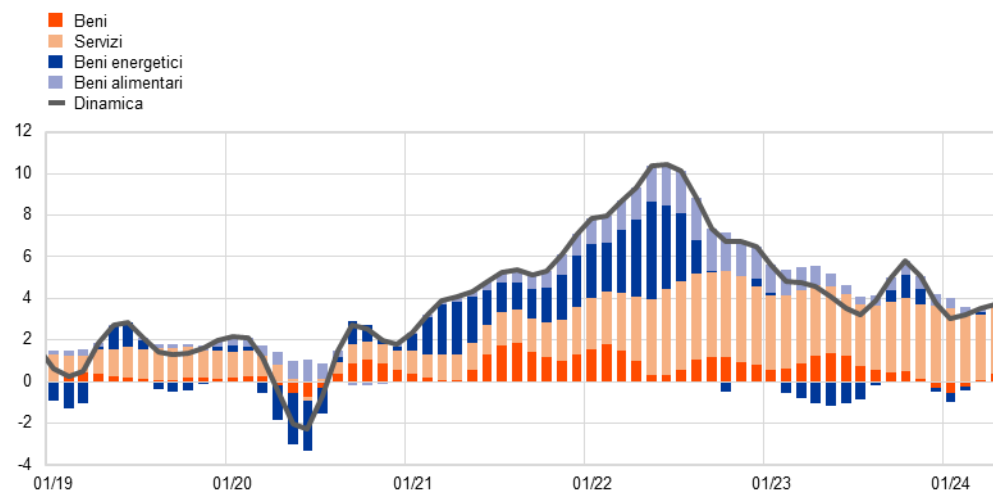
---

<sup>2</sup> La Turchia non è inclusa negli aggregati dell'OCSE per l'inflazione complessiva e per quella di fondo, in quanto il suo livello di inflazione permane su elevati valori a due cifre. Nei paesi membri dell'OCSE, compresa la Turchia, l'inflazione complessiva e quella di fondo misurata sull'IPC a marzo 2024 sarebbero altrimenti pari, rispettivamente, al 5,8 per cento (dal 5,7 di febbraio) e al 6,4 per cento (dal 6,4 di febbraio).

### Grafico 3

#### Dinamica dell'inflazione complessiva al consumo nell'area dell'OCSE

(variazione percentuale annualizzata su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: i contributi delle rispettive componenti della dinamica dell'inflazione complessiva nei paesi dell'OCSE riportati nel grafico sono costruiti dal basso verso l'alto utilizzando i dati nazionali disponibili, che nel loro insieme rappresentano l'84 per cento dell'aggregato dell'area OCSE. L'inflazione dei beni è misurata come differenza tra il contributo dei beni totali e i contributi dei beni energetici e alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2024.

**Per quanto riguarda i prezzi delle materie prime, dall'ultima riunione del Consiglio direttivo in Europa i prezzi del gas e dei prodotti alimentari sono aumentati, mentre quelli del petrolio sono diminuiti.** Pur essendo aumentati, i prezzi del gas in Europa si mantengono bassi rispetto ai livelli osservati dopo l'invasione russa dell'Ucraina. I rincari del gas naturale riflettono le interruzioni dal lato dell'offerta connesse alle esportazioni di gas naturale liquefatto dagli Stati Uniti e dal Qatar, al protrarsi delle operazioni di manutenzione dei gasdotti in Norvegia e agli attacchi russi agli impianti di stoccaggio del gas ucraini. I prezzi del greggio sono diminuiti, dato che le tensioni in Medio Oriente hanno continuato ad avere solo effetti di breve durata sui corsi petroliferi e l'offerta mondiale è rimasta sostanzialmente inalterata. Inoltre, una domanda mondiale di petrolio inferiore alle attese ha controbilanciato l'impatto sui prezzi della riduzione delle forniture e dei rischi dal lato dell'offerta. L'Agenzia internazionale per l'energia prevede una modesta carenza delle forniture di petrolio a livello mondiale nel 2024 e nel 2025; tuttavia, le riserve necessarie per assorbire ulteriori shock sembrano essere maggiori rispetto al periodo precedente l'invasione russa dell'Ucraina. I rischi per i corsi petroliferi sono ancora orientati verso l'alto, in particolare nel caso di un'escalation delle tensioni in Medio Oriente. I prezzi delle materie prime alimentari sono notevolmente aumentati, riflettendo in larga misura gli andamenti dei prezzi del cacao (dovuti a gravi interruzioni dell'offerta nell'Africa occidentale), che, sebbene siano recentemente diminuiti rispetto ai massimi osservati a fine aprile 2024, si confermano volatili. I prezzi dei cereali sono aumentati a causa degli andamenti sfavorevoli dal lato dell'offerta.

**Negli Stati Uniti, il protratto vigore dell'attività economica e l'inflazione persistente hanno spinto il Federal Open Market Committee a posticipare la prima riduzione dei tassi.** Nel primo trimestre del 2024 la crescita del PIL in termini

reali è rallentata allo 0,3 per cento, in calo dallo 0,5 osservato nel quarto trimestre dello scorso anno. Tuttavia, la domanda interna è rimasta solida, in quanto il contributo negativo dell'interscambio netto riflette un forte aumento delle importazioni. Nel primo trimestre la crescita del reddito disponibile in termini reali è diminuita e il tasso di risparmio è ulteriormente calato. Le stime disponibili basate sui dati ad alta frequenza suggeriscono che la crescita del PIL in termini reali potrebbe aumentare lievemente nel secondo trimestre del 2024, pur rimanendo al di sotto del ritmo osservato nella seconda metà del 2023. Le condizioni del mercato del lavoro negli Stati Uniti continuano a mostrare segnali di raffreddamento, nonostante rimangano molto tese. Pur essendo aumentata ad aprile, l'occupazione nel settore non agricolo è stata nettamente inferiore alla media osservata nel primo trimestre del 2024 e il tasso di disoccupazione è lievemente salito. Sia il rapporto fra posti di lavoro vacanti e disoccupati sia la crescita salariale sono rimasti elevati ma stanno diminuendo, anche se solo lentamente. L'inflazione al consumo si è leggermente ridotta ad aprile, con l'inflazione complessiva e quella di fondo che si sono collocate, rispettivamente, al 3,4 e al 3,6 per cento<sup>3</sup>. In prospettiva, l'inflazione dovrebbe lentamente scendere ancora, pur rimanendo per un prolungato periodo di tempo su livelli superiori all'obiettivo del 2 per cento fissato dalla Federal Reserve. Sullo sfondo di tale contesto macroeconomico, il Federal Open Market Committee ha recentemente sottolineato nei suoi comunicati che i tassi di interesse rimarranno elevati per un periodo di tempo più lungo.

**In Cina la domanda interna rimane debole, sebbene la crescita nel primo trimestre del 2024 si sia rivelata superiore alle attese.** Nel primo trimestre la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è salita all'1,6 per cento, dall'1,2 del trimestre precedente. Ciò riflette i maggiori investimenti pubblici provenienti dalle misure di stimolo fiscale attuate sulla base di una revisione di bilancio alla fine del 2023, mentre le fonti private della domanda interna, in particolare i consumi, sono rimaste deboli e sono diminuite ad aprile 2024. Per contro, la ripresa della forte crescita della produzione industriale e degli investimenti continua a segnare costanti miglioramenti, grazie allo stimolo dei progetti infrastrutturali. Alcuni timidi segnali di stabilizzazione si osservano sul mercato immobiliare. Sebbene complessivamente il mercato dell'edilizia residenziale sia ancora piuttosto stagnante, le vendite e gli investimenti in abitazioni hanno recentemente registrato un aumento, accompagnato da un rallentamento del calo delle nuove costruzioni. Sul piano delle politiche, le dichiarazioni rilasciate dalle autorità ad aprile 2024 hanno segnalato un aumento del sostegno pubblico al mercato dell'edilizia residenziale attraverso l'acquisizione diretta dai costruttori di progetti immobiliari non completati, suscitando un certo ottimismo tra gli operatori del settore. Ad aprile l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita allo 0,3 per cento, dallo 0,1 del mese precedente; anche l'inflazione di fondo è lievemente aumentata nello stesso periodo, passando dallo 0,6 allo 0,7 per cento. La protratta debolezza della dinamica dei prezzi alla produzione, unita al ristagno

---

<sup>3</sup> A maggio 2024 l'inflazione al consumo, pubblicata dopo la data limite di aggiornamento dei dati per questo numero del Bollettino, è diminuita più del previsto. L'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è diminuita al 3,3 per cento dal 3,4 di aprile. L'inflazione di fondo sui dodici mesi è diminuita al 3,4 per cento dal 3,6 di aprile.

della domanda interna, suggeriscono che le pressioni inflazionistiche nell'economia cinese rimangono contenute.

**Nel Regno Unito la crescita economica ha continuato ad aumentare nel primo trimestre del 2024 e il mercato del lavoro mostra segnali di allentamento.**

In seguito alla recessione tecnica nella seconda metà del 2023, nel primo trimestre del 2024 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,6 per cento sul periodo precedente, ben al di sopra delle aspettative ufficiali e di quelle dei mercati. Il contributo fornito dall'interscambio netto è stato positivo, per effetto di una forte contrazione delle importazioni che ha compensato ampiamente il calo delle esportazioni. Sebbene i dati più recenti indichino un solido avvio nel secondo trimestre, l'attività economica dovrebbe crescere a un ritmo più contenuto per il resto dell'anno in corso. Inoltre, i consumi privati rimangono relativamente modesti, in linea con la compressione dei salari reali, gli elevati tassi di interesse e l'orientamento restrittivo delle politiche monetaria e di bilancio. L'inflazione complessiva è ulteriormente diminuita, ma persistono pressioni sui prezzi nel settore dei servizi. L'inflazione complessiva misurata sull'IPC ha continuato a diminuire ad aprile 2024, portandosi al 2,3 per cento dal 3,2 di marzo. Tuttavia, l'inflazione dei servizi ha sorpreso al rialzo, collocandosi al 5,9 per cento ad aprile, segnando solo un lieve calo rispetto al 6,0 per cento registrato nel mese precedente e riflettendo la forte crescita salariale nonché il persistere di carenze di manodopera. Le tensioni sul mercato del lavoro rimangono al di sopra della media precedente la pandemia. La crescita dei salari nominali, un fattore determinante alla base della persistente inflazione dei servizi, ha continuato a diminuire nel primo trimestre dell'anno, ma rimane su livelli molto elevati. Secondo le previsioni della Bank of England, le pressioni salariali continueranno a diminuire nei prossimi mesi.



## 2 Attività economica

*Nel primo trimestre del 2024 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è salito dello 0,3 per cento sul periodo precedente. Tale ripresa della crescita, successiva a un periodo di attività sostanzialmente stagnante lungo cinque trimestri, è derivata da un contributo positivo fornito dall'interscambio netto e dalla domanda interna, a fronte di un contributo negativo dalla variazione delle scorte. I risultati delle indagini segnalano il protrarsi della crescita nel secondo trimestre. Nell'industria la produzione sta ancora soffrendo della domanda debole, soprattutto nei comparti energivori, mentre il settore dei servizi mostra segni più evidenti di un miglioramento generalizzato. Dal lato dell'offerta, la ripresa nel primo trimestre è da ricondursi per intero all'occupazione, a fronte di una stagnazione della produttività. Ci si attende che l'economia dell'area dell'euro continui la propria ripresa nel corso dell'anno, grazie all'aumento dei redditi reali, dovuto al calo dell'inflazione, alla crescita delle retribuzioni e al miglioramento delle ragioni di scambio, nonché al graduale venire meno degli effetti dell'orientamento restrittivo della politica monetaria. Nei prossimi trimestri dovrebbe inoltre proseguire la crescita delle esportazioni, in linea con la domanda mondiale, sebbene permanga un rischio al ribasso dovuto alle sfide di concorrenza esterna.*

*Tali prospettive si riflettono sostanzialmente nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2024, che prevedono una crescita annua del PIL in termini reali dello 0,9 per cento nel 2024, in aumento all'1,4 e all'1,6 per cento rispettivamente nel 2025 e nel 2026<sup>4</sup>.*

**Il prodotto dell'area dell'euro ha registrato un aumento all'inizio del 2024**, dopo più di un anno di stagnazione. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nel primo trimestre del 2024 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente: l'aumento su base trimestrale più rilevante dal terzo trimestre del 2022 (cfr. il grafico 4)<sup>5</sup>. Gli indicatori di breve periodo e i dati nazionali disponibili rilevano dei contributi positivi da parte della domanda interna e dell'interscambio netto, come anche un contributo negativo dalle variazioni delle scorte<sup>6</sup>. Il miglioramento della domanda aggregata sembra essere stato determinato principalmente dai servizi: ciò è confermato dai dati nazionali sul valore aggiunto disponibili, nonché dai dati mensili sulla produzione.

<sup>4</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2024](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 6 giugno 2024.

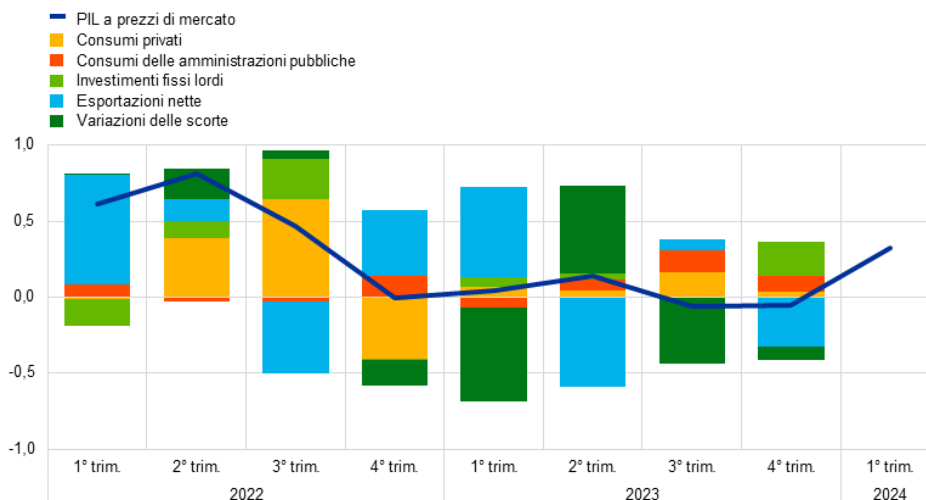
<sup>5</sup> Cfr. il riquadro 1 *La ripresa dopo la pandemia: perché nell'area dell'euro la crescita è più lenta rispetto agli Stati Uniti?* in questo numero del Bollettino.

<sup>6</sup> La scomposizione del PIL per categoria di spesa per il primo trimestre del 2024 è stata pubblicata il 7 giugno, dopo la data di ultimo aggiornamento dei dati relativi a questo numero del Bollettino (5 giugno).

## Grafico 4

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024 per il PIL e al quarto trimestre del 2023 per tutte le altre voci.

### I dati delle indagini segnalano il protrarsi, nel secondo trimestre del 2024, di un'espansione trainata dai servizi.

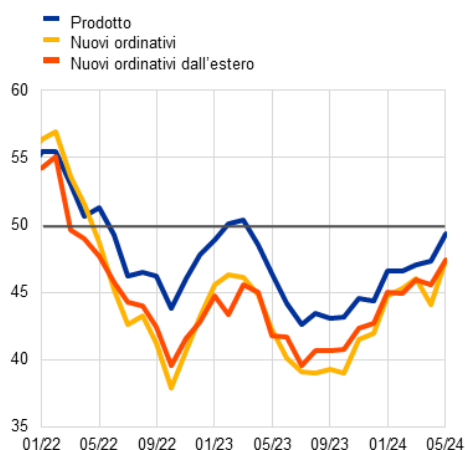
L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è collocato, in media, a 51,9 ad aprile e maggio, in aumento rispetto a 49,2 nel primo trimestre del 2024. Pertanto l'indice, che ora risulta compatibile con una crescita, sta proseguendo la tendenza al rialzo iniziata a ottobre 2023. Fra i settori, il PMI relativo al prodotto nel comparto manifatturiero è rimasto al di sotto della soglia compatibile con l'espansione a maggio, nonostante un aumento costante registrato dall'estate dello scorso anno (cfr. il pannello a) del grafico 5). L'indice dei nuovi ordinativi, che dovrebbe avere carattere maggiormente prospettico, ha mostrato un miglioramento analogo, benché lievemente più marcato. Nel complesso, tali indicatori segnalano che la flessione dell'attività nel settore manifatturiero si stia esaurendo. La ripresa dell'attività è stata più evidente nel settore dei servizi, facendo presagire che anche i risultati relativi al secondo trimestre saranno caratterizzati da un'espansione trainata da questo comparto (cfr. il pannello b) del grafico 5). La valutazione relativa al secondo trimestre è supportata dalle evidenze fornite nel riquadro 2, che, sulla base degli annunci degli utili agli investitori, mostrano come dal 2022 il clima di fiducia si sia sostanzialmente normalizzato sia per la domanda sia per l'offerta. Allo stesso tempo, i giudizi sui rischi si sono lievemente attenuati, pur confermandosi su livelli elevati nel confronto storico.

## Grafico 5

### Indicatori PMI in diversi settori dell'economia

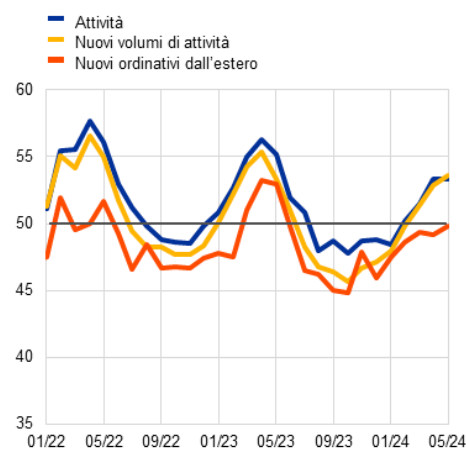
#### a) Settore manifatturiero

(indici di diffusione)



#### b) Settore dei servizi

(indici di diffusione)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2024.

### Nel primo trimestre del 2024 la crescita dell'occupazione è stata in linea con l'attività economica.

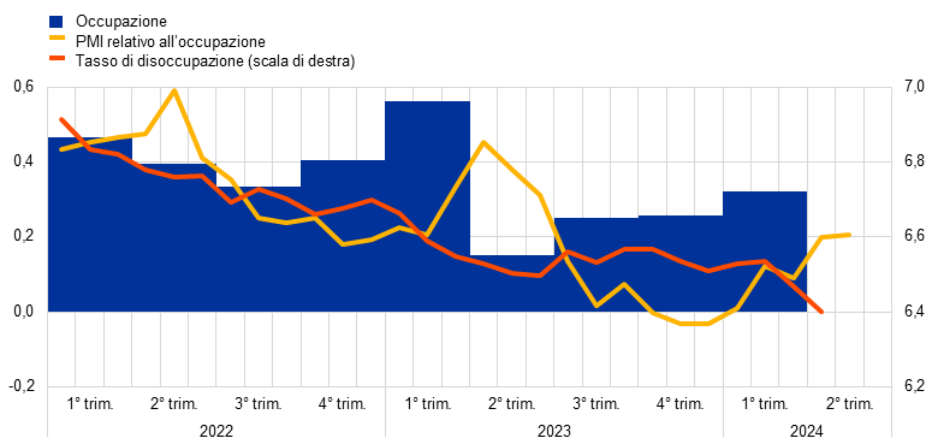
Nel primo trimestre dell'anno in corso l'occupazione è aumentata dello 0,3 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 6), trainata principalmente dalla persistente crescita delle forze di lavoro. Si è registrato un analogo aumento (0,3 per cento) anche per il dato implicito relative alle forze di lavoro, desunto dal tasso di disoccupazione e dal numero di disoccupati. Nel primo trimestre dell'anno la produttività per occupato non ha subito variazioni, in quanto PIL e occupazione hanno registrato una crescita simile. In termini di margine intensivo, i dati preliminari indicano un aumento delle ore lavorate nel primo trimestre del 2024. Ad aprile il tasso di disoccupazione è diminuito lievemente al 6,4 per cento, dal 6,5 di marzo, raggiungendo il livello più basso dall'introduzione dell'euro. La domanda di lavoro è rimasta su livelli elevati, nonostante un lieve calo del tasso di posti vacanti, al 2,8 per cento nel primo trimestre del 2024, valore inferiore di 0,1 punti percentuali rispetto al trimestre precedente.

## Grafico 6

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

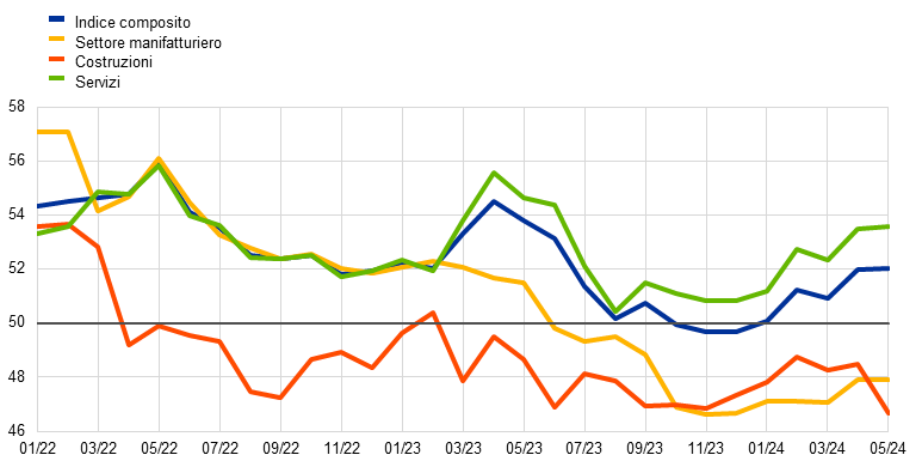
### a) Occupazione, PMI relativo all'occupazione e tasso di disoccupazione

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



### b) PMI settoriali relativi all'occupazione

(indici di diffusione)



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

Note: nel pannello a) le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50, poi divisa per 10 per misurare la crescita dell'occupazione sul trimestre precedente. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024 per l'occupazione, a maggio 2024 per il PMI relativo all'occupazione e ad aprile 2024 per il tasso di disoccupazione. Nel pannello b) le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2024 per tutte le voci.

### Sulla base degli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro la dinamica dell'occupazione continuerebbe a crescere nel secondo trimestre del 2024.

L'indice PMI composito mensile relativo all'occupazione è salito da 52,0 ad aprile a 52,1 a maggio, indicando un aumento del numero di occupati. Tale indicatore, dopo essere diminuito notevolmente rispetto al massimo raggiunto ad aprile 2023, è tornato a crescere nei mesi più recenti, trainato dal settore dei servizi (cfr. il pannello b) del grafico 6). L'indice PMI per il settore dei servizi è aumentato da 53,5 ad aprile a 53,6 a maggio. Di contro, il PMI relativo al settore manifatturiero si è confermato in territorio negativo.

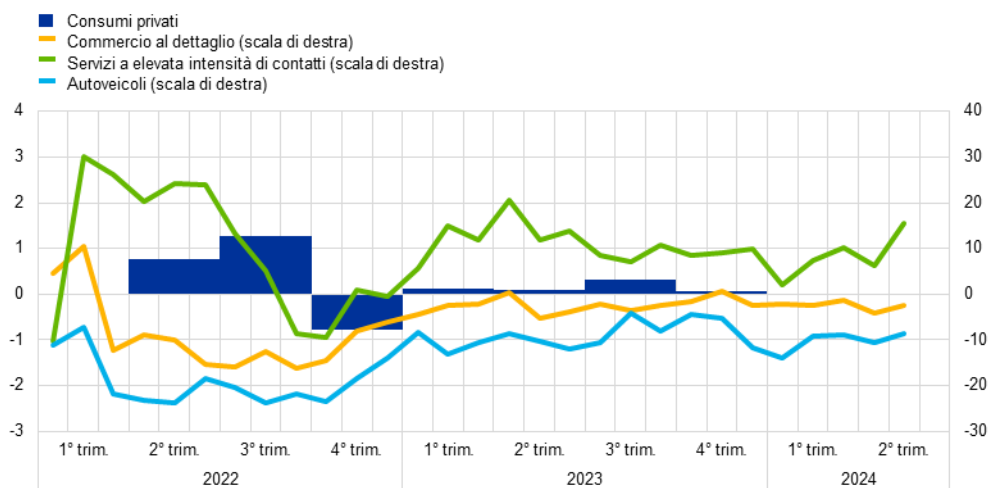
**Si stima che i consumi privati siano aumentati nel primo trimestre del 2024 e dovrebbero rafforzarsi ulteriormente nel breve periodo.** L'aggregazione dei dati

nazionali disponibili in occasione della riunione di giugno del Consiglio direttivo indica un lieve aumento nel primo trimestre dell'anno; a seguito plausibilmente di un consumo di beni rimasto contenuto e di quello di servizi risultato dinamico<sup>7</sup>. I modesti livelli di spesa per beni si riflettono nei volumi delle vendite al dettaglio, che, ancora deboli, nel primo trimestre del 2024 si sono collocati a un livello superiore soltanto dello 0,1 per cento rispetto a quello del quarto trimestre 2023. Per quanto riguarda la spesa per servizi, la produzione nel settore a gennaio-febbraio in media superava dell'1,6 per cento il livello registrato nel quarto trimestre del 2023. Nonostante i più recenti dati desunti dalle indagini suggeriscano che la spesa per beni potrebbe rimanere debole nel breve periodo, ci sono alcuni segnali di una ripresa graduale. A maggio l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea ha proseguito la sua crescita. Allo stesso tempo, gli indicatori della Commissione sulle aspettative relative al commercio al dettaglio e alle vendite di autoveicoli da parte delle imprese sono migliorati, pur confermandosi al di sotto delle medie di lungo periodo. Le attese delle aziende per i servizi a elevata intensità di contatti sono rimaste in territorio di crescita, registrando un forte incremento a maggio (cfr. il grafico 7). Nel complesso, l'evoluzione ancora divergente tra i consumi per beni e quelli per servizi è comprovata dall'edizione più recente dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori, che indica una buona tenuta della domanda attesa di prenotazioni per le vacanze, nonché un miglioramento solo graduale della propensione a effettuare acquisti rilevanti.

### Grafico 7

#### Consumi privati e aspettative delle imprese per il commercio al dettaglio, i servizi a elevata intensità di contatti e gli autoveicoli

(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 (esclusi gli autoveicoli), per la domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti e le aspettative di vendita di autoveicoli per i tre mesi successivi 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 maggio 2024 per le aspettative delle imprese relative al commercio al dettaglio, ai servizi a elevata intensità di contatti e agli autoveicoli.

<sup>7</sup> La copertura nazionale dei dati disponibili nel calcolo della scomposizione del PIL per categoria di spesa è pari all'85 per cento circa.

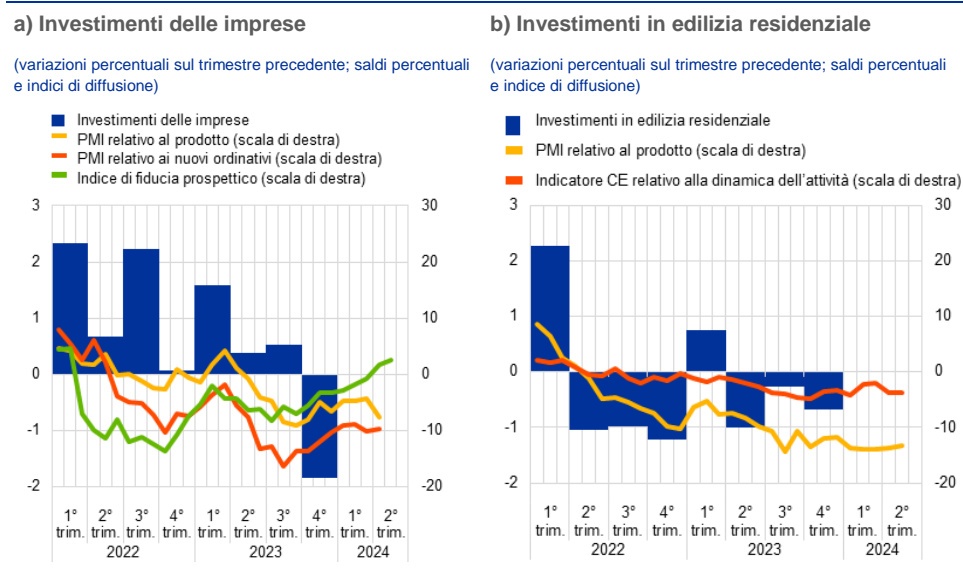
**All'inizio del 2024 gli investimenti delle imprese sembrano essere aumentati, dopo la forte contrazione osservata alla fine dell'anno precedente, e ci si attende che tale ripresa prosegua nel più lungo periodo.** In base all'aggregazione dei dati di contabilità nazionale disponibili, gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, al netto delle attività immateriali in Irlanda, dovrebbero essere tornati a crescere nel primo trimestre del 2024, invertendo solo parzialmente la forte flessione osservata alla fine dello scorso anno. La ripresa registrata nel primo trimestre è stata sostanzialmente in linea con i dati desunti dalle indagini, che hanno mostrato un miglioramento dopo l'inversione di tendenza all'inizio del quarto trimestre del 2023. Tuttavia, il miglioramento del PMI relativo al settore dei beni di investimento ha segnato una battuta d'arresto nel primo trimestre dell'anno in corso. I dati del PMI indicano che nel breve termine la crescita degli investimenti delle imprese è stata ancora modesta, per la debolezza del clima di fiducia ad aprile e maggio, con nuovi cali del prodotto e la permanenza in territorio marcatamente negativo dei nuovi ordinativi (cfr. il pannello a) del grafico 8). Le indagini della Commissione europea indicano inoltre un ulteriore aumento del numero di produttori di beni di investimento che hanno segnalato la scarsa domanda come un vincolo alla produzione nel settore. L'edizione di marzo/aprile dell'indagine semestrale sugli investimenti, condotta dalla Direzione generale per gli affari economici e finanziari della Commissione europea, indica, per il 2024, un rallentamento del tasso annuale di investimenti delle imprese, che sui dodici mesi è sceso a un livello coerente con la stabilizzazione, sebbene le intenzioni siano in genere più positive nei paesi che hanno beneficiato in misura maggiore dei fondi recentemente erogati nell'ambito del programma Next Generation EU<sup>8</sup>. I dati preliminari ricavati dagli annunci degli utili agli investitori segnalano un miglioramento degli utili e della propensione all'investimento nel secondo semestre del 2024, con una ripresa degli investimenti nel più lungo periodo. Analogamente, l'indice Sentix, che misura il livello di fiducia degli investitori dell'area dell'euro su un orizzonte temporale di sei mesi, ad aprile è passato in territorio di crescita, per la prima volta da febbraio 2022, per rafforzarsi ulteriormente a maggio, con un conseguente aumento della propensione all'investimento anche per la seconda metà dell'anno.

---

<sup>8</sup> Cfr. anche Commissione europea, [European Economic Forecast \(primavera 2024\)](#), *Institutional Paper*, n. 286, maggio 2024, pagg. 31-32.

## Grafico 8

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea (CE), S&P Global Market Intelligence, Sentix ed elaborazioni della BCE.  
Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, esclusi i beni immateriali irlandesi. Le linee del PMI si riferiscono alle risposte del settore dei beni di investimento. La voce "Indice di fiducia prospettico" si riferisce al sottoindice a sei mesi dell'indicatore della fiducia degli investitori dell'area dell'euro (riscalato mediante divisione per tre). Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023 per gli investimenti delle imprese, a maggio 2024 per l'indice Sentix e ad aprile 2024 per tutte le altre voci. Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla media ponderata della valutazione dell'andamento dell'attività nei settori delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione, in confronto ai tre mesi precedenti, ridefinita per avere la stessa deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023 per gli investimenti in edilizia residenziale e a maggio 2024 per il PMI relativo al prodotto e l'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività.

### Nel primo trimestre del 2024 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno registrato un aumento, nonostante la debole dinamica di fondo, che sembra destinata a confermarsi nel breve periodo.

In base all'aggregazione dei dati di contabilità nazionale disponibili, nel primo trimestre del 2024 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro hanno segnato un marcato aumento rispetto al trimestre precedente. Tale risultato è stato determinato in larga misura dalle condizioni climatiche eccezionalmente miti registrate in Germania e dagli effetti forti, benché in attenuazione, degli incentivi fiscali introdotti in passato in Italia. Si tratta di dati sostanzialmente in linea anche con in prodotto relativo alle costruzioni e ai lavori specializzati di costruzione nell'area dell'euro, in aumento dello 0,8 per cento nel primo trimestre del 2024, rispetto al periodo precedente. Tuttavia, recenti indicatori desunti dalle indagini segnalano una flessione degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nel secondo trimestre, mentre nei primi mesi del secondo trimestre sia il PMI relativo al prodotto per l'attività nel settore dell'edilizia residenziale, sia l'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività nelle costruzioni e nei lavori specializzati di costruzione si sono confermati in territorio negativo (cfr. il pannello b) del grafico 8). Nel complesso, la tendenza al ribasso degli investimenti in edilizia residenziale riflette il significativo incremento dei tassi di interesse sui mutui e il rallentamento della crescita dei prezzi delle abitazioni, dovuto al passato inasprimento della politica monetaria e al suo impatto negativo sull'accessibilità economica e la redditività degli immobili residenziali. È probabile che il livello

persistentemente elevato dei tassi di interesse faccia sì che l'accessibilità economica e la redditività delle abitazioni rimangano contenute e incidano ancora sulla dinamica degli investimenti in edilizia residenziale.

**La crescita delle esportazioni nell'area dell'euro ha iniziato a normalizzarsi nel primo trimestre del 2024, dopo quasi un anno in cui è rimasta indietro rispetto alla crescita delle importazioni mondiali.** Nel primo trimestre i volumi delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro hanno registrato un lieve miglioramento, con un'espansione dello 0,1 per cento, in quanto la modesta domanda mondiale ha continuato ad agire da freno. Le esportazioni di beni sembrano aver ottenuto risultati peggiori rispetto a quelle dei servizi, perché la crisi del gas in Europa sta ancora esercitando un certo freno sulla competitività. Gli elevati prezzi dei beni energetici sembrano aver rivestito un ruolo importante nell'andamento negativo che ha caratterizzato le esportazioni dell'area dell'euro negli ultimi anni, in quanto le variazioni delle quote di mercato delle esportazioni nei vari settori dal 2019 mostrano una correlazione negativa con l'intensità energetica a livello di settore. Tale correlazione è più marcata per la Cina, dove le perdite di quota di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro sono state considerevoli. In prospettiva le esportazioni dovrebbero continuare a mostrare risultati in linea con la domanda estera. Tuttavia, gli indicatori basati sulle indagini suggeriscono il perdurare della debolezza delle esportazioni nel breve termine. I nuovi ordinativi dall'estero, sia per i beni manifatturieri, sia per i servizi sono migliorati a maggio 2024, pur rimanendo al di sotto della soglia di espansione (cfr. il grafico 5). Nonostante la spesa interna all'area si sia mostrata più forte, la ripresa delle importazioni è stata contenuta e i volumi dei beni hanno continuato a diminuire, con un calo dell'1,7 per cento nel primo trimestre del 2024. In questo periodo al PIL hanno contribuito positivamente le esportazioni nette, in ragione di un miglior andamento rispetto alle importazioni. L'effetto congiunto del calo dei prezzi delle importazioni e di una crescita di quelli delle esportazioni dovrebbe determinare un nuovo miglioramento delle ragioni di scambio.

**Nel corso del 2024 è attesa una ripresa dell'economia dell'area dell'euro, principalmente sulla scorta dei consumi privati.** Tale ripresa sarà agevolata dall'incremento dei redditi reali, risultante dal calo dell'inflazione, dall'aumento dei salari e dal miglioramento delle ragioni di scambio. Mentre lo slancio impresso dall'interscambio netto agli inizi dell'anno riflette in gran parte la volatilità seguita al calo temporaneo segnato alla fine del 2023, la domanda estera dovrebbe continuare a espandersi, supportando la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro. A medio termine ci si attende altresì un sostegno alla ripresa da parte del graduale esaurimento dell'impatto negativo del passato inasprimento della politica monetaria e dell'ipotizzato allentamento delle condizioni di finanziamento, in linea con le aspettative di mercato riguardo all'evoluzione futura dei tassi di interesse. Inoltre la crescita sarebbe supportata dalla tenuta del mercato del lavoro, in un contesto di ulteriore calo della disoccupazione più avanti nell'orizzonte temporale di proiezione, fino a livelli bassi nel confronto storico.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2024 prevedono una crescita annua del PIL in**



**termini reali pari allo 0,9 per cento nel 2024, all'1,4 nel 2025 e all'1,6 nel 2026.**

Rispetto alle proiezioni di marzo le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste verso l'alto per il 2024, grazie alla dinamica più positiva del previsto agli inizi dell'anno e al miglioramento delle informazioni più recenti; per il 2025 hanno subito una lieve correzione al ribasso, mentre per il 2026 rimangono invariate.

## 3 Prezzi e costi

*A maggio 2024 l'inflazione complessiva nell'area dell'euro è salita al 2,6 per cento, dopo essersi collocata al 2,4 per cento a marzo e aprile. Ad aprile la maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo sono ulteriormente diminuite. Le pressioni interne sui prezzi si sono attenuate nel primo trimestre dell'anno, di riflesso all'indebolimento dei profitti. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste sostanzialmente stabili, collocandosi perlopiù intorno al 2 per cento. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a giugno 2024 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione complessiva diminuirà gradualmente, dal 2,5 per cento nel 2024 al 2,2 nel 2025 e all'1,9 nel 2026.*

**A maggio l'inflazione complessiva dell'area dell'euro è salita al 2,6 per cento (secondo la stima preliminare dell'Eurostat), dal 2,4 di aprile (cfr. il grafico 9)<sup>9</sup>.**

Tale crescita è riconducibile all'aumento dei tassi di inflazione relativi a energia e servizi, mentre l'inflazione di beni alimentari e industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) si è attenuata. A maggio, il tasso di variazione sui dodici mesi dell'inflazione dei beni energetici è salito allo 0,3 per cento, dopo aver registrato valori negativi nei dodici mesi precedenti. Tale aumento riflette un effetto base al rialzo, dovuto a un calo significativo osservato a maggio 2023. L'inflazione dei beni alimentari ha continuato ad attenuarsi, scendendo dal 2,8 per cento di aprile al 2,6 di maggio. Tale flessione ha rispecchiato un tasso di variazione sui dodici mesi inferiore per i prezzi dei beni alimentari trasformati, mentre quello dei prezzi dei beni alimentari non trasformati è aumentato. A maggio l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è salita al 2,9 per cento, dal 2,7 di aprile, per effetto di un aumento dell'inflazione dei servizi (4,1 per cento a maggio, dopo il 3,7 di aprile). Il rallentamento della crescita dei tassi per i beni alimentari trasformati e beni industriali non energetici riflette il perdurante allentamento delle pressioni inflazionistiche, mentre la dinamica più persistente dell'inflazione dei servizi è legata, tra le altre cose, al maggior ruolo del costo del lavoro in alcune delle sue voci.

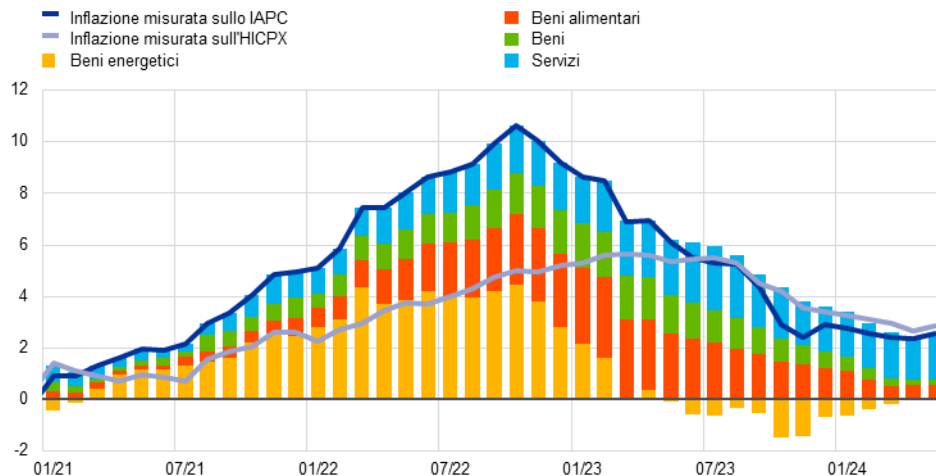
---

<sup>9</sup> L'inflazione complessiva è misurata in termini di indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC).

## Grafico 9

### Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

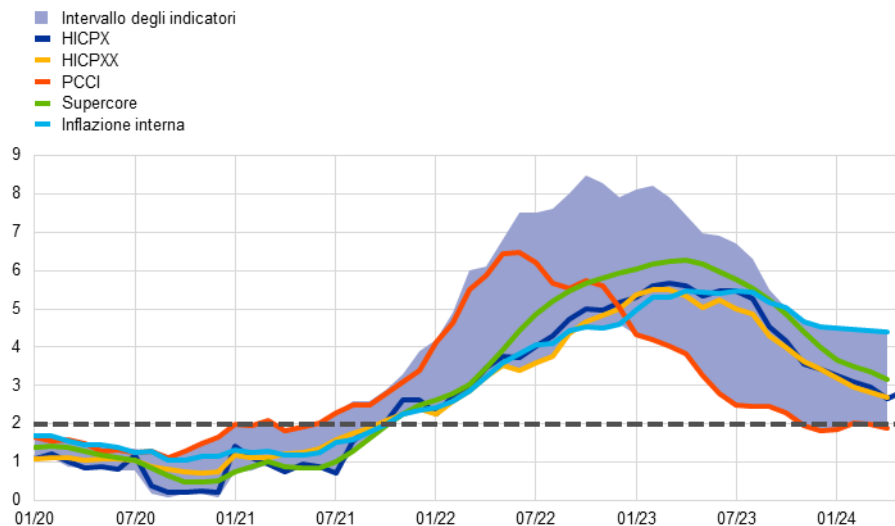
Note: la voce "Beni" si riferisce ai beni industriali non energetici. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2024 (stima preliminare).

**La maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo ha continuato a diminuire, riflettendo il venir meno degli effetti degli ampi shock precedenti, nonché l'indebolimento della domanda in un contesto di politica monetaria restrittiva (cfr. il grafico 10).** Ad aprile i valori degli indicatori hanno oscillato tra l'1,9 e il 4,4 per cento, con la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) all'estremità inferiore dell'intervallo e l'indicatore dell'inflazione interna (al netto delle voci dello IAPC con un elevato contenuto di importazioni) all'estremità superiore. L'inflazione misurata sull'HICPX al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è scesa dal 2,8 per cento di marzo al 2,7 di aprile. L'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è sceso dal 3,4 per cento di marzo al 3,1 di aprile, mentre nello stesso periodo la misura del PCCI basata su modelli ha segnato un lieve calo, passando dal 2,0 all'1,9 per cento. L'indicatore dell'inflazione interna è stato la misura più elevata e persistente, collocandosi al 4,4 per cento a marzo e aprile 2024, riflettendo il forte peso di voci dei servizi quali le assicurazioni o la sanità al proprio interno. I prezzi di questi ultimi solitamente si adeguano meno frequentemente e hanno registrato una reazione ritardata ai precedenti aumenti dei costi.

## Grafico 10

### Indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

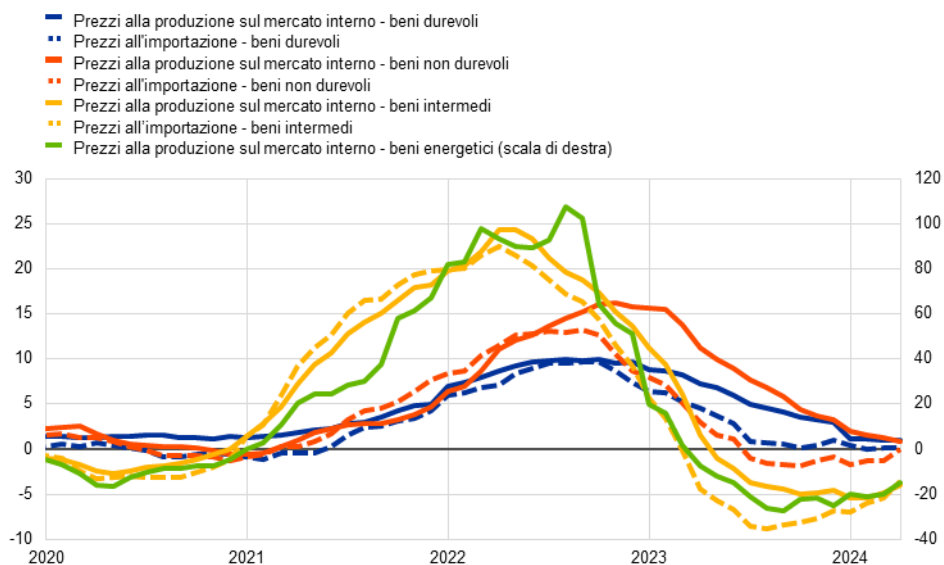
Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo comprende lo IAPC al netto dei beni energetici, lo IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, l'HICPX, l'HICPXX, l'inflazione interna, le medie troncate del 10 e del 30 per cento, il PCCI, l'indicatore Supercore e una mediana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

**La maggior parte degli indicatori delle spinte inflazionistiche ha continuato a perdere intensità con l'ulteriore venir meno degli effetti cumulati degli shock progressi (cfr. il grafico 11).** Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni energetici, negativa da marzo 2023, è salita al -14,7 per cento ad aprile dal -20,3 di marzo. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi sul mercato interno è rimasto negativo (-3,9 per cento ad aprile dal -4,8 di marzo). Lo stesso vale per l'inflazione all'importazione dei beni intermedi (-3,5 per cento ad aprile dopo il -5,4 di marzo). Nel contempo, agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni di consumo durevoli venduti sul mercato interno si è stabilizzata all'1,0 per cento a marzo e aprile, dall'1,1 di febbraio. Il corrispondente tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione si è collocato allo 0,2 per cento ad aprile e marzo, dopo la crescita nulla di febbraio. Si è osservata un'ulteriore attenuazione delle pressioni inflazionistiche accumulate anche per l'inflazione alla produzione dei beni non durevoli, scesa ulteriormente allo 0,9 per cento ad aprile. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni non durevoli è stato nullo, dopo il -1,3 per cento di marzo. I beni di consumo non durevoli includono i prodotti alimentari, i cui tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione hanno inizialmente registrato un più rapido calo rispetto a quelli dei beni non alimentari. Tuttavia, più di recente, i prezzi dei prodotti alimentari hanno mostrato una convergenza verso quelli non alimentari in termini di velocità del rientro.

## Grafico 11

### Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2024.

### **Gli ultimi dati disponibili al momento dell'analisi indicano che le pressioni derivanti dai costi interni, misurate dalla crescita del deflatore del PIL, hanno iniziato ad attenuarsi.**

Il tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL è sceso al 5,1 per cento nel quarto trimestre del 2023, dal 6,0 del trimestre precedente, a causa del minore contributo degli utili unitari e del costo del lavoro (cfr. il grafico 12). L'impatto ridotto del costo del lavoro per unità di prodotto è derivato da una crescita lievemente meno negativa della produttività del lavoro e da un calo della crescita salariale, misurata in termini di reddito per occupato, che è scesa dal 5,3 per cento del terzo trimestre al 4,9 nell'ultimo trimestre del 2023<sup>10</sup>. Analogamente, la crescita salariale misurata in termini di redditi per ora lavorata è scesa al 4,7 per cento nel quarto trimestre, dal 5,1 per cento del terzo. Tali pressioni al ribasso esercitate dai profitti per unità di prodotto e dal costo del lavoro sono state in parte compensate da un maggiore contributo delle imposte nette per unità di prodotto, dovuto a un aumento delle imposte per unità di prodotto e a un tasso di crescita maggiormente negativo dei sussidi per unità di prodotto. Nel contempo, la crescita dei salari contrattuali è salita al 4,7 per cento nel primo trimestre dell'anno, dopo essere scesa lievemente al 4,5 nel quarto trimestre del 2023. Tale incremento ha rispecchiato sia il graduale adeguamento dei salari ai passati shock inflazionistici sia le condizioni tese nel mercato del lavoro. Tuttavia, i dati relativi agli ultimi accordi salariali indicano il protrarsi di un graduale allentamento delle pressioni salariali, che dovrebbero tuttavia mantenersi su livelli relativamente elevati per la parte restante

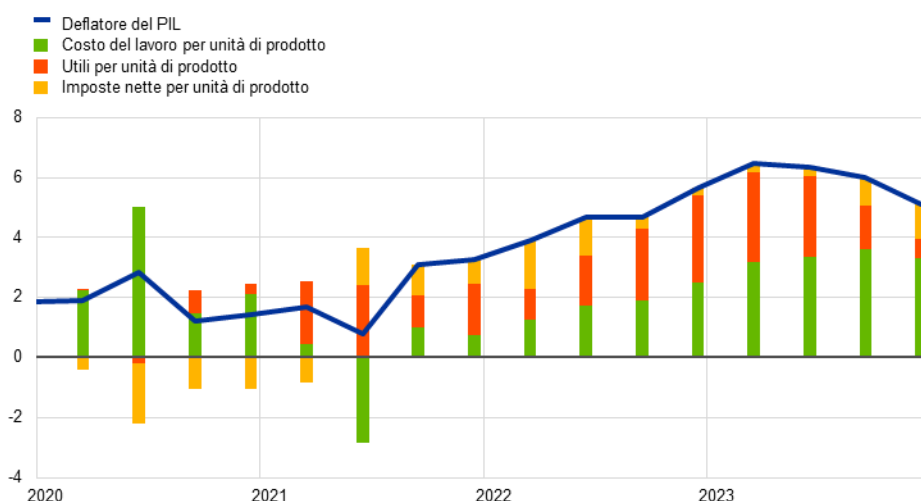
<sup>10</sup> I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 5 giugno 2024. I dati di contabilità nazionale diffusi il 7 giugno 2024 hanno registrato una maggiore crescita sui dodici mesi del reddito per occupato nel primo trimestre del 2024 (5,0 per cento rispetto al 4,9 per cento del quarto trimestre) e un rallentamento della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto (5,7 per cento, dal 6,0 del quarto trimestre). Il tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL è diminuito ulteriormente al 3,6 per cento nel primo trimestre del 2024, dal 5,1 del quarto trimestre del 2023.

del 2024<sup>11</sup>. La crescita sui dodici mesi del reddito per occupato nel 2024 dovrebbe collocarsi in media al 4,8 per cento. Successivamente dovrebbe, tuttavia, continuare a moderarsi nell'orizzonte temporale di riferimento, seppur mantenendosi superiore ai livelli storici a causa delle condizioni ancora tese nei mercati del lavoro, della compensazione per l'inflazione e degli aumenti dei salari minimi.

## Grafico 12

### 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.

**Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dalle indagini e anche le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati sono rimasti sostanzialmente invariati, mantenendosi per la maggior parte intorno al 2 per cento (cfr. il grafico 13).** 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 giugno 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) sono rimaste sostanzialmente invariate nel segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti, mentre il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è pari al 2,3 per cento circa, nettamente in calo dal picco pluriennale raggiunto agli inizi di agosto 2023. Tuttavia, va osservato che tali misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono una misura diretta delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, giacché includono premi per il rischio di inflazione. Le stime delle aspettative di inflazione effettive basate su modelli, 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 per cento nel più lungo periodo.

<sup>11</sup> Cfr. Górnicka e Koester (a cura di), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 338, BCE, febbraio 2024.

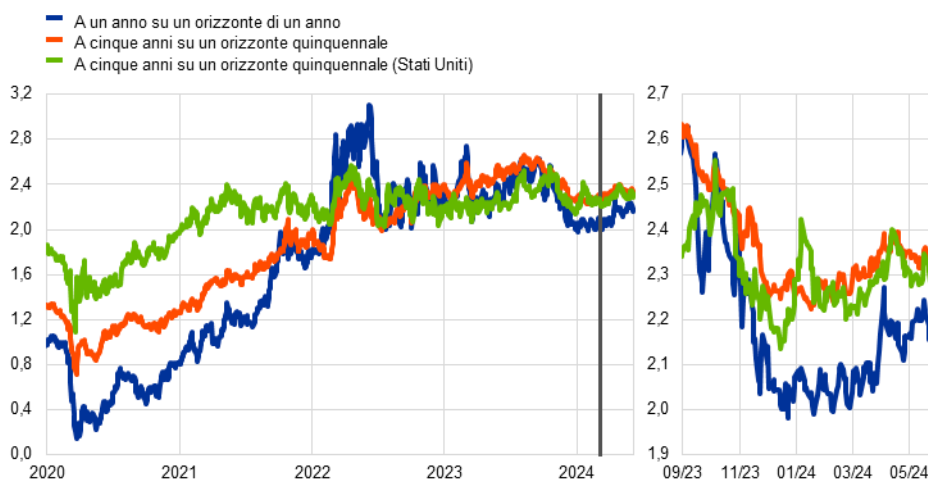
Le misure ricavate dai mercati per i risultati dell'inflazione a breve termine nell'area dell'euro suggeriscono che gli investitori si attendono che l'inflazione diminuisca ulteriormente nel 2024, collocandosi in media al 2,1 per cento nella seconda metà dell'anno. Il tasso swap indicizzato a un anno su un orizzonte annuale è rimasto pressoché invariato, nel periodo in esame, attestandosi al 2,2 per cento. Dal lato dei consumatori, nel complesso, le aspettative di inflazione si sono lievemente ridimensionate. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), condotta dalla BCE ad aprile 2024, le aspettative mediane per l'inflazione complessiva nell'anno successivo si collocano al 2,9 per cento, dal 3,0 di marzo, mentre le aspettative di inflazione su un orizzonte di tre anni sono diminuite al 2,4 per cento, dal 2,5 di marzo.

### Grafico 13

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

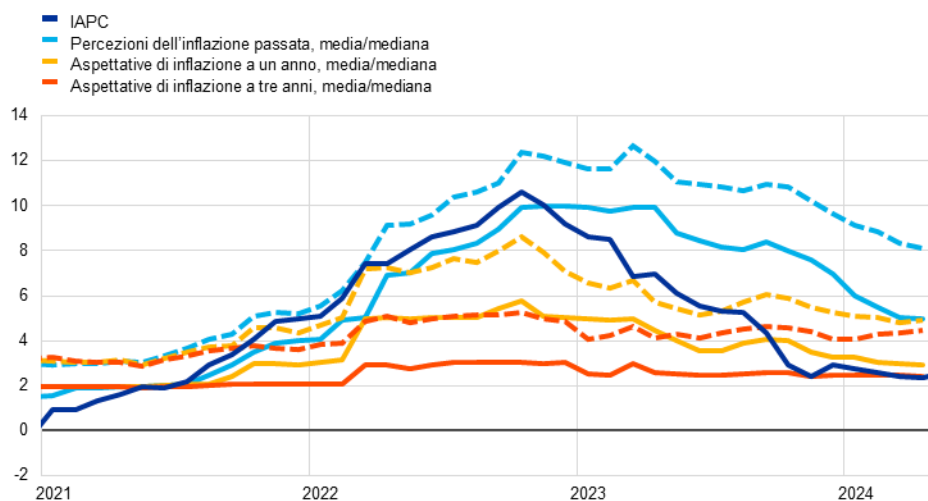
#### a) Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, CES ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra i tassi a termine degli swap indicizzati all'inflazione su diversi orizzonti per l'area dell'euro e il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale per gli Stati Uniti. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (7 marzo 2024). Nel pannello b) le linee tratteggiate indicano la media e le linee continue la mediana. Le ultime osservazioni si riferiscono al 5 giugno 2024 per i tassi a termine, a maggio 2024 (stima preliminare) per lo IAPC e ad aprile 2024 per il resto.

**Le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2024 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un'ulteriore moderazione dell'inflazione complessiva: dal 2,5 per cento nel 2024, al 2,2 per cento nel 2025 e all'1,9 per cento nel 2026 (cfr. il grafico 14)<sup>12</sup>.** Tale moderazione riflette il progressivo venir meno delle pressioni inflazionistiche, nonché dell'impatto dell'inaspimento della politica monetaria. Ciò è sostenuto dalla minore crescita del costo del lavoro e dal venir meno degli effetti della crisi energetica. Rispetto all'esercizio di marzo 2024,

<sup>12</sup> Per maggiori dettagli, cfr. [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2024](#).

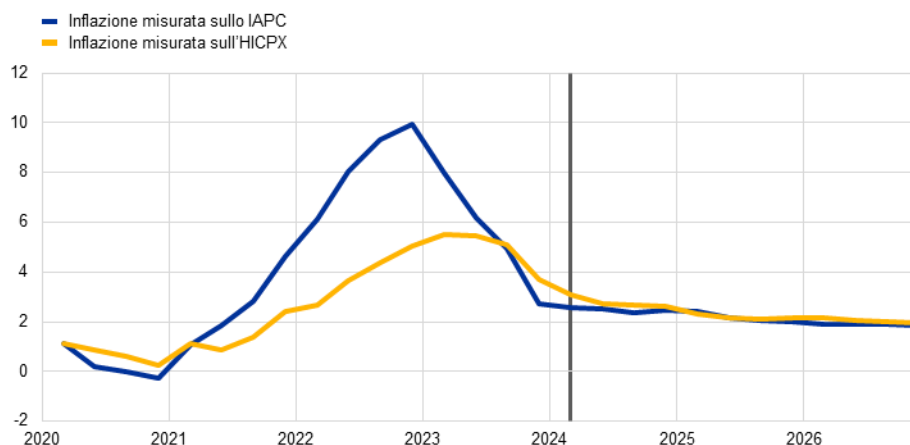


le proiezioni per l'inflazione complessiva sono state corrette al rialzo sia per il 2024 sia per il 2025, di 0,2 punti percentuali per entrambi gli anni, soprattutto a causa degli effetti base derivanti dall'inflazione dei beni energetici e della revoca delle misure di bilancio legate all'energia. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) dovrebbe diminuire ulteriormente nei prossimi anni, e collocarsi in media al 2,8 per cento nel 2024, al 2,2 per cento nel 2025 e al 2,0 per cento nel 2026. Rispetto alle proiezioni di marzo 2024, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è stata rivista al rialzo per il 2024 e il 2025, rispettivamente di 0,2 e 0,1 punti percentuali.

### Grafico 14

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: la linea verticale grigia indica l'ultimo trimestre prima dell'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2026 (proiezioni). Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2024 dagli esperti dell'Eurosistema sono state ultimate il 22 maggio 2024 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 15 maggio 2024. Le serie storiche e i dati effettivi dell'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX sono registrati con frequenza trimestrale.

*Nel periodo in esame (dal 7 marzo al 5 giugno 2024) l'attenzione nei mercati finanziari dell'area dell'euro è rimasta incentrata sul ritmo della disinflazione e sulle relative implicazioni per la tempistica e l'entità delle possibili riduzioni dei tassi di riferimento di politica monetaria. I tassi a breve termine privi di rischio si sono spostati verso l'alto per tutte le scadenze, tranne quelle a più breve termine, poiché gli operatori di mercato hanno internalizzato le sorprese macroeconomiche su entrambe le sponde dell'Atlantico, il che ha portato a un ridimensionamento delle loro aspettative di allentamento della politica monetaria. Il segmento a breve della curva a termine del tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro (euro short-term rate, €STR) è rimasto pressoché invariato, incorporando quasi completamente una riduzione iniziale dei tassi di interesse di 25 punti base nella riunione del Consiglio direttivo di giugno. Per contro, la tariffazione di mercato delle riduzioni dei tassi, nella parte restante dell'anno, è scesa a 65 punti base di riduzioni cumulate. La curva a termine indica che il ciclo di allentamento dovrebbe stabilizzarsi tra il 2 e il 2,5 per cento entro la fine del 2026. Anche i tassi privi di rischio a più lungo termine hanno registrato un andamento leggermente più in rialzo, con i rendimenti dei titoli sovrani che si sono mossi sostanzialmente in linea con i tassi privi di rischio. Poiché le ingenti emissioni di obbligazioni hanno continuato a essere ben assorbite dagli investitori, vi sono state, inoltre, minime variazioni dei differenziali di rendimento rispetto al tasso OIS (overnight index swap). I corsi azionari dell'area dell'euro sono ulteriormente aumentati, sostenuti da migliori aspettative sugli utili e da una forte propensione al rischio, nonostante le tensioni geopolitiche ancora forti. Infine, sui mercati dei cambi l'euro si è lievemente apprezzato su base ponderata per l'interscambio, ma è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti del dollaro statunitense.*

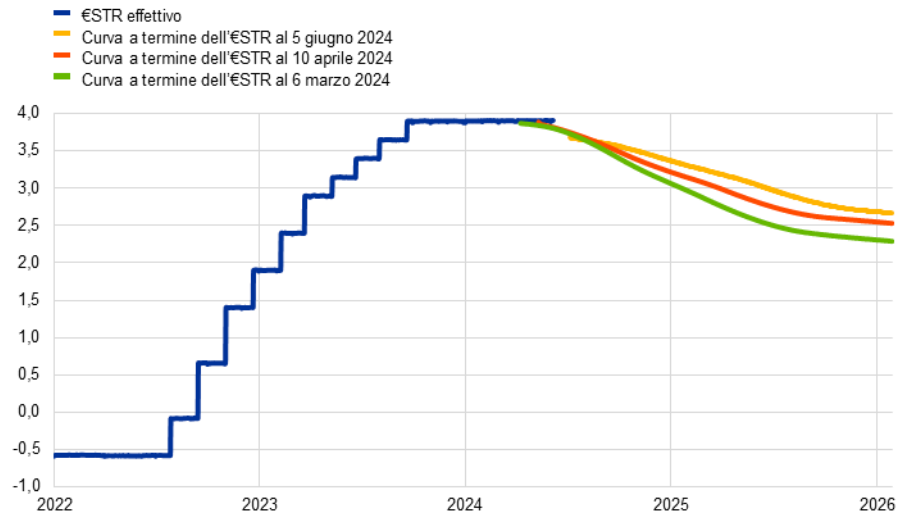
**La curva a termine del tasso OIS si è spostata verso l'alto dalla riunione del Consiglio direttivo di marzo, in un contesto di ridimensionamento delle aspettative, da parte degli operatori di mercato, circa le riduzioni dei tassi per il 2024 (cfr. il grafico 15).** Nel periodo in esame il tasso di riferimento €STR è rimasto stabile al 3,9 per cento, di riflesso al tasso sui depositi presso la banca centrale, che il Consiglio Direttivo ha mantenuto invariato al 4 per cento dalla riunione di politica monetaria di settembre 2023. La liquidità in eccesso è diminuita approssimativamente di 302 miliardi di euro, tra il 7 marzo e il 4 giugno, collocandosi a 3.198 miliardi. Tale diminuzione è riconducibile, in larga misura, al rimborso della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) a marzo e, in misura minore, alla riduzione del portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA), in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza in tale portafoglio. Il segmento a breve della curva a termine degli OIS basati sull'€STR ha quasi interamente incorporato una riduzione iniziale dei tassi di 25 punti base in occasione della riunione di giugno. Per contro, dopo la riunione di marzo, i tassi a termine collegati alle successive riunioni del Consiglio direttivo sono aumentati. Questa dinamica indica che gli operatori di mercato si attendono che, nella restante parte dell'anno, le successive riduzioni dei tassi di riferimento siano meno frequenti e posticipate rispetto a quanto inizialmente previsto. Nel complesso, a marzo, la curva a termine si è spostata dall'incorporare circa

100 punti base di riduzioni cumulate, nel corso del 2024, a incorporare circa 65 punti base.

### Grafico 15

#### Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

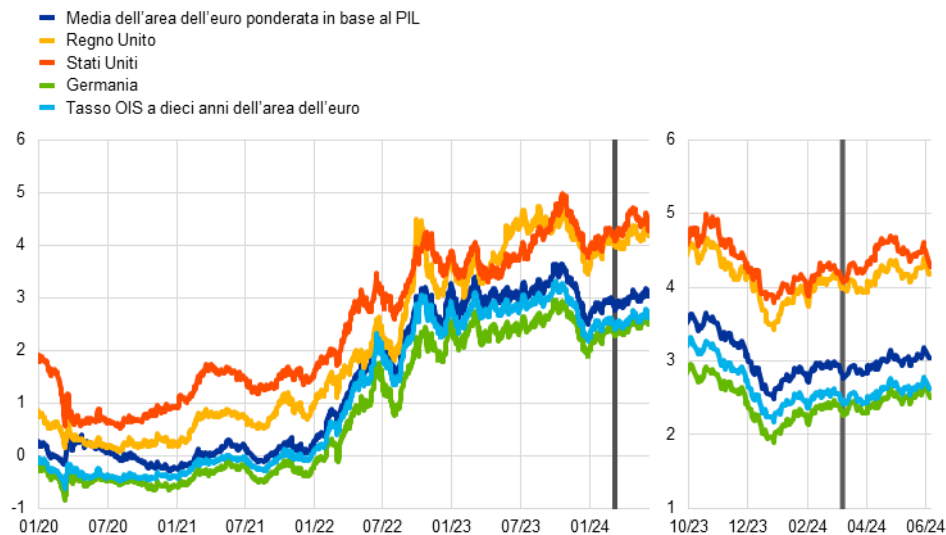
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

**Nell'area dell'euro i tassi a lungo termine privi di rischio sono aumentati, sebbene in misura minore rispetto agli analoghi tassi statunitensi (cfr. il grafico 16).** Nella prima metà del periodo in esame, i tassi a lungo termine privi di rischio sono aumentati notevolmente, principalmente per effetto della rivalutazione delle prospettive dei tassi di interesse statunitensi, per poi diminuire moderatamente. Il tasso OIS in euro a dieci anni è aumentato di 30 punti base, fino alla fine di aprile, terminando il periodo in esame al 2,6 per cento circa, 16 punti base al di sopra del livello della riunione di marzo. Negli Stati Uniti i tassi a lungo termine privi di rischio hanno generalmente oscillato in misura più significativa e sono aumentati in misura più marcata nel periodo in esame, soprattutto nei giorni di pubblicazione dell'indice dei prezzi al consumo (IPC). Il rendimento dei titoli del tesoro statunitensi a dieci anni è aumentato di 19 punti base, al 4,3 per cento, lasciando pressoché invariato il differenziale tra i tassi a lungo termine privi di rischio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Il rendimento dei titoli sovrani del Regno Unito è aumentato di 19 punti base, al 4,2 per cento.

## Grafico 16

### 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.

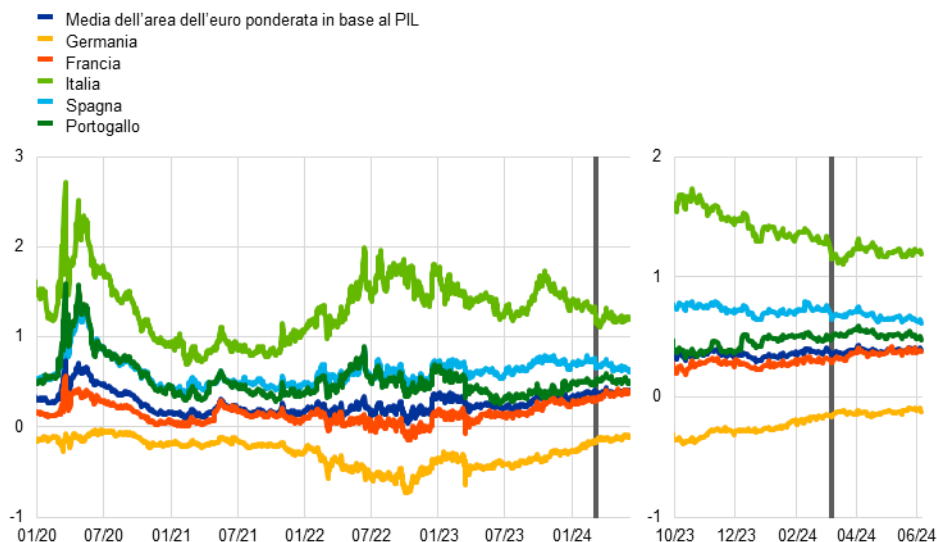
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (7 marzo 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 5 giugno 2024.

**I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono mossi sostanzialmente in linea con i tassi privi di rischio, lasciando pressoché invariati i differenziali di rendimento su tali titoli (cfr. il grafico 17).** Alla fine del periodo in esame, il rendimento, ponderato per il PIL, dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro, collocatosi intorno al 3,04 per cento, era superiore di circa 24 punti base, determinando solo un lieve incremento di 5 punti base del differenziale rispetto al tasso OIS basato sull'€STR. I differenziali di rendimento fra i titoli di Stato dei vari paesi, compresi quelli dei paesi dell'area dell'euro con merito di credito più basso, hanno registrato variazioni modeste nel periodo in esame. Tale periodo è stato caratterizzato dalla capacità di tenuta del mercato dei titoli di Stato, dove emissioni eccezionalmente elevate sono state ben assorbite dalla vigorosa domanda di investitori che mirano ad assicurarsi i rendimenti in previsione di un ciclo imminente di tagli dei tassi di riferimento.

### Grafico 17

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

(in punti percentuali)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (7 marzo 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 5 giugno 2024.

#### **I differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento hanno mostrato un modesto calo, in un contesto di forte propensione al rischio complessiva.**

Nel periodo in esame, i differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento sono diminuiti di 14 punti base, con un calo di 23 punti base per quelli delle società finanziarie, mentre i differenziali relativi alle società non finanziarie (SNF) sono diminuiti di 12 punti base. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie di qualità più elevata (investment grade) hanno oscillato moderatamente, collocandosi su un livello inferiore di 8 punti base alla fine del periodo in esame. I differenziali sulla parte con merito di credito più elevato del segmento ad alto rendimento (B-BB) continuano a collocarsi ben al di sotto della loro mediana storica, nonostante un aumento della probabilità di insolvenza (expected default frequency, EDF) in questo segmento di mercato negli ultimi mesi. La capacità di tenuta del settore societario dell'area dell'euro ha contribuito a contenere i costi di finanziamento delle obbligazioni.

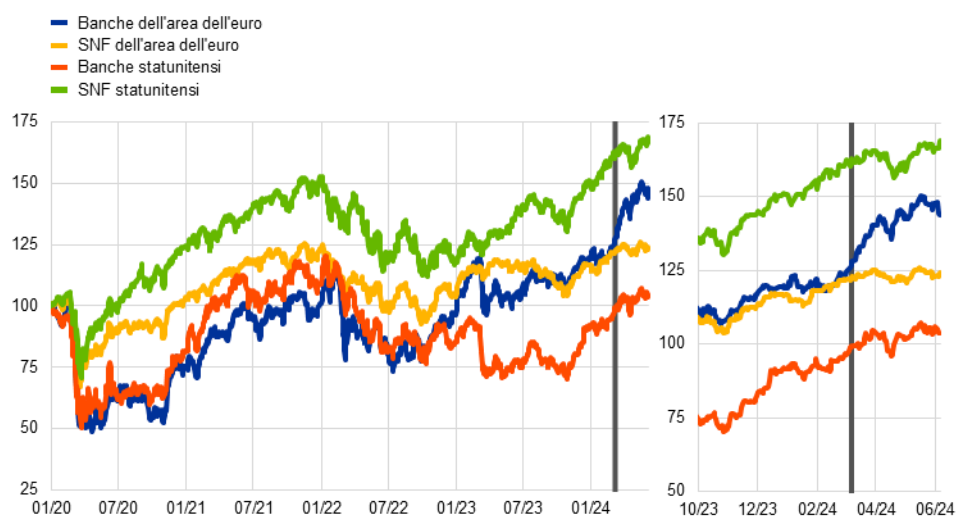
**I corsi azionari dell'area dell'euro hanno registrato un ulteriore lieve aumento, nonostante l'elevata incertezza macroeconomica e i più elevati tassi di sconto (cfr. il grafico 18).** Gli indici generali del mercato azionario sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti sono ulteriormente aumentati nel periodo in esame, sebbene le tensioni geopolitiche siano rimaste elevate. Gli indici per l'area dell'euro e gli Stati Uniti sono aumentati rispettivamente di circa il 2,5 e il 3,8 per cento. I corsi azionari dell'area dell'euro sono stati sostenuti da premi per il rischio azionario più contenuti e da aspettative più elevate sugli utili a breve e lungo termine, che hanno più che compensato l'impatto di tassi di sconto più elevati. Nel periodo in esame i corsi azionari delle SNF nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno registrato incrementi rispettivamente dello 0,9 e del 3,6 per cento. Le quotazioni azionarie delle banche

dell'area dell'euro, aumentate del 12,4 per cento, hanno continuato a superare in performance quelle degli Stati Uniti, che hanno registrato un incremento del 4,5 per cento.

### Grafico 18

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

(indice: 1° gennaio 2020 = 100)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

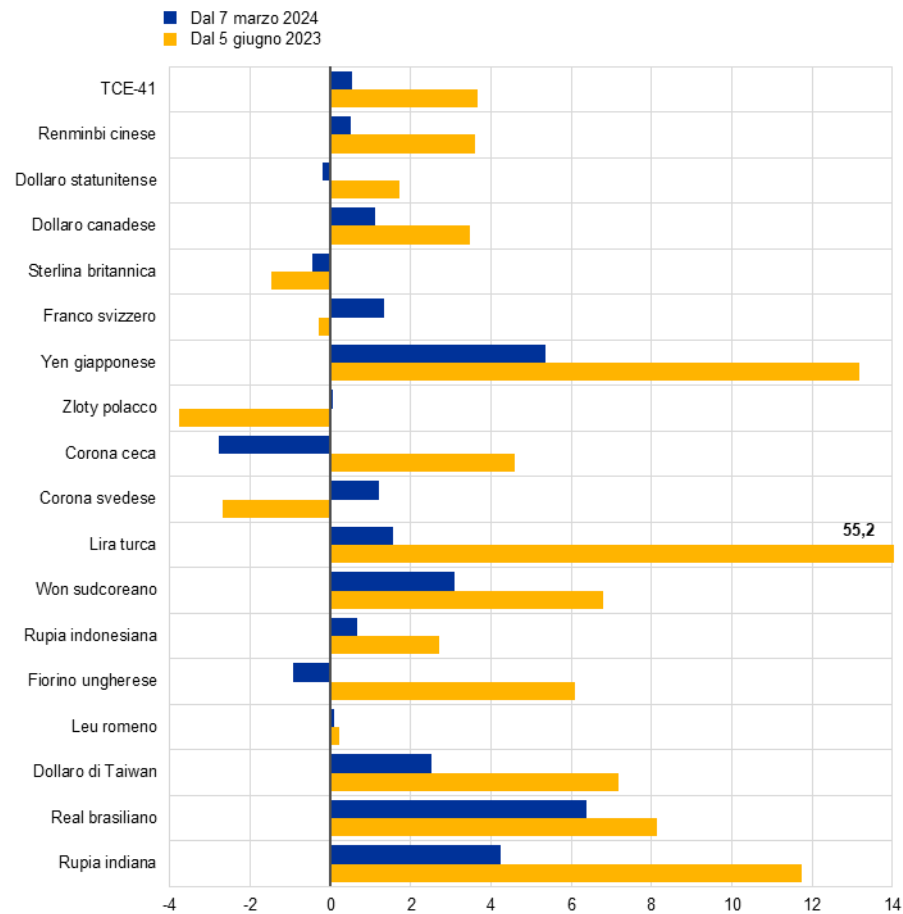
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (7 marzo 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 5 giugno 2024.

**Sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente apprezzato su base ponderata per l'interscambio, ma è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti del dollaro statunitense (cfr. il grafico 19).** Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE), misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato dello 0,5 per cento. Il lieve apprezzamento dell'euro va ricondotto in larga parte ai guadagni rispetto alle valute di diverse economie avanzate. Tale apprezzamento è stato del 5,2 per cento nei confronti dello yen giapponese, dell'1,3 sul franco svizzero, dell'1,2 sulla corona svedese e dell'1,1 nei confronti del dollaro canadese. Tali andamenti hanno rispecchiato principalmente dinamiche eterogenee della politica monetaria. Ad esempio, a marzo la Banca Nazionale Svizzera ha abbassato i tassi di interesse di riferimento di 25 punti base, portandoli all'1,5 per cento, la Sveriges Riksbank ha ridotto il tasso di riferimento dal 4,00 al 3,75 per cento nella propria riunione di maggio, e il 5 giugno la Bank of Canada ha abbassato il tasso di interesse di 25 punti base, portandolo al 4,75 per cento. L'euro si è deprezzato dello 0,4 per cento nei confronti della sterlina britannica in quanto gli operatori hanno posticipato le aspettative sulla tempistica di eventuali riduzioni dei tassi di riferimento da parte della Bank of England. L'euro si è mantenuto relativamente stabile nei confronti del dollaro statunitense (-0,2 per cento), nonostante alcune oscillazioni all'interno del periodo.

### Grafico 19

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

(variazioni percentuali)



Fonte: 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 5 giugno 2024.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

*Ad aprile 2024 i costi composti della provvista bancaria nell'area dell'euro e i tassi sui prestiti bancari sono rimasti stabili su livelli elevati. Per le società non finanziarie (SNF) il costo del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato e il finanziamento mediante capitale di rischio è aumentato nel periodo compreso tra il 7 marzo e il 5 giugno 2024. Ad aprile il credito bancario alle imprese e alle famiglie si è stabilizzato su livelli contenuti, riflettendo gli elevati tassi sui prestiti, la debole crescita economica e la rigidità dei criteri per la concessione del credito.*

*È proseguita la graduale ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3), trainata dai consistenti afflussi netti dall'estero.*

**I costi della provvista bancaria nell'area dell'euro sono rimasti elevati in termini storici.** I costi della provvista bancaria sono rimasti elevati giacché la composizione della provvista ha continuato a orientarsi verso fonti di finanziamento più costose. Ad aprile 2024 il costo composto del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro è rimasto invariato da marzo, collocandosi al 2,07 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 20). I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono lievemente aumentati ad aprile e i tassi aggregati sui depositi, che rappresentano la quota maggiore dei costi della provvista bancaria, non hanno subito variazioni (cfr. il pannello b) del grafico 20). Tale andamento cela una notevole eterogeneità tra paesi e differenze fra strumenti e settori. I tassi sui depositi a vista sono rimasti stabili ad aprile, mentre quelli sui depositi con durata prestabilita fino a due anni sono diminuiti, determinando un lieve restringimento dell'ampio differenziale tra i due. I tassi sui depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi sono tuttavia aumentati.

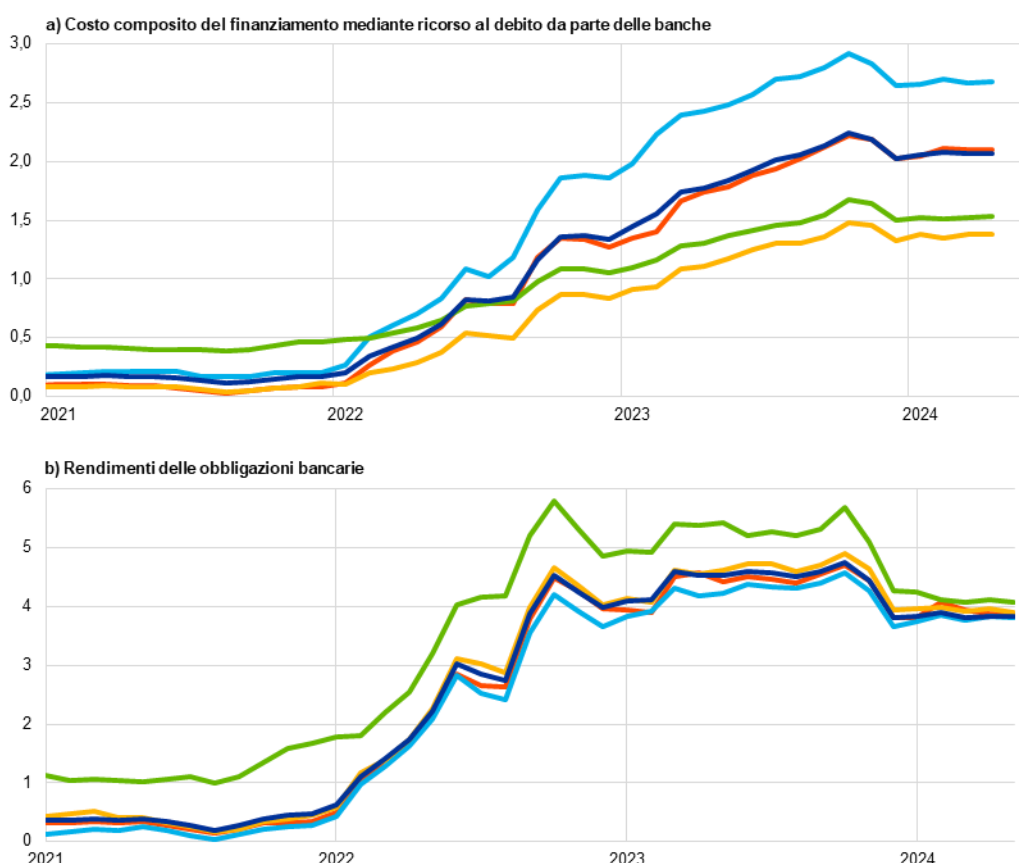


## Grafico 20

### 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 ad aprile 2024 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche e al 5 giugno 2024 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

**Ad aprile 2024 i tassi applicati ai prestiti alle imprese e ai mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti stabili su livelli elevati.** Ad aprile i tassi sui prestiti alle imprese non hanno subito variazioni, attestandosi al 5,18 per cento, e si sono collocati solo lievemente al di sotto del picco del 5,27 per cento raggiunto a ottobre 2023 (cfr. il grafico 21), in un contesto caratterizzato da eterogeneità tra paesi dell'area dell'euro e scadenze. Sulla scia dell'inversione della curva dei rendimenti, i tassi sui prestiti con periodi di determinazione iniziale del tasso più lunghi hanno continuato a essere inferiori a quelli con periodi di determinazione brevi. Il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di modesta entità e quelli sui prestiti di importo elevato alle imprese dell'area dell'euro si è ulteriormente ridotto ad aprile, collocandosi a 0,23 punti percentuali, il livello più basso dall'inizio della pandemia, rispecchiando tassi inferiori sui prestiti di modesta entità e tassi invariati sui prestiti di

importo elevato. Dopo quattro cali consecutivi, i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati al 3,80 per cento ad aprile, e al di sotto del livello massimo del 4,02 per cento osservato a novembre 2023 (cfr. il grafico 21). Tale stabilizzazione ha interessato tutti i segmenti delle scadenze. Ad aprile i tassi bancari sui nuovi prestiti al consumo concessi alle famiglie sono lievemente aumentati rispetto ai livelli di marzo e in un contesto di volatilità, mentre quelli sui prestiti alle imprese individuali hanno registrato una lieve diminuzione.

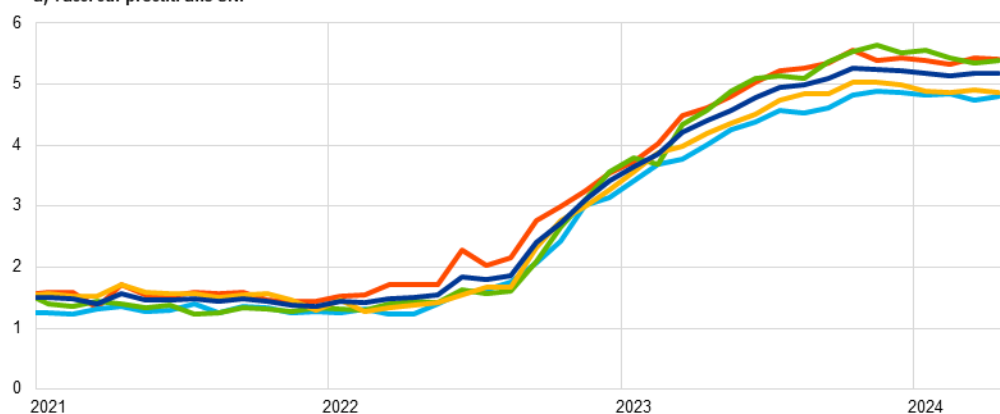
### Grafico 21

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

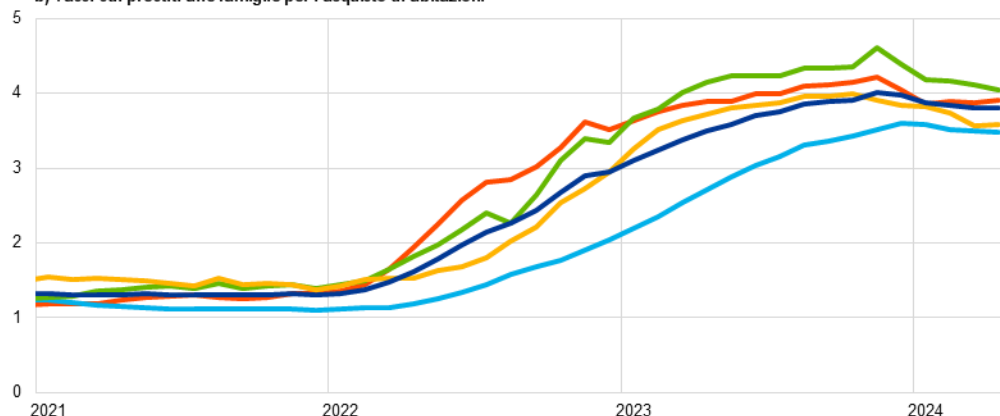
(valori percentuali sui dodici mesi)

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

##### a) Tassi sui prestiti alle SNF



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



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

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

**Nel periodo compreso tra il 7 marzo e il 5 giugno 2024 il costo dei titoli di debito emessi sul mercato e del finanziamento con capitale di rischio per le SNF è aumentato.** In base ai dati mensili disponibili, il costo complessivo del

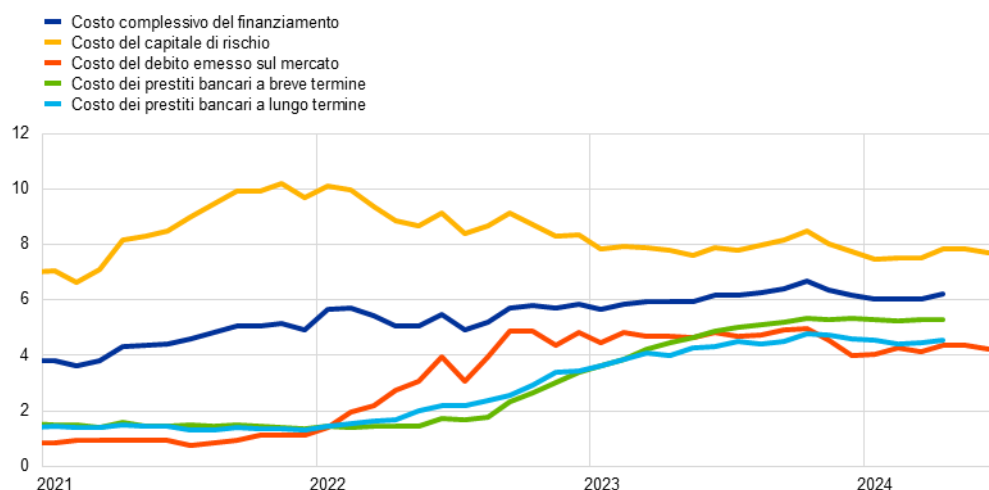
finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, si è collocato al 6,2 per cento ad aprile, un livello superiore di 20 punti base rispetto a quello registrato a marzo, ma ancora

inferiore al massimo pluriennale raggiunto a ottobre 2023 (cfr. il grafico 22)<sup>13</sup>. Tutte le componenti hanno contribuito all'aumento dell'indice complessivo dei costi, ad eccezione del costo dei prestiti a breve termine, che è rimasto sostanzialmente invariato. I dati giornalieri sul costo del debito emesso sul mercato e del finanziamento mediante capitale di rischio mostrano, nel periodo compreso tra il 7 marzo e il 5 giugno 2024, un aumento di entrambi gli indicatori. Il costo del debito emesso sul mercato è aumentato, poiché l'aumento del tasso di interesse privo di rischio, approssimato dal tasso sugli overnight index swap (OIS) a dieci anni, non è stato compensato dalla riduzione dei differenziali sulle obbligazioni emesse dalle SNF sia nel segmento di qualità più elevata (investment grade) sia in quello ad alto rendimento. Analogamente, nello stesso periodo, il costo del finanziamento con capitale di rischio è aumentato, riflettendo un tasso privo di rischio più elevato che ha ampiamente compensato il lieve calo del premio per il rischio azionario (cfr. la sezione 4).

## Grafico 22

### 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), del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base delle rispettive consistenze in essere. Le ultime osservazioni del costo del debito emesso sul mercato e di quello del capitale di rischio si riferiscono al 5 giugno 2024 (dati giornalieri); i dati sul costo complessivo del finanziamento e su quello dei prestiti bancari a lungo e a breve termine si riferiscono ad aprile 2024 (dati mensili).

**Ad aprile 2024 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese e alle famiglie è rimasto praticamente nullo, riflettendo gli elevati tassi sui prestiti, la debole crescita economica e la rigidità dei criteri per la concessione del credito.** Ad aprile la crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF ha registrato un lieve calo, portandosi allo 0,3 per cento, dallo 0,4 di marzo (cfr. il pannello a) del grafico 23). Nello stesso mese il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato allo 0,2 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 23). Mentre il credito al consumo ha continuato a evidenziare una buona

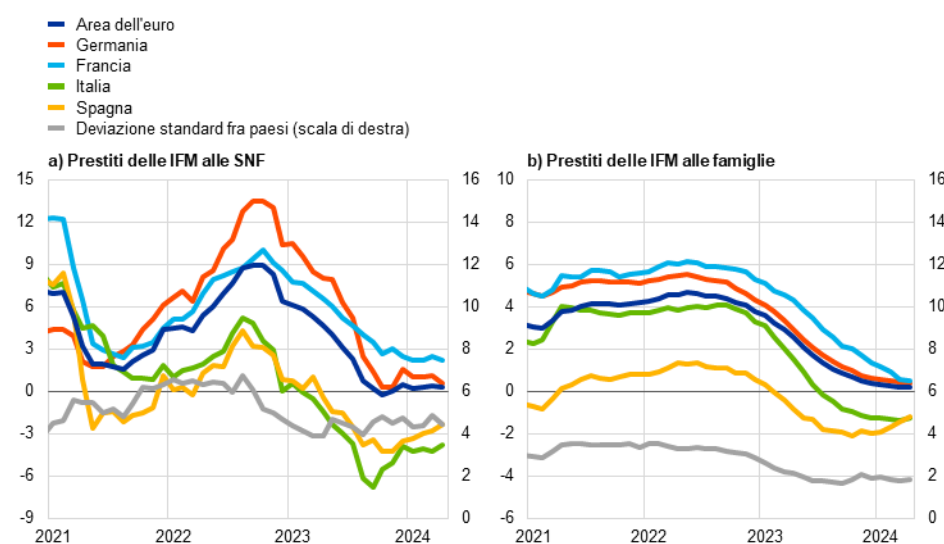
<sup>13</sup> A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino ad aprile 2024.

tenuta, i prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno registrato una crescita lievemente positiva e quelli alle imprese individuali hanno mantenuto tassi di crescita negativi. L'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) condotta dalla BCE nell'aprile 2024 ha mostrato che una percentuale netta ancora ampia, ma in calo, di intervistati aveva l'impressione che l'accesso al credito fosse divenuto più difficile nei dodici mesi precedenti, con l'aspettativa di condizioni ancor più restrittive nei dodici mesi successivi. La perdurante debolezza della crescita dei prestiti riflette la dinamica del credito stagnante osservata dall'inizio del 2023, sulla scia della debolezza della domanda aggregata, della rigidità dei criteri di concessione del credito e dell'impatto della politica monetaria restrittiva sui tassi applicati ai prestiti.

### Grafico 23

#### 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 dodici paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2024.

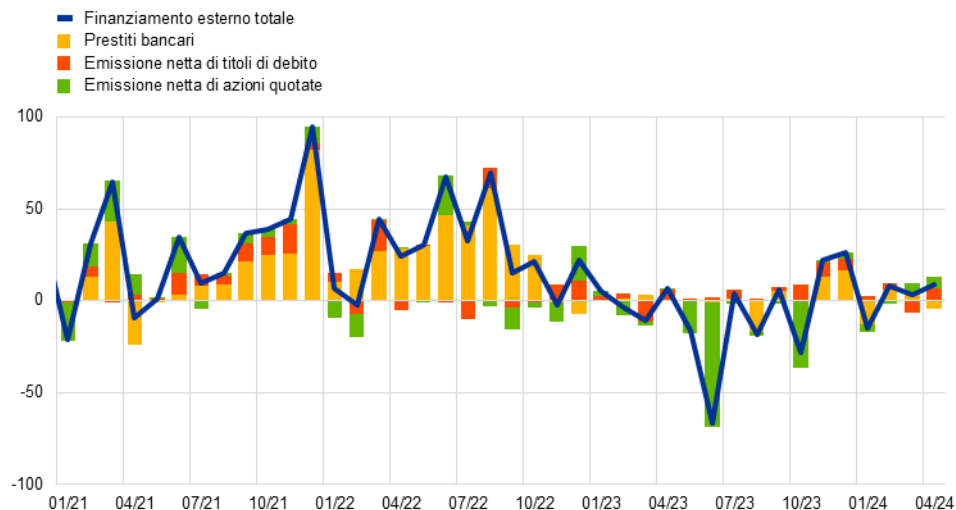
#### Nel primo trimestre del 2024 e ad aprile il finanziamento esterno netto delle imprese dell'area dell'euro è stato modesto.

I flussi netti di finanziamento esterno sono rimasti contenuti rispetto alle medie storiche (cfr. il grafico 24). Tale andamento è riconducibile ai bassi livelli di emissione di titoli di debito da parte delle imprese e di prestiti bancari, dal momento che l'attività economica è rimasta debole e i tassi di riferimento sono restrittivi. Il forte calo del volume dei prestiti a breve termine è stato in linea con il minore fabbisogno di capitale circolante e con l'aumento delle consistenze di prodotti finiti osservato a metà del 2023, mentre anche i flussi di prestiti con scadenze a più lungo termine sono rimasti deboli, in un contesto di modesta domanda di investimenti. Allo stesso tempo, l'emissione di azioni quotate è aumentata lievemente a marzo e aprile, pur rimanendo nel complesso contenuta.

## Grafico 24

### Flussi netti di finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro

(flussi mensili; miliardi di euro)



Fonti: BCE, Eurostat, Dealogic ed elaborazioni della BCE.

Note: il finanziamento esterno netto è pari alla somma di prestiti delle banche (prestiti delle IFM), emissione netta dei titoli di debito ed emissione netta di azioni quotate. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2024.

### **Ad aprile 2024 le imprese e le famiglie hanno registrato un ulteriore aumento dei depositi a termine, in un contesto caratterizzato da segnali di un rallentamento della riallocazione in atto a favore di tale categoria di depositi.**

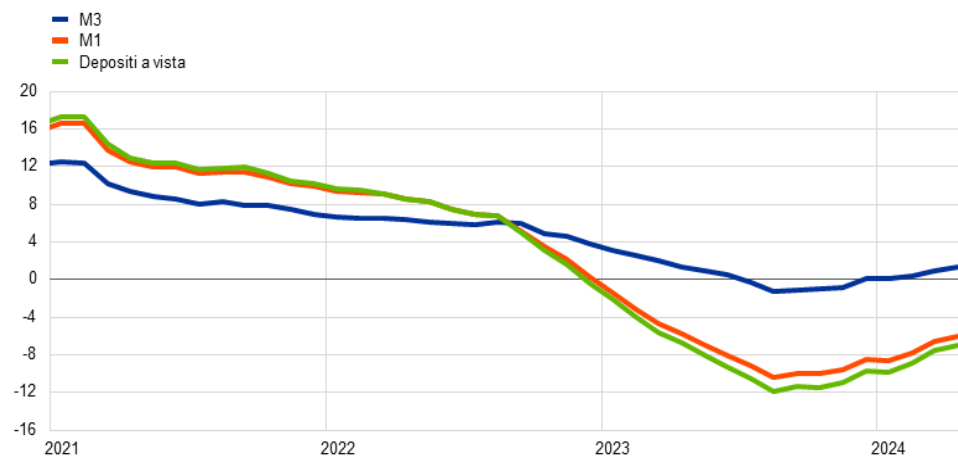
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista si è contratto a un ritmo in rallentamento pari al -7,0 per cento in aprile, dopo essere sceso al -7,5 a marzo (cfr. il grafico 25). La perdurante preferenza di imprese e famiglie per depositi a termine e strumenti negoziabili si spiega ancora con la remunerazione più elevata rispetto ai depositi a vista<sup>14</sup>. Sebbene i flussi di depositi siano ancora significativamente più orientati verso i depositi a termine rispetto al passato, tale riallocazione sta perdendo vigore con la stabilizzazione del differenziale tra i rendimenti di entrambi gli strumenti. L'allocazione dei depositi da parte delle imprese si sta avvicinando a un livello più in linea con i profili storici, e i depositi a vista delle famiglie hanno registrato il primo afflusso mensile positivo da settembre 2022. Gli elevati tassi di interesse a breve termine hanno continuato a sostenere la forte crescita dei fondi comuni monetari.

<sup>14</sup> Come nei 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.

## Grafico 25

### 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 ad aprile 2024.

### È proseguita la graduale ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3), trainato da un altro consistente afflusso netto dall'estero.

L'espansione monetaria è andata gradualmente aumentando negli ultimi mesi, anche se i prestiti alle famiglie e alle imprese sono rimasti deboli. Ad aprile la crescita di M3 nell'area dell'euro è aumentata all'1,3 per cento, dallo 0,9 di marzo (cfr. il grafico 20). La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è rimasta in territorio negativo, ma è aumentata ulteriormente portandosi, ad aprile, al -6,0 per cento, dal -6,6 di marzo. Ad aprile la creazione di moneta è stata trainata da un ampio afflusso estero, in un contesto di perdurante avanzo di conto corrente derivante dalla debolezza delle importazioni, ed è stata sostenuta da un'ampia emissione netta di titoli di Stato dell'area dell'euro. Tali afflussi sono stati in parte controbilanciati dalla perdurante contrazione del bilancio dell'Eurosistema, mentre il contributo del credito alle imprese e alle famiglie è rimasto modesto.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

*Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, che nel 2023 è stato pari al 3,6 per cento del PIL, dovrebbe scendere al 3,1 nel 2024, per poi ridursi gradualmente al 2,8 nel 2025 e al 2,6 nel 2026. Nel 2024 l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe subire un significativo inasprimento, che diverrebbe in qualche misura maggiore nei due anni successivi. L'irrigidimento nel 2024 riflette principalmente le aspettative relative alla revoca da parte dei governi di gran parte delle misure di sostegno legate all'energia e all'inflazione. Tale fattore contribuirà in misura marginale anche all'intonazione restrittiva delle politiche di bilancio nel 2025, mentre la crescita lievemente inferiore della spesa e le ulteriori misure di risanamento dal lato delle entrate in alcuni paesi contribuiranno al lieve ulteriore inasprimento previsto per il periodo compreso tra il 2025 e il 2026. Il rapporto debito/PIL dell'area dell'euro dovrebbe sostanzialmente stabilizzarsi a un livello elevato, pari a circa l'89 per cento, per effetto dei persistenti disavanzi primari e dei valori positivi della componente stock-flussi, compensati da differenziali in calo ma ancora negativi fra tasso di interesse e tasso di crescita. Per ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito/PIL è importante che i governi attuino pienamente e tempestivamente il nuovo quadro di governance economica dell'UE. Allo stesso tempo, una rapida ed efficace attuazione del programma Next Generation EU (NGEU) è fondamentale per promuovere l'innovazione e accrescere gli investimenti nelle transizioni ecologica e digitale.*

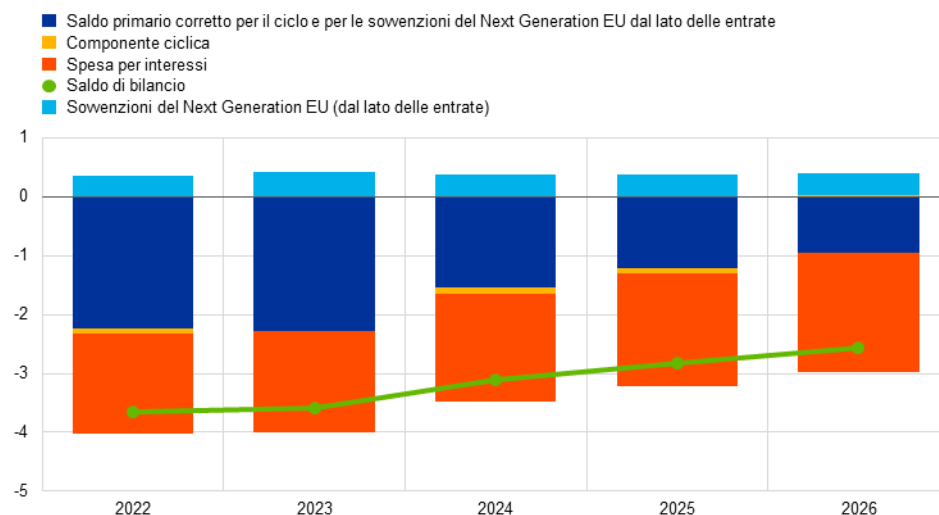
**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro migliorerà moderatamente nell'orizzonte temporale di proiezione (cfr. il grafico 26)<sup>15</sup>.** Nel recente passato, il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro è diminuito in misura molto marginale, dal 3,7 per cento del PIL nel 2022 al 3,6 nel 2023. In prospettiva, il disavanzo dovrebbe diminuire in misura più significativa, raggiungendo il 3,1 per cento del PIL nel 2024, per poi scendere ulteriormente al 2,8 nel 2025 e al 2,6 nel 2026. L'andamento previsto nell'orizzonte temporale di proiezione riflette principalmente un saldo primario corretto per gli effetti del ciclo in progressivo calo, ma ancora negativo, la cui diminuzione più consistente avrebbe luogo nel 2024. Tale impatto, tuttavia, sarà in parte compensato da un graduale aumento della spesa per interessi nell'intero periodo, per effetto della lenta trasmissione dei precedenti aumenti dei tassi di interesse dovuta alle lunghe vite residue dei debiti sovrani. Nel 2024 il notevole calo del disavanzo primario corretto per gli effetti del ciclo è riconducibile, in larga misura, al ridimensionamento significativo delle misure di sostegno di bilancio adottate dai governi, in seguito all'attenuarsi dello shock legato all'energia e dell'elevata inflazione al consumo complessiva.

<sup>15</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2024*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 6 giugno 2024.

## Grafico 26

### Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: elaborazioni della BCE e proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2024.

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

**Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2024, il disavanzo di bilancio nel 2023 è risultato essere di 0,4 punti percentuali più alto.** A livello dell'area dell'euro, tale andamento inatteso è

riconciliabile principalmente alla crescita superiore al previsto della spesa primaria. Inoltre, si stima che il risultato più sfavorevole si estenderà anche al 2024, con una revisione al ribasso del saldo di bilancio pari a 0,2 punti percentuali per effetto di una riduzione del saldo primario. Se per il 2025 le correzioni del saldo di bilancio e delle sue componenti saranno trascurabili, per il 2026 si prevede una revisione al rialzo pari a 0,2 punti percentuali, per effetto di un miglioramento del saldo primario.

**Nel 2024, secondo le proiezioni, l'orientamento delle politiche di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe subire un significativo inasprimento, che diverrebbe in qualche misura maggiore nei due anni successivi<sup>16</sup>.** La variazione

annua del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, al netto delle sovvenzioni concesse ai paesi nell'ambito del programma Next Generation EU, indica un significativo inasprimento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro nel 2024 (pari a 0,7 punti percentuali di PIL). Ciò in gran parte riflette le attese di un'ampia revoca, da parte dei governi, delle misure di sostegno introdotte a causa dei rincari energetici e dell'inflazione. Tale effetto contribuirà in misura marginale anche all'intonazione restrittiva delle politiche di bilancio nel 2025, insieme a un aumento delle imposte e dei contributi previdenziali e a una crescita più lenta dei trasferimenti.

<sup>16</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, tali entrate sono escluse dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.



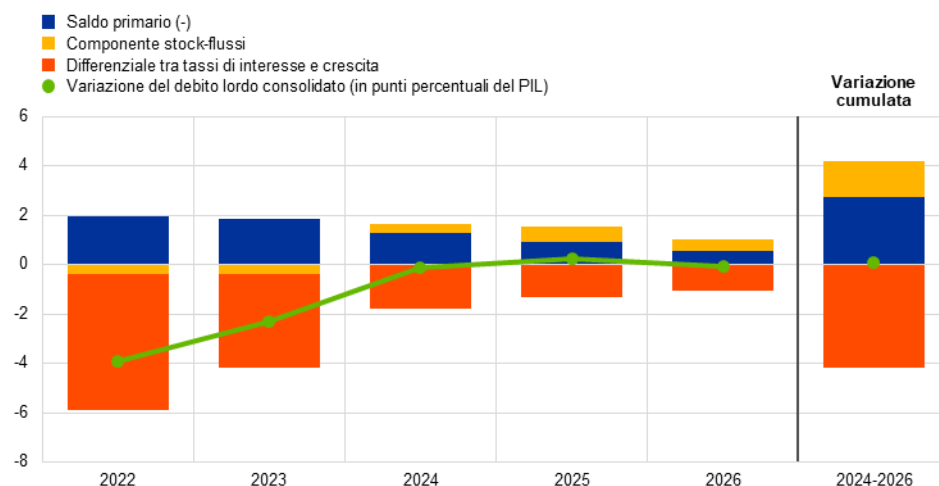
L'inasprimento sarebbe compensato solo in parte dalla debole dinamica degli investimenti pubblici. L'ulteriore irrigidimento nel 2026 è perlopiù legato alla diminuzione delle sovvenzioni e di altri trasferimenti. L'inasprimento complessivo dell'orientamento delle politiche di bilancio nell'orizzonte temporale 2024-2026 ammonta a 1,3 punti percentuali di PIL.

**Il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro rimarrebbe elevato e stabile intorno all'88,5 per cento nell'intero orizzonte temporale di proiezione (cfr. il grafico 27).** Durante la pandemia il rapporto debito pubblico/PIL è aumentato in misura significativa, fino a raggiungere circa il 97 per cento nel 2020, ma da allora è gradualmente diminuito. Questa tendenza al miglioramento, tuttavia, sembra essersi arrestata. Si prevede, al contrario, che il rapporto debito pubblico/PIL rimanga piuttosto stabile nel corso dell'orizzonte temporale di proiezione, segnando un aumento marginale nel 2025 per effetto dei disavanzi primari e dei valori positivi della componente stock-flussi, compensati da differenziali in calo ma ancora negativi tra tassi di interesse e crescita.

### Grafico 27

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

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: elaborazioni della BCE e proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2024.

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

**La piena e tempestiva attuazione del nuovo quadro di governance economica dell'UE sarà fondamentale per aiutare i governi a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito/PIL.** Tale risanamento delle finanze pubbliche, formulato in maniera favorevole alla crescita, sarà necessario nei prossimi anni a fronte di un periodo in cui le politiche di bilancio hanno dovuto contrastare ripetuti shock economici. Al tempo stesso, un'attuazione efficace e rapida del programma Next Generation EU è fondamentale per promuovere l'innovazione, stimolare il potenziale di crescita e aumentare gli investimenti nelle transizioni ecologica e digitale. Ciò è dovuto al fatto che, come sottolineato dalla Commissione nella sua [valutazione intermedia del dispositivo per la ripresa e la](#)

resilienza ([Recovery and Resilience Facility, RRF](#)), finora si sono registrati ritardi negli esborsi e negli investimenti nel quadro del programma, con un conseguente impatto positivo sulla crescita significativamente inferiore a quanto previsto in fase di avvio.

# Riquadri

## 1 La ripresa dopo la pandemia: perché nell'area dell'euro la crescita è più lenta rispetto agli Stati Uniti?

a cura di Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, António Dias Da Silva e Michel Soudan

**Dall'inizio della pandemia la crescita del PIL in termini reali è stata nettamente più debole nell'area dell'euro rispetto a quella negli Stati Uniti<sup>1</sup>.** Nel periodo compreso tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2023 l'economia dell'area dell'euro è cresciuta di circa il 3 per cento in termini cumulati, mentre negli Stati Uniti il PIL in termini reali è aumentato di oltre l'8 per cento (cfr. il grafico A), determinando un differenziale di crescita cumulato di circa 5 punti percentuali<sup>2</sup>. Tale divario è riconducibile principalmente alla maggiore debolezza dei consumi privati nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, dove il sostegno diretto al reddito e la riduzione relativamente più intensa dei risparmi in eccesso hanno fornito un impulso particolarmente forte. In seguito alla crisi energetica innescata dall'invasione dell'Ucraina, le ragioni di scambio nell'area dell'euro hanno subito un considerevole shock. Sebbene le evidenze riguardo l'entità relativa degli impatti della politica monetaria nelle due regioni siano contrastanti, il sostegno fornito dalle politiche di bilancio potrebbe essere stato più forte negli Stati Uniti rispetto all'intensità dei diversi shock, anche se non è facile tracciare un confronto per via delle differenti convenzioni di rendicontazione. Nel presente riquadro vengono analizzati questi e altri fattori esplicativi, mentre le divergenti dinamiche strutturali di fondo precedenti la pandemia non sono prese in considerazione<sup>3</sup>.

**La scomposizione per componente di spesa mostra che gran parte del divario di crescita è riconducibile al marcato aumento dei consumi privati negli Stati Uniti** (cfr. il grafico A). Nel periodo compreso tra l'inizio della pandemia e il quarto trimestre del 2023 i consumi privati hanno contribuito alla differenza di crescita tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti per circa 7 punti percentuali. Gli investimenti e il commercio di beni immateriali in Irlanda, particolarmente volatili, hanno considerevolmente inciso sull'area dell'euro, gravando sugli investimenti e stimolando le esportazioni nette nell'area in tale periodo. Nel contempo, gli

<sup>1</sup> Cfr. anche de Soyres, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G. e Moore, D., "Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 17 maggio 2024.

<sup>2</sup> Se si escludono i dati volatili relativi ai beni immateriali irlandesi, cfr. il riquadro 2 *Le attività immateriali delle imprese multinazionali in Irlanda e il loro impatto sul PIL dell'area dell'euro nel numero 3/2023* di questo Bollettino, il differenziale di crescita tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti nello stesso periodo è pari a 5,7 punti percentuali.

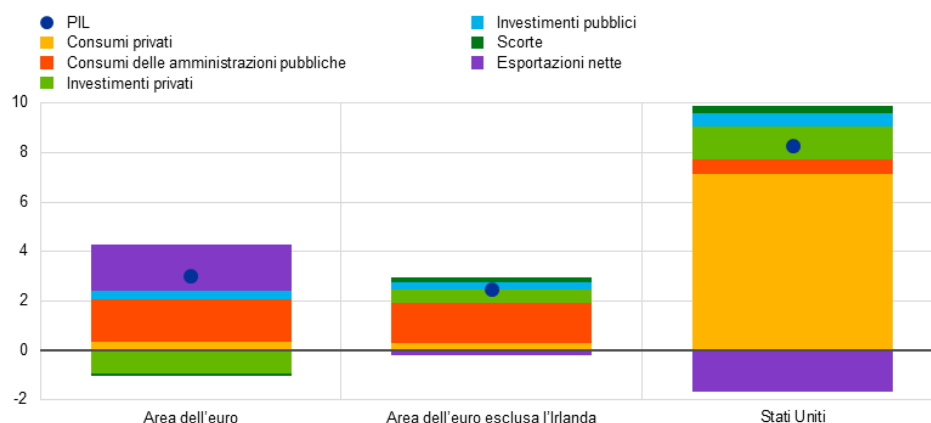
<sup>3</sup> L'analisi dei fattori strutturali alla base dei differenziali di crescita tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro degli ultimi decenni, quali le strutture economiche meno favorevoli per l'area dell'euro (ossia le strutture di produzione e consumo, nonché le normative e le politiche settoriali che determinano gli incentivi degli operatori economici a investire, consumare e commerciare all'interno e all'esterno dell'area), gli investimenti in R&S inferiori, la minore innovazione e adozione di tecnologie digitali, il potenziale di crescita inferiore, i costi del finanziamento pubblico più elevati e le maggiori difficoltà di accesso al credito, esula dall'ambito di indagine del presente riquadro.

investimenti privati sono stati più elevati negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, anche al netto dei beni immateriali irlandesi e nonostante il calo degli investimenti statunitensi in edilizia residenziale. Per contro, il contributo alla crescita derivante dall'interscambio netto si è confermato più negativo negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, anche al netto del commercio irlandese a elevata intensità di beni immateriali, a causa del vigore delle importazioni trainate dalla domanda negli Stati Uniti. Gli investimenti pubblici sono aumentati in misura marginalmente inferiore nell'area dell'euro, sebbene i livelli siano più elevati rispetto agli anni precedenti, grazie al sostegno fornito dal programma Next Generation EU. Nel contempo i consumi delle amministrazioni pubbliche hanno contribuito in misura maggiore alla crescita del PIL nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti.

### Grafico A

#### Crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali cumulate e contributi, 4° trim. 2019-4° trim. 2023)



Fonti: Eurostat, Bureau of Economic Analysis ed elaborazioni della BCE.

Note: gli investimenti pubblici dell'area dell'euro sono approssimati come differenza tra gli investimenti totali in termini reali e la somma delle medie mobili di quattro trimestri degli investimenti nominali non stagionalizzati di società non finanziarie, società finanziarie e famiglie, tratte dalla serie di dati dei conti settoriali trimestrali della BCE e dell'Eurostat, deflazionati con il deflatore degli investimenti totali. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

**Negli ultimi anni lo shock pandemico sembra aver avuto un impatto maggiore sulla crescita in termini reali dell'area dell'euro rispetto a quella degli Stati Uniti<sup>4</sup>.** Dall'inizio della pandemia la spesa per consumi è stata più marcata negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Ciò riflette, tra gli altri fattori, la risposta delle politiche di bilancio all'emergenza sanitaria nel 2020, unitamente al successivo vigore del mercato del lavoro, che ha contribuito ad accrescere in misura maggiore il reddito disponibile negli Stati Uniti (cfr. il grafico B). In entrambe le regioni si è registrato un accumulo dei risparmi in eccesso rispetto alle tendenze precedenti la pandemia. Mentre nell'area dell'euro questi sono rimasti elevati, negli Stati Uniti il loro riassorbimento più rapido ha fornito un forte sostegno ai consumi privati nel 2022 e nel 2023 (cfr. il grafico B). Nell'area dell'euro la composizione delle attività dei risparmi in eccesso ha scoraggiato la spesa in quanto le famiglie, a differenza dei consumatori statunitensi, avevano accumulato quote di attività liquide relativamente

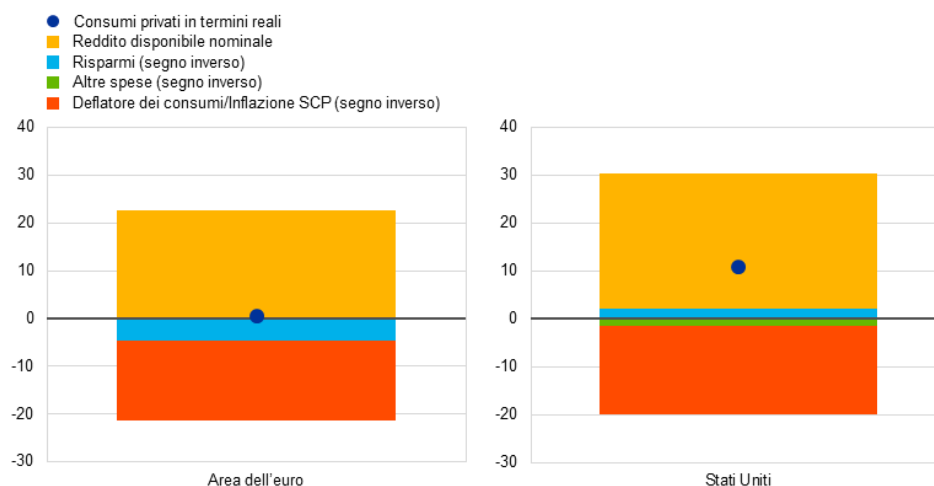
<sup>4</sup> Cfr. anche il riquadro 1 *Andamenti economici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2020* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

modeste<sup>5</sup>. Se nel periodo successivo alla pandemia le famiglie avessero ridotto il tasso di risparmio in misura analoga a quella delle loro controparti statunitensi, a parità di altre condizioni, il differenziale di crescita dei consumi in termini cumulati sarebbe stato pari a circa 3 punti percentuali, invece dei 10 effettivamente registrati a partire dal quarto trimestre del 2019.

## Grafico B

### Consumi privati, reddito e risparmi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali cumulate e contributi, 4° trim. 2019-4° trim. 2023)



Fonti: Eurostat, Bureau of Economic Analysis ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Altre spese" si riferisce ai pagamenti di interessi e trasferimenti. Per SCP si intende l'indice dei prezzi relativo alle spese per consumi personali.

### L'economia dell'area dell'euro ha inoltre risentito in misura maggiore delle ripercussioni della guerra russa contro l'Ucraina.

L'impatto economico dell'invasione russa dell'Ucraina all'inizio del 2022, nonché la crisi energetica e i picchi dell'inflazione dei beni alimentari che vi hanno fatto seguito, hanno avuto un impatto particolarmente negativo sull'economia dell'area dell'euro. Ciò è riconducibile alla prossimità geografica, al livello di dipendenza dalle importazioni di beni energetici e alimentari da tale regione e agli effetti negativi sulla fiducia dei consumatori dell'area dell'euro. Il deterioramento significativo delle ragioni di scambio si è intensificato con il deprezzamento dell'euro sia nei confronti del dollaro statunitense sia in termini effettivi, ovvero rispetto a un paniere di valute (cfr. il pannello a) del grafico C)<sup>6</sup>. Per contro, negli Stati Uniti le ragioni di scambio sono state molto più stabili, per effetto, principalmente, della maggiore indipendenza energetica. Nell'area dell'euro il considerevole shock alle ragioni di scambio ha comportato una riduzione dei redditi reali e della competitività, in un contesto caratterizzato dal calo della fiducia e da una crescente incertezza. Ciò ha contribuito a frenare i consumi privati, in particolare di beni. Nel settore dei servizi l'attività è stata stimolata dagli effetti della riapertura in entrambe le regioni, mentre la crescita del prodotto è stata più forte negli Stati Uniti. Inoltre, il settore manifatturiero dell'area

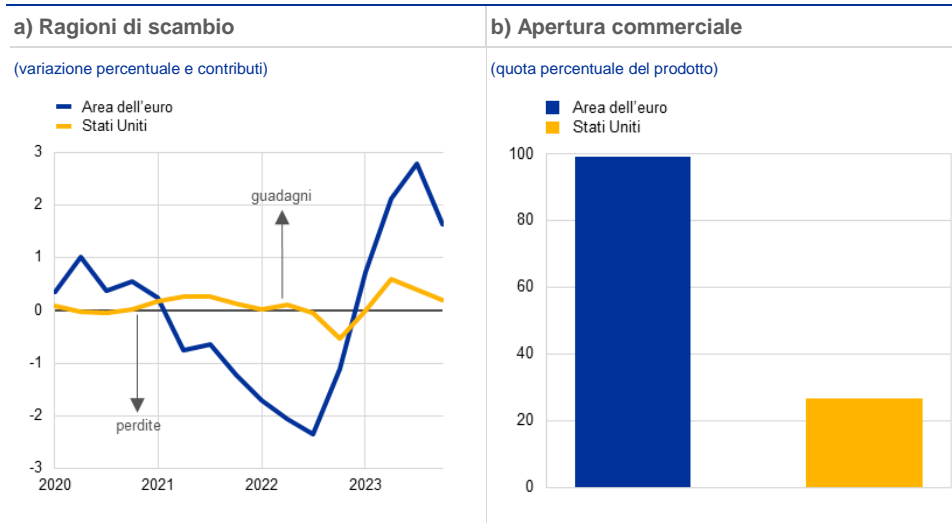
<sup>5</sup> Cfr. il riquadro 1 *L'impulso al consumo derivante dai risparmi accumulati durante la pandemia: la rilevanza della composizione* nel numero 4/2023 di questo Bollettino.

<sup>6</sup> Cfr. il riquadro 1 *Gli effetti su reddito reale e conto corrente del deterioramento delle ragioni di scambio* nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

dell'euro è stato particolarmente esposto alle strozzature dal lato dell'offerta e al rallentamento mondiale a causa della maggiore apertura commerciale dell'area (cfr. il pannello b) del grafico C).

### Grafico C

#### Ragioni di scambio e apertura commerciale dell'area dell'euro e degli Stati Uniti



Fonti: Eurostat e Bureau of Economic Analysis.

Note: il pannello b) mostra la somma delle esportazioni e delle importazioni in termini reali al di fuori dell'area dell'euro in percentuale del prodotto reale nel 2023, rispecchiando il maggiore coinvolgimento dell'area nel sistema commerciale internazionale e, di conseguenza, la sensibilità più elevata dell'attività al commercio nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Le ultime osservazioni nel pannello a) si riferiscono al quarto trimestre del 2023 e nel pannello b) al 2023.

#### A partire dalla pandemia la crescita della produttività del lavoro è stata notevolmente più vigorosa negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro.

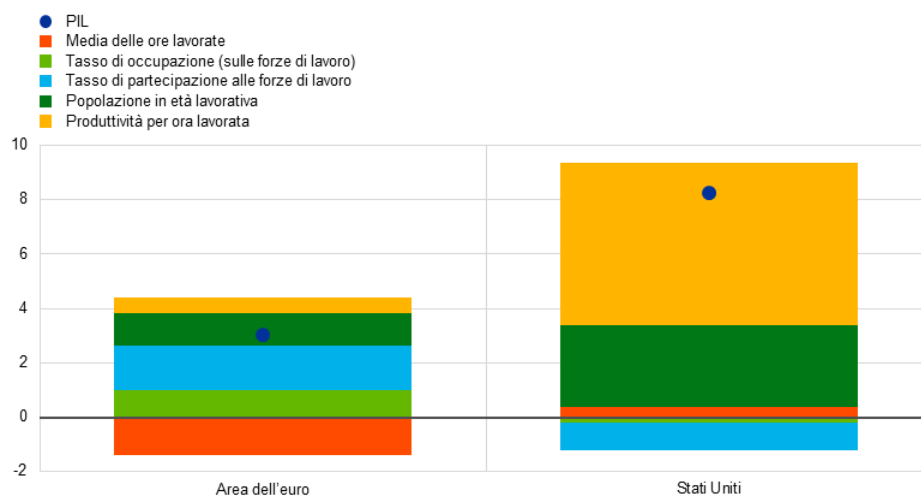
Scomponendo la crescita del PIL in produttività del lavoro, risultati del mercato del lavoro e tendenze demografiche, si osserva un divario particolarmente ampio per quanto riguarda la prima componente (cfr. il grafico D). Dalla comparsa della pandemia la produttività per ora lavorata è aumentata di appena lo 0,6 per cento nell'area dell'euro, rispetto al 6,0 per cento negli Stati Uniti. L'andamento divergente della crescita di produttività ha avuto inizio nel secondo trimestre del 2020, quando l'input totale del lavoro in percentuale del PIL ha evidenziato una correzione più marcata negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Ciò è dovuto in parte all'attuazione delle misure di integrazione salariale nell'area, in contrapposizione all'aumento della disoccupazione negli Stati Uniti. Il divario nella crescita della produttività, dopo una breve riduzione, è tornato ad ampliarsi dalla seconda metà del 2022, quando la crescita della produttività nell'area dell'euro ha risentito dello shock energetico. Gli andamenti settoriali hanno avuto un ruolo importante nella crescita della produttività dell'area: in particolare, il settore delle costruzioni ha contribuito negativamente alla crescita della produttività oraria. Nel contempo, le TIC e i servizi professionali hanno fornito un contributo notevole alla crescita della produttività negli Stati Uniti. Inoltre, nell'area dell'euro la produttività del lavoro tende ad avere un andamento più ciclico rispetto agli Stati Uniti. Ciò determina una crescita della produttività inferiore in periodi di bassa crescita del prodotto (come avviene attualmente nell'area dell'euro)

e una crescita maggiore quando l'economia è in ripresa<sup>7</sup>. Negli Stati Uniti il forte aumento demografico, che riflette principalmente la maggiore immigrazione, è stato parzialmente compensato da un calo del tasso di partecipazione complessivo. In termini di contributi alla crescita del PIL nell'area dell'euro nel periodo in esame, l'espansione delle forze di lavoro, trainata da un aumento dei tassi di partecipazione più marcato e dall'afflusso di lavoratori migranti, è stata parzialmente compensata dal calo della media di ore lavorate. Nell'area dell'euro l'aumento delle forze di lavoro è stato accompagnato da un tasso di occupazione più elevato, che ha anche contribuito alla crescita del PIL.

## Grafico D

### Crescita del PIL in termini reali e mercato del lavoro

(variazioni percentuali cumulate e contributi, 4° trim. 2019-4° trim. 2023)



Fonti: Eurostat e Bureau of Economic Analysis.

**Rispetto allo scenario di assenza di politiche di bilancio di sostegno, si stima che, nel complesso, le politiche di bilancio discrezionali abbiano contribuito positivamente alla crescita in entrambe le regioni, sebbene sia difficile effettuare confronti accurati<sup>8</sup>.** Nel 2020, al culmine della pandemia, le misure discrezionali hanno contribuito ad attenuare gli effetti dello shock pandemico. Lo stimolo (approssimato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo nel 2020 rispetto al 2019) è stato significativo in entrambe le regioni, sebbene più marcato negli Stati Uniti, pari a oltre il 5 per cento del PIL rispetto al 4 per cento registrato nell'area dell'euro (cfr. il grafico E). In termini di composizione, negli Stati Uniti le misure generalizzate e relativamente ampie a favore del reddito delle famiglie hanno sostenuto i consumi privati, mentre lo stimolo di bilancio nell'area

<sup>7</sup> Cfr. Arce, O. e Sondermann, D., "Low for long? Reasons for the recent decline in productivity", *Il Blog della BCE*, BCE, 6 maggio 2024.

<sup>8</sup> Stime comparabili relative all'entità e alla composizione delle misure discrezionali (al di là dell'orientamento delle politiche di bilancio), come anche il conseguente impatto sulla crescita, non sono immediatamente disponibili. Per l'area dell'euro, cfr. il riquadro 2 "L'impatto delle misure discrezionali di bilancio sulla crescita del PIL in termini reali dal 2020 al 2022" all'interno dell'articolo 1 // *ruolo dell'offerta e della domanda nella ripresa successiva alla pandemia nell'area dell'euro* nel numero 4/2023 di questo Bollettino. Per quanto riguarda il 2023, si stima che le misure discrezionali di bilancio abbiano avuto un impatto moderatamente negativo sulla crescita.

dell'euro è stato più orientato a sostenere l'occupazione, anche ricorrendo a misure di integrazione salariale<sup>9</sup>. Nel 2021 e nel 2022 l'orientamento delle politiche di bilancio si è inasprito in entrambe le regioni, sebbene in misura maggiore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro<sup>10</sup>. Nel 2022, all'insorgere della crisi energetica nell'area dell'euro, i governi hanno adottato misure significative, con l'obiettivo di ridurre i prezzi dei beni energetici e sostenere i redditi, pari a quasi il 2 per cento del PIL; nel contempo, negli Stati Uniti la posizione di bilancio si è notevolmente consolidata, riflettendo il venir meno, tra gli altri fattori, delle misure di sostegno adottate nel contesto della pandemia. Nel 2023, la posizione di bilancio negli Stati Uniti si è nuovamente allentata, a causa del mancato introito dalle imposte sulle plusvalenze e dell'introduzione di misure discrezionali, tra cui quelle previste nell'ambito dell'*Inflation Reduction Act*, che sostiene gli investimenti nel settore manifatturiero. Nel complesso, sebbene nel periodo compreso tra il 2020 e il 2023 l'impulso di bilancio cumulato sia stato simile nelle due regioni, nell'area dell'euro è stato determinato dalla risposta a shock più significativi. Inoltre, considerato il disavanzo primario notevolmente superiore negli Stati Uniti prima della pandemia (e l'inerzia della spesa), nel periodo in esame gli Stati Uniti hanno accumulato disavanzi primari (e debito) molto più ampi rispetto all'area dell'euro, in particolare nel periodo compreso tra il 2020 e il 2021 e nel 2023<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Cfr. il riquadro 1 *Andamenti economici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2020* nel numero 2/2021 di questo Bollettino. Per un'analisi dell'area dell'euro, cfr. anche il riquadro 6 *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

<sup>10</sup> Nell'area dell'euro le misure di stimolo discrezionali sono proseguite nel 2021, in particolare per i consumi delle amministrazioni pubbliche (compresa la spesa sanitaria) e le sovvenzioni (misure di integrazione salariale e altre misure di sostegno alle imprese). Fattori non discrezionali significativi, per lo più entrate inattese, hanno contribuito all'inasprimento delle politiche di bilancio illustrato nel grafico E.

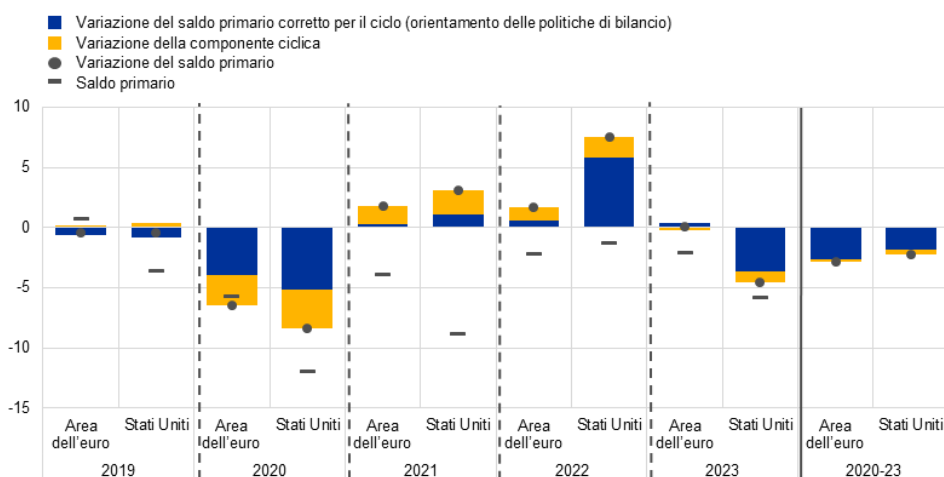
<sup>11</sup> Secondo il *World Economic Outlook 2024* dell'FMI, i disavanzi primari cumulati nel periodo compreso tra il 2020 e il 2023 sono stati pari al 28 per cento del PIL negli Stati Uniti, rispetto al 14 per cento nell'area dell'euro. Nello stesso periodo il rapporto debito pubblico/PIL è aumentato di 14 punti percentuali negli Stati Uniti (arrivando al 122,1 per cento nel 2023), rispetto ai 5 punti percentuali dell'area dell'euro (88,6 per cento nel 2023). I dati relativi al 2023 sono ancora preliminari e soggetti a revisioni.



## Grafico E

### Impulso di bilancio (contributi dall'orientamento di bilancio e dalle condizioni cicliche) e saldi primari complessivi

(in punti percentuali del PIL, in percentuale del PIL)



Fonte: World Economic Outlook dell'FMI di aprile 2024.

Note: l'orientamento di bilancio è una misura approssimativa della risposta discrezionale delle politiche di bilancio. L'impulso di bilancio (variazione del saldo primario) include anche gli stabilizzatori automatici (variazione della componente ciclica). Le variazioni negative (positive) indicano un allentamento (inasprimento) delle politiche di bilancio. L'ultimo pannello mostra le variazioni cumulate nel periodo compreso tra il 2020 e il 2023. Il saldo primario è espresso in percentuale del PIL. Il risultato per il 2023 è preliminare e soggetto a revisioni.

### Per quanto riguarda la politica monetaria, le evidenze sull'impatto relativo che ha avuto nelle due regioni sono contrastanti. In entrambe le regioni si è

osservato un grado sostanzialmente analogo di inasprimento della politica monetaria e una forte trasmissione ai tassi sui prestiti nel settore privato. Tuttavia, l'impatto sulle varie componenti di spesa non è stato omogeneo<sup>12</sup>. La trasmissione delle variazioni della politica monetaria è caratterizzata da elevati livelli di incertezza<sup>13</sup> e dipende in larga misura dalle strutture finanziarie in essere, con, ad esempio, una quota inferiore di mutui ipotecari a tasso fisso e di debito societario, effetti di ricchezza meno importanti<sup>14</sup> e una maggiore dipendenza dal sistema bancario nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Ad esempio, secondo alcune evidenze, nell'area dell'euro la trasmissione ha avuto effetti maggiori sugli investimenti delle imprese, mentre negli Stati Uniti si è osservato un impatto di maggiore portata sugli investimenti in edilizia residenziale<sup>15</sup>. Inoltre, gli shock di politica monetaria negli Stati Uniti tendono ad avere ripercussioni notevolmente negative sulle condizioni

<sup>12</sup> Cfr. "The analytics of the monetary policy tightening cycle", intervento di Philip R. Lane, membro del Comitato esecutivo della BCE, Stanford, 2 maggio 2024.

<sup>13</sup> Cfr. "The transmission of monetary policy", intervento di Philip R. Lane, membro del Comitato esecutivo della BCE, New York, 11 ottobre 2022.

<sup>14</sup> I dati relativi ai conti settoriali mostrano una quota più elevata di ricchezza finanziaria, e una maggiore propensione a consumare tale ricchezza, negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Cfr. anche il riquadro 1 *L'impulso al consumo derivante dai risparmi accumulati durante la pandemia: la rilevanza della composizione* nel numero 4/2023 di questo Bollettino.

<sup>15</sup> Cfr. il riquadro 1 *Politica monetaria e investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

finanziarie e sull'attività reale dell'area dell'euro, mentre gli shock di politica monetaria dell'area dell'euro non hanno lo stesso effetto sugli Stati Uniti<sup>16</sup>.

**In prospettiva, secondo le più recenti proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, il differenziale di crescita tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti si ridurrà nel corso dei prossimi due anni.** A differenza degli Stati Uniti, nell'area dell'euro la crescita del PIL in termini reali dovrebbe accelerare per effetto di consumi relativamente più vigorosi<sup>17</sup>. Inoltre, il divario di crescita della produttività dovrebbe ridursi, con una ripresa più marcata della produttività del lavoro nell'area dell'euro, anche per effetto di una parziale correzione ciclica dell'accumulo di manodopera.

---

<sup>16</sup> Cfr. Ca' Zorzi, M. et al., "[Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#)", *International Journal of Central Banking*, giugno 2023.

<sup>17</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2024](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 6 giugno 2024.

## Informazioni dagli annunci degli utili agli investitori circa la percezione del rischio e il clima di fiducia nelle imprese

a cura di Malin Andersson, Juliette Guillotin e Pedro Neves

**Il presente riquadro valuta i rischi e il clima di fiducia percepiti sulla base degli annunci degli utili agli investitori**<sup>1</sup>. Utilizzando l'analisi testuale degli annunci degli utili delle grandi imprese dell'area dell'euro, il presente riquadro ricava delle misure tempistiche delle percezioni da parte delle aziende di rischi specifici, come anche degli indici del clima di fiducia dal lato della domanda e dell'offerta. Tale analisi è particolarmente utile quando si vuole valutare come le imprese percepiscono le ripercussioni di gravi shock a livello mondiale.

**Nelle ricerche testuali si cercano delle corrispondenze tra le parole appartenenti a un gruppo di sinonimi e quelle contenute nelle trascrizioni degli annunci degli utili agli investitori, consentendo la formazione di indici trimestrali di rischio e del clima di fiducia**<sup>2</sup>. Più nello specifico, i rischi selezionati fanno riferimento alla pandemia di COVID-19, al contesto geopolitico, all'inflazione, alla politica monetaria, alle condizioni finanziarie e ai vincoli dal lato dell'offerta. Ne risulta un indice di rischio per l'area dell'euro in termini aggregati, fortemente correlato con l'indicatore di incertezza economica che la Commissione europea pubblica nelle sue indagini mensili presso imprese e consumatori, mentre gli indici del clima di fiducia dal lato della domanda e dell'offerta si muovono in linea, rispettivamente, con la domanda e le attrezzature industriali, intese come fattori che limitano la produzione (coerentemente con quanto si riporta nella rilevazione trimestrale delle indagini presso imprese e consumatori)<sup>3</sup>.

**In base agli annunci degli utili agli investitori, la percezione di rischio da parte delle imprese si conferma più elevata nell'area dell'euro, rispetto ad altri paesi.** L'area dell'euro è stata particolarmente esposta ai forti shock che negli ultimi anni hanno colpito l'economia mondiale e ha subito le forti ripercussioni economiche a

<sup>1</sup> L'annuncio degli utili agli investitori è una teleconferenza (generalmente trimestrale) tra il consiglio di amministrazione di una società quotata in borsa, gli investitori, gli analisti e la stampa per discutere i risultati finanziari della società. I risultati dell'analisi relativa al primo trimestre del 2024 riguardano complessivamente 6.072 imprese, di cui 563 con sede nell'area dell'euro. Ulteriori informazioni sono consultabili [nel sito Internet di NL Analytics](#). Cfr. anche il riquadro 2 *Annunci degli utili agli investitori: nuove evidenze sui profitti, gli investimenti e le condizioni di finanziamento delle imprese* nel numero 4/2023 di questo Bollettino e Hassan, T.A., Schreger, J., Schwedeler, M. e Tahoun A., "Sources and Transmission of Country Risk", *NBER Working Paper*, n. 29526, novembre 2021.

<sup>2</sup> L'indice di rischio mostra il numero di frasi, espresso in percentuale del numero complessivo di frasi relative a rischi, in cui un termine, appartenente a un gruppo specifico di parole, compare insieme a parole chiave quali "rischio" o concetti analoghi. L'indice del clima di fiducia riflette il numero netto di frasi in cui un dato argomento implica notizie positive in confronto a notizie negative, in percentuale del totale delle frasi, ricavato sia per le condizioni attinenti alla domanda sia per quelle attinenti all'offerta.

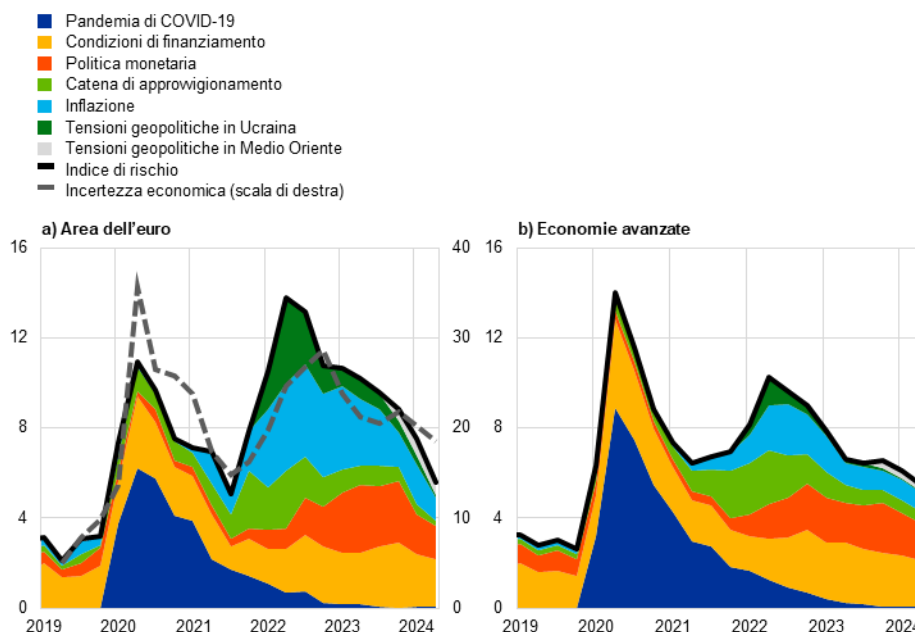
<sup>3</sup> Nonostante si muovano insieme, l'"incertezza" differisce dal "rischio": si parla di incertezza in caso di insufficienza o indisponibilità di informazioni necessarie ad anticipare e prevedere degli andamenti; il rischio, invece, è associato alla probabilità economica che un determinato fenomeno economico si verifichi. Il rischio può essere considerato il risultato dell'incertezza, nel senso che tutti i rischi comportano incertezza, mentre non tutte le situazioni incerte si caratterizzano come situazioni di rischio, cfr. Park, K. F. e Shapira, Z., "Risk and Uncertainty", in Augier, M. e Teece, D.J. (a cura di), *The Palgrave Encyclopaedia of Strategic Management*, 2017; cfr. anche il riquadro 4 *L'impatto del recente brusco aumento dell'incertezza sull'attività economica dell'area dell'euro* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

essi associate. A livello aggregato la percezione di rischio tra le imprese più grandi, rilevata mediante indici di rischio derivati dagli annunci degli utili agli investitori, ha subito un'impennata contemporaneamente nell'area dell'euro e in altre economie avanzate sia durante la prima ondata della pandemia, sia al momento dell'invasione ingiustificata dell'Ucraina da parte della Russia. Tuttavia, a eccezione del culmine della pandemia, i rischi sono stati percepiti come maggiori nell'area dell'euro rispetto ad altre zone (cfr. il grafico A). Ad esempio, nell'area la pandemia ha determinato strozzature dell'offerta senza precedenti nel settore dell'industria manifatturiera e l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha alimentato l'inflazione delle materie prime e quella complessiva. Anche i rischi legati all'inasprimento della politica monetaria nel corso del 2022 sono stati percepiti con maggiore intensità nell'area dell'euro. Nella prima metà del 2024 l'indice di rischio era di gran lunga superiore al livello del 2019, benché comunque inferiore al precedente picco (cfr. il grafico A). Attualmente le imprese dell'area dell'euro considerano i rischi connessi a inflazione e politica monetaria come elevati, ma in diminuzione. La percezione dei rischi associati al lato dell'offerta e alla guerra della Russia contro l'Ucraina si è ridotta, sebbene ancora presente. Marginali, finora, i rischi percepiti in merito alle tensioni in Medio Oriente. Le condizioni di finanziamento (diverse dalla politica monetaria) sembrano essere un rischio sempre presente per le imprese, come era già evidente anche prima della pandemia, benché attualmente in misura lievemente superiore.

## Grafico A

### Indici di rischio – percezioni da parte delle imprese di alcuni rischi macroeconomici rilevanti

(in percentuale di tutte le frasi relative ai rischi; saldi percentuali netti)



Fonti: NL Analytics, Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG ECFIN) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il rischio riflette la frequenza con cui negli annunci degli utili agli investitori da parte delle imprese compaiono parole riferite a "rischio" o simili, insieme a sinonimi di *pandemia di COVID-19* (coronavirus, COVID-19, rischio connesso al COVID-19, crisi legata al COVID); *condizioni di finanziamento* (finanziario/a E (crisi O instabilità O volatilità), default, fallimento/i, sovrano, debito, liquidità, prestito, prestare (e suoi derivati), costo/i di provvista, costo/i di finanziamento, capacità creditizia, disponibilità creditizia, condizioni di finanziamento, indebitamento/i); *politica monetaria* (tasso/i di interesse, monetario/o, Federal Reserve, Fed, Banca centrale europea, BCE, FOMC, Banca centrale della Repubblica popolare cinese, banca centrale, autorità monetaria); *catena di approvvigionamento* (catena di approvvigionamento, strozzatura della catena di approvvigionamento, strozzatura, interruzione dell'offerta, carenza di offerta, strozzatura dal lato dell'offerta, shock dal lato dell'offerta, vincolo all'offerta, irrigidimento dell'offerta, rischio legato alla catena di approvvigionamento); *inflazione* (inflazione); *tensioni geopolitiche in Ucraina* ((Ucraina (e derivati) O Russia (e derivati)) E (guerra O invasione O conflitto O geopolitico (e derivati) O violenza O crisi O militare O tensione/i), Russia (e derivati) E gas); *tensioni geopolitiche in Medio Oriente* (Gaza, Israele, Hamas, Palestina, palestinesi, israeliani, Libano (e derivati), Houthi, Iran, Yemen; Medio Oriente E (conflitto O guerra O violenza O tensione/i O crisi O invasione O militare/i O geopolitico (e derivati)), Mar Rosso, Canale di Suez). Le imprese dell'area dell'euro costituiscono l'8 per cento, circa, dell'intero campione. Tra le altre economie avanzate le imprese statunitensi costituiscono il 61 per cento del campione, quelle del Regno Unito il 3 e le imprese con sede in altre economie avanzate il 15 (tra cui Canada, Australia, Nuova Zelanda, Giappone, Corea del Sud, Norvegia, Svizzera e Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro). Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 per le teleconferenze tenute fino al 31 maggio e a maggio per l'indice di incertezza.

### Le trascrizioni degli annunci degli utili agli investitori possono essere impiegate anche per ricavare degli indici del clima di fiducia tra le imprese.

Tali indici forniscono una previsione a brevissimo termine combinata a una prospettiva di breve periodo del ciclo economico dell'area dell'euro, in quanto i dirigenti spesso non si limitano a comunicare i propri punti di vista in merito alle prospettive dell'azienda, ma forniscono anche la propria valutazione del ciclo economico e delle relative prospettive sia a livello settoriale sia macro. Gli indici del clima di fiducia relativo alla domanda e all'offerta contribuiscono, pertanto, a rilevare tempestivamente variazioni del ciclo economico dell'area dell'euro. Il metodo offre un approccio complementare, oltre che un messaggio coerente, con altri modi di

identificare shock dal lato dell'offerta e della domanda che influiscono sul PIL, come i sistemi basati su modelli vettoriali autoregressivi strutturali<sup>4</sup>.

**Il clima di fiducia si è sostanzialmente normalizzato sia per la domanda sia per l'offerta (cfr. il grafico B).** Nel 2023 le condizioni della domanda nell'area dell'euro sono tornate in linea con la media storica, come mostrato da un indice del clima di fiducia dal lato della domanda basato sugli annunci degli utili agli investitori. Il clima di fiducia dal lato della domanda si collocava su un livello particolarmente elevato nel 2021 e 2022, con la riapertura dell'economia dopo l'emergenza pandemica. Nella seconda metà del 2022 è iniziata una flessione, che si è poi inasprita nel corso del 2023, in linea con una crescita pressoché nulla del PIL in termini reali. Finora, nel primo semestre del 2024, il clima di fiducia della domanda è tornato a migliorare, coerentemente con la ripresa dell'attività osservata nel primo trimestre dell'anno. Dal lato dell'offerta, l'indice del clima di fiducia è diminuito in misura significativa nel 2021 e 2022, con l'insorgenza di gravi strozzature e interruzioni della catena di approvvigionamento, nel contesto di crescita della domanda connessa alla riapertura dell'economia. All'inizio del 2023 si è osservato un significativo miglioramento, che alla fine dell'anno ha portato al superamento della media storica, in ragione della risoluzione delle strozzature. Nella prima metà del 2024 tale indice è diminuito lievemente, pur rimanendo prossimo alla media storica, lasciando dedurre che le tensioni in Medio Oriente non hanno avuto ripercussioni significative sulla percezione da parte delle imprese delle condizioni dell'offerta. Tale quadro è coerente con i risultati dell'indagine condotta dalla Commissione europea presso imprese e consumatori relativa al secondo trimestre del 2024, che mostra come la percezione delle attrezzature industriali, quale fattore che limita la produzione, sia aumentata lievemente e come l'andamento della domanda sia percepito in genere a supporto della produzione.

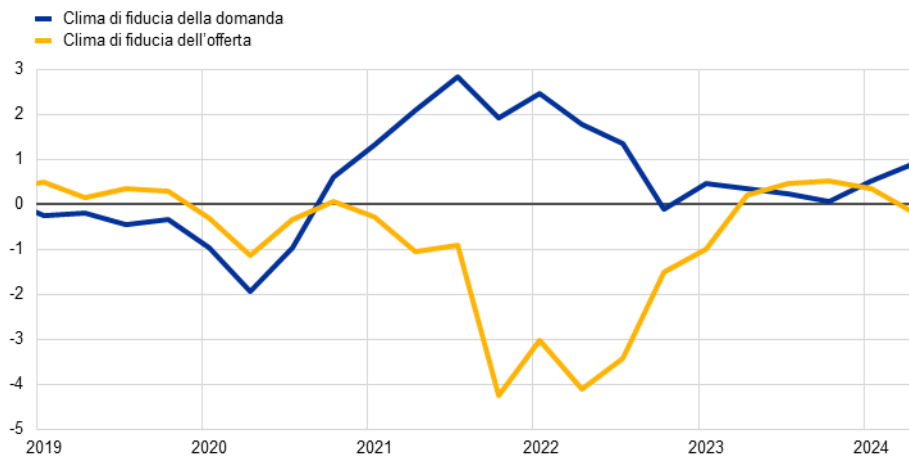
---

<sup>4</sup> Cfr. il riquadro 3 nell'articolo 1 *Il ruolo dell'offerta e della domanda nella ripresa successiva alla pandemia nell'area dell'euro* nel numero 4/2023 di questo Bollettino e Ruch, F.U. e Taskin, T., "Global Demand and Supply Sentiment: Evidence From Earnings Calls", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 86, n. 2, aprile 2024.

## Grafico B

### Indici del clima di fiducia della domanda e dell'offerta nell'area dell'euro

(punteggio Z)



Fonti: NL Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il clima di fiducia netto riflette la frequenza con cui negli annunci degli utili agli investitori da parte delle imprese compaiono parole riferite a *domanda* (domanda) e *offerta* (catena di approvvigionamento, strozzatura nella catena di approvvigionamento, strozzatura, interruzione dell'offerta, carenza dell'offerta, strozzatura nell'offerta, shock dal lato dell'offerta, vincolo all'offerta, irrigidimento dell'offerta, rischio legato alla catena di approvvigionamento). Il punteggio Z è calcolato sottraendo la media storica da ciascuna rilevazione e dividendo tale serie al netto della media per la deviazione standard. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 (per le teleconferenze tenute fino al 31 maggio).

## L'aumento dei margini di profitto ha aiutato le imprese ad accumulare manodopera

a cura di Vasco Botelho

**L'indicatore della BCE relativo all'accumulo di manodopera misura la quota di imprese che non hanno ridotto la forza lavoro nonostante un peggioramento delle proprie prospettive economiche.** Tale indicatore è costruito per la prima volta utilizzando l'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (SAFE) nell'area dell'euro condotta dalla BCE e dalla Commissione europea. L'indicatore del mantenimento dei livelli occupazionali può essere scomposto in due margini: un "margine di attività", che coglie la percentuale di imprese che hanno subito un deterioramento delle loro prospettive, e un "margine di occupazione", che indica la percentuale di imprese che non hanno ridotto la forza lavoro, pur segnalando un deterioramento delle loro prospettive. Il margine di attività mostra in che misura gli shock avversi incidono sulle prospettive delle imprese nell'area dell'euro, mentre il margine di occupazione riflette la capacità delle imprese di mantenere la propria forza lavoro in presenza di uno shock negativo<sup>1</sup>.

**Nel primo trimestre del 2024 la quota di imprese che ha conservato la manodopera in eccesso è rimasta al di sopra dei livelli precedenti la pandemia (cfr. il grafico A)<sup>2</sup>.** L'indicatore si è collocato al 22,2 per cento nel primo trimestre del 2024, su livelli relativamente elevati rispetto alla media pre-pandemica del 12,7 per cento (per il periodo compreso tra il terzo trimestre del 2014 e il terzo trimestre del 2019). Questo indicatore rivela che una quota significativa di imprese (30,2 per cento) ha dovuto far fronte a un peggioramento delle proprie prospettive economiche nei sei mesi precedenti. Il 73,5 per cento di queste imprese ha evitato di ridurre la forza lavoro nel periodo indicato. La capacità delle imprese di trattenere la manodopera è lievemente diminuita nel primo trimestre del 2024, dal 76,1 per cento del terzo trimestre del 2023, pur rimanendo intorno al livello medio registrato prima della pandemia. Pertanto, il margine di attività è aumentato considerevolmente rispetto al periodo precedente la pandemia, mentre il margine di occupazione è rimasto sostanzialmente invariato.

<sup>1</sup> Le prospettive specifiche per settore d'impresa sono valutate sulla base delle risposte alla domanda "Per ciascuno dei seguenti fattori, direste che [le esperienze e i punti di vista della vostra impresa] sono migliorate, rimaste invariate o peggiorate negli ultimi sei mesi?" e sulla base del fattore "Prospettive specifiche della vostra impresa in relazione alle vendite, alla redditività o al piano aziendale". La domanda è di tipo qualitativo. In quanto tale, potrebbe implicare che le prospettive delle imprese siano rimaste favorevoli.

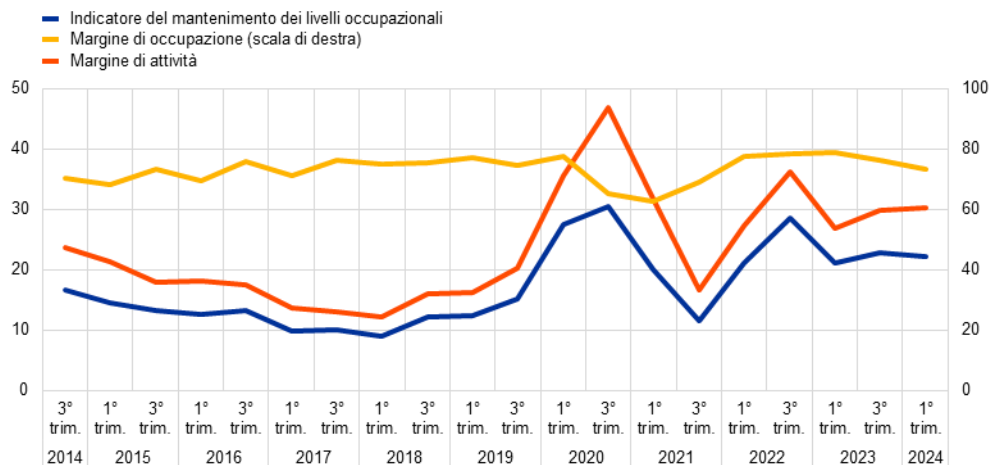
<sup>2</sup> A completare l'aumento della tendenza a mantenere i livelli occupazionali ha concorso l'andamento dell'occupazione, sostenuto da un calo dei salari reali. Questo fattore è discusso in maggiore dettaglio nel riquadro 4 *Le determinanti della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro dopo la pandemia: una prospettiva basata su modelli* in questo numero del Bollettino.



## Grafico A

### Indicatore del mantenimento dei livelli occupazionali

(quota di imprese, percentuali)



Fonte: indagine SAFE condotta dalla BCE e dalla Commissione europea.

Note: l'indicatore del mantenimento dei livelli occupazionali è la quota di imprese che, pur in presenza di un peggioramento delle specifiche prospettive aziendali, non ha ridotto la forza lavoro. Il margine di attività coglie la quota di imprese che ha dovuto far fronte a un deterioramento delle prospettive specifiche nel semestre precedente, mentre il margine di occupazione si riferisce alla quota di imprese, tra tutte quelle che hanno segnalato un deterioramento delle prospettive nello stesso periodo, che non ha ridotto la propria forza lavoro. Le edizioni del primo trimestre si riferiscono al periodo ottobre-marzo; le edizioni del terzo trimestre si riferiscono al periodo aprile-settembre.

### L'indicatore di accumulo di manodopera è generalmente aumentato rispetto ai livelli osservati prima dell'inizio della pandemia, in particolare per le attività manifatturiere (cfr. il grafico B).

Nel primo trimestre del 2024 l'indicatore del mantenimento dei livelli occupazionali era pari al 22,8 per cento nel settore manifatturiero, al 19,6 nelle costruzioni e al 22,4 nei servizi di mercato.

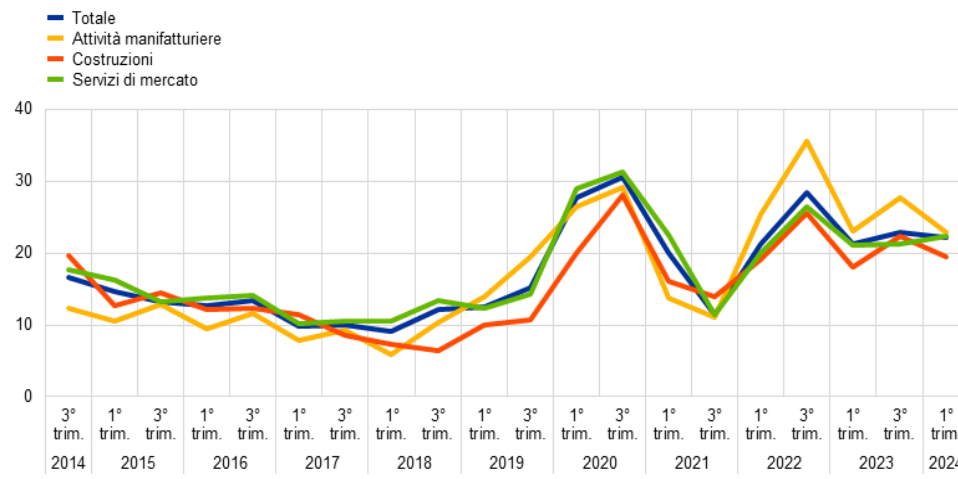
Il mantenimento dei livelli occupazionali è rimasto significativamente elevato in tutti i settori rispetto al periodo precedente la pandemia, quando i tre settori citati si collocavano su livelli medi rispettivamente dell'11,2, dell'11,4 e del 13,3 per cento.

Più di recente, a seguito dell'impennata dei prezzi dell'energia, l'aumento della tendenza a mantenere i livelli occupazionali è stato particolarmente significativo nel settore manifatturiero, dove ha raggiunto un massimo del 35,6 per cento nel terzo trimestre del 2022. Anche le imprese di altri settori hanno adottato misure di mantenimento dei livelli occupazionali in risposta al deterioramento delle condizioni economiche: il 25,6 per cento delle imprese nel settore delle costruzioni e il 26,5 per cento delle imprese operanti nei servizi di mercato ha segnalato di non avere ridotto la forza lavoro a seguito di un peggioramento delle prospettive economiche.

## Grafico B

### Indicatore del mantenimento dei livelli occupazionali nei vari settori

(quota di imprese, percentuali)



Fonte: indagine SAFE condotta dalla BCE e dalla Commissione europea.

Nota: l'indicatore settoriale del mantenimento dei livelli occupazionali è la quota di imprese, tra tutte quelle operanti in un dato settore di attività economica, che non ha ridotto la forza lavoro a fronte di un peggioramento delle specifiche prospettive aziendali.

**I margini di profitto delle imprese sono aumentati considerevolmente con la ripresa successiva alla pandemia e, nel 2022, si sono collocati sui livelli più elevati da un decennio (cfr. il grafico C)<sup>3</sup>.** I margini di profitto delle imprese

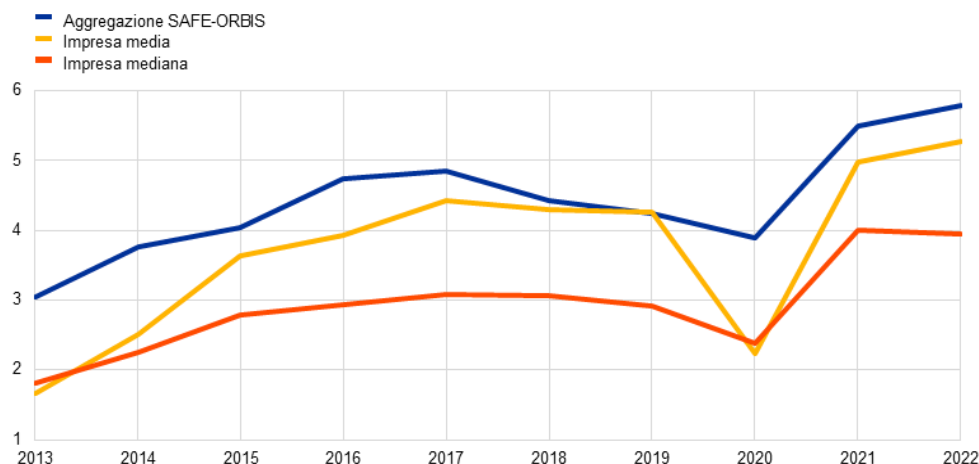
(al lordo delle imposte) sono aumentati da una media del 4,3 per cento dei ricavi di gestione nel periodo 2014-2019 a circa il 5,8 nel 2022. A livello di impresa, un aumento analogo è stato osservato per le imprese medie e mediane. Per l'impresa media i margini di profitto sono aumentati dal 3,8 nel periodo 2014-2019 al 5,3 per cento nel 2022, mentre per l'impresa mediana sono passati dal 2,8 nel periodo 2014-2019 al 3,9 per cento nel 2022.

<sup>3</sup> Le informazioni ottenute dall'indagine SAFE sono integrate con i dati di bilancio delle imprese per l'anno precedente, ricavati da ORBIS. I margini di profitto sono definiti come il rapporto tra gli utili al lordo delle imposte e i ricavi di gestione di un'impresa. La crescita dei margini di profitto per il periodo 2021-2022 nella base dati SAFE-ORBIS è coerente, sebbene non direttamente comparabile, con l'aumento degli utili unitari registrato a livello macro. Vi è uno sfasamento temporale prima che i dati di bilancio si rendano disponibili nella base dati ORBIS, in quanto l'ultimo anno disponibile per i margini di profitto SAFE-ORBIS ai fini della nostra analisi risale al 2022.

## Grafico C

### Margini di profitto delle imprese nel tempo

(in percentuale)



Fonti: indagini SAFE condotta dalla BCE e dalla Commissione europea, ORBIS.

Note: il margine di profitto aggregato SAFE-ORBIS è calcolato sommando gli utili al lordo delle imposte e i ricavi di tutte le imprese in ciascun anno di bilancio ORBIS prima di calcolare il rapporto dei margini di profitto. Vi è un lasso di tempo prima che le registrazioni di bilancio si rendano disponibili in ORBIS; l'ultimo anno disponibile per i margini di profitto ai fini della nostra analisi è il 2022.

### Si stima che i margini di profitto più elevati abbiano migliorato la capacità delle imprese di mantenere una forza lavoro stabile in caso di shock avversi alle loro prospettive economiche (cfr. il grafico D).

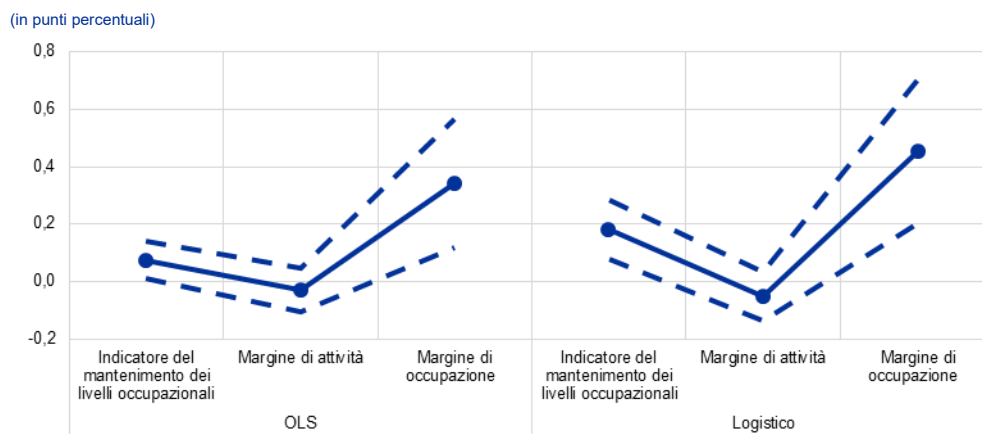
Per stimare la relazione tra margini di profitto e mantenimento dei livelli occupazionali vengono effettuate regressioni a livello di impresa<sup>4</sup>. Si stima che un aumento di 1 punto percentuale dei margini di profitto di un'impresa contribuisca per circa 0,2 punti percentuali alla quota di imprese che mantengono i livelli occupazionali in risposta al peggioramento delle prospettive. L'aumento del mantenimento dei livelli occupazionali è determinato dal margine di occupazione, che secondo le stime dovrebbe aumentare di circa 0,4 punti percentuali, mentre quello di attività non risentirebbe sostanzialmente del margine di profitto più elevato<sup>5</sup>. Ciò significa che la crescita dei margini di profitto ha contribuito a far sì che le imprese evitassero di dover ridurre la forza lavoro dopo aver subito shock che hanno peggiorato le prospettive economiche a seguito della pandemia.

<sup>4</sup> Queste regressioni includono effetti fissi a livello di impresa per rendere conto delle sue caratteristiche non osservabili, nonché effetti fissi temporali che rispondano alle variazioni del ciclo economico e alla diversa composizione delle imprese in ciascuna edizione dell'indagine SAFE.

<sup>5</sup> Va sottolineato che la decisione delle imprese di ricorrere al mantenimento dei livelli occupazionali è razionale e coerente con gli obiettivi di massimizzazione dei profitti a lungo termine. Le imprese che massimizzano i profitti scelgono di ricorrere al mantenimento dei livelli occupazionali quando i costi di licenziamenti, reimpiego e formazione superano i costi connessi alla conservazione delle posizioni lavorative.

## Grafico D

### Impatto del mantenimento dei livelli occupazionali derivante da un aumento di 1 punto percentuale del margine di profitto di un'impresa



Fonti: indagine SAFE condotta dalla BCE e dalla Commissione europea, ORBIS di Moody's.

Note: l'impatto della variazione del margine di profitto di un'impresa è stimato utilizzando metodi di dati panel mediante una regressione dell'indicatore del mantenimento dei livelli occupazionali su: a) il margine di profitto dell'impresa per l'esercizio contabile precedente; b) un effetto temporale che tenga conto delle variazioni del ciclo economico; c) effetti fissi specifici dell'impresa. Il modello dei minimi quadrati ordinari (ordinary least-quares, OLS) utilizza ponderazioni a livello di impresa variabili nel tempo. Il modello logistico presenta ponderazioni a livello di impresa fisse.

### L'impatto dei più elevati margini di profitto sul mantenimento dei livelli occupazionali ha interessato tutti i settori, seppur con un'incidenza massima nel settore delle costruzioni.

L'impatto stimato di un margine di profitto più elevato sull'indicatore del mantenimento dei livelli occupazionali è pari a 0,1 punti percentuali per il settore industriale, a 0,5 punti percentuali per le costruzioni e a 0,2 punti percentuali per i servizi di mercato. Sebbene le variazioni complessive nel mantenimento dei livelli occupazionali siano state determinate principalmente, in tutti i settori, da shock esterni che hanno peggiorato le prospettive economiche delle imprese, gli elevati margini di profitto osservati sono rimasti un fattore importante per assistere le imprese nel conservare un'elevata capacità di mantenimento di manodopera.

### Una contrazione dei margini di profitto potrebbe avere implicazioni per la crescita dell'occupazione nel prossimo futuro<sup>6</sup>.

Gli elevati margini di profitto registrati nel periodo 2021-2022 iniziano a normalizzarsi verso i livelli precedenti la pandemia. Pertanto, è probabile che il calo dei margini di profitto sia uno dei possibili fattori che riducono la possibilità che le imprese ricorrano al mantenimento dei livelli occupazionali. In prospettiva, ci si attende che tali margini forniscano un sostegno alla crescita dell'occupazione minore rispetto al passato.

<sup>6</sup> I recenti sviluppi in materia di mantenimento dei livelli occupazionali hanno avuto un impatto anche sulla produttività del lavoro, come discusso in Arce, O. e Sondermann, D., "Low for long? Reasons for the recent decline in productivity", *Il Blog della BCE*, 6 maggio 2024.

## Le determinanti della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro dopo la pandemia: una prospettiva basata su modelli

a cura di Agostino Consolo e Claudia Foroni

**L'adeguamento dei salari reali è stato fondamentale per sostenere la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro dopo la pandemia.** Il presente riquadro esamina gli andamenti della crescita dell'occupazione dopo la fine della pandemia, concentrandosi sul periodo a partire dall'inizio del 2022. La forte crescita dell'occupazione rispetto all'attività economica è stata notevole in un contesto economico caratterizzato da prezzi molto elevati dei beni energetici. Il meccanismo di adeguamento è stato diverso da quello osservato dopo la crisi energetica degli anni '70, quando i salari reali sono aumentati notevolmente e hanno superato la crescita della produttività. Per contro, dall'inizio del 2022, i salari reali sono diminuiti più della produttività, offrendo alle imprese uno spazio di manovra nei propri margini e contribuendo così a sostenere la creazione di posti di lavoro in un contesto di scarsità di manodopera qualificata. L'analisi empirica che segue fa luce sui principali fattori alla base della recente crescita dell'occupazione.

**Dalla fine della pandemia la dinamica dell'occupazione nell'area dell'euro è stata significativamente più vigorosa rispetto a quella dell'attività economica (cfr. il pannello a) del grafico A)<sup>1</sup>.** La crescita dell'occupazione dal primo trimestre del 2022 è stata eccezionalmente forte in termini storici. Un modo per esaminare le dinamiche dell'occupazione è attraverso la relazione tra crescita dell'occupazione e crescita economica della "legge di Okun"<sup>2</sup>. Secondo le stime empiriche di tale relazione per l'area dell'euro, ci si attende che l'occupazione cresca a circa la metà del ritmo del PIL in termini reali, sia nel breve sia nel lungo periodo<sup>3</sup> (le stime delle elasticità di Okun oscillano tra 0,2 e 0,5). La crescita dell'occupazione ha invece subito un forte aggiustamento a partire dal primo trimestre del 2022, superando di recente la crescita del PIL in termini reali. Ciò non può essere attribuito unicamente alla ripresa dalla pandemia, in quanto il riallineamento era già avvenuto verso la fine del 2021.

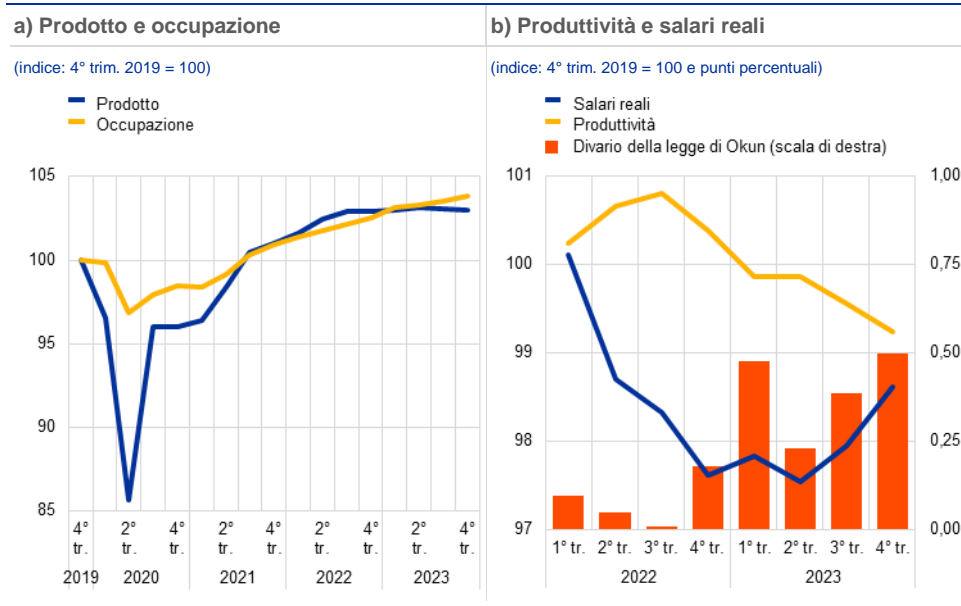
<sup>1</sup> Per una panoramica completa del mercato del lavoro dell'area dell'euro che integra i risultati presentati in questo riquadro, cfr. il riquadro 3 *Le forze di lavoro dell'area dell'euro: sviluppi recenti e determinanti* nel numero 6/2023 di questo Bollettino; Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. e Mohr, M., "More jobs but fewer working hours", *Il Blog della BCE*, 7 giugno 2023; e il riquadro 1 *Il ruolo del pubblico impiego durante la crisi legata al COVID-19* nel numero 6/2022 di questo Bollettino.

<sup>2</sup> Per un'analisi, cfr. Ball, L., Leigh, D. e Loungani, P., "Okun's Law: Fit at 50?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 49, n. 7, 2017, pagg. 1413-1441.

<sup>3</sup> Cfr. Anderton, R., Arank, T., Bonthuis, B. e Jarvis, V., "Disaggregating Okun's law", *Working Paper Series*, n. 1747, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2014.

## Grafico A

### Legge di Okun, produttività e salari reali



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello b) mostra i salari reali deflazionati dal deflatore dei consumi privati. Se si utilizza il deflatore del PIL, il divario tra produttività e salari reali si mantiene positivo, ma quantitativamente minore e si chiude nel quarto trimestre del 2023. La produttività è misurata come prodotto per occupato. Gli istogrammi rossi mostrano le deviazioni (in punti percentuali) dalla legge di Okun. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

#### La creazione di posti di lavoro è stata sostenuta da un calo dei salari reali superiore a quello della produttività.

A differenza degli andamenti osservati negli anni '70, dopo la crisi energetica del 2022 i salari reali hanno subito una contrazione più marcata rispetto a quella della produttività del lavoro, sostenendo così la creazione di posti di lavoro (cfr. il pannello b) del grafico A). L'apertura di un divario tra crescita dei salari reali e crescita della produttività ha spinto la crescita dell'occupazione al di sopra del tasso coerente con la sua relazione storica con il PIL, in linea con quanto previsto da un ampio divario positivo secondo la legge di Okun. Tale adeguamento dei salari reali non solo costituisce un motivo per la creazione di posti di lavoro, ma può anche limitarne la distruzione, rendendo più preziosi i rapporti esistenti tra le imprese e i lavoratori (e quindi incoraggiando l'accumulo di manodopera) in periodi di elevata redditività delle imprese e scarsità di competenze sul mercato del lavoro<sup>4</sup>.

Alla luce di un modello empirico della legge di Okun, si rileva che le oscillazioni della domanda e gli adeguamenti dei salari reali a seguito della crisi energetica hanno contribuito a dissociare la crescita dell'occupazione dall'andamento del prodotto. Si utilizza un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (BVAR) strutturale che comprende uno shock di domanda aggregata e tre shock di offerta aggregata (tecnologico neutrale, di sostituzione dei fattori e specifico del mercato del lavoro) per spiegare le principali determinanti delle oscillazioni

<sup>4</sup> Per quanto riguarda il ruolo della redditività, cfr. il riquadro 3 *L'aumento dei margini di profitto ha aiutato le imprese ad accumulare manodopera* in questo numero del Bollettino.

dell'occupazione<sup>5</sup>. Si può considerare come shock tecnologico neutro un calo della produttività totale dei fattori che genera una contrazione proporzionale dell'utilizzo di capitale e lavoro, di norma costituito anche da altre variazioni improvvise, quali le strozzature lungo le catene di approvvigionamento a livello mondiale<sup>6</sup>. Lo shock di sostituzione dei fattori, invece, coglie la sostituzione diretta tra lavoro e altri input produttivi, non necessariamente solo il capitale. Di fronte al forte aumento dei prezzi di energia e input intermedi, è naturale ipotizzare che incidano anche gli effetti di riallocazione e sostituzione<sup>7</sup>. La rilevanza quantitativa di ciascuna determinante è misurata applicando il modello ai dati. Il grafico B mostra la scomposizione storica del modo in cui i quattro shock hanno contribuito alla crescita di prodotto e occupazione. Agli inizi del 2022 il contributo degli shock tecnologici neutrali (aree rosse negli istogrammi) è stato ampiamente negativo sia per il prodotto sia per l'occupazione, riflettendo principalmente le strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale. Lo shock di sostituzione dei fattori (aree verdi negli istogrammi) è stato importante nel determinare il calo del prodotto e l'aumento dell'occupazione, evidenziando la possibile importanza della sostituzione tra gli input produttivi. Ciò riflette una variazione relativa dei prezzi degli input, giacché il lavoro è diventato più economico rispetto a energia e capitale.

---

<sup>5</sup> Il modello BVAR distingue i diversi fattori trainanti potenziali della crescita del prodotto e dell'occupazione (cfr. Consolo, A. e Foroni, C., *The euro area labour market: and yet, it moves!*, mimeo). Il modello è stimato utilizzando dati trimestrali su occupazione, PIL in termini reali, indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), salari reali (deflazionati in base al deflatore del PIL) e tassi di interesse nominali dal 1970 al 2023. La strategia di identificazione è attuata attraverso restrizioni di segno derivate dai modelli teorici del mercato del lavoro (cfr. Abbritti, M. e Consolo, A., "Labour market skills, endogenous productivity and business cycles", *Working Paper Series*, n. 2651, BCE, febbraio 2022, e Foroni, C., Furlanetto, F. e Le Petit, A., "Labor supply factors and economic fluctuations", *International Economic Review*, 2018, vol. 59, pagg. 1491-1510).

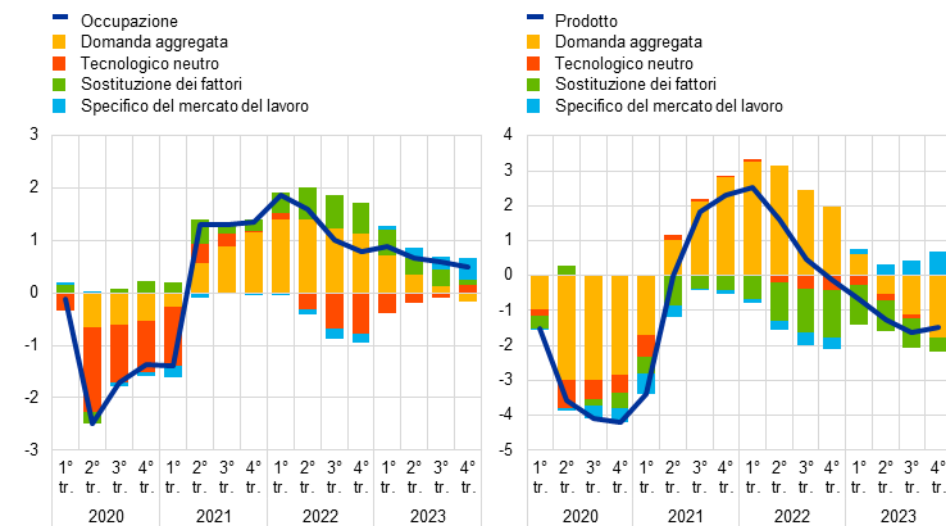
<sup>6</sup> Cfr. Blanchard, O. e Galí, J., "The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?", *Working Papers Series*, n. 15467, NBER, 2010.

<sup>7</sup> La letteratura si concentra sempre più sugli shock che creano un comovimento negativo analogo tra prodotto e occupazione. Fra questi figurano gli shock a volte definiti come di automazione (cfr. Foroni, C. e Furlanetto, F., "Explaining deviations from Okun's law", *Working Paper Series*, n. 2699, BCE, agosto 2022) e gli shock settoriali che alterano l'intensità di capitale tra settori, in linea con Acemoglu, D. e Guerrieri, V., "Capital Deepening and Nonbalanced Economic Growth", *Journal of Political Economy*, 2008, vol. 116, pagg. 467-498.

## Grafico B

### Scomposizione storica dell'occupazione e del prodotto

(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Consolo, A. e Foroni, C., *The euro area labour market: and yet, it moves!*, mimeo.

Note: le linee indicano i tassi di crescita sul periodo corrispondente dell'occupazione (pannello di sinistra) e del prodotto (pannello di destra) in termini di deviazione dalla rispettiva componente deterministica. Gli istogrammi mostrano il contributo in punti percentuali di ciascuno shock. Nel testo principale è fornita una descrizione del significato economico di ciascuno shock. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

### La crescita dell'occupazione e del prodotto è stata sostenuta dalla ripresa della domanda fino all'inizio del 2023.

Da allora, l'indebolimento della domanda ha comportato un rallentamento più marcato dell'attività economica rispetto alla crescita dell'occupazione, contribuendo a una maggiore deviazione dalla legge di Okun.

I fattori dal lato della domanda, comprese le politiche monetaria e di bilancio, hanno favorito la crescita dell'occupazione, come evidenziano le porzioni gialle degli istogrammi nel grafico B. Esempi di politiche di bilancio a sostegno dell'occupazione sono stati l'aumento dell'occupazione nel settore pubblico, nonché gli effetti indiretti dei programmi di apprendistato e dei crediti di imposta in alcuni paesi dell'area dell'euro. Ciò ha contribuito a sostenere la domanda e i posti di lavoro, unitamente agli effetti che le politiche mirate relative all'energia hanno avuto sulla domanda aggregata, con un impatto maggiore sull'occupazione rispetto al prodotto<sup>8</sup>.

Tuttavia, gli effetti dell'inasprimento della politica monetaria hanno frenato considerevolmente la domanda, provocando il rallentamento della crescita dell'occupazione e l'indebolimento dell'attività economica. Il modello suggerisce che la domanda ha indebolito più rapidamente l'attività rispetto all'occupazione.

Nel 2022 il modello attribuisce solo effetti negativi limitati alle determinanti specifiche del mercato del lavoro (porzioni blu degli istogrammi), derivanti dalla minore partecipazione alle forze di lavoro e dal maggiore potere contrattuale dei lavoratori<sup>9</sup>.

Nel 2023 tali effetti sono in parte tornati ai livelli precedenti, probabilmente a causa

<sup>8</sup> Cfr. anche il riquadro 9 *Aggiornamento sulle risposte delle politiche di bilancio nell'area dell'euro alla crisi energetica e all'inflazione elevata* nel numero 2/2023 di questo Bollettino

<sup>9</sup> Uno shock specifico del mercato del lavoro riguarda il grado di potere contrattuale dei lavoratori o le determinanti dell'offerta di lavoro. Gli shock che hanno origine nel mercato del lavoro si sono dimostrati quantitativamente rilevanti per spiegare l'occupazione e i salari (cfr. Consolo, A., Foroni, C. e Martínez Hernández, C., "A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2023, vol. 85, pagg. 1048-1082).



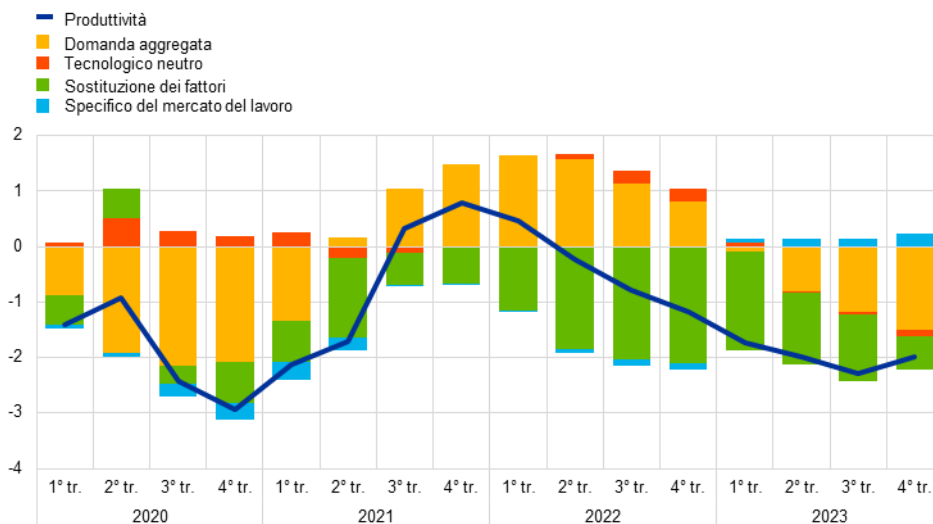
della mancanza di meccanismi di indicizzazione automatica dei salari e del fatto che le aspettative sull'inflazione per il 2022 erano ben ancorate. A differenza delle precedenti crisi energetiche (come quella verificatasi negli anni '70), tali fattori hanno comportato l'adeguamento del mercato del lavoro attraverso i salari reali piuttosto che attraverso un tasso di disoccupazione più elevato.

**Secondo il modello, gran parte del recente calo di produttività è stata determinata da fattori ciclici.**

Dopo un recupero positivo in seguito alla pandemia, la produttività ha risentito significativamente della crisi energetica. Il carattere ciclico della produttività dell'area dell'euro è stato ulteriormente amplificato dal vigore eccezionale del mercato del lavoro. Il modello mostra che la capacità di tenuta dell'occupazione, innescata dallo shock di sostituzione dei fattori, ha amplificato il calo della produttività del lavoro (cfr. il grafico C). Lo stesso shock ha anche reso i salari reali meno onerosi e, in tal modo, amplificato l'effetto positivo sull'occupazione e l'effetto negativo sulla produttività. Inoltre, l'adeguamento della produttività è anche collegato a fattori dal lato della domanda (porzioni gialle degli istogrammi), il cui contributo è di recente divenuto più negativo ma dovrebbe venir meno nel più lungo periodo. Lo shock di sostituzione dei fattori si sta attenuando, di riflesso anche alle variazioni dei prezzi dell'energia e dei tassi di interesse reali, tuttavia, altri fattori dal lato dell'offerta, quali l'innovazione e la digitalizzazione, l'invecchiamento demografico e altre tendenze strutturali, potrebbero avere effetti più persistenti sulle dinamiche di lungo periodo della produttività nell'area dell'euro.

**Grafico C**  
Scomposizione storica della produttività del lavoro

(variazione percentuale e contributi in punti percentuali)



Fonte: Consolo, A. e Foroni, C., *The euro area labour market: and yet, it moves!*, mimeo.  
 Note: la produttività è misurata come prodotto per occupato. La linea mostra la crescita della produttività sul periodo corrispondente in termini di deviazione dalla componente deterministica. Gli istogrammi mostrano il contributo in punti percentuali di ciascuno shock. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

**In prospettiva, diversi fattori che attualmente gravano sulla crescita della produttività dovrebbero attenuarsi.** Gli effetti delle misure di sostegno di bilancio che hanno supportato l'occupazione dovrebbero venir meno nei prossimi trimestri. I prezzi dell'energia si stanno normalizzando, riducendo l'effetto di sostituzione dei

fattori tra lavoro, energia e capitale. Inoltre, dato che il tasso di inflazione dell'area dell'euro diminuisce verso l'obiettivo, è probabile che l'effetto restrittivo della politica monetaria sulla domanda si normalizzi. Tutti questi fattori che hanno determinato il calo della produttività dovrebbero venir meno, contribuendo così a colmare il divario tra la crescita dei salari reali e la crescita della produttività. Essendo le imprese meno incentivate ad assumere lavoratori o ad accumulare manodopera, è probabile che il rapporto tra l'occupazione e il PIL torni alla normalità, con un conseguente adeguamento ciclico della crescita della produttività<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Cfr. Arce, O. e Sondermann, D., “[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)”, *Il Blog della BCE*, maggio 2024.

## 5 Prospettive di ripresa del settore automobilistico nell'area dell'euro

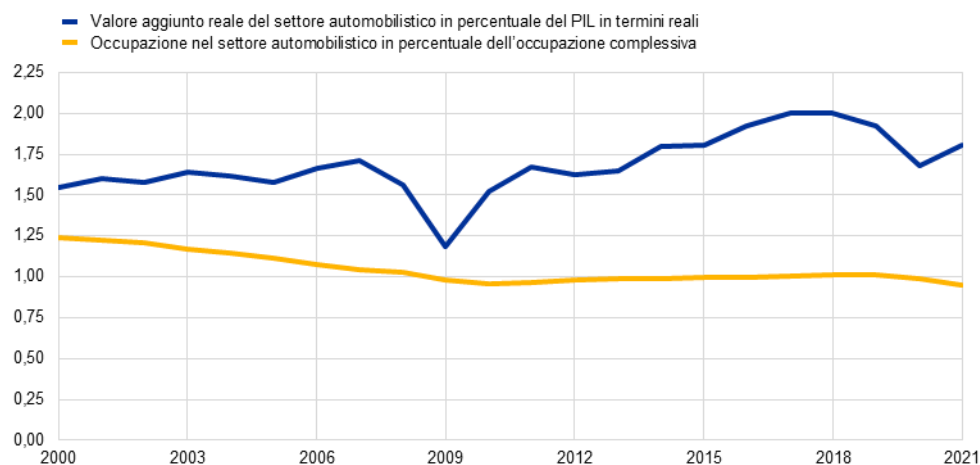
a cura di Roberto A. De Santis, Virginia Di Nino, Nina Furbach, Ulla Neumann e Pedro Neves

**Il settore automobilistico contribuisce in misura significativa al valore aggiunto dell'economia dell'area dell'euro.** L'incidenza dell'industria automobilistica sul valore aggiunto reale del settore manifatturiero è pari al 10 per cento, mentre la quota sul PIL in termini reali è leggermente inferiore al 2 per cento. Il settore automobilistico rappresenta l'1 per cento dell'occupazione totale nell'area dell'euro e il 4 per cento delle esportazioni verso l'esterno dell'area. Se si tiene conto delle connessioni intersettoriali, il valore aggiunto è quasi doppio, evidenziando l'ampia portata del settore all'interno dell'economia<sup>1</sup>. La capacità di tenuta del settore si evince dai suoi andamenti storici rispetto al PIL aggregato. A eccezione del periodo della crisi finanziaria mondiale e di quello più recente, il settore aveva registrato un'espansione superiore al PIL aggregato, raggiungendo un massimo all'inizio del 2018. Inoltre, esso ha mantenuto una quota relativamente stabile dell'occupazione totale dell'area dell'euro dal 2012 (cfr. il grafico A).

### Grafico A

Dimensioni del settore automobilistico dell'area dell'euro rispetto all'economia nel suo complesso

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2021.

**Tuttavia, dal massimo raggiunto all'inizio del 2018, l'industria automobilistica nell'area dell'euro ha dovuto far fronte a sfide significative, con un notevole calo della produzione e delle esportazioni, che sono rimaste al di sotto dei livelli precedenti la pandemia.** I volumi della produzione e delle esportazioni hanno

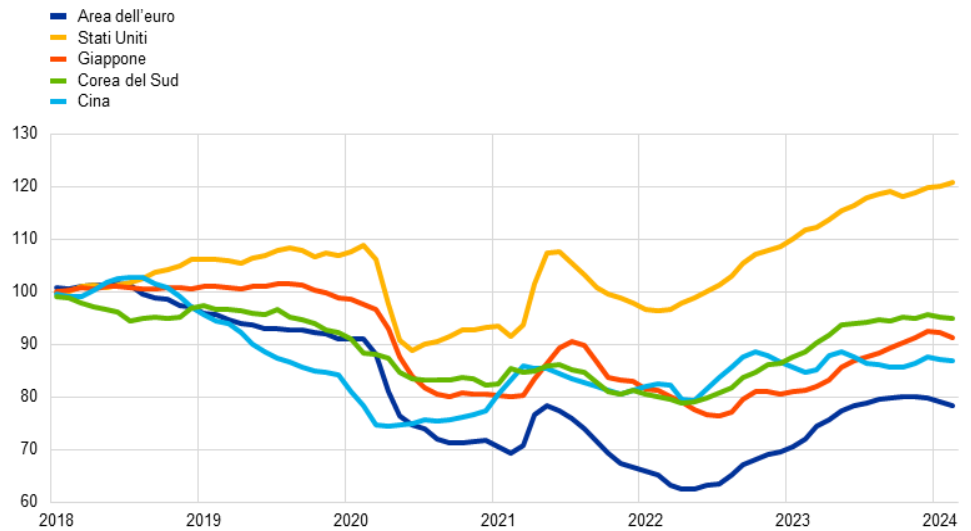
<sup>1</sup> Cfr. l'articolo 1 *La dinamica settoriale e il ciclo economico nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

avuto difficoltà a recuperare e mostrano ritardi rispetto a quelli dei concorrenti internazionali, collocandosi circa un decimo al di sotto dei livelli pre-pandemici e risultando inferiori di un quinto rispetto ai picchi registrati all'inizio del 2018 (cfr. i grafici B e C). I concorrenti hanno ottenuto risultati di gran lunga migliori: l'industria automobilistica in paesi come la Cina, il Giappone, gli Stati Uniti e la Corea ha registrato performance più solide e la Cina si è gradualmente affermata come esportatore significativo verso l'area dell'euro.

### Grafico B

#### Volumi di produzione di automobili tra concorrenti a livello mondiale

(media mobile a dodici mesi, dicembre 2017 = 100)

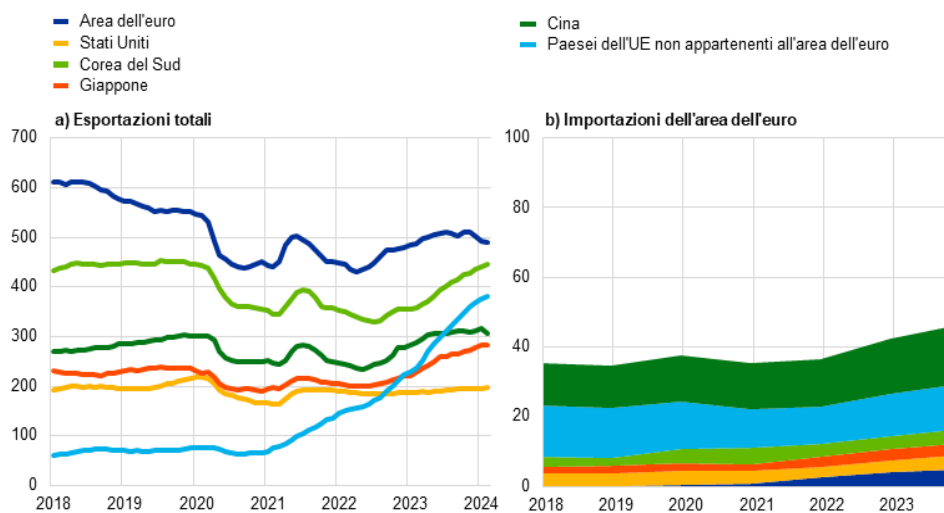


Fonti: Eurostat, istituti nazionali di statistica ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024.

## Grafico C

### Volumi di esportazione di automobili e quote di importazione

(pannello a: migliaia di autovetture, media mobile a dodici mesi; pannello b: in percentuale della domanda interna di automobili)



Fonti: Trade Data Monitor, Eurostat, Ufficio statistico dell'Unione europea ed elaborazioni della BCE.

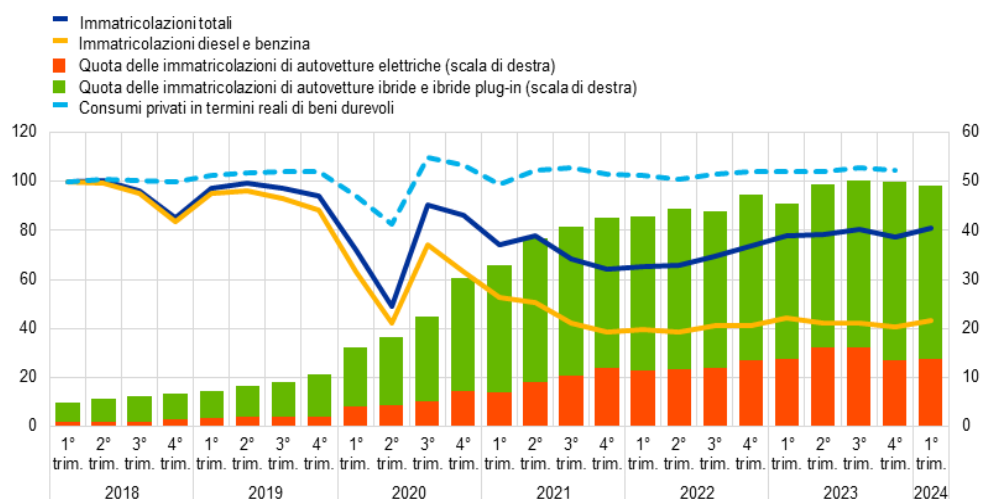
Note: i volumi delle esportazioni sono espressi in unità di veicoli esportati. Le ultime osservazioni si riferiscono, nel pannello a), a gennaio 2024 (e a dicembre 2023 per la Cina) e, nel pannello b), al 2023.

**Il calo dell'attività è stato innescato da una contrazione delle vendite di automobili con motore a combustione, compensata solo in parte dall'aumento della domanda di autovetture ibride ed elettriche.** Le norme di regolamentazione dell'UE per i veicoli a motore sono state modificate a metà del 2018, con l'applicazione di normative più rigorose in materia di emissioni di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>) e di test sulle emissioni più severi, che hanno disincentivato l'acquisto di automobili con motore a combustione. Le vendite di veicoli ibridi ed elettrici sono costantemente aumentate, passando da un decimo del totale delle immatricolazioni nel 2018 alla metà delle immatricolazioni totali nel 2023 (cfr. il grafico D). Nel primo trimestre del 2024 le immatricolazioni di autovetture nell'area dell'euro erano inferiori di circa il 20 per cento rispetto all'inizio del 2018 (cfr. il grafico D). Il significativo divario tra le immatricolazioni di autovetture e i consumi di beni durevoli delle famiglie, che rimangono relativamente stabili, suggerisce che le famiglie potrebbero star posticipando gli acquisti di nuovi veicoli di tutti i tipi.

## Grafico D

### Immatricolazioni di autovetture per tipo

(scala di sinistra: indice 1° trim. 2018 = 100; scala di destra: in percentuale delle immatricolazioni totali)



Fonti: European Automobile Manufacturers' Association, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024 e, per il consumo di beni durevoli, al quarto trimestre del 2023.

### La domanda di autoveicoli è stata frenata anche dagli aumenti dei prezzi innescati dalle interruzioni lungo le catene di approvvigionamento, dai rincari dei beni energetici e dalle condizioni di finanziamento restrittive.

I tempi di consegna delle componenti auto si sono allungati durante la pandemia, in particolare nell'area dell'euro, dove le catene produttive sono fortemente integrate a livello mondiale. Inoltre, a partire da settembre 2021, i bruschi rialzi dei prezzi dell'energia si sono trasmessi ai prezzi alla produzione e a quelli finali delle autovetture<sup>2</sup>. Infine, l'aumento dei tassi di interesse risultante dall'inasprimento della politica monetaria ha scoraggiato il leasing e il credito per l'acquisto di autovetture, riducendo la domanda di autoveicoli sia nazionali sia esteri.

**Nonostante queste difficoltà, l'area dell'euro è riuscita in larga misura a difendere la propria posizione sui mercati mondiali, realizzando una transizione più rapida rispetto ai suoi concorrenti verso le autovetture elettriche e, in particolare, ibride. In questi segmenti le esportazioni sono aumentate da livelli contenuti, fino a rappresentare oggi più di un terzo del totale delle unità esportate.** Sebbene l'area dell'euro abbia perso quote di mercato negli ultimi anni, il calo in termini di valore è stato relativamente modesto (una riduzione del 2,5 per cento a partire dal 2017)<sup>3</sup>. Inoltre, tali perdite hanno riguardato esclusivamente il segmento automobilistico tradizionale e sono state in parte compensate dagli ampi guadagni realizzati nei segmenti ibrido ed elettrico (cfr. il grafico E). Sebbene la Cina abbia fatto grandi progressi nel segmento delle autovetture elettriche, finora ciò si è verificato soprattutto per i veicoli di piccole

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro 2 *Il settore degli autoveicoli: motivazioni alla base del calo della produzione e dell'aumento dei prezzi* nel numero 7/2022 di questo Bollettino, e De Santis, R. A., "Supply Chain Disruption and Energy Supply Shocks: Impact on Euro Area Output and Prices", *International Journal of Central Banking*, 2024, vol. 20, pagg. 193-236.

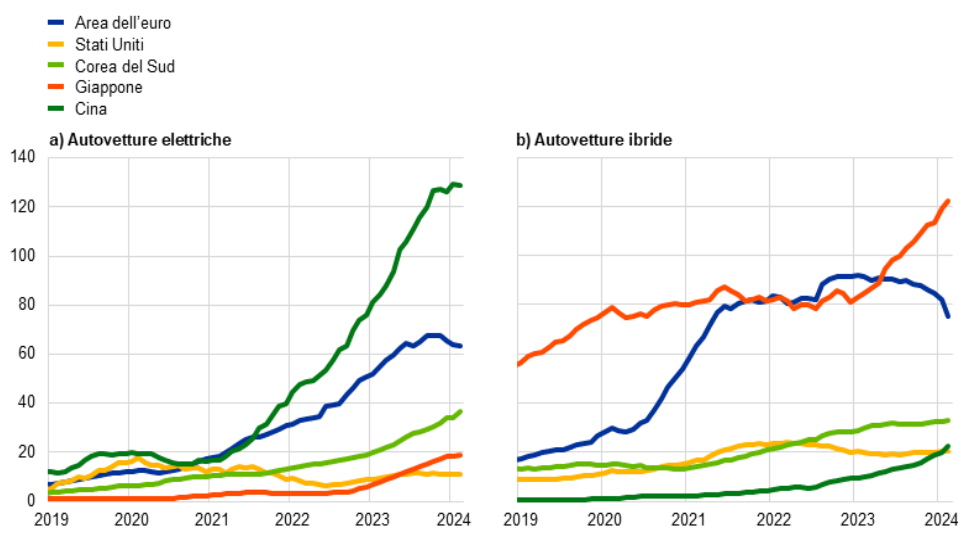
<sup>3</sup> Cfr. Schnabel, I., "The future of inflation (forecast) targeting", intervento pronunciato in occasione dell'*International Research Forum on Monetary Policy*, Federal Reserve Board, Washington, D.C., (slide 8), 17 aprile 2024.

dimensioni ed economici. L'area dell'euro rimane il secondo maggior produttore di automobili elettriche e ibride, a partire, rispettivamente, dal 2020 e dal 2022. Inoltre, le case automobilistiche dell'area dell'euro si sono storicamente specializzate nel segmento di mercato di fascia alta, beneficiando di una domanda relativamente anelastica rispetto ai prezzi<sup>4</sup>. Di fatto, le case automobilistiche dell'area sono rimaste altamente redditizie, registrando stabilmente, nel 2022 e nel 2023, i margini di profitto netti più elevati tra i principali concorrenti a livello mondiale. Ciò dimostra la capacità di tenuta del settore nell'area dell'euro e il suo vantaggio competitivo nel mercato automobilistico mondiale.

## Grafico E

### Volumi di esportazione di autovetture elettriche e ibride

(migliaia di autovetture, media mobile a dodici mesi)



Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.

Note: i volumi delle esportazioni sono espressi in unità di veicoli esportati. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024.

### La capacità di tenuta dell'industria automobilistica dell'area dell'euro di fronte all'intensificarsi della concorrenza dall'estero si riflette anche nella sua posizione di polo mondiale per il settore manifatturiero automobilistico.

Nonostante difficoltà quali l'aumento delle importazioni cinesi e della loro penetrazione<sup>5</sup>, l'area dell'euro sembra mantenere un vantaggio competitivo nel settore delle attrezzature per il trasporto, come dimostrato dal suo saldo commerciale netto favorevole<sup>6</sup>. Nel 2022 l'area dell'euro ha esportato in tutto il mondo una quantità di attrezzature per il trasporto superiore a quella ricevuta, evidenziando la sua caratura di esportatore (cfr. il grafico F). Pur con la crescente presenza di importazioni cinesi nel mercato interno (cfr. il grafico B) e la posizione dominante cinese nella produzione mondiale di batterie, il saldo commerciale netto

<sup>4</sup> Analisi empiriche interne indicano che le unità esportate dall'area dell'euro sono meno sensibili alle variazioni dei prezzi delle autovetture rispetto a quelle degli altri principali produttori mondiali (Giappone, Stati Uniti e Corea) e significativamente meno sensibili rispetto a quelle della Cina.

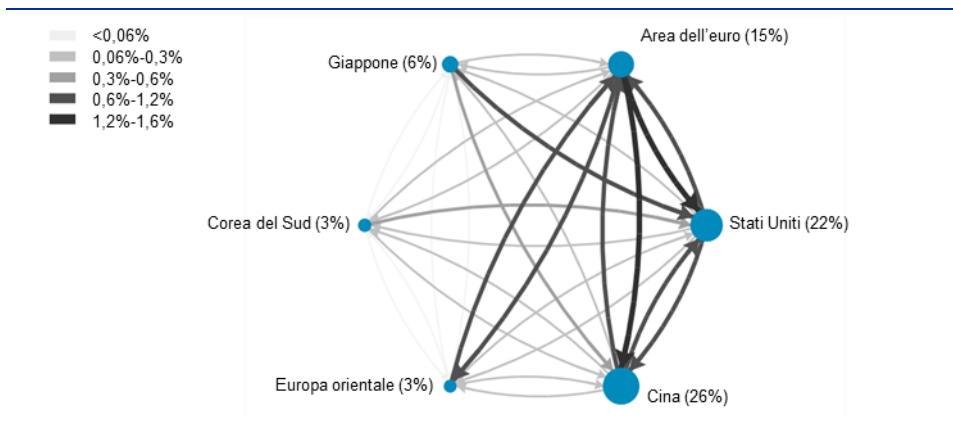
<sup>5</sup> La penetrazione delle importazioni è misurata dal rapporto tra le importazioni e il consumo interno totale.

<sup>6</sup> Nel settore delle attrezzature per il trasporto, i veicoli a motore, i rimorchi e i semirimorchi rappresentano il 76 per cento del valore aggiunto esportato dall'area dell'euro e l'89 per cento del suo saldo commerciale netto.

dell'area dell'euro in termini di attrezzature per il trasporto con la Cina è rimasto positivo, attestandosi al 3,8 per cento della produzione industriale interna.

### Grafico F

Rete globale del valore aggiunto delle attrezzature per il trasporto nel 2022



Fonti: dati multiregionali di input-output ed elaborazioni della BCE.

Note: la dimensione dei nodi è proporzionale al valore aggiunto nazionale relativo alle attrezzature per il trasporto in dollari statunitensi. Lo spessore delle frecce rappresenta i flussi bilaterali in entrata e in uscita del valore aggiunto delle attrezzature per il trasporto. Le percentuali riportate sui nodi e nella legenda indicano la quota del rispettivo valore aggiunto rispetto al valore aggiunto totale a livello mondiale delle attrezzature per il trasporto.

### Le case automobilistiche dell'area dell'euro stanno investendo importi considerevoli nell'elettrificazione e nelle tecnologie digitali per rimanere competitive in un mercato automobilistico in rapida evoluzione. Tali

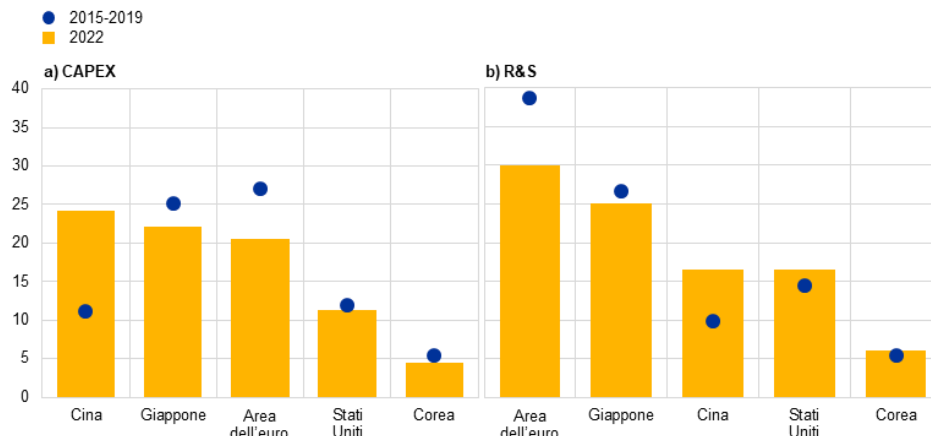
investimenti sono evidenziati da una significativa spesa in conto capitale (capital expenditure, CAPEX) e in ricerca e sviluppo (R&S); ai produttori automobilistici dell'area dell'euro era riconducibile, nel 2022, rispettivamente circa il 20 e il 30 per cento di tali tipologie di spesa a livello mondiale (cfr. il grafico G). Sebbene la Cina si sia affermata come leader nel CAPEX, le case automobilistiche dell'area dell'euro continuano a essere prime per investimenti in R&S, a conferma del loro impegno a favore dell'innovazione. Ciò è dimostrato dall'elevato numero di nuovi brevetti relativi ai trasporti depositati dalle imprese dell'area dell'euro presso l'Ufficio europeo dei brevetti tra il 2020 e il 2022, che superano quelli registrati dai concorrenti. Tuttavia, le imprese dell'area dell'euro sono in ritardo nei depositi di brevetti per la comunicazione digitale, il che segnala le potenziali sfide che il settore automobilistico dell'area potrebbe dover affrontare nell'ambito della trasformazione digitale.



## Grafico G

### Quota del settore automobilistico nel CAPEX e nella spesa per R&S

(valori percentuali, parità di potere d'acquisto)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Nel medio termine ci si attende che la ripresa della produzione automobilistica nell'area dell'euro sia trainata principalmente dalla domanda dei consumatori, ma in prospettiva i rischi sono significativi.** Se gli ostacoli all'adozione delle auto elettriche e gli shock temporanei dovessero venir meno, ci sarebbero margini per la ripresa della domanda interna. Tuttavia, vi sono diversi importanti rischi che potrebbero influenzare queste prospettive. Sarà fondamentale la capacità delle case automobilistiche dell'area dell'euro di riuscire a integrare i processi digitali con quelli tradizionali, accelerare l'innovazione e lanciare tecnologie che incontrino il favore del mercato. Inoltre, la forte dipendenza delle case automobilistiche dell'area da fornitori concentrati in alcune zone (ad esempio, semiconduttori e batterie prodotti in un numero limitato di paesi asiatici) comporta rischi per la catena di approvvigionamento, soprattutto in periodi di accresciute tensioni geopolitiche. Occorre adoperarsi per migliorare la capacità di tenuta alle interruzioni di tali catene e diversificare le fonti di reperimento delle componenti strategiche al fine di mantenere la competitività. Anche le politiche industriali, in particolare quelle connesse alla transizione verde, ad esempio relative alle infrastrutture di ricarica, determineranno le prospettive per il settore automobilistico dell'area dell'euro<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Nel 2021 il Parlamento europeo ha approvato un regolamento sulla [realizzazione di un'infrastruttura per i combustibili alternativi](#), che prepara il terreno per l'adozione delle strategie verdi dell'UE. Iniziative analoghe includono il [Passaporto digitale per i veicoli](#) e il [Passaporto digitale per le batterie](#), che mirano a migliorare la trasparenza e la sostenibilità nel settore automobilistico. L'UE ha inoltre adottato una legislazione sui [materiali di riciclaggio delle batterie](#) per orientare l'industria verso metodi di progettazione e produzione innovativi e sostenibili. Inoltre, l'UE fornisce incentivi economici come il [meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere](#), che impone tasse sulle importazioni ad alta intensità carbonica per ridurre la rilocalizzazione delle emissioni di carbonio e incoraggiare pratiche più ecosostenibili all'interno dell'industria.

## 6 Indicatori di profitto per l'analisi dell'inflazione alla luce del ruolo dei costi totali

a cura di Elke Hahn e Théodore Renault

**Gli indicatori standard di profitto nell'economia, ricavati dalle contabilità nazionali, usano come parametro di riferimento il PIL, invece del prodotto economico.** Sebbene “prodotto” sia spesso usato come sinonimo di PIL, nelle contabilità nazionali i due concetti sono distinti. Il prodotto, a differenza del PIL, include i consumi intermedi, cioè il consumo di beni e servizi impiegati nell'elaborazione del PIL oppure il concetto connesso di “valore aggiunto”<sup>1</sup>. “Prodotto” è un concetto ben definito, ma le contabilità nazionali trimestrali non contengono dati tempestivi per l'area dell'euro<sup>2</sup>. Gli indicatori standard di profitto ricavati dalle contabilità nazionali e basati sul PIL, pertanto, consentono un'analisi degli andamenti dei profitti, misurati in termini di margine operativo lordo e reddito misto, facendo riferimento ai costi del lavoro, ma non ai costi totali. Tali indicatori sono quindi utili per valutare in che modo al momento i profitti stiano attenuando la crescita dei costi del lavoro, pur non mostrando precisamente come ciò sia stato ostacolato o agevolato dagli andamenti dei costi per input intermedi, quali l'energia. Per avere tali informazioni bisognerebbe ricorrere a indicatori di profitto basati sul prodotto.

**Gli indicatori di profitto che considerano i costi totali degli input possono essere approssimati sostituendo il prodotto con il concetto di “offerta totale”.** L'offerta totale è definita come la somma di PIL e importazioni, entrambi disponibili nelle contabilità nazionali trimestrali dell'area dell'euro. L'approssimazione del prodotto tramite l'offerta totale si basa sul fatto che il PIL è dato sia dalla differenza tra offerta totale e importazioni, sia da quella tra prodotto e consumi intermedi<sup>3</sup>. Sebbene il valore delle importazioni sia significativamente inferiore a quello dei consumi intermedi, i prezzi delle importazioni e dei beni intermedi si muovono in modo strettamente correlato<sup>4</sup>. Per questo l'offerta totale rappresenta un'approssimazione ragionevole del prodotto nel calcolare gli andamenti dei margini di profitto, misurati come il rapporto tra gli andamenti dei prezzi e quelli dei costi. Mentre l'indicatore standard dei margini di profitto è calcolato come rapporto tra il deflatore del PIL a prezzi base e il costo del lavoro per unità di prodotto, l'indicatore basato sull'offerta totale può essere calcolato come il rapporto tra il deflatore dell'offerta totale e i costi per unità di prodotto totali (la somma dei costi del lavoro e

<sup>1</sup> Il prodotto è definito come la somma del valore aggiunto lordo e dei consumi intermedi. Il PIL è uguale alla somma del valore aggiunto lordo e delle imposte nette sui prodotti. Cfr. il [Sistema europeo dei conti 2010](#) per una descrizione completa.

<sup>2</sup> I dati sul prodotto sono disponibili con frequenza annuale per l'area dell'euro e anche trimestralmente, ma soltanto per un numero ristretto di paesi dell'area.

<sup>3</sup> Per semplicità, in questa sede si prescinde dal ruolo delle imposte nette sui prodotti.

<sup>4</sup> Un'indicazione di questo comovimento a livello dell'area dell'euro è il coefficiente di correlazione pari a 0,9 tra i tassi trimestrali di variazione sul periodo corrispondente del deflatore delle importazioni e dei prezzi alla produzione per i beni intermedi nel periodo tra il 1999 e il 2023.

delle importazioni per unità)<sup>5</sup>. Gli indicatori dei margini di profitto sono incentrati sulla distribuzione, giacché forniscono informazioni sugli andamenti dei profitti rispetto a quelli dei costi del lavoro o dei costi totali. Ad esempio, un tasso di crescita positivo di un indicatore dei margini di profitto mostra che i profitti per unità di prodotto, misurati in termini di margine operativo lordo e reddito misto per unità di PIL in termini reali, o di offerta totale in termini reali, stanno crescendo a un ritmo più sostenuto rispetto alla componente del costo unitario considerata.

**Il PIL (valore aggiunto) e gli indicatori dei margini di profitto basati sull'offerta totale, considerati insieme, suggeriscono che nel 2023 gli utili hanno iniziato ad attenuare l'impatto degli andamenti del costo del lavoro sulle pressioni dei prezzi, beneficiando, tuttavia, del calo di altri costi.** Secondo l'indicatore basato sul PIL, i margini di profitto nel 2022 sono cresciuti, per poi, però, iniziare a contrarsi nel 2023, in linea con un'attenuazione dei costi del lavoro osservata nel secondo semestre dell'anno<sup>6</sup>. Tuttavia, l'indicatore basato sull'offerta totale suggerisce che i margini di profitto sono diminuiti nel 2022 e, dopo essere lievemente aumentati nel corso del 2023, hanno iniziato a rallentare più recentemente, pur rimanendo positivi<sup>7</sup>. In altre parole, i margini di profitto hanno attenuato i costi totali nel 2022, quando sono cresciuti i prezzi delle importazioni, per poi aumentare, nel 2023, beneficiando del calo dei prezzi delle importazioni.

---

<sup>5</sup> Per una trattazione di un insieme più ampio degli indicatori di profitto e della relazione esistente tra la nozione di utili impiegata nelle contabilità nazionali (margine operativo lordo e reddito misto) e quella degli utili delle imprese, cfr. il riquadro 3 *Il contributo degli utili unitari al recente rafforzamento delle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro* nel numero 4/2023 di questo Bollettino.

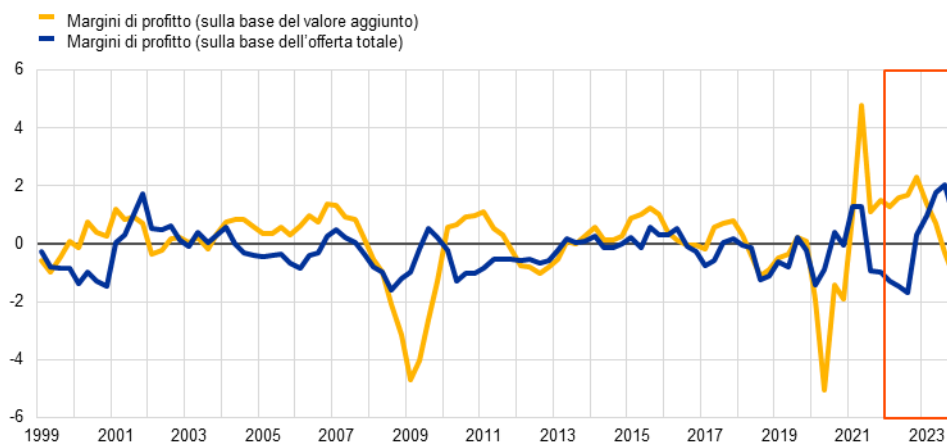
<sup>6</sup> Le ampie oscillazioni dell'indicatore standard dei margini di profitto durante e dopo la recessione legata alla pandemia riflettono le grandi variazioni osservate durante tale crisi in alcuni dei dati sottostanti, quali la produttività del lavoro.

<sup>7</sup> Si noti che per gli utili per unità di prodotto, cioè un altro indicatore di utili spesso usato nell'ambito dell'analisi dell'inflazione, gli andamenti dell'indicatore standard (margine operativo lordo e reddito misto diviso per il PIL in termini reali) e il corrispondente indicatore basato sull'offerta totale (margine operativo lordo e reddito misto diviso per l'offerta totale in termini reali) sono stati molto simili negli ultimi due anni. Ciò non sorprende, data la dinamica straordinaria dei prezzi delle importazioni, ma non dei relativi volumi.

## Grafico A

### Tasso di crescita dei margini di profitto sulla base del PIL (valore aggiunto) e dell'offerta totale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

### **Il deflatore dell'offerta totale, come approssimazione dei prezzi alla produzione, indica che nella seconda metà del 2023 le pressioni totali sui prezzi nell'economia dell'area dell'euro hanno raggiunto un punto di svolta.**

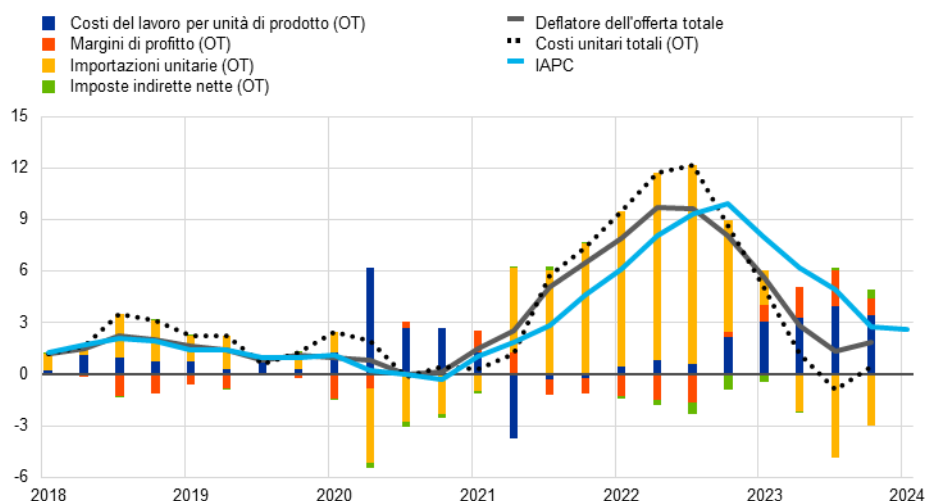
La crescita del deflatore dell'offerta totale è aumentata tra il 2021 e la metà del 2022 per poi diminuire bruscamente fino alla seconda metà del 2023, quando ha mostrato segni di una qualche stabilizzazione (cfr. il pannello a) del grafico B). Come nel caso del deflatore del PIL (cfr. il pannello b) del grafico B), gli andamenti del deflatore dell'offerta totale possono essere suddivisi in componenti. La scomposizione indica le determinanti dell'aumento e della diminuzione delle pressioni totali sui prezzi e la loro evoluzione nel tempo, suggerendo che l'impennata dell'inflazione è stata causata inizialmente da un forte aumento delle pressioni sui prezzi delle importazioni (input). Sul fronte interno, a ciò è seguito un aumento degli utili e poi dei costi del lavoro, seppure con un certo ritardo e in misura minore. Tale sequenza implica una crescita positiva dei margini di profitto sulla base del valore aggiunto al tempo dell'aumento dell'inflazione, ma una crescita negativa sulla base dell'offerta totale. La stessa sequenza è osservabile per la flessione delle pressioni sui prezzi, con una dinamica invertita per i margini di profitto. Le pressioni sui prezzi delle importazioni hanno iniziato ad attenuarsi a metà del 2022, con un evidente indebolimento per diversi trimestri sul lato interno, manifestatosi con una minore crescita degli utili al venire meno delle crisi legate all'emergenza sanitaria e ai beni energetici. Nel quarto trimestre del 2023 anche la crescita dei costi del lavoro per unità di prodotto ha iniziato a diminuire lievemente.

## Grafico B

### Deflatore dell'offerta totale e deflatore del PIL

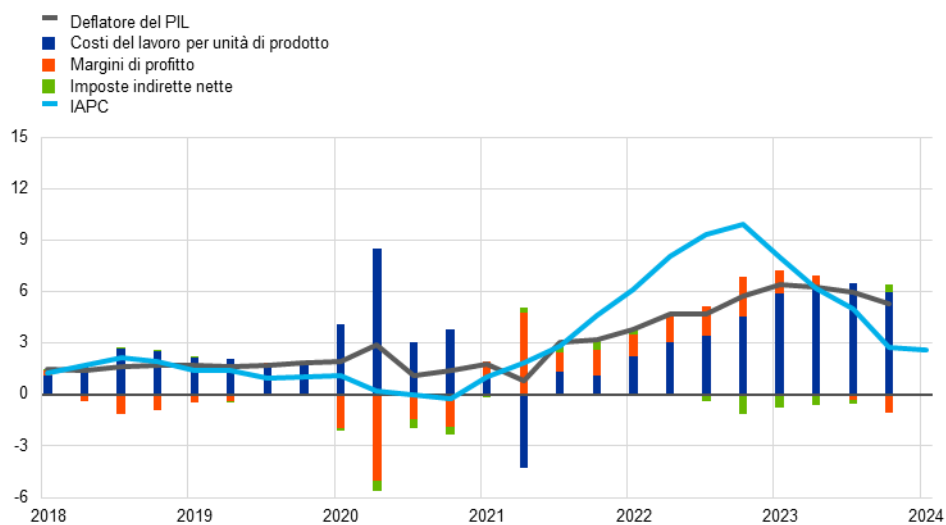
#### a) Deflatore dell'offerta totale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



#### b) Deflatore del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024 per lo IAPC e al quarto trimestre del 2023 per gli altri dati. Pannello a): i costi del lavoro per unità di prodotto (OT) e le importazioni unitarie (OT) sono mostrati come contributi in punti percentuali ai costi totali unitari (OT).

**Per un campione ristretto di paesi dell'area dell'euro è possibile calcolare un indicatore di profitto sulla base di un prodotto "puro", i cui andamenti seguono in larga misura quelli degli indicatori basati sull'offerta totale.**

L'indicatore dei margini di profitto sulla base dell'offerta totale potrebbe essere un'approssimazione imperfetta di un indicatore basato sul prodotto, se i prezzi all'importazione evolvessero in modo molto diverso dai prezzi al consumo intermedi. Le contabilità nazionali trimestrali dell'area dell'euro forniscono informazioni sul prodotto e sui consumi intermedi per sei paesi dell'area dell'euro, che nel complesso

rappresentano il 60 per cento del PIL dell'area<sup>8</sup>. Ciò consente un confronto diretto tra gli indicatori dei margini di profitto basati sull'offerta totale e sul prodotto, rispettivamente. Per il campione ristretto i due indicatori hanno mostrato andamenti strettamente correlati nel tempo e le relative fasi di crescita positiva o negativa hanno ampiamente coinciso, anche nel periodo più recente<sup>9</sup>. L'indicatore basato sul prodotto è lievemente meno volatile, fattore attribuibile in parte al fatto che i prezzi dei beni intermedi recentemente hanno mostrato una volatilità lievemente inferiore ai prezzi dei beni importati. Ciò suggerisce che, per l'area dell'euro nel suo insieme, l'indicatore dei margini di profitto sulla base dell'offerta totale può rappresentare un'approssimazione affidabile di un indicatore dei margini di profitto basato sul prodotto.

### Grafico C

Tasso di crescita dei margini di profitto sulla base del valore aggiunto, dell'offerta totale e del prodotto per un campione ristretto di paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023 per gli indicatori basati sul valore aggiunto e sull'offerta totale e al terzo trimestre 2023 per l'indicatore basato sul prodotto. Il campione ristretto dei paesi dell'area dell'euro comprende Germania, Estonia, Grecia, Francia, Paesi Bassi e Finlandia.

**Riassumendo, in periodi in cui si verificano dinamiche straordinarie nei prezzi degli input intermedi, un indicatore di utili sulla base dell'offerta totale può integrare l'indicatore standard basato sul valore aggiunto.** In prospettiva, a seguito delle variazioni relativamente ampie osservate tra i due indicatori negli ultimi due anni, col venire meno degli aspetti eccezionali degli andamenti dei prezzi delle importazioni, è probabile che ci sia un riallineamento della crescita dei due tipi di indicatori dei margini di profitto, in termini di direzione e misura.

<sup>8</sup> I dati sul prodotto e sui consumi intermedi sono disponibili per Germania, Estonia, Grecia, Francia, Paesi Bassi e Finlandia.

<sup>9</sup> Gli andamenti dell'indicatore dei margini di profitto, basato sia sul valore aggiunto sia sull'offerta totale, sulla base del campione ristretto sono confrontabili con quelli dell'aggregato dell'area dell'euro (cfr. il grafico A).

## Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 31 gennaio al 16 aprile 2024

a cura di **Juliane Kinsele e Vagia Iskaki**

**Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il primo e il secondo periodo di mantenimento delle riserve del 2024.** Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dal 31 gennaio al 16 aprile 2024 (il "periodo di riferimento").

**La liquidità media in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel periodo di riferimento.** Il calo è stato determinato dalla scadenza della settima operazione nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III.7) e dai rimborsi anticipati da parte delle banche, il 27 marzo 2024, di fondi ottenuti mediante altre OMRLT-III. L'offerta di liquidità è inoltre diminuita a causa dell'interruzione dei reinvestimenti nel quadro del programma di acquisto di attività (PAA) all'inizio di luglio 2023. Tuttavia la minore offerta di liquidità è stata parzialmente controbilanciata dalla protratta flessione dei fattori autonomi netti di assorbimento della liquidità.

### Fabbisogno di liquidità

**Il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 99,7 miliardi di euro, scendendo a 1.531,2 miliardi nel periodo di riferimento.**

Tale contrazione è stata quasi interamente determinata dal calo, pari a 98 miliardi di euro, dei fattori autonomi netti, che hanno raggiunto 1.369,7 miliardi (cfr. la sezione "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A), indotto sia da una flessione dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità sia da un aumento dei fattori autonomi di immissione della liquidità. Le riserve obbligatorie minime sono diminuite di 1,7 miliardi di euro, collocandosi a 161,5 miliardi.

**Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità si sono ridotti di 33,7 miliardi di euro, segnando 2.619,7 miliardi, principalmente a causa di un protratto calo dei depositi non connessi alla politica monetaria e delle banconote in circolazione.** I depositi delle amministrazioni pubbliche (cfr. la sezione "Passività" della tavola A) si sono ridotti, in media, di 27,7 miliardi di euro durante il periodo di riferimento, scendendo a 154,6 miliardi. Il calo riflette il proseguimento della normalizzazione del volume complessivo delle riserve liquide detenute dalle tesorerie nazionali presso l'Eurosistema, incoraggiata anche dalle modifiche alla remunerazione di tali depositi entrate in vigore il 1° maggio 2023. Il 16 aprile 2024 il Consiglio direttivo ha confermato che il massimale per la remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema debba corrispondere al tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) meno un differenziale di 20 punti base, sebbene le banche centrali nazionali possano

decidere di applicare un tasso inferiore sulla base di considerazioni interne<sup>1</sup>. Anche gli altri depositi non connessi alla politica monetaria ricompresi nella categoria degli altri fattori autonomi hanno continuato a diminuire<sup>2</sup>. La normalizzazione delle condizioni del mercato dei pronti contro termine, nel contesto del miglioramento delle criticità connesse alla scarsità di garanzie, ha inoltre reso più appetibile collocare sul mercato i depositi non collegati alla politica monetaria. Il valore medio delle banconote in circolazione è diminuito di 9,1 miliardi di euro nel periodo di riferimento, scendendo a 1.544,6 miliardi, di riflesso alla riduzione in atto delle disponibilità di banconote osservata a partire dalla progressiva eliminazione dei tassi di riferimento negativi.

**I fattori autonomi di immissione della liquidità sono aumentati di 64,1 miliardi di euro, collocandosi a 1.250,3 miliardi.** Nel periodo di riferimento le attività nette denominate in euro sono cresciute di 29,3 miliardi, per effetto, in larga misura, della protratta diminuzione delle passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area. A sua volta ciò riflette l'aggiustamento delle strategie di gestione della liquidità dei clienti dei servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema (Eurosystem Reserve Management Services, ERMS) osservato a partire dall'entrata in vigore, il 1° maggio 2023, e dalla conferma nel medesimo assetto, il 16 aprile 2024, della nuova remunerazione dei depositi detenuti nell'ambito dei servizi ERMS al tasso €STR meno 20 punti base<sup>3</sup>. Le attività nette sull'estero sono aumentate di 34,8 miliardi di euro, principalmente a causa della rivalutazione, nel secondo periodo di mantenimento, di alcune attività di riserva in valuta, aumentate di 29,0 miliardi. Tale incremento, tuttavia, è stato compensato dagli aggiustamenti da rivalutazione inclusi nell'ambito degli altri fattori autonomi.

La tavola A fornisce una panoramica dei fattori autonomi sopra illustrati e delle relative variazioni<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB confirms remuneration ceiling for euro area government deposits and adjusts remuneration of other non-monetary policy deposits](#) del 17 aprile 2024.

<sup>2</sup> In termini netti, tuttavia, gli altri fattori autonomi hanno segnato un lieve incremento per effetto dei più bassi depositi non connessi alla politica monetaria e dei più elevati conti di rivalutazione.

<sup>3</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB confirms remuneration ceiling for euro area government deposits and adjusts remuneration of other non-monetary policy deposits](#) del 17 aprile 2024.

<sup>4</sup> Per ulteriori dettagli sui fattori autonomi, cfr. l'articolo [La gestione della liquidità da parte della BCE](#) nel numero di maggio 2002 del Bollettino mensile della BCE.



## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività

(valori medi; miliardi di euro)

|  | Periodo di riferimento attuale: 31 gennaio 2024 - 16 aprile 2024 |         |  |         |   |          | Periodo di riferimento precedente:<br>1 novembre 2023 - 30 gennaio 2024 |         |
|--|--|---------|--|---------|---|----------|---|---------|
|  | Primo e secondo periodo di mantenimento                          |         | Primo periodo di mantenimento:<br>31 gennaio - 12 marzo 2024 |         | Secondo periodo di mantenimento:<br>13 marzo - 16 aprile 2024 |          | Settimo e ottavo periodo di mantenimento                                |         |
| <b>Fattori autonomi di assorbimento della liquidità</b>                              | 2.619,7  | (-33,7) | 2.620,9  | (-29,4) | 2.618,3   | (-2,6)   | 2.653,5   | (-67,1) |
| Banconote in circolazione  | 1.544,6  | (-9,1)  | 1.543,2  | (-13,5) | 1.546,3   | (+3,0)   | 1.553,7   | (-6,1)  |
| Depositi delle amministrazioni pubbliche   | 154,6  | (-27,7) | 168,5  | (+0,1)  | 137,8   | (-30,7)  | 182,3   | (-40,3) |
| Altri fattori autonomi (netti) <sup>1)</sup>   | 920,6  | (+3,1)  | 909,2  | (-16,0) | 934,3   | (+25,1)  | 917,5   | (-20,7) |
| <b>Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime</b>                       | 7,0  | (-1,1)  | 7,2  | (-0,9)  | 6,8   | (-0,5)   | 8,1   | (-1,4)  |
| <b>Riserve obbligatorie minime<sup>2)</sup></b>                                      | 161,5  | (-1,7)  | 161,4  | (-1,0)  | 161,6   | (+0,2)   | 163,2   | (-1,8)  |
| <b>Depositi presso la banca centrale</b>   | 3.421,3  | (-99,1) | 3.490,9  | (+3,5)  | 3.337,9   | (-153,0) | 3.520,5   | (-94,6) |
| <b>Operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) di assorbimento di liquidità</b> | 0,0  | (+0,0)  | 0,0  | (+0,0)  | 0,0   | (+0,0)   | 0,0   | (+0,0)  |

Fonte: BCE.

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

1) Calcolati come somma fra i conti di rivalutazione, le altre attività e passività dei residenti dell'area dell'euro, il capitale e le riserve.

2) Voci per memoria che non compaiono nel bilancio dell'Eurosistema e non dovrebbero quindi essere incluse nel calcolo delle passività totali.

## Attività

(valori medi; miliardi di euro)

|   | Periodo di riferimento attuale: 31 gennaio 2024 - 16 aprile 2024 |          |   |         |  |          | Periodo di riferimento precedente: 1 novembre 2023 - 30 gennaio 2024 |          |
|---|--|----------|---|---------|--|----------|--|----------|
|   | Primo e secondo periodo di mantenimento                          |          | Primo periodo di mantenimento: 31 gennaio - 12 marzo 2024 |         | Secondo periodo di mantenimento: 13 marzo - 16 aprile 2024 |          | Settimo e ottavo periodo di mantenimento                             |          |
| <b>Fattori autonomi di immissione della liquidità</b> | 1.250,3  | (+64,1)  | 1.232,1   | (+14,4) | 1.272,1  | (+40,0)  | 1.186,2  | (+35,4)  |
| Attività nette sull'estero                            | 979,6  | (+34,8)  | 966,5   | (+8,1)  | 995,4  | (+29,0)  | 944,8  | (+17,3)  |
| Attività nette denominate in euro                     | 270,7  | (+29,3)  | 265,6   | (+6,3)  | 276,7  | (+11,1)  | 241,4  | (+18,1)  |
| <b>Strumenti di politica monetaria</b>                | 4.959,5  | (-199,9) | 5.048,5   | (-42,4) | 4.852,6  | (-195,9) | 5.159,4  | (-200,0) |
| Operazioni di mercato aperto                          | 4.959,5  | (-199,9) | 5.048,5   | (-42,4) | 4.852,6  | (-195,9) | 5.159,4  | (-200,0) |
| Operazioni di credito                                 | 334,0  | (-123,5) | 402,1   | (-2,0)  | 252,2  | (-149,9) | 457,4  | (-110,8) |
| ORP   | 3,9  | (-3,7)   | 4,8   | (-3,1)  | 2,8  | (-2,0)   | 7,6  | (+0,8)   |
| ORLT a tre mesi                                       | 6,4  | (+2,0)   | 5,0   | (+1,1)  | 7,9  | (+2,9)   | 4,4  | (-3,8)   |
| OMRLT-III   | 323,7  | (-121,8) | 392,3   | (+0,0)  | 241,5  | (-150,8) | 445,5  | (-107,8) |
| Portafogli definitivi <sup>1)</sup>                   | 4.625,5  | (-76,5)  | 4.646,4   | (-40,4) | 4.600,4  | (-46,0)  | 4.702,0  | (-89,3)  |
| Operazioni di rifinanziamento marginale               | 0,0  | (+0,0)   | 0,0   | (+0,0)  | 0,0  | (+0,0)   | 0,0  | (+0,0)   |

Fonte: BCE.

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

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

## Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

|   | Periodo di riferimento attuale: 31 gennaio 2024 - 16 aprile 2024 |          |   |         |  |          | Periodo di riferimento precedente: 1 novembre 2023 - 30 gennaio 2024 |          |
|---|--|----------|---|---------|--|----------|--|----------|
|   | Primo e secondo periodo di mantenimento                          |          | Primo periodo di mantenimento: 31 gennaio - 12 marzo 2024 |         | Secondo periodo di mantenimento: 13 marzo - 16 aprile 2024 |          | Settimo e ottavo periodo di mantenimento                             |          |
| Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1)</sup> | 1.531,2  | (-99,7)  | 1.550,4   | (-45,1) | 1.508,1  | (-42,3)  | 1.630,9  | (-104,1) |
| Fattori autonomi netti <sup>2)</sup>            | 1.369,7  | (-98,0)  | 1.389,0   | (-44,1) | 1.346,5  | (-42,6)  | 1.467,7  | (-102,3) |
| Liquidità in eccesso <sup>3)</sup>              | 3.428,3  | (-100,2) | 3.498,1   | (+2,7)  | 3.344,7  | (-153,4) | 3.528,5  | (-96,0)  |

Fonte: BCE.

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

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

2) Calcolati come differenza tra fattori autonomi di liquidità dal lato delle passività e fattori autonomi di liquidità dal lato delle attività.

In questa tavola anche le voci in via di definizione sono aggiunte ai fattori autonomi netti.

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

## Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

|  | Periodo di riferimento attuale:<br>31 gennaio 2024 - 16 aprile 2024 |          |   |          | Periodo di riferimento precedente:<br>1 novembre 2023 -<br>30 gennaio 2024 |          |                                   |          |
|--|---|----------|---|----------|--|----------|-----------------------------------|----------|
|  | Primo periodo di<br>mantenimento:<br>31 gennaio -<br>12 marzo 2024  |          | Secondo periodo di<br>mantenimento:<br>13 marzo -<br>16 aprile 2024 |          | Settimo periodo<br>di mantenimento   |          | Ottavo periodo<br>di mantenimento |          |
| ORP  | 4,50  | (+0,00)  | 4,50  | (+0,00)  | 4,50   | (+0,00)  | 4,50                              | (+0,00)  |
| Operazioni di rifinanziamento marginale                  | 4,75  | (+0,00)  | 4,75  | (+0,00)  | 4,75   | (+0,00)  | 4,75                              | (+0,00)  |
| Depositi presso la banca centrale                        | 4,00  | (+0,00)  | 4,00  | (+0,00)  | 4,00   | (+0,00)  | 4,00                              | (+0,00)  |
| €STR   | 3,907   | (+0,006) | 3,908   | (+0,001) | 3,903  | (+0,00)  | 3,901                             | (-0,001) |
| Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index) | 3,955   | (+0,049) | 3,947   | (-0,008) | 3,945  | (+0,019) | 3,905                             | (-0,040) |

Fonti: BCE, CME Group e Bloomberg.

Note: le cifre tra parentesi indicano la variazione in punti percentuali rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Per ORP si intendono le operazioni di rifinanziamento principali e per €STR lo euro short-term rate.

## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**Durante il periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 199,9 miliardi di euro, raggiungendo 4.959,5 miliardi (cfr. il grafico A).** La riduzione della liquidità è stata principalmente determinata dal calo in atto degli importi erogati tramite le operazioni di credito.

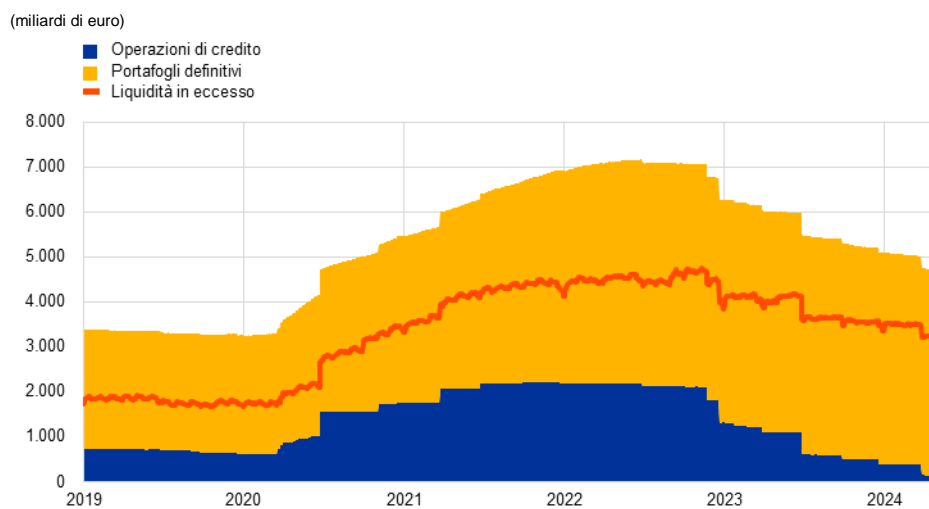
**L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 123,5 miliardi di euro nel periodo di riferimento, collocandosi a 334 miliardi.** Tale flessione riflette in larga misura il calo degli importi in essere delle OMRLT-III dovuto alla scadenza della settima operazione nell'ambito delle OMRLT-III (215,4 miliardi di euro) e ai rimborsi anticipati, il 27 marzo 2024, di altri fondi ottenuti mediante le OMRLT per 35,8 miliardi. Nel contempo, si è inoltre osservata una lieve contrazione degli importi complessivi in essere delle operazioni di rifinanziamento standard dell'Eurosistema, ossia delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi. Il calo è stato ampiamente determinato da una flessione media delle ORP pari a 3,7 miliardi di euro, mentre le ORLT a tre mesi hanno segnato un aumento di 2 miliardi. La limitata partecipazione delle banche a tali operazioni, unitamente alla loro capacità di rimborsare un'ingente quantità di fondi ottenuti mediante le OMRLT senza passare alle operazioni regolari di rifinanziamento, riflette le soddisfacenti posizioni di liquidità, in termini aggregati, degli enti creditizi e la disponibilità di fonti di finanziamento alternative a tassi appetibili.

**L'ammontare medio della liquidità offerta tramite i portafogli definitivi detenuti è diminuito di 76,5 miliardi di euro nel periodo di riferimento.** Tale diminuzione è stata determinata dall'interruzione dei reinvestimenti del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del PAA dal 1° luglio 2023. Nel quadro del programma di acquisto per l'emergenza pandemica, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza è

stato interamente reinvestito a partire dall'interruzione degli acquisti netti alla fine di marzo 2022<sup>5,6</sup>.

### Grafico A

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 16 aprile 2024.

## Liquidità in eccesso

**La liquidità media in eccesso è diminuita di 100,2 miliardi di euro, raggiungendo 3.428,3 miliardi nel periodo di riferimento (cfr. il grafico A).**

La liquidità in eccesso è calcolata come somma tra le riserve bancarie eccedenti le riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale, al netto dell'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche a copertura delle riserve obbligatorie. Dopo aver raggiunto un massimo di 4.748 miliardi di euro a novembre 2022, la liquidità media in eccesso è diminuita costantemente, principalmente a causa del rimborso a scadenza e anticipato dei fondi ottenuti tramite le OMRLT-III e, a partire da luglio 2023, del contributo apportato dalla cessazione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Nel periodo di riferimento il Consiglio direttivo ha mantenuto invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE.** I tassi sui depositi presso la banca

<sup>5</sup> I titoli detenuti nei portafogli definitivi sono contabilizzati al costo ammortizzato e rivalutati alla fine di ciascun trimestre; ciò ha un impatto anche sulle medie complessive e sulle variazioni di tali portafogli.

<sup>6</sup> A dicembre 2023 è stato annunciato che, nella seconda metà del 2024, la BCE intende reinvestire solo in parte il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica.

centrale, sulle ORP e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono rimasti, rispettivamente, al 4, al 4,50 e al 4,75 per cento.

**La media dell'€STR è rimasta sostanzialmente invariata nel periodo di riferimento, mantenendo un differenziale stabile con i tassi di riferimento della BCE.** Durante il periodo in esame l'€STR si è collocato, in media, su un livello inferiore di 9,2 punti base rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale, segnando quindi un valore lievemente superiore rispetto al differenziale medio di 9,9 punti base relativo ai periodi di mantenimento delle riserve del 2023. Finora, pertanto, la minore liquidità in eccesso non ha avuto alcun significativo impatto al rialzo sull'€STR.

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

In media, durante il periodo di riferimento, il tasso dei pronti contro termine si è collocato 4,9 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, dopo essere aumentato di circa 2,5 punti base rispetto al periodo precedente. Ciò riflette la protratta inversione dei fattori che esercitano pressioni al ribasso sui tassi dei pronti contro termine a partire dall'ultimo trimestre del 2023. Tra questi figurano la revisione delle aspettative sui tassi di interesse, che incoraggia gli intermediari finanziari ad assumere posizioni lunghe in obbligazioni finanziate da pronti contro termine, e la maggiore disponibilità di garanzie, a fronte del calo delle consistenze in essere del PAA e dello svincolo delle garanzie movimentate nel quadro delle OMRLT in scadenza.

a cura di Francesca Barbiero e Maria Dimou

**Il rischio di credito è aumentato gradualmente negli ultimi trimestri, ma non ha raggiunto i livelli di deterioramento implicati dalle misure complessive del rischio di credito bancario basate sulle regolarità storiche, date le deboli prospettive economiche per l'area dell'euro, l'aumento dei tassi di interesse e il crescente numero di fallimenti.** Sia la quota di crediti deteriorati sia le misure più ampie del rischio di credito, come le posizioni che presentano lievi ritardi di pagamento e i crediti in deterioramento (Stadio 2), sono aumentate costantemente negli ultimi trimestri, con una certa eterogeneità tra paesi dovuta, ad esempio, alle diverse esposizioni verso settori più sensibili ai tassi di interesse, come il settore immobiliare non residenziale. Tuttavia, l'aumento è rimasto nel complesso contenuto<sup>1</sup>. Inoltre, le probabilità di insolvenza sulle esposizioni nei bilanci delle banche sono aumentate poco dall'inizio del recente ciclo di inasprimento della politica monetaria, nonostante l'aumento dell'onere per i tassi di interesse e il peggioramento delle prospettive economiche<sup>2</sup>. In generale, i tassi di insolvenza segnalati sono inferiori ai livelli che ci si potrebbe attendere in base alle regolarità storiche, date le attuali prospettive macroeconomiche<sup>3</sup>.

**L'evoluzione positiva del rischio di credito nei bilanci delle banche può essere in parte riconducibile al fatto che, dall'inizio del ciclo di inasprimento, le banche hanno attivamente riallocato i propri portafogli a favore di attività più sicure (cfr. il grafico A).** Se si esaminano i portafogli di prestiti bancari alle imprese a partire dalla fine del 2021, come riportati in AnaCredit, la centrale dei rischi dell'area dell'euro, è stato effettivamente registrato un deterioramento del merito di credito dei prenditori, probabilmente di riflesso ai maggiori oneri sui tassi di interesse e al graduale indebolimento delle condizioni macroeconomiche (cfr. le porzioni gialle degli istogrammi del grafico A). Ci si sarebbe potuti aspettare che ciò determinasse un marcato deterioramento dei portafogli di prestiti delle banche. Tuttavia, oltre alla contrazione generalizzata dell'offerta di credito dall'inizio dell'inasprimento della politica monetaria, le banche hanno trasferito selettivamente l'erogazione del credito a favore di controparti più sicure nei loro portafogli di prestiti alle imprese (cfr. le porzioni blu degli istogrammi del grafico A). Tale riequilibrio ha più che compensato il deterioramento passivo della qualità delle esposizioni bancarie derivante dalle variazioni del merito di credito delle controparti preesistenti. Di conseguenza, la quota di prestiti meno rischiosi nei portafogli di prestiti alle imprese (cfr. i punti blu del grafico A) è di fatto aumentata, determinando un deterioramento inferiore al previsto della qualità complessiva dei prestiti in essere. Ciò è altresì in linea con l'aumento dell'avversione al rischio, segnalato dalle banche nell'indagine sul credito bancario

<sup>1</sup> Cfr., ad esempio, le serie relative ai [crediti deteriorati](#) e ai [crediti in Stadio 2](#) nelle statistiche bancarie di vigilanza della BCE.

<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, il riquadro 5 [La vulnerabilità delle imprese rilevata nell'indagine SAFE](#) nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

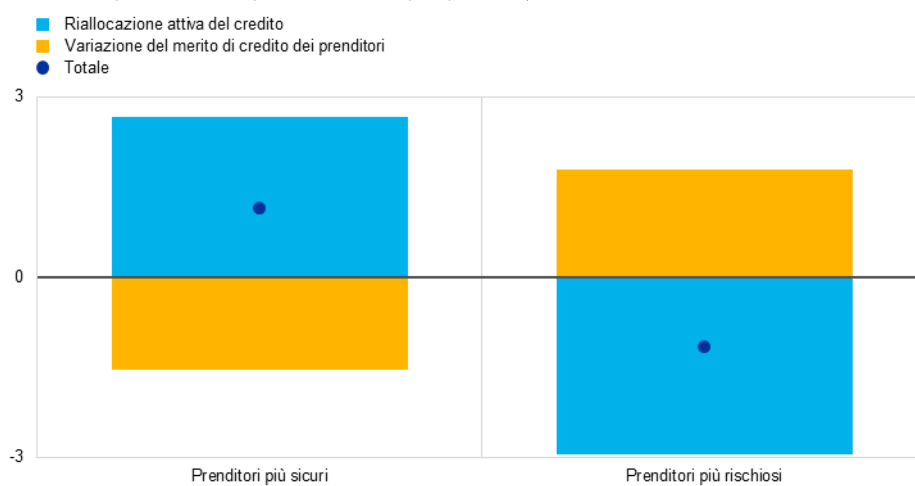
<sup>3</sup> Cfr. inoltre af Jochnick, Kerstin ["The single supervisor ten years on: experience and way forward"](#), *LBBW Fixed Income Forum*, Francoforte, 13 marzo 2024, e ["Euro area banking sector"](#), *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2024.

nell'area dell'euro, dall'inizio del ciclo di inasprimento, associato a un aumento della percezione del rischio<sup>4</sup>. L'impatto di attività più sicure e potenzialmente più liquide considerate più appetibili si è esteso anche al ribilanciamento delle attività a favore delle disponibilità in titoli anziché dei prestiti, il che riflette in larga misura l'attività di cartolarizzazione<sup>5</sup>.

### Grafico A

Scomposizione degli andamenti dei portafogli di prestiti alle imprese delle banche tra il quarto trimestre del 2021 e il quarto trimestre del 2023

(variazioni nelle quote di volume dei prestiti e contributi, in punti percentuali)



Fonti: BCE (AnaCredit) ed elaborazioni della BCE.

Note: il presente grafico mostra le variazioni trimestrali cumulate nella quota di prestiti appartenenti a ciascuna categoria di prenditori, dal primo trimestre del 2022 al quarto trimestre del 2023. Le categorie di prenditori riflettono la mappatura tra i tassi effettivi di default e i rating forniti dalle agenzie di rating. La voce "Prenditori più sicuri" comprende quelli con una probabilità di default fino al 5 per cento. La voce "Prenditori più rischiosi" include quelli con una probabilità di default superiore al 5 per cento. I calcoli sono basati sull'ammontare in essere di prestiti concessi dalle banche dell'area dell'euro ai residenti nell'area. Le definizioni sono coerenti con il Regolamento BCE/2021/2 (regolamento sulle voci di bilancio). Le porzioni blu degli istogrammi rappresentano le variazioni trimestrali cumulate nelle quote di prestiti all'interno di ciascuna categoria, calcolate applicando le probabilità di default osservate nel trimestre precedente.

**Una riallocazione dei portafogli delle banche a favore di attività più sicure potrebbe riflettere i loro tentativi di contenere il costo del rischio di credito evitando un più marcato aumento degli accantonamenti per perdite di valore e misure più ampie del rischio di credito.** Dopo aver raggiunto livelli record all'indomani della crisi finanziaria mondiale e della crisi del debito sovrano, il costo del rischio di credito è rimasto contenuto negli ultimi anni (cfr. l'area verde del grafico B)<sup>6</sup>. A seguito dell'accresciuta pressione esercitata dalle autorità di vigilanza, le banche hanno intrapreso sforzi onerosi per risanare i bilanci e hanno dovuto affrontare un esame costante delle loro prassi di gestione del rischio. I costi legati al rischio di credito, unitamente ad altre inefficienze operative, hanno contribuito a bassi livelli di redditività, a un elevato costo del capitale di rischio e a una mancanza di distribuzione del capitale negli anni che hanno preceduto il recente ciclo di inasprimento, soprattutto durante le crisi passate. Pertanto, un'accentuata avversione al rischio sarebbe coerente con gli sforzi delle banche volti a contenere il

<sup>4</sup> Cfr. *The euro area bank lending survey – first quarter of 2024*, BCE, aprile 2024.

<sup>5</sup> Il ribilanciamento delle attività bancarie verso i titoli a partire dalla fine del 2021 non è stato associato a variazioni del profilo di rischio complessivo dei portafogli di prestiti.

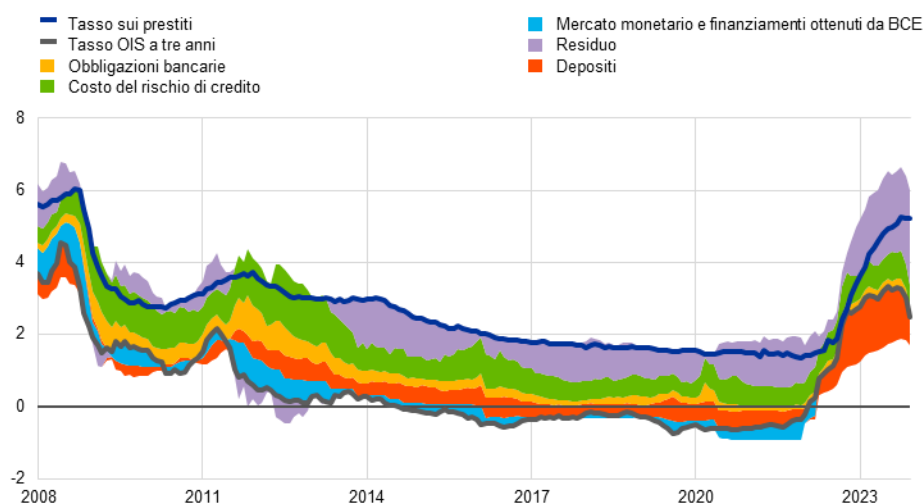
<sup>6</sup> In tale contesto, il costo del rischio di credito è dato dalla somma dei coefficienti patrimoniali e delle perdite (su credito) attese.

costo del rischio di credito, al fine di raggiungere livelli di redditività che consentirebbero loro di continuare a distribuire capitale agli investitori<sup>7</sup>. Attualmente, grazie a queste strategie bancarie adattive, gli accantonamenti per perdite di valore e le misure più ampie del rischio di credito restano contenuti nonostante il rinnovato controllo da parte delle autorità di vigilanza e dei mercati. Per lo stesso motivo, gli accantonamenti per perdite di valore e le misure del rischio di credito nei bilanci delle banche hanno parzialmente perso la capacità di riflettere appieno fino a che punto l'inasprimento della politica monetaria ha interessato imprese e famiglie. Ciò suggerisce come sia necessaria una visione più olistica della trasmissione della politica monetaria all'economia reale. Probabilmente ciò riflette anche il fatto che, all'inizio del ciclo di inasprimento, i bilanci delle imprese e delle famiglie si trovavano in una situazione favorevole che, insieme alla forte redditività e all'occupazione, potrebbero aver impedito un maggiore deterioramento del merito di credito.

## Grafico B

### Tasso sui prestiti alle società non finanziarie e relative componenti

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE (voci di bilancio, statistiche sui tassi di interesse delle IFM), Bloomberg, Moody's ed elaborazioni della BCE.

Note: il presente grafico scompone i tassi effettivi sui prestiti a favore delle società non finanziarie (linea blu) in contributi forniti dalle componenti dei costi bancari. Il residuo tra il tasso effettivo sui prestiti e le varie componenti di costo identifica una misura del margine di intermediazione. I costi di depositi, obbligazioni bancarie, mercato monetario e finanziamenti ottenuti dalla BCE sono espressi come differenziali rispetto al tasso base, ovvero al tasso swap sull'indice overnight a tre anni (linea nera), ponderato per la rispettiva importanza nelle combinazioni di raccolta delle banche. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2023.

### L'evidenza empirica suggerisce che le banche sono divenute più prudenti nell'allocazione del credito a seguito di considerazioni di regolamentazione e vigilanza (cfr. il pannello a) del grafico C).

Una maggiore attività di controllo obbliga le banche ad adottare un orientamento più avverso al rischio nelle loro attività di prestito<sup>8</sup>. Con l'intensificarsi delle pressioni regolamentari, le banche sono sempre più motivate a rispettare gli standard di adeguatezza patrimoniale e ad attenuare la propria esposizione ad attività rischiose. Di conseguenza, le banche riassegnano strategicamente il credito a prenditori più sicuri o ad attività meno

<sup>7</sup> Cfr. il riquadro 7 *Distribuzione del capitale delle banche e implicazioni per la politica monetaria* nel numero 6/2023 di questo Bollettino.

<sup>8</sup> Altavilla, C., Boucinha, M., Peydró, J. L., e Smets, F., "Banking supervision, monetary policy and risk taking: big data evidence from 15 credit registers", *Working Paper Series*, n. 2349, BCE, gennaio 2020.



rischiose al fine di rispettare i requisiti regolamentari e le pressioni di vigilanza ed evitare aumenti indesiderati ex post del fabbisogno di accantonamenti per perdite di valore. Il ruolo delle pressioni in termini di regolamentazione e vigilanza è evidenziato, nell'indagine sul credito bancario, dalle risposte delle banche alla domanda sull'impatto degli interventi di vigilanza o di regolamentazione sui criteri di concessione del credito nei dodici mesi precedenti. L'analisi empirica suggerisce che le banche che hanno segnalato un impatto restrittivo derivante da azioni di vigilanza o di regolamentazione, nell'orizzonte considerato, hanno ridotto significativamente l'erogazione di prestiti ai prenditori più rischiosi rispetto a quelli a favore di prenditori più sicuri<sup>9</sup>. In particolare, una banca che abbia irrigidito tra il 2021 e il 2023 i criteri per la concessione del credito a causa delle pressioni di vigilanza e regolamentari nella stessa misura di una banca nella media (pari alla percentuale netta cumulata del 20 per cento) ha ridotto i prestiti ai prenditori più rischiosi di 3 punti percentuali, rispetto a un calo complessivo del 9,8 per cento del volume dei prestiti per il campione di prenditori più rischiosi nell'orizzonte considerato. Ciò sostiene l'ipotesi secondo cui, in conseguenza del monitoraggio costante da parte delle autorità di vigilanza, le banche potrebbero essere state prudenti nell'allocazione del credito ai prenditori con deboli prospettive di rimborso, nonostante il fatto che anche altri fattori, come una minore domanda di prestiti, possano aver svolto un ruolo importante per tali prenditori.

---

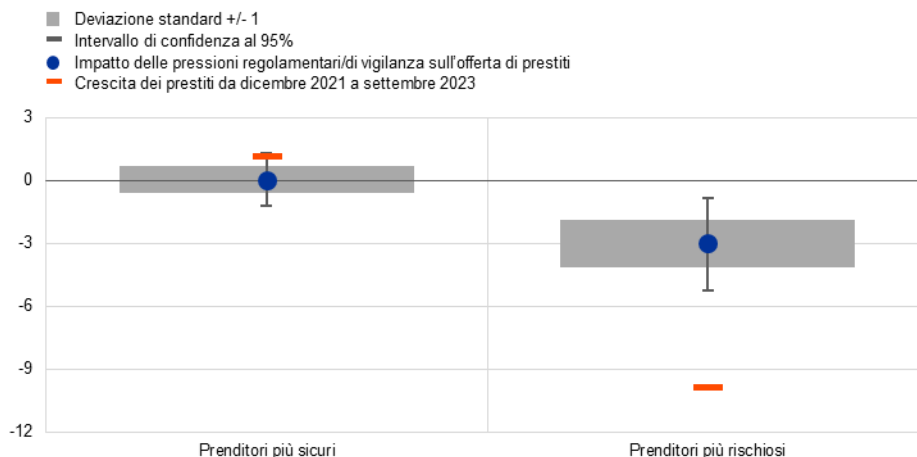
<sup>9</sup> Per testare alcune spiegazioni alternative che potrebbero essere alla base del comportamento delle banche in relazione al rischio di credito, è stato costruito un dataset a livello di rapporto banca-impresa, collegando AnaCredit con le risposte fornite da ciascuna banca all'indagine sul credito bancario, insieme alle posizioni di bilancio ricavate dalle statistiche sulle singole voci di bilancio. Ci si è concentrati sulla variazione del volume dei prestiti a livello di coppia banca-impresa tra dicembre 2021, prima del ciclo di inasprimento, e settembre 2023. Per caratterizzare i fattori che hanno influito sulla variazione dell'allocazione relativa del credito a prenditori ex ante più sicuri o più rischiosi in questo periodo, si è utilizzato un approccio empirico standard che ci ha consentito di includere le imprese con una sola banca nell'identificazione degli shock di offerta del credito bancario, ipotizzando che gli shock si ripercuotano in modo analogo sulle imprese che hanno in comune medesimo settore, ubicazione e dimensione (cfr. Degryse, H., De Jonghe, O., Jakovljević, S., Mulier, K., e Schepens, G., "Identifying credit supply shocks with bank-firm data: Methods and applications", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 40, ottobre 2019). È stato specificato quindi un modello di regressione cross-section in cui sono incluse variabili di controllo per banche e imprese, quali le dimensioni della banca e l'età dell'impresa, nonché effetti fissi per settore, ubicazione e dimensione, come descritto in precedenza.

## Grafico C

### Evidenze empiriche sui fattori alla base dell'allocazione dell'offerta di credito

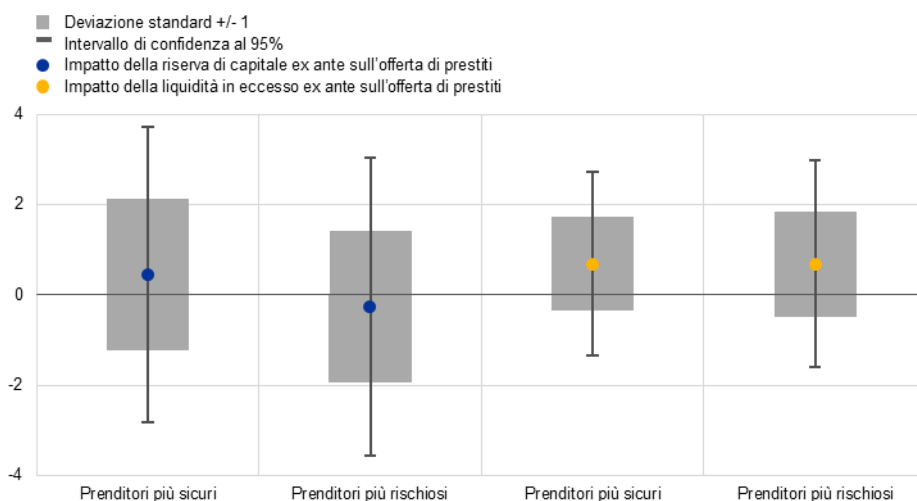
#### a) Impatto delle pressioni regolamentari/di vigilanza

(in punti percentuali, volumi dei prestiti ex ante)



#### b) Impatto delle riserve di capitale e della liquidità in eccesso ex ante

(in punti percentuali, volumi dei prestiti ex ante)



Fonti: BCE (voci di bilancio individuali, AnaCredit), indagine sul credito bancario, segnalazioni di vigilanza della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i coefficienti della regressione:  $Loan\ growth_{b,f} = Riskier_f + \beta^1 Safer_f \times X_b + \beta^2 Riskier_f \times X_b + Y_b + Z_f + \gamma_{ILS} + \epsilon_{b,f}$  dove  $Loan\ growth_{b,f}$  è la variazione (logaritmica) del volume dei prestiti a livello di rapporto banca-impresa tra dicembre 2021 e settembre 2023.  $Safer_f$  e  $Riskier_f$  sono variabili dummy complementari pari a 1 se la probabilità di default ex ante del prestatore è, rispettivamente, superiore (inferiore) al 5 per cento.  $X_b$  è una variabile pari a 1 se le azioni di vigilanza o regolamentazione nei 12 mesi precedenti hanno avuto un impatto restrittivo sui criteri di concessione del credito (pannello a) o sulla riserva di capitale ex ante o sull'indice di liquidità in eccesso rispetto agli attivi (pannello b)). La regressione include variabili di controllo su banche e imprese ( $Y_b$  e  $Z_f$ ), come le dimensioni della banca e l'età dell'impresa, nonché effetti fissi per settore, ubicazione e dimensione ( $\gamma_{ILS}$ ). Gli errori standard sono raggruppati a livello di banca. I coefficienti sono riscaldati in base all'inasprimento netto cumulato dei criteri di concessione del credito derivante da pressioni regolamentari/di vigilanza nel periodo tra il 2021 e il 2023, calcolato quale media dei prestiti alle piccole e medie imprese e alle grandi imprese, come segnalato nell'indagine sul credito bancario.

**Per contro, la solidità dei bilanci bancari e la capacità di assorbimento che hanno preceduto il ciclo di inasprimento non sembrano aver influenzato significativamente l'allocazione qualitativa del credito (cfr. il pannello b) del grafico C). Ampie riserve di capitale e di liquidità incidono sulle modalità di trasmissione della politica monetaria e possono interagire con la gestione del rischio**

di credito delle banche<sup>10</sup>. All'inizio del recente ciclo di inasprimento, le banche detenevano elevati livelli di liquidità e le loro riserve di capitale hanno superato significativamente i requisiti regolamentari. Ciò è stato il risultato di anni di rigorosi controlli regolamentari e di vigilanza, che hanno reso il sistema bancario dell'area dell'euro più resiliente a shock quali le turbolenze in ambito bancario del marzo 2023. Tuttavia, i livelli ex ante delle riserve di capitale e dei coefficienti di liquidità in eccesso non sembrano significativi nello spiegare le variazioni nell'allocazione del credito a favore di prenditori più sicuri e più rischiosi nell'arco del ciclo di inasprimento, mentre le pressioni di regolamentazione e vigilanza sembrano svolgere un ruolo importante, come discusso in precedenza.

---

<sup>10</sup> In particolare, ci si attenderebbe che la riallocazione del credito dai prenditori più rischiosi a quelli più sicuri sia minore tra le banche con livelli maggiori di capitale e di liquidità in eccesso, in linea con Gambacorta, L. e Shin, H.S., "Why bank capital matters for monetary policy", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 35, luglio 2018, pagg. 17-29.

# Articoli

## 1 La dinamica settoriale e il ciclo economico nell'area dell'euro

a cura di Niccolò Battistini e Johannes Gareis

### 1 Introduzione

**Le dinamiche settoriali sono fondamentali per comprendere il ciclo economico sotto un duplice profilo.** In primo luogo, i settori sono un'importante fonte di oscillazioni a livello aggregato. Ad esempio, un singolo settore può subire cambiamenti o shock inattesi nei propri processi produttivi, tra cui gravi interruzioni delle sue catene di approvvigionamento. Esempi recenti a questo riguardo comprendono la carenza di semiconduttori che ha colpito il settore automobilistico o le difficoltà incontrate dal settore dei trasporti nell'approvvigionamento di manodopera<sup>1</sup>. In secondo luogo, i settori svolgono un ruolo di primo piano nella propagazione degli shock all'attività economica nel suo complesso. In effetti, diversi settori interagiscono attraverso una rete di legami di input-output, che a loro volta collegano gli input primari della produzione, quali il lavoro e il capitale, agli impieghi finali di beni e servizi, come i consumi e gli investimenti. Nel loro insieme, tali interconnessioni modellano la struttura settoriale dell'economia e incidono sul modo in cui i diversi settori reagiscono agli shock e li propagano al ciclo economico<sup>2</sup>.

**Gli andamenti recenti, come gli estesi shock settoriali e le evidenti variazioni delle dinamiche di lungo periodo, hanno riacceso l'interesse a comprendere le implicazioni delle dinamiche settoriali per l'attività economica.** Da un lato, l'eccezionale sequenza di shock settoriali osservata negli ultimi anni (le restrizioni alla mobilità, che hanno frenato i servizi ad alta intensità di contatti, le strozzature dal lato dell'offerta, che hanno interrotto le lunghe catene di approvvigionamento per i settori industriali, e la volatilità dei prezzi del gas, con le relative ripercussioni sui settori ad alta intensità energetica) ha rilanciato l'interesse per le dinamiche settoriali. D'altro canto, i recenti andamenti delle tendenze di lungo periodo, quali il rallentamento della globalizzazione, l'accelerazione della digitalizzazione e i progressi compiuti verso la transizione verde, potrebbero determinare cambiamenti

---

<sup>1</sup> Per un'analisi dettagliata degli andamenti recenti e una valutazione delle prospettive a breve termine per il settore automobilistico nell'area dell'euro, cfr. il riquadro 5 *Prospettive di ripresa del settore automobilistico nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino. Per un'analisi recente del modo in cui le imprese sono riuscite a far fronte alla carenza di manodopera, cfr. il riquadro 3 *L'aumento dei margini di profitto ha aiutato le imprese ad accumulare manodopera* in questo numero del Bollettino.

<sup>2</sup> Per uno studio delle diverse sensibilità dell'attività settoriale agli shock aggregati e delle loro implicazioni per l'attività economica complessiva, cfr. il riquadro 4 *La politica monetaria e il recente rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi* nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

nella struttura settoriale dell'economia, rendendo necessario un riesame del meccanismo di propagazione degli shock<sup>3</sup>.

**In che modo le dinamiche settoriali possono strutturare la valutazione a breve termine del ciclo economico?** Per rispondere a questa domanda, il presente articolo esamina le principali caratteristiche dei recenti andamenti settoriali nell'area dell'euro, utilizzando la scomposizione del valore aggiunto lordo reale trimestrale per undici settori fornita dall'Eurostat<sup>4</sup>. Questo è il metodo migliore per misurare l'attività economica al massimo livello possibile di granularità e frequenza e in modo coerente nei vari paesi<sup>5</sup>. Dopo aver brevemente passato in rassegna la letteratura esistente, l'articolo presenta nuove evidenze sulle implicazioni degli andamenti settoriali per le prospettive a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro.

## 2 Letteratura esistente

**Un'ampia letteratura mostra che i settori sono fonti importanti di oscillazioni del ciclo economico e che le loro interazioni condizionano la propagazione degli shock all'economia.** Gabaix sostiene che gli shock idiosincratici alle grandi imprese potrebbero spiegare una parte importante degli andamenti aggregati dell'attività economica<sup>6</sup>. Acemoglu, Carvalho, Ozdaglar e Tahbaz-Salehi estendono tale intuizione a un'economia con legami di input-output intersettoriali statici, dimostrando che gli shock idiosincratici in settori che sono importanti fornitori diretti e indiretti di altri settori, come i produttori di beni di trasporto o i fornitori di servizi di attività professionali (ad esempio ingegneria o ricerca e sviluppo), possono determinare oscillazioni a livello aggregato<sup>7</sup>. Baqaee e Fahri, Acemoglu e Azar, ed Elliott, Golub e Leduc arricchiscono ulteriormente questo quadro teorico con reti di produzione endogene, mostrando come la complessità dei collegamenti di rete, unitamente alle caratteristiche strutturali microeconomiche, determini la

---

<sup>3</sup> Il presente articolo accenna solo brevemente al ruolo delle tendenze di lungo periodo nella dinamica della composizione settoriale dell'economia. Una valutazione approfondita del loro impatto esula pertanto dall'ambito della presente trattazione.

<sup>4</sup> Si noti che negli ultimi dieci anni l'attività economica dell'area dell'euro ha risentito in misura crescente degli sviluppi in Irlanda, soprattutto a causa del rilevante ruolo propulsivo delle società multinazionali nell'attività nel settore manifatturiero e in quello dell'informazione e della comunicazione. Cfr. il riquadro 2 *Le attività immateriali delle imprese multinazionali in Irlanda e il loro impatto sul PIL dell'area dell'euro* nel numero 3/2023 di questo Bollettino. Tuttavia, eccezion fatta per l'Irlanda, tutti i risultati empirici nel presente articolo sono robusti.

<sup>5</sup> Gli undici settori corrispondono ai dati NACE2 sul valore aggiunto lordo reale per i settori A (d'ora in avanti, agricoltura), B, D ed E (settore minerario ed energetico), C (settore manifatturiero), G, H e I (commercio, trasporto e alloggio), J (informazione e comunicazione), K (attività finanziarie e assicurative), L (attività immobiliari), M e N (attività professionali), O, P e Q (amministrazione pubblica) ed R, S, T e U (attività artistiche e ricreative). Si noti che, a causa della limitata disponibilità di dati, il valore lordo reale per i settori estrattivo ed energetico è approssimato dalla differenza tra il valore aggiunto lordo reale per B, C, D ed E e il medesimo valore aggiunto per C.

<sup>6</sup> Gabaix, X., "The Granular Origins of Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, vol. 79, n. 3, 2011, pagg. 733-772, a partire dai contributi di Long, Jr., J.B. e Plosser, C.I., "Real Business Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 91, n. 1, 1983, pagg. 39-69; Horvath, M., "Sectoral shocks and aggregate fluctuations", *Journal of Monetary Economics*, vol. 45, numero 1, 2000, pagg. 69-106; e Dupor, W., "Aggregation and irrelevance in multi-sector models", *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n. 2, 1999, pagg. 391-409.

<sup>7</sup> Acemoglu, D., Carvalho, V.M., Ozdaglar, A. e Tahbaz-Salehi, A., "The Network Origins of Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, vol. 80, n. 5, 2012, pagg. 1977-2016.

propagazione degli shock<sup>8</sup>. Nei loro studi empirici sulle economie avanzate, Foerster, Sarte e Watson, Atalay, Garin, Pries e Sims, nonché De Graeve e Schneider, forniscono evidenze del fatto che gli shock in settori specifici rappresentano le principali determinanti delle oscillazioni aggregate<sup>9</sup>. Inoltre, Joya e Rougier, nonché Caraiani et al., mostrano come l'impatto economico degli shock settoriali e aggregati dipenda dalle caratteristiche della rete produttiva<sup>10</sup>.

**Per quanto riguarda le fluttuazioni del ciclo economico, la letteratura esistente dedica relativamente poca attenzione alla capacità predittiva delle caratteristiche settoriali dell'economia.** Gran parte della letteratura teorica utilizza modelli quantitativi statici delle reti produttive o ipotizza una propagazione completa degli shock all'interno di ogni singolo periodo. Inoltre, la letteratura empirica si concentra principalmente sul potenziale esplicativo degli shock settoriali per le fluttuazioni macroeconomiche complessive, senza esplorare le dinamiche della loro propagazione. Tuttavia, studi recenti di Baqaee, Fahri e Rubbo, basati su modelli dinamici con una trasmissione incompleta degli shock attraverso catene di approvvigionamento lunghe, mostrano che gli shock si propagano solo gradualmente all'economia<sup>11</sup>. Sulla base dei loro spunti, il presente articolo esamina in che misura gli andamenti settoriali possano fungere da indicatori dell'attività economica aggregata<sup>12</sup>.

### 3 I cambiamenti intersettoriali dell'attività economica e il ciclo economico

**Tra il 1999 e il 2023 la composizione settoriale dell'attività economica dell'area dell'euro non ha registrato variazioni sostanziali, nonostante episodi di cambiamenti significativi di attività tra i vari settori.** Analizzando le quote settoriali del valore aggiunto lordo reale nell'area dell'euro nel 1999, 2019 e 2023

<sup>8</sup> Baqaee, D.R. e Farhi, E., "The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten's Theorem", *Econometrica*, vol. 87, 2019, pagg. 1155-1203; Acemoglu, D. e Azar, P.D., "Endogenous Production Networks", *Econometrica*, vol. 88, n. 1, 2020, pagg. 33-82; ed Elliott, M., Golub, B. e Leduc, M.V., "Supply Network Formation and Fragility", *American Economic Review*, vol. 112, n. 8, 2022, pagg. 2701-47.

<sup>9</sup> Foerster, A.T., Sarte, P.-D.G. e Watson, M.W., "Sectoral versus Aggregate Shocks: A Structural Factor Analysis of Industrial Production", *Journal of Political Economy*, vol. 119, n. 1, 2011, pagg. 1-38; Atalay, E., "How Important Are Sectoral Shocks?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, n. 4, 2017, pagg. 254-280; Garin, J., Pries, M.J. e Sims, E.R., "The Relative Importance of Aggregate and Sectoral Shocks and the Changing Nature of Economic Fluctuations", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 10, n. 1, 2018, pagg. 119-48; e De Graeve, F. e Schneider, J.D., "Identifying sectoral shocks and their role in business cycles", *Journal of Monetary Economics*, vol. 140, 2023, pagg. 124-141.

<sup>10</sup> Joya, O. e Rougier, E., "Do (all) sectoral shocks lead to aggregate volatility? Empirics from a production network perspective", *European Economic Review*, vol. 113, numero C, pagg. 77-107; e Caraiani, P., Dutescu, A., Hoinaru, R. e Stănilă, G.O., "Production network structure and the impact of the monetary policy shocks: Evidence from the OECD", *Economics Letters*, vol. 193, numero C, 2020.

<sup>11</sup> Baqaee, D.R. e Farhi, E., "Networks, Barriers, and Trade", *Econometrica*, vol. 92, 2024, pagg. 505-541; e Baqaee, D.R. e Rubbo, E., "Micro Propagation and Macro Aggregation", *Annual Review of Economics*, vol. 15, 2023.

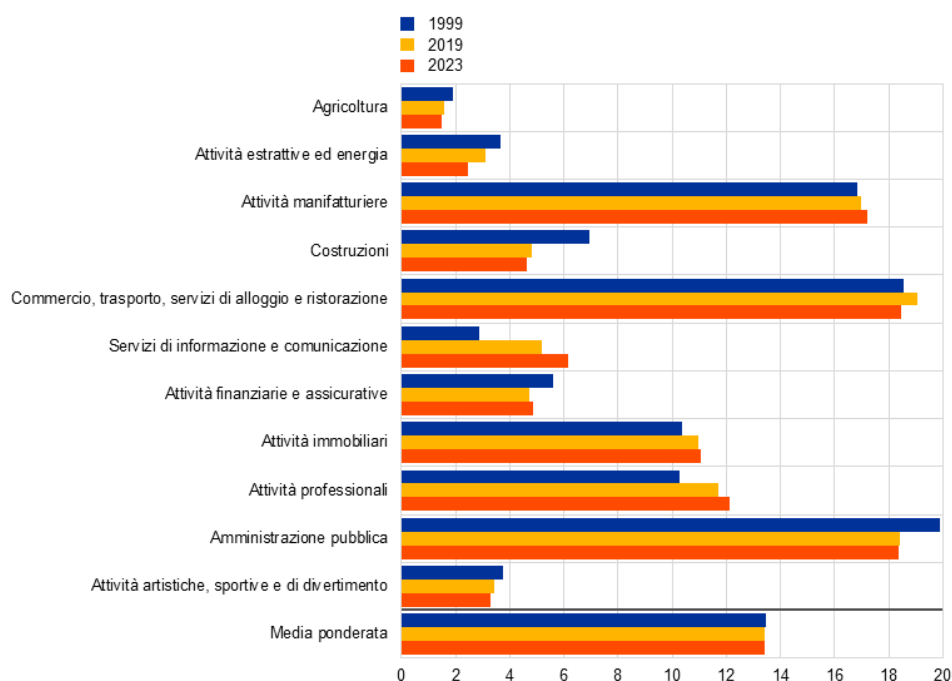
<sup>12</sup> La valutazione delle proprietà degli indicatori anticipatori degli andamenti settoriali è importante, soprattutto alla luce del ritardo temporale nella disponibilità di dati quantitativi settoriali effettivi sul valore aggiunto. In effetti, la presenza di proprietà di indicatori anticipatori giustificerebbe il ricorso ai più recenti indicatori ad alta frequenza e a breve termine per il prodotto settoriale, nonché ai dati quantitativi storici sul valore aggiunto, al fine di delineare le prospettive a breve termine dell'attività economica complessiva.

(cfr. il grafico 1), la composizione settoriale dell'attività economica nell'area dell'euro appare sostanzialmente stabile, in quanto la classificazione tra settori per dimensioni e la concentrazione settoriale dell'attività (misurata dalla media ponderata delle quote settoriali) sono rimaste sostanzialmente invariate. In particolare, settori quali amministrazione pubblica, commercio, trasporto e alloggio e attività manifatturiere restano i più rilevanti, seguiti dalle attività professionali e immobiliari. Nello stesso periodo, la composizione dell'attività è cambiata in modo evidente solo per settori relativamente piccoli. Alcuni di questi hanno registrato un calo costante, come il settore delle costruzioni, dovuto principalmente alla contrazione del mercato immobiliare dopo la crisi finanziaria mondiale, nonché delle attività estrattive e per l'energia, in particolare dopo la recente crisi energetica, mentre altri hanno registrato una crescita costante, come l'informazione e la comunicazione, soprattutto a seguito della crescente digitalizzazione dell'economia. Tuttavia, tali andamenti di lungo periodo trascurano ampiamente le variazioni a breve termine dell'attività tra i vari settori in casi specifici.

### Grafico 1

#### Composizione settoriale dell'attività economica nell'area dell'euro

(quota settoriale; in percentuale del valore aggiunto lordo reale)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la media ponderata utilizza come pesi le quote settoriali del valore aggiunto lordo reale e costituisce una misura sintetica del grado di concentrazione settoriale dell'economia basata su un [indice Herfindahl-Hirschmann](#) (comunemente utilizzato per misurare la concentrazione di mercato a livello di impresa) applicato al valore aggiunto lordo reale per settore.

**Durante le due maggiori recessioni dell'area dell'euro si sono verificati episodi temporanei di variazioni significative di attività tra i vari settori.** Queste riallocazioni di attività tra settori possono essere mostrate da un semplice indice complessivo che misura l'entità aggregata, in termini assoluti, delle variazioni delle

quote settoriali con frequenza trimestrale, come illustrato in dettaglio nel riquadro 1<sup>13</sup>. L'indice complessivo dei cambiamenti tra settori aumenta di pari passo con l'entità delle variazioni delle quote settoriali, riflettendo pertanto una maggiore riallocazione dell'attività tra i vari settori dell'economia. Analizzando l'evoluzione di questo indice tra il 1999 e il 2023 (cfr. il grafico 2), le variazioni tra settori sono aumentate significativamente in due occasioni: la prima si è verificata durante la crisi finanziaria mondiale e la seconda nel corso della crisi pandemica<sup>14</sup>. Tali andamenti indicano la presenza di una chiara correlazione tra recessioni di grandi dimensioni e riallocazioni intersettoriali di attività consistenti. Inoltre, l'indice delle riallocazioni tra settori fornisce indicazioni sull'entità delle recessioni, evidenziando che valori più elevati dell'indice sono associati a contrazioni più accentuate dell'attività economica. In effetti, su base annua, l'indice nel 2009 è aumentato in media di circa 6 punti percentuali in termini di valore aggiunto lordo reale, in quanto il PIL in termini reali è diminuito di circa il 4 per cento, mentre nel 2020 ha guadagnato in media circa 11 punti percentuali, a fronte di una contrazione del prodotto in termini reali pari, in media, al 6 per cento circa. Questa correlazione tra l'entità delle riallocazioni intersettoriali e la gravità delle recessioni deriva principalmente dal ribilanciamento dell'attività *all'interno* del settore dei servizi, verificatosi durante la crisi pandemica<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Questo indice delle riallocazioni intersettoriali si ispira al lavoro influente di Lilien, D. M., "Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment", *Journal of Political Economy*, vol. 90, n. 4, 1982, pagg. 777-793, nonché, più di recente, di Chodorow-Reich, G. e Wieland, J., "Secular Labor Reallocation and Business Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 128, n. 6, 2020, pagg. 2245-2287. Nel presente articolo, l'indice è calcolato come proposto da Tase, M., "Sectoral dynamics and business cycles", *Economics Letters*, vol. 175, 2019, pagg. 60-63. Esso si basa esclusivamente su scomposizioni contabili e non su ipotesi modellistiche per depurare l'impatto del ciclo economico, come la misura proposta da Rissman, E.R., "Measuring labor market turbulence", *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, vol. 21, n. 3, 1997, pagg. 2-14.

<sup>14</sup> In assenza dell'Irlanda, l'indice delle riallocazioni tra settori mostrerebbe una dinamica pressoché identica a quella dell'indice riportato nel grafico 2.

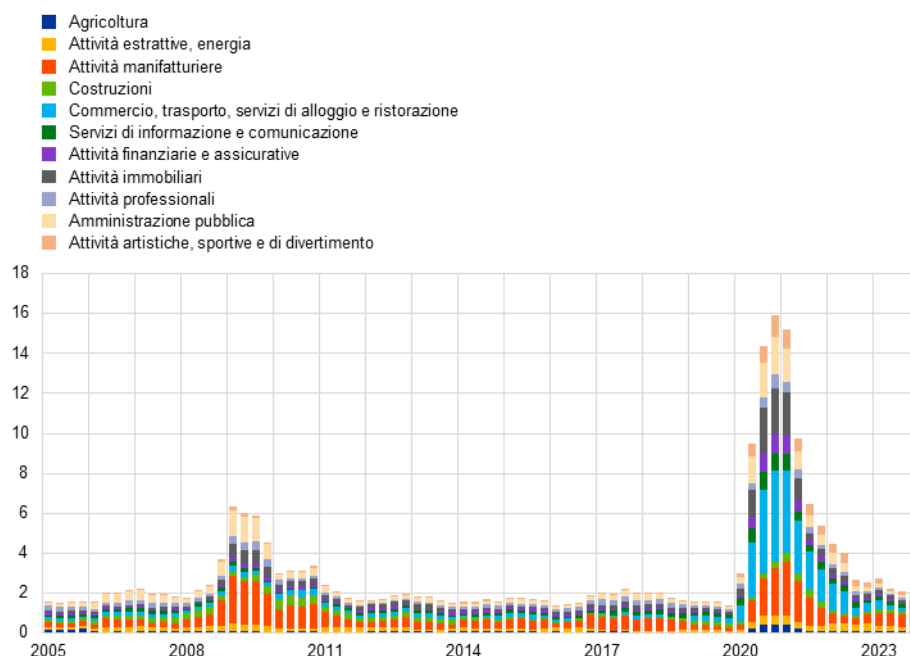
<sup>15</sup> Si noti che un indice meno dettagliato delle riallocazioni intersettoriali costruito con i soli servizi industriali e di mercato non mostrerebbe la correlazione in termini di grandezza, in quanto non intercetterebbe la riallocazione dell'attività all'interno del settore dei servizi durante la crisi pandemica, e mostrerebbe un aumento analogo durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi pandemica. Per quanto riguarda il ruolo dei servizi ad alta intensità di contatti nel guidare l'attività economica all'indomani della crisi pandemica, cfr. il riquadro 4 [L'impatto delle misure di contenimento sui vari settori e paesi durante la pandemia di COVID-19](#) nel numero 2/2021 di questo Bollettino, il riquadro 5 [Andamenti economici e prospettive per i servizi a elevata intensità di contatti nell'area dell'euro](#) nel numero 7/2021 di questo Bollettino e il riquadro 2 [Il ruolo degli effetti delle riaperture nei diversi paesi e settori](#) nel numero 6/2023 di questo Bollettino.



## Grafico 2

### Variazioni dell'attività economica fra i vari settori nell'area dell'euro

(variazioni e contributi su base annua; in punti percentuali del valore aggiunto lordo reale)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le barre dell'istogramma rappresentano, in valore assoluto, le variazioni sui dodici mesi della quota di ciascun settore rispetto al totale del valore aggiunto lordo reale. Per costruzione, la somma delle variazioni effettive (non in valore assoluto) nei vari settori è pari a zero in ciascun momento dato. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

### Le variazioni dell'attività tra i vari settori riflettono una riallocazione dell'attività tra paesi e all'interno di essi.

L'indice complessivo delle variazioni intersettoriali può essere scomposto in indici di variazioni tra paesi e indici interni per ciascun paese (cfr. il riquadro 1)<sup>16</sup>. Esaminando l'entità delle riallocazioni tra settori in termini assoluti, come nel caso dell'indice complessivo, l'indice tra paesi misura la riallocazione dell'attività da un paese all'altro, ipotizzando quote settoriali invariate, mentre l'indice interno misura le variazioni dell'attività da un settore all'altro, nell'ipotesi che le quote dei singoli paesi rimangano invariate<sup>17</sup>. L'indice tra paesi potrebbe pertanto riflettere shock che inducono asimmetrie transfrontaliere, in quanto tali shock comportano, da un lato, una riallocazione dei processi produttivi tra paesi volta al conseguimento di guadagni di efficienza attraverso la specializzazione e il vantaggio comparato, ma richiedono, da un altro, elevati costi di

<sup>16</sup> In un contesto diverso, un'analoga scomposizione contabile è stata utilizzata per comprendere il calo di lungo periodo della quota del reddito da lavoro da Karabarbounis, L. e Neiman, B., "The Global Decline of the Labor Share", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, n. 1, 2014, pagg. 61-103.

<sup>17</sup> Tale metodologia consente di individuare gli shock simmetrici, nonché gli shock asimmetrici tra paesi e settori. In tal modo, esso contribuisce alla letteratura sulla valutazione dell'importanza degli shock settoriali e aggregati nel determinare le fluttuazioni macroeconomiche, come in Foerster et al., op. cit., in Garin et al., op. cit., e nel riquadro 3 *Individuare gli shock aggregati e settoriali* nel numero 3/2020 di questo Bollettino.

aggiustamento, e quindi si verificano in genere gradualmente<sup>18</sup>. Per contro, l'indice interno potrebbe riflettere shock generatori di asimmetrie intersettoriali, in quanto tali shock comportano variazioni nell'uso dei fattori produttivi da parte dei diversi settori, quali le ore lavorate e il grado di utilizzo del capitale, che le imprese potrebbero dover introdurre durante una crisi e poi riassorbire con il miglioramento delle condizioni economiche. Questa interpretazione sembra trovare conferma nell'analisi empirica riportata nel riquadro 1, secondo la quale oscillazioni inattese delle variazioni intersettoriali tra paesi e interne a ciascun paese inducono, rispettivamente, persistenti effetti positivi e negativi sull'attività economica<sup>19</sup>. In effetti, gli indici interni e quelli tra paesi mostrano dinamiche significativamente diverse tra il 1999 e il 2023, a conferma del ruolo potenzialmente diverso da essi svolto nella previsione delle oscillazioni dell'attività economica (cfr. il grafico 3). Mentre l'indice interno spiega in larga misura quello complessivo ed è strettamente connesso al verificarsi di recessioni, l'indice tra paesi mostra variazioni notevolmente più contenute e tende ad aumentare durante le fasi di ripresa, come nel periodo tra la crisi finanziaria mondiale e quella del debito sovrano e, ancora, prima e dopo la crisi pandemica, nonostante un marcato aumento anche nel corso di quest'ultima, come nel caso dell'indice interno<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> Nell'analisi del calo di lungo periodo della quota salariale, Karabarbounis e Neiman, op. cit., rilevano che le riallocazioni interne ai settori spiegano gran parte della variazione della quota salariale nel tempo e tra paesi, mentre le riallocazioni tra settori svolgono un ruolo relativamente marginale nella determinazione di tale quota. Sulla base di tali andamenti, gli autori sostengono che le variazioni intersettoriali potrebbero essere connesse a dinamiche di lungo periodo, come la globalizzazione in senso più generale.

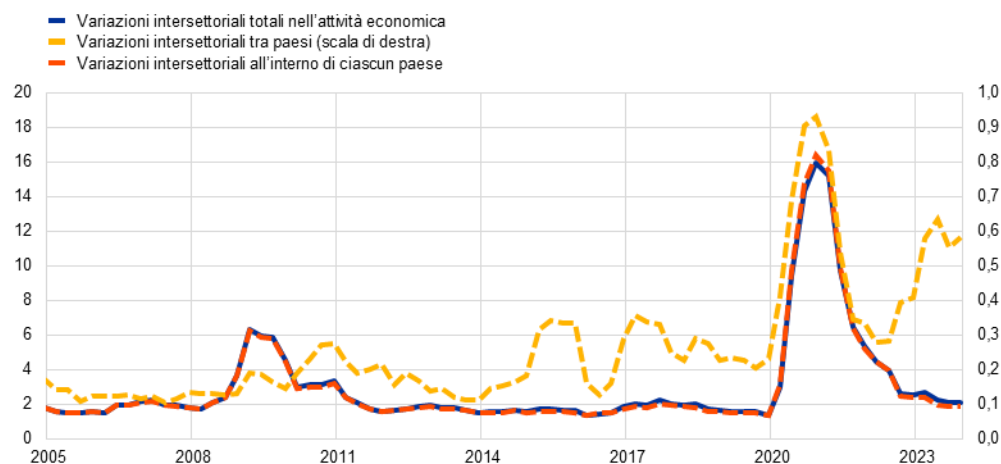
<sup>19</sup> Tale interpretazione risulta altresì in linea con l'evidenza empirica e le basi teoriche proposte da Garin et al., op. cit., che mostrano come gli shock redistributivi dell'offerta di lavoro tra i vari settori, indipendentemente dalla direzione della riallocazione, inducano una riduzione repentina dell'occupazione e, quindi, del prodotto.

<sup>20</sup> L'indice tra paesi per l'insieme dell'area dell'euro è aumentato più volte, in particolare nel 2011, 2015, 2017 e di nuovo nel 2022 e nel 2023; tale aumento è riconducibile principalmente alle ampie variazioni nel comparto manifatturiero tedesco e irlandese, nonché in quello dei servizi di informazioni e comunicazioni in Irlanda, e a una riallocazione, registrata nei maggiori paesi, che ha interessato commercio, trasporti e alloggio, attività immobiliare e amministrazione pubblica. Prescindendo dall'Irlanda, l'indice delle variazioni intersettoriali all'interno di ciascun paese mostrerebbe dinamiche quasi identiche a quelle illustrate nel grafico 3, mentre l'indice delle variazioni intersettoriali tra paesi mostrerebbe picchi meno marcati, seppur ancora considerevoli, nel 2011, 2015 e 2017 (dovuti ai settori commercio, trasporto e alloggi e manifatturiero), nonché nel 2020 e oltre (dovuti anche ai settori immobiliare e dell'amministrazione pubblica), riflettendo i contributi dei maggiori paesi.

### Grafico 3

#### Variazioni intersettoriali nell'attività economica dell'area dell'euro tra paesi e all'interno di ciascun paese

(variazioni e contributi su base annua; in percentuale e in punti percentuali del valore aggiunto lordo reale)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: Le variazioni intersettoriali tra paesi rappresentano la dimensione in termini assoluti delle variazioni sul periodo corrispondente delle quote settoriali di valore aggiunto lordo reale riconducibili agli spostamenti delle attività tra paesi, a condizione che non intervengano modifiche della composizione settoriale dell'attività economica all'interno di ciascun paese. Le variazioni intersettoriali all'interno dei singoli paesi rappresentano la dimensione in termini assoluti delle variazioni sul periodo corrispondente delle quote settoriali di valore aggiunto lordo reale riconducibili agli spostamenti dell'attività tra settori in ciascun paese, a condizione che non intervengano modifiche della composizione dell'attività economica per paese nell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

#### Un modello empirico mostra che le due più grandi recessioni nell'area dell'euro sono state determinate principalmente da shock asimmetrici tra settori.

Tale modello distingue i contributi degli shock simmetrici, nonché degli shock asimmetrici tra paesi e tra settori, all'attività economica complessiva (cfr. il riquadro 1). A tal fine, il modello ipotizza che gli shock simmetrici incidano in un primo momento solo sul PIL in termini reali, mentre quelli asimmetrici abbiano un effetto sia sul prodotto reale sia sulle variazioni tra settori<sup>21</sup>. È importante rilevare che il modello consente ai dati di indicare la direzione della risposta del PIL in termini reali agli shock asimmetrici, e suggerisce che gli shock asimmetrici tra paesi e tra settori inducono, rispettivamente, variazioni durature positive e negative nell'attività economica. Esso conferma, pertanto, che le dinamiche intersettoriali tra paesi e all'interno di ciascuno di essi sono importanti indicatori anticipatori dell'attività aggregata. Utilizzando il modello per interpretare le fluttuazioni dell'attività aggregata, i risultati mostrano che gli shock simmetrici hanno svolto un ruolo relativamente ampio nel tempo, soprattutto durante la crisi del debito sovrano, ma che gli shock asimmetrici intersettoriali hanno spiegato una parte significativa delle recessioni economiche durante la crisi finanziaria mondiale, nonché, in misura maggiore, di quella pandemica, suggerendo che le dinamiche tra settori (rispetto a quelle tra paesi) hanno svolto un ruolo di primo piano nel ciclo economico dell'area

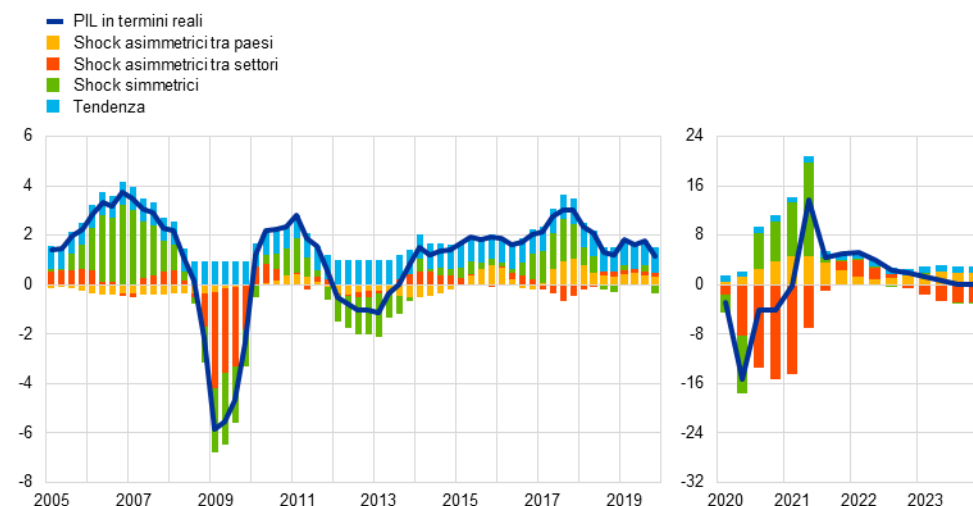
<sup>21</sup> Si noti che questa strategia di identificazione implica che gli shock asimmetrici o simmetrici *comportino o meno* variazioni nell'attività tra paesi e settori, rispettivamente. Pertanto, tale strategia di identificazione non spiega se gli shock asimmetrici o simmetrici *provengano o meno*, rispettivamente, da un paese o da un settore specifico. In altri termini, gli shock sono identificati sulla base dei loro effetti (ex post), piuttosto che delle loro cause (ex ante).

dell'euro (cfr. il grafico 4)<sup>22</sup>. In prospettiva, ciò indica che, con il venir meno dell'impatto della pandemia, gli shock asimmetrici tra paesi e tra settori dovrebbero avere un impatto sostanzialmente compensativo sull'attività economica, il che implica una dinamica complessivamente moderata nel breve periodo<sup>23</sup>.

#### Grafico 4

##### Determinanti del PIL in termini reali nell'area dell'euro dovute a variazioni intersettoriali tra paesi e all'interno di ciascun paese

(variazioni sul periodo corrispondente; in percentuale e punti percentuali calcolate come deviazioni logaritmiche moltiplicate per 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le variazioni sul periodo corrispondente del livello (logaritmico) del PIL in termini reali e i contributi delle oscillazioni inattese (shock) nelle variazioni intersettoriali tra paesi e all'interno di ciascun paese nell'attività economica nell'area dell'euro, sulla base di un modello empirico stimato. Per maggiori dettagli sulla stima del modello empirico, cfr. il riquadro 1. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

#### Riquadro 1

##### Distinguere le implicazioni per il ciclo economico delle variazioni intersettoriali dell'attività tra i diversi paesi e all'interno di ciascun paese

a cura di Niccolò Battistini e Johannes Gareis

Il presente riquadro analizza le variazioni nel tempo dell'allocazione dell'attività economica tra i vari settori e approfondisce la correlazione tra le dinamiche settoriali e il ciclo economico dell'area dell'euro. Esso spiega innanzitutto la metodologia utilizzata per costruire un semplice indice delle dinamiche settoriali basato sulle variazioni dell'attività economica dell'area dell'euro tra i diversi settori. Mostra poi come scomporre tale indice in due componenti che riflettono le variazioni settoriali tra i vari paesi dell'area dell'euro e all'interno degli stessi, suggerendo una possibile interpretazione della loro dinamica come determinata da shock asimmetrici rispettivamente tra

<sup>22</sup> Questo risultato è in linea con l'evidenza empirica e teorica che mostra come uno shock finanziario specifico per paese induca una sincronizzazione del ciclo economico tra paesi finanziariamente integrati. Cfr. Cesa-Bianchi, A., Imbs, J. e Saleheen, J., "Finance and synchronisation", *Journal of International Economics*, vol. 116, 2019, pagg. 74-87.

<sup>23</sup> Questi risultati non sono influenzati in modo significativo dall'esclusione dell'Irlanda e/o dal periodo successivo alla pandemia.

paesi e tra settori. Per confermare tale interpretazione, il riquadro applica un modello empirico per stimare l'impatto sull'attività economica di shock simmetrici e asimmetrici (tra paesi e settori).

Un semplice indice può misurare l'entità della distribuzione dell'attività economica tra i vari settori nell'area dell'euro, nonché la sua scomposizione tra i vari paesi e all'interno degli stessi. L'indice delle dinamiche settoriali è calcolato come la somma del valore assoluto delle variazioni nelle quote settoriali del valore aggiunto lordo reale dell'area dell'euro in tutti i settori tra due trimestri consecutivi<sup>24</sup>. Pertanto, quanto più ampio è l'indice, tanto più pronunciate sono le variazioni nella composizione settoriale dell'economia. A sua volta, ciascuna variazione settoriale può essere ulteriormente scomposta in una prima componente che riflette la variazione della quota di ciascun paese nell'economia dell'area dell'euro (subordinata a una quota settoriale costante, specifica per paese) e in una seconda che riflette il cambiamento della quota settoriale di ciascun paese (subordinata a una quota costante del paese nell'economia dell'area dell'euro)<sup>25</sup>. In altre parole, le prime e seconde componenti riflettono variazioni tra settori determinate, rispettivamente, dall'allocazione dell'attività tra i paesi e all'interno degli stessi. Come illustrato nella sezione 3, gli indici delle variazioni intersettoriali tra paesi diversi e all'interno degli stessi paesi mostrano dinamiche nettamente diverse: i primi sono associati principalmente a fasi di ripresa, i secondi alle recessioni. A sua volta, questi andamenti suggeriscono che tali indici possono essere interpretati come riallocazioni di attività indotte da shock asimmetrici tra paesi e tra settori, con implicazioni rispettivamente positive e negative per l'attività economica.

Un modello empirico mostra il diverso ruolo degli shock asimmetrici tra paesi e settori nel determinare il ciclo economico dell'area dell'euro. Il modello è un'autoregressione vettoriale strutturale stimata con tecniche bayesiane su dati aggregati per l'area dell'euro dal primo trimestre del 1999 al quarto trimestre del 2023<sup>26</sup>. La versione di base del modello include l'indice delle variazioni intersettoriali totali e del PIL in termini reali, mentre la versione ampliata include due indici delle variazioni tra i paesi e all'interno degli stessi e del PIL in termini reali. Il modello dipana l'impatto economico degli shock simmetrici e asimmetrici, ipotizzando che gli shock simmetrici positivi aumentino il PIL in termini reali e non comportino alcun cambiamento nelle variazioni intersettoriali, mentre gli shock asimmetrici positivi aumentano le variazioni intersettoriali e possono incidere sul PIL in termini reali in entrambe le direzioni. Secondo il modello di base (cfr. il pannello a) del grafico A), gli shock asimmetrici totali riducono, in media, il PIL in termini reali di oltre lo 0,3 per cento all'impatto, di circa lo 0,4 per cento al minimo e di circa lo 0,3 per cento nel medio

<sup>24</sup> Per costruzione, la somma delle stesse variazioni sarebbe pari a zero se non fosse considerata in valore assoluto.

<sup>25</sup> L'indice delle variazioni intersettoriali totali ( $\sigma_t$ ) è calcolato come  $\sigma_t = \sum_s |\Delta\omega_{s,t}|$  e le componenti tra paesi ( $\sigma_{b,t}$ ) e interne ai paesi ( $\sigma_{w,t}$ ) sono calcolate come  $\sigma_{b,t} = \sum_s |\sum_c \mu\omega_{c,s,t} \Delta\omega_{c,t}|$  e  $\sigma_{w,t} = \sum_s |\sum_c \mu\omega_{c,t} \Delta\omega_{c,s,t}|$ , con  $\omega_{s,t}$ ,  $\omega_{c,t}$ , e  $\omega_{c,s,t}$  che indicano la quota di settore  $s$  nel valore aggiunto lordo reale dell'area dell'euro, la quota di paese  $c$  nel valore aggiunto lordo reale dell'area dell'euro e la quota di settore  $s$  nel valore aggiunto lordo reale del paese  $c$ , rispettivamente per ciascun trimestre  $t$ . Inoltre, i simboli  $\Delta$  e  $\mu$  indicano la variazione e la somma della variabile seguente rispettivamente nel trimestre  $t - 1$  e  $t$ . Si noti che la somma delle due componenti è maggiore o uguale all'indice a causa dei valori assoluti e della seguente identità contabile:  $\sum_s \Delta\omega_{s,t} = \sum_s (\sum_c \mu\omega_{c,s,t} \Delta\omega_{c,t} + \sum_c \mu\omega_{c,t} \Delta\omega_{c,s,t}) = \sum_s \sum_c \mu\omega_{c,s,t} \Delta\omega_{c,t} + \sum_s \sum_c \mu\omega_{c,t} \Delta\omega_{c,s,t}$ . Il calcolo dell'indice delle variazioni intersettoriali totali segue Tase, op. cit. La scomposizione dell'indice nelle sue componenti tra paesi e all'interno degli stessi segue un metodo analogo applicato alla quota salariale del reddito di Karabarounis e Neiman, op. cit.

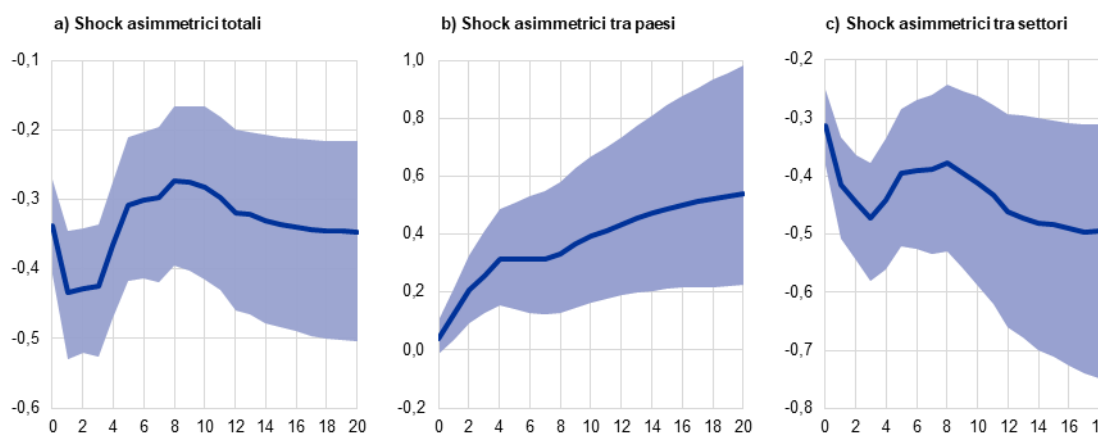
<sup>26</sup> I modelli utilizzano i dati per l'area dell'euro nel suo complesso e tengono conto della marcata volatilità dei dati macroeconomici nel 2020 utilizzando un aggiustamento per l'eteroschedasticità legata alla pandemia dal primo al quarto trimestre del 2020. Cfr. Lenza, M. e Primiceri, G., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n. 4, giugno/luglio 2022, pagg. 688-699.

periodo<sup>27</sup>. Secondo il modello esteso (cfr. i riquadri b) e c) del grafico A), tali risultati celano effetti contrapposti derivanti da shock asimmetrici intersettoriali, che inducono un impatto negativo maggiore rispetto agli shock asimmetrici totali, e da shock asimmetrici tra paesi, che esercitano invece pressioni al rialzo persistenti e crescenti sul PIL in termini reali, raggiungendo in media quasi lo 0,6 per cento dopo cinque anni. Pertanto, questi risultati indicano che le variazioni dell'attività tra settori all'interno dei paesi sono associate a recessioni, mentre le redistribuzioni tra paesi generano un aumento prolungato dell'attività. Nel complesso, tali risultati suggeriscono che le variazioni tra paesi e all'interno degli stessi hanno implicazioni significative per le oscillazioni del ciclo economico nel breve periodo.

## Grafico A

### Impatto medio degli shock asimmetrici sul PIL in termini reali nell'area dell'euro

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: percentuali, calcolate come deviazioni logaritmiche moltiplicate per 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i grafici dei pannelli a), b) e c) mostrano l'impatto dinamico sul livello logaritmico del PIL in termini reali di uno shock pari a una deviazione standard unitaria delle variazioni sul trimestre precedente delle quote settoriali totali, tra paesi, e nello stesso paese, che corrispondono rispettivamente a 0,36, 0,04 e 0,32 punti percentuali del valore aggiunto lordo reale. La linea continua si riferisce alla mediana e le aree ombreggiate si riferiscono all'intervallo di credibilità del 68 per cento. Il modello vettoriale autoregressivo strutturale è stimato con tecniche bayesiane dal primo trimestre del 1999 al quarto trimestre del 2023, compresi 12 ritardi e una distribuzione a priori di tipo Minnesota con un aggiustamento per l'eteroschedasticità legata alla pandemia dal primo al quarto trimestre del 2020 (Lenza e Primiceri, op. cit.).

## 4 Andamenti settoriali granulari e ciclo economico

**Le variazioni intersettoriali, misurate dall'indice complessivo menzionato in precedenza, hanno importanti implicazioni per il ciclo economico nel breve periodo, ma anche l'andamento dei singoli settori fornisce informazioni utili.**

Tali dinamiche settoriali granulari sono importanti perché le loro caratteristiche specifiche, come le dimensioni relative, la volatilità o la sensibilità di un singolo settore agli shock aggregati, influiscono sulle loro proprietà di indicatore anticipatore. Inoltre, i settori sono interconnessi attraverso legami di input-output. Le variazioni dell'attività specifiche di un settore possono pertanto avere effetti a cascata su altri settori e diventare una fonte di fluttuazioni macroeconomiche, soprattutto se il settore colpito dallo shock ha una posizione centrale nella struttura produttiva dell'economia.

<sup>27</sup> Questi risultati sono qualitativamente e quantitativamente in linea con quelli di Tase, op. cit. e sono in grado di sostenere l'esclusione dell'Irlanda e/o del periodo successivo alla pandemia.

**Settore manifatturiero, settore delle costruzioni, commercio, trasporti e alloggio nonché le attività professionali fungono, a livello individuale, da indicatori anticipatori dell'attività economica complessiva nell'area dell'euro.**

Per valutare le caratteristiche di indicatore anticipatore dell'attività tra gli undici settori dell'economia dell'area dell'euro, un modello autoregressivo vettoriale valuta se l'attività in un settore sia utile per prevedere il PIL in termini reali. Il modello si basa sulla "priorità causale di Granger", che tiene conto degli effetti indiretti tra l'attività economica nei diversi settori e altre variabili macroeconomiche, e valuta che le probabilità che l'attività in un singolo settore preveda il PIL in termini reali siano maggiori rispetto al caso contrario<sup>28</sup>. Un'elevata probabilità indica che l'attività settoriale è molto importante per la previsione del PIL in termini reali. I risultati del modello mostrano che settore manifatturiero, commercio, trasporti e alloggio, nonché le attività professionali, sono i migliori predittori del PIL in termini reali sia per il campione precedente la pandemia sia per l'intero campione (cfr. il grafico 5). Inoltre, l'attività del settore delle costruzioni tende a fungere da indicatore anticipatore dell'attività economica complessiva; di contro, altri settori non sembrano essere molto rilevanti. Tuttavia, per il campione che include il periodo successivo alla pandemia, le probabilità stimate indicano anche l'importanza dell'amministrazione pubblica, delle arti e delle attività ricreative come settori con caratteristiche di indicatore anticipatore. Ciò dimostra che tali settori sono stati soggetti a fluttuazioni forti e simmetriche nel periodo successivo alla pandemia, con effetti duraturi sull'economia nel suo complesso<sup>29</sup>. Tuttavia, con l'attenuarsi degli effetti della pandemia, è probabile che il ruolo di indicatore anticipatore di tali settori si indebolirà nuovamente in futuro.

---

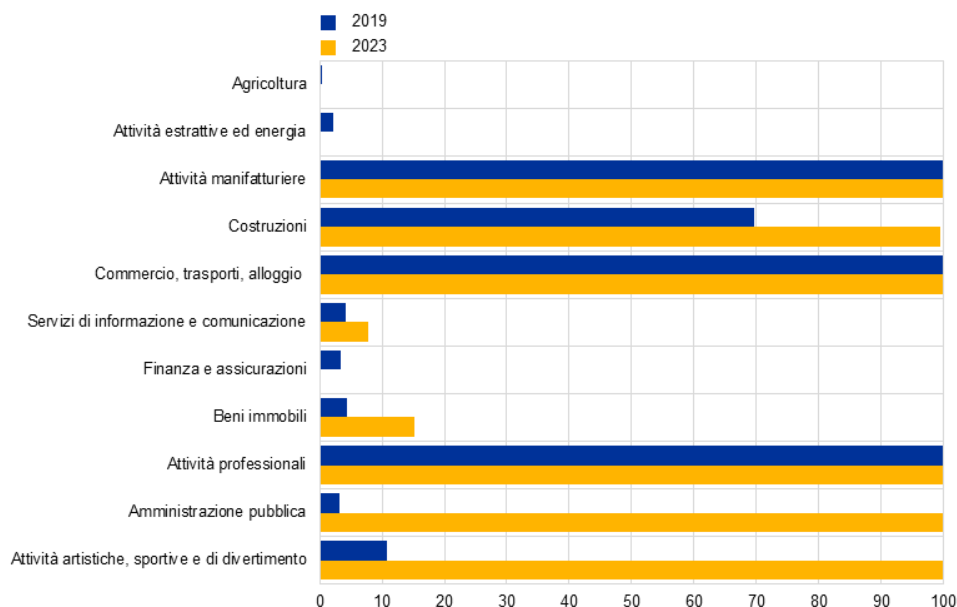
<sup>28</sup> A tal fine, il modello utilizza il profilo di (auto)correlazione non ponderato tra tutte le variabili. Pertanto, la priorità causale stimata di Granger non può essere interpretata dal punto di vista strutturale, in quanto il modello non si pronuncia sulle cause sottostanti alle differenti caratteristiche di indicatore anticipatore dei settori. Cfr. Jarociński, M. e Maćkowiak, B., "Granger Causal Priority and Choice of Variables in Vector Autoregressions", *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 99, n. 2, 2017, pagg. 319-329.

<sup>29</sup> Cfr. il riquadro 2 *Il ruolo degli effetti delle riaperture nei diversi paesi e settori* nel numero 6/2023 di questo Bollettino.

## Grafico 5

### Relazione di indicatore anticipatore tra l'attività settoriale e il PIL in termini reali

(in percentuale)



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

Note: il grafico mostra la probabilità stimata che il PIL in termini reali non possieda la priorità causale di Granger rispetto all'attività settoriale per due campioni, rispettivamente, a partire dal primo trimestre del 1999 fino al quarto trimestre del 2019 (barre blu dell'istogramma) e nel quarto trimestre del 2023 (barre gialle). Il modello empirico segue Jarociński e Maćkowiak (cfr. la nota 28 a piè di pagina). Oltre al PIL in termini reali e al valore aggiunto lordo reale dell'area dell'euro negli undici settori, il modello include anche lo IAPC, l'Euribor a tre mesi, i corsi petroliferi, il tasso di cambio effettivo dell'euro e il clima di fiducia misurato dall'indagine della Commissione europea. Tutte le variabili sono inserite nel modello in livelli logaritmici, ad eccezione dei tassi di interesse e del clima di fiducia, che sono inseriti in livelli.

**I settori economici dell'area dell'euro variano considerevolmente in termini di posizione all'interno della struttura produttiva.** Intuitivamente, la proprietà di indicatore anticipatore di un settore è collegata alla sua "centralità" all'interno dell'economia, ovvero se un settore occupa una posizione strategica nella struttura di produzione dell'economia e può pertanto essere un'importante fonte o fattore di propagazione degli shock. Tale centralità può essere misurata utilizzando tavole input-output in diversi modi. La centralità di primo ordine misura i legami diretti di un settore come fornitore o utilizzatore di input da o verso altri settori. Quella di secondo ordine misura i collegamenti diretti e indiretti che intercorrono nell'intera rete di settori. In base alla centralità di secondo ordine, un settore può pertanto svolgere un ruolo centrale anche se ha pochi legami con altri settori importanti. I calcoli basati sulle tavole di input-output FIGARO dell'Eurostat mostrano che il settore più centrale dell'economia dell'area dell'euro, per la centralità sia di primo sia di secondo ordine,



è quello manifatturiero (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 6)<sup>30</sup>. Oltre al settore manifatturiero, anche commercio, trasporti e alloggio hanno una centralità di primo e secondo ordine relativamente elevata. Il settore delle costruzioni, d'altro canto, presenta relativamente pochi legami diretti con altri settori che si basano sulla centralità di primo ordine in ingresso e in uscita (quindi una bassa centralità di primo ordine), ma è un settore molto centrale sulla base della centralità di secondo ordine, in quanto è legato ad altri settori importanti come quello manifatturiero. I settori meno centrali nella struttura produttiva dell'economia dell'area dell'euro sono l'agricoltura e le arti e le attività ricreative, in termini di centralità sia di primo sia di secondo ordine.

---

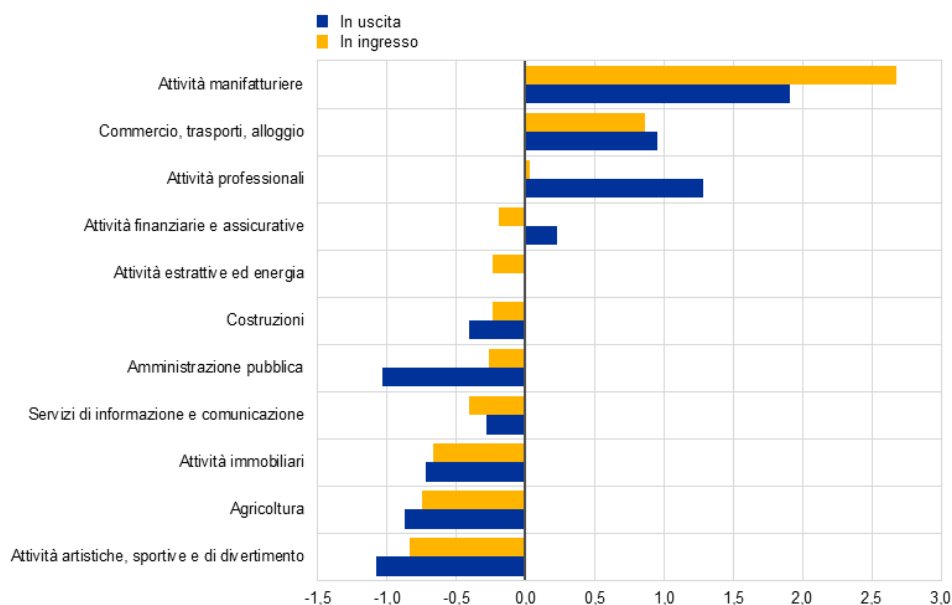
<sup>30</sup> Le tavole di input-output FIGARO dell'Eurostat contengono informazioni sui legami di produzione tra il livello NACE2 a due cifre, che coprono un totale di 64 sottosettori e 46 paesi, e sono disponibili con frequenza annuale dal 2010 al 2021. Nella tavola di input-output interna dell'area dell'euro i 64 sottosettori sono aggregati negli undici settori principali e vengono costruite misure della centralità di primo e secondo ordine. Le misure della centralità in entrata e in uscita di primo grado del settore  $i$  sono definite come l'importanza del settore  $i$  quale produttore e utilizzatore per tutti gli altri settori e sono calcolate rispettivamente come  $foC_i = \sum_j a_{ij}$  e  $fiC_i = \sum_j b_{ij}$  dove  $a_{ij}$  indica l'uso dell'input del settore  $i$  da parte del settore  $j$  rispetto al prodotto complessivo del settore  $j$  e  $b_{ij}$  l'uso degli input del settore  $i$  da parte del settore  $j$  rispetto al prodotto complessivo del settore  $i$ . La centralità di secondo ordine è misurata dalla centralità di PageRank, che stima l'importanza del settore  $i$  in quanto produttore e utilizzatore per tutti gli altri settori ed è calcolata come  $sc_i = (I - \delta A)^{-1} \mathbf{1}_i$ , dove  $\delta$  indica il fattore frenante (ovvero la probabilità che un random walk segua un collegamento),  $A$  la matrice con elementi  $a_{ij}$  (cfr. la precedente nota a piè di pagina) e  $I$  e  $\mathbf{1}_i$ , rispettivamente, la matrice identità e i vettori di selezione (standardizzati). Cfr. Acemoglu et al., op. cit. e Joya e Rougier, op. cit. Tra i sottosettori manifatturieri al livello NACE2 a due cifre, quello automobilistico presenta la più alta centralità di secondo ordine, seguito dalla fabbricazione di prodotti alimentari, bevande e tabacco e da quella di macchinari.

## Grafico 6

### Posizione dei settori nella struttura produttiva dell'economia dell'area dell'euro

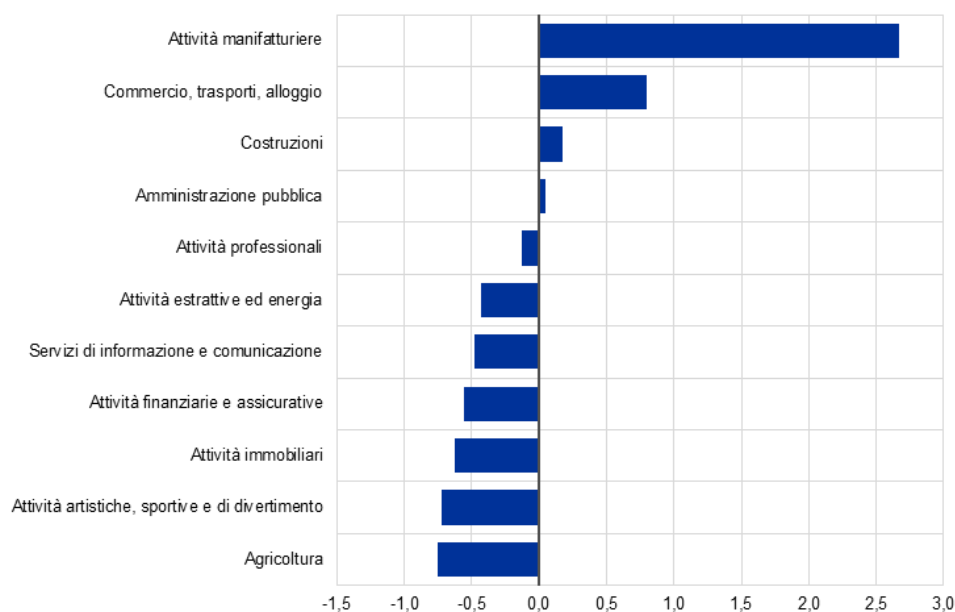
#### a) Centralità di primo ordine

(deviazione standard)



#### b) Centralità di secondo ordine

(deviazione standard)



Fonti: indagine FIGARO ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i valori standardizzati con media zero e deviazione standard di uno per i valori medi della centralità di primo e di secondo ordine per i dati disponibili dal 2010 al 2021. La centralità di primo ordine è misurata in termini di gradi in entrata e in uscita, mentre quella di secondo ordine è misurata dalla centralità di PageRank. I settori sono ordinati in base al grado di centralità, con al primo posto il settore con la massima centralità. Nel pannello a) tale ordine si riferisce al grado in entrata.

**Un test formale conferma che le caratteristiche di indicatore anticipatore dei settori manifatturiero, delle costruzioni, del commercio, di trasporti e alloggio nonché delle attività professionali sono legate alla posizione centrale di tali settori nell'economia dell'area dell'euro. Per verificare formalmente se la**

centralità è in grado di spiegare la rilevanza dell'attività settoriale per la previsione del PIL in termini reali viene effettuata una regressione cross-section per i dieci maggiori paesi dell'area dell'euro, che mette in relazione la caratteristica di indicatore anticipatore di un settore con le sue diverse misure di centralità e tenendo conto di dimensioni e volatilità relative di un settore<sup>31</sup>. I risultati mostrano che, per il campione precedente la pandemia, le diverse misure di centralità sono associate, in modo positivo e statisticamente significativo, alla caratteristica di indicatore anticipatore di un settore, mentre le dimensioni e la volatilità non sembrano essere rilevanti (cfr. le colonne 1, 2 e 3 della tavola 1). Di fatto, mentre settore manifatturiero e commercio, trasporti e alloggio detengono ciascuno una quota relativamente ampia dell'attività economica totale nell'area dell'euro, la quota del settore delle costruzioni è relativamente modesta. Nel campione che copre il periodo successivo alla pandemia, le misure di primo ordine non sono significative, mentre la centralità di secondo ordine rimane significativa e le dimensioni diventano statisticamente rilevanti nello spiegare le caratteristiche di indicatore anticipatore nei vari settori (cfr. le colonne 4, 5 e 6 della tavola 1). Quest'ultimo risultato si spiega facendo riferimento alla pubblica amministrazione, un settore piuttosto ampio e le cui caratteristiche di indicatore anticipatore sono emerse nel campione che include il periodo successivo alla pandemia.

---

<sup>31</sup> Analogamente ai risultati per l'area dell'euro relativi al campione precedente la pandemia, si rileva che settore manifatturiero e commercio, trasporti e alloggio agiscono come settori con caratteristiche di indicatore anticipatore dell'attività economica complessiva in tutti i paesi considerati; si è inoltre riscontrato che il settore delle costruzioni e le attività professionali fungevano da settori con caratteristiche di indicatore principale nella maggior parte dei paesi. Lo stesso vale per il campione che include la pandemia, per il quale anche l'amministrazione pubblica e le arti e le attività ricreative emergono come settori con caratteristiche di indicatore anticipatore in tutti i paesi. In termini di centralità, settore manifatturiero, settore delle costruzioni, commercio, trasporti e alloggio e attività professionali sono sempre relativamente centrali nelle rispettive economie.

## Tavola 1

### Determinanti delle proprietà di un settore come indicatore anticipatore

(stime dei coefficienti ed errori standard (fra parentesi); variabile dipendente: probabilità della priorità causale di Granger)

|                              |             | 1999-2019          |                    |                    | 1999-2023           |                    |                   |
|------------------------------|-------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|-------------------|
|                              |             | 1                  | 2                  | 3                  | 4                   | 5                  | 6                 |
| Centralità di primo ordine   | In ingresso | 0,14***<br>(0,004) |                    |                    | 0,05<br>(0,053)     |                    |                   |
|                              | In uscita   |                    | 0,11***<br>(0,034) |                    |                     | 0,02<br>(0,042)    |                   |
| Centralità di secondo ordine | PageRank    |                    |                    | 0,19***<br>(0,044) |                     |                    | 0,13**<br>(0,057) |
| Dimensioni                   |             | -0,00<br>(0,007)   | 0,01<br>(0,005)    | -0,01<br>(0,001)   | 0,028***<br>(0,008) | 0,03***<br>(0,006) | 0,01**<br>(0,009) |
| Volatilità                   |             | -0,06<br>(0,032)   | -0,05<br>(0,031)   | -0,07<br>(0,030)   | 0,04<br>(0,054)     | 0,06<br>(0,052)    | 0,02<br>(0,054)   |
| Totale delle osservazioni    |             | 110                | 110                | 110                | 110                 | 110                | 110               |
| Coefficiente R2              |             | 0,20               | 0,20               | 0,25               | 0,25                | 0,25               | 0,28              |

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

Note: la tavola presenta regressioni cross-section per i dieci maggiori paesi membri dell'area dell'euro. La variabile dipendente è la probabilità della priorità causale di Granger di un settore in ciascun paese. Il grado di centralità di primo ordine in ingresso e in uscita misura l'importanza rispettivamente dei produttori di input per altri settori e degli utilizzatori di input provenienti da altri settori, mentre la centralità PageRank tiene conto dei flussi settoriali diretti in entrata e in uscita, nonché dei collegamenti indiretti nell'intera rete di settori. La dimensione di un settore è misurata dalla quota di valore aggiunto lordo reale per settore e la volatilità dalla deviazione standard del tasso di crescita sui dodici mesi del valore aggiunto lordo reale di un settore rispetto al totale del valore aggiunto lordo reale, in media, sul campione corrispondente. Errori standard ordinari tra parentesi: \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1, dove il valore p indica la significatività del coefficiente stimato. Coefficiente R2 fa riferimento allo pseudo coefficiente R2 di McFadden e indica il relativo potenziale esplicativo delle regressioni.

### Gli andamenti recenti dell'attività economica nei settori manifatturiero, delle costruzioni, del commercio, di trasporti e alloggio, nonché delle attività professionali, segnalano una dinamica moderata del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel breve periodo.

La media (non ponderata) delle variazioni sui dodici mesi del valore aggiunto lordo reale per il settore manifatturiero, delle costruzioni, per commercio, trasporti e alloggio, nonché per le attività professionali, in genere sembra fungere da indicatore anticipatore degli andamenti dell'attività economica negli altri settori (cfr. il grafico 7)<sup>32</sup>. Ciò sottolinea che l'attività in tali settori, che comprendono sia quello manifatturiero sia alcuni servizi di mercato, è più rilevante per prevedere l'attività economica complessiva rispetto all'attività negli altri settori. In termini di andamenti economici recenti, nel 2023 si è ridotto lo slancio nei settori con proprietà di indicatore anticipatore, mentre si è mantenuto stabile negli altri settori, trainato principalmente dalla vivace attività nel settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, nonché delle attività artistiche, sportive e di divertimento. Sebbene l'attività nel settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione possa continuare a crescere grazie all'aumento della digitalizzazione, l'attività nel settore artistico e ricreativo potrebbe essere frenata dal

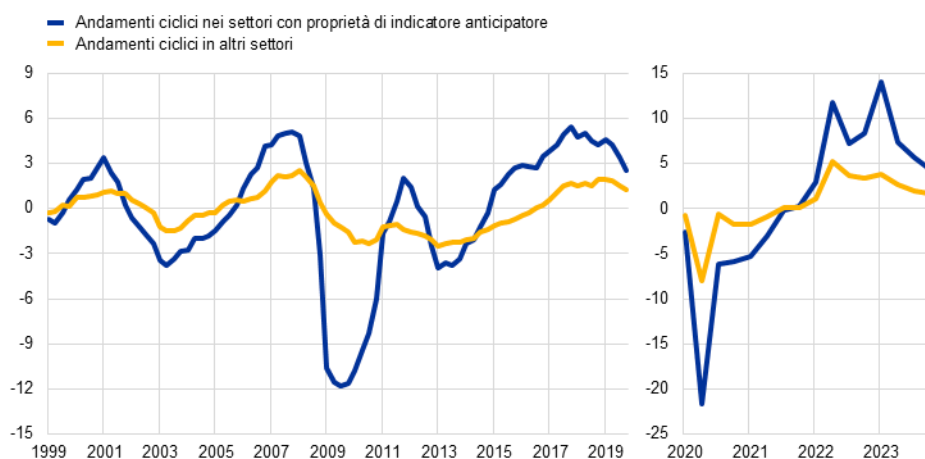
<sup>32</sup> Per il campione precedente la pandemia, la relazione dinamica tra la crescita dell'attività economica nei settori con proprietà di indicatore anticipatore e negli altri settori mostra un anticipo di sei mesi per i primi. Includendo il periodo della pandemia, la dinamica varia piuttosto simultaneamente in entrambi i settori.

venir meno degli effetti delle riaperture. Unitamente all'indebolimento dell'attività nei settori con proprietà di indicatore anticipatore, tali andamenti suggeriscono una dinamica moderata dell'economia complessiva nel breve periodo, in linea con i segnali di variazione dell'attività tra settori (cfr. la sezione 3).

### Grafico 7

Andamenti nei settori con proprietà di indicatore anticipatore e in altri settori dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra la media (non ponderata) delle variazioni percentuali sul periodo corrispondente del valore aggiunto lordo reale nei settori con proprietà di indicatore anticipatore (settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio, di trasporti e alloggio nonché delle attività professionali) e negli altri settori dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

## 5 Osservazioni conclusive

**Il presente articolo fornisce evidenze basate su modelli secondo cui le variazioni intersettoriali dell'attività possono essere impiegate come indicatori anticipatori dell'attività economica aggregata.** Inoltre, mostra che l'indice complessivo delle variazioni intersettoriali — misurato dalla somma delle variazioni in valore assoluto delle quote settoriali — racchiude effetti contrapposti derivanti da variazioni dell'attività tra paesi, dovute alla graduale riallocazione dei processi produttivi orientati a guadagni di efficienza; e all'interno degli stessi, di riflesso a variazioni sfavorevoli nell'utilizzo delle risorse tra vari settori. Sulla base dell'evidenza desunta dai modelli, l'articolo mostra che le variazioni tra paesi anticipano una dinamica di crescita duratura, mentre quelli interni ai paesi precedono le recessioni economiche.

**Inoltre l'articolo individua quattro settori con proprietà di indicatore anticipatore per l'attività aggregata: ovvero il settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio, di trasporti e alloggio, nonché delle attività professionali.** Esamina poi la posizione dei settori nella struttura produttiva dell'area dell'euro in base alla loro centralità, che misura l'importanza di un settore nell'economia in termini della sua influenza sugli altri settori; successivamente, mette in relazione questa centralità con l'utilità di un settore ai fini della previsione del PIL

in termini reali. L'articolo rileva che la centralità di un settore, in particolare quella di secondo ordine, che misura la sua influenza attraverso effetti diretti e indiretti all'interno della struttura produttiva dell'economia, spiega la sua capacità predittiva rispetto all'attività economica.

**Nel complesso, l'articolo sottolinea l'importanza di monitorare e analizzare gli andamenti settoriali.** Sostiene che l'esame delle variazioni intersettoriali da una prospettiva aggregata, nonché degli andamenti dei singoli settori da una prospettiva più granulare, fornisce una comprensione completa dell'economia e consente una più efficace definizione delle politiche. Di fatto, un'analisi settoriale approfondita aiuta a comprendere come gli shock siano originati e si propaghino nell'intera economia, fattore cruciale per valutarne l'entità potenziale e le ramificazioni degli effetti. In ultima istanza, il monitoraggio e l'analisi degli andamenti settoriali consentono ai responsabili delle politiche di anticipare e mitigare i potenziali rischi per l'economia, adeguando le proprie risposte.

## 2 Sfide di più lungo periodo per le politiche di bilancio dell'area dell'euro

a cura di Edmund Moshhammer

### 1 Introduzione

**In futuro, è probabile che diverse sfide di più lungo periodo esercitino pressioni sulle finanze pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.** Oltre agli attuali oneri riflessi negli elevati rapporti debito/PIL di alcuni paesi dell'area dell'euro, accentuati dalla pandemia e dalla successiva crisi energetica, esistono molteplici sfide rilevanti di più lungo periodo per le dinamiche di bilancio. Il presente articolo esamina anzitutto alcune delle sfide più importanti e ne discute la rilevanza per le finanze pubbliche, concentrandosi sull'invecchiamento demografico (sezione 2), sulla fine del "dividendo di pace" (sezione 3), sulla digitalizzazione (sezione 4) e sui cambiamenti climatici (sezione 5). Riconoscendo l'incertezza relativa a qualsiasi quantificazione di tali sfide, la sezione 6 presenta alcune stime preliminari, puramente indicative, dell'ulteriore sforzo di bilancio che potrebbe essere necessario per garantire la sostenibilità nel lungo periodo delle finanze pubbliche in presenza di tali andamenti. Le implicazioni della digitalizzazione sono escluse da tale esercizio, considerata la forte incertezza che ne caratterizza la quantificazione. La sezione 7 presenta, infine, alcune osservazioni conclusive.

### 2 Costi di bilancio derivanti dall'invecchiamento della popolazione

**L'area dell'euro sta vivendo un processo di invecchiamento demografico.**

Nella regione si osserva un calo significativo dei tassi di fertilità che, insieme al costante aumento dell'aspettativa di vita, determina un invecchiamento della popolazione. Complessivamente, nell'Unione europea, in media l'aspettativa di vita residua all'età di 65 anni si è allungata nel corso degli ultimi due decenni, passando da 17,8 a 19,5 anni tra il 2002 e il 2022<sup>1</sup>.

**L'invecchiamento demografico costituisce una sfida per i conti pubblici.**

L'aumento del numero di cittadini anziani rispetto alla popolazione in età lavorativa esercita pressioni crescenti sui sistemi pensionistici a ripartizione. Inoltre, l'invecchiamento della popolazione comporta generalmente servizi di assistenza sanitaria e cure a lungo termine più ampi.

**Gli andamenti della spesa pubblica connessa all'invecchiamento demografico variano tra i diversi paesi dell'area dell'euro.** Il rapporto sull'invecchiamento della popolazione (2024 Ageing Report), pubblicato di recente, fornisce proiezioni di lungo

---

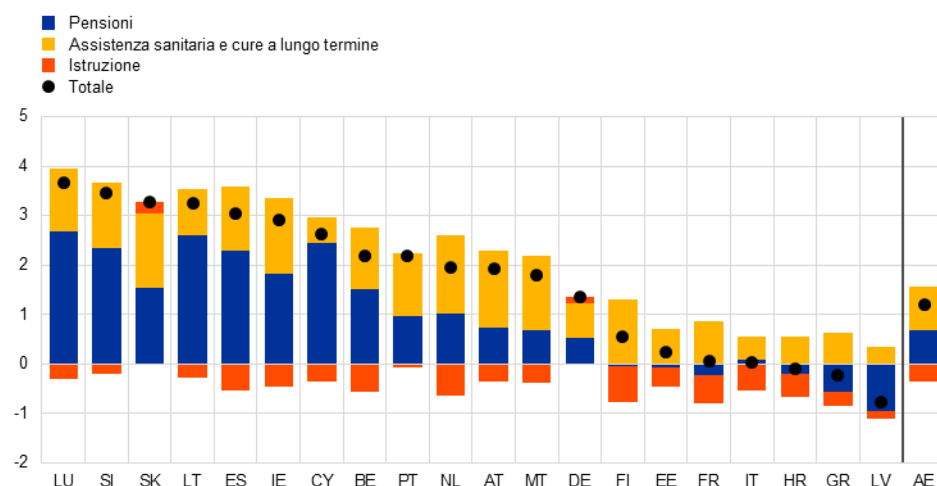
<sup>1</sup> Nel 2019 (ossia prima della pandemia) tale cifra ha raggiunto il massimo di 20,2 anni.

periodo dei principali fattori legati ai costi e delle relative componenti (che comprendono pensioni, assistenza sanitaria, cure a lungo termine e istruzione) negli Stati membri dell'UE per il periodo 2022-2070<sup>2</sup>. Nello scenario di base, che ipotizza non vi siano cambiamenti delle politiche, nel complesso l'area dell'euro dovrà far fronte a un aumento della spesa connessa all'invecchiamento della popolazione pari a 1,4 punti percentuali del PIL rispetto al livello attuale; in uno scenario di rischio tale aumento potrebbe arrivare a 4 punti percentuali. Inoltre, anche nello scenario di base cinque paesi potrebbero dover aumentare la spesa connessa all'invecchiamento della popolazione di oltre 3 punti percentuali del PIL (cfr. il grafico 1). La maggiore variabilità nella spesa tra paesi si osserva nell'aumento del costo pubblico delle pensioni, considerata la diversa natura dei fattori demografici e delle caratteristiche dei sistemi pensionistici nazionali (ad esempio, la misura in cui l'età pensionabile è collegata all'aspettativa di vita). Per far fronte ai maggiori oneri connessi con l'invecchiamento della popolazione sarà necessario attuare riforme o aumentare strutturalmente i risparmi in altri comparti.

### Grafico 1

#### Ulteriori sforzi di bilancio dovuti all'invecchiamento demografico

(in percentuale del PIL)



Fonti: 2024 Ageing Report ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra, per ciascuna componente, l'aumento medio dei costi connessi all'invecchiamento dal 2023 al 2070, ponderato per il reciproco del prodotto cumulato del differenziale interesse-crescita. Tale aumento può essere interpretato come il saldo di bilancio aggiuntivo costante necessario in tutti gli anni per far fronte all'onere derivante dall'invecchiamento della popolazione. La spesa pubblica per le pensioni è al netto del gettito fiscale.

## 3 Costi di bilancio derivanti dalla fine del “dividendo di pace”

**L'aggressione russa contro l'Ucraina ha dato origine ad ampie discussioni su sicurezza, spesa militare e stabilità geopolitica.** I membri della NATO appartenenti all'area dell'euro hanno risposto a questa sfida annunciando e implementando forti aumenti della spesa per la difesa, invertendo in maniera significativa le tendenze precedenti. Con la fine della guerra fredda, tutte le principali economie hanno ridimensionato le spese per la difesa (cfr. il pannello a) del

<sup>2</sup> Cfr. Commissione europea, “2024 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)”, *European Economy – Institutional Papers*, n. 279, aprile 2024.



grafico 2). Gli Stati Uniti e il Regno Unito hanno ridotto di oltre la metà le proprie spese, passando da oltre il 10 per cento del PIL negli anni '50 a meno del 5 per cento a partire dagli anni '90. A loro volta, la Germania e la Francia hanno ridotto le spese in questo settore da oltre il 4 per cento del PIL a meno del 2 attuale. Il “dividendo di pace” ha consentito ai governi di riorientare i propri bilanci verso nuove priorità, come ad esempio l'aumento della spesa per la previdenza sociale<sup>3</sup>. In seguito all'annessione della Crimea da parte della Russia, nel 2014, tutti i membri della NATO hanno convenuto di destinare almeno il 2 per cento del PIL alle spese militari<sup>4</sup>. Da allora, e in particolare in seguito all'invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha aumentato la spesa per la difesa (cfr. il pannello b) del grafico 2). Se tutti i paesi dell'area (compresi quelli che non fanno parte della NATO) aumentassero le spese per la difesa al 2 per cento del PIL, si stima che i costi aggiuntivi sarebbero pari a 71 miliardi di euro all'anno, lo 0,5 per cento del PIL dell'area dell'euro<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Cfr. l'articolo 2 *La spesa sociale: i paesi dell'area dell'euro a confronto* nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

<sup>4</sup> Dei 32 paesi attualmente membri della NATO solo tre hanno raggiunto tale obiettivo nel 2014. Al 2023, tuttavia, il numero è salito a 11 e si prevede che arriverà a 18 entro la fine del 2024. Cfr. la [conferenza stampa pre-ministeriale del Segretario generale della NATO Jens Stoltenberg](#), 14 febbraio 2024.

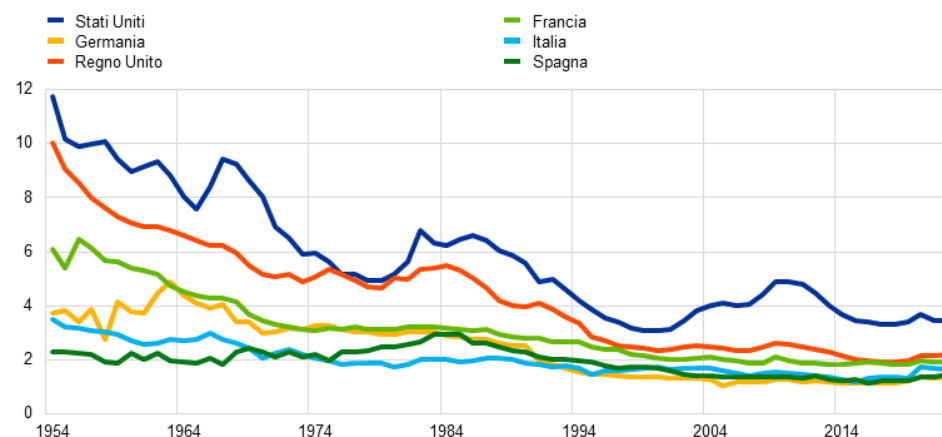
<sup>5</sup> Cfr. anche Freier, M., Ioannou, D. e Vergara Caffarelli, F., “EU public goods and military spending”, riquadro 16 in *“The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective – Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment”*, *Occasional Paper Series*, n. 311, BCE, marzo 2023.

## Grafico 2

### Spesa pubblica per la difesa

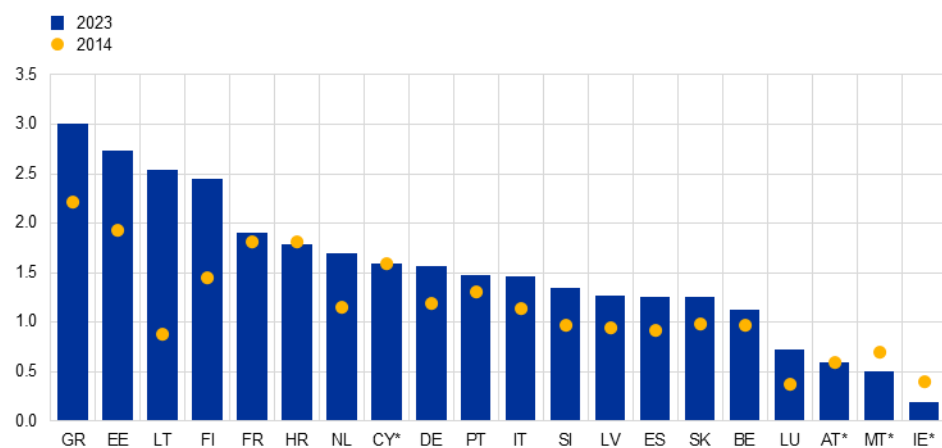
#### a) Riduzione a lungo termine dall'apice della guerra fredda

(spesa in percentuale del PIL, 1954-2022)



#### b) Variazioni in seguito all'annessione della Crimea da parte della Russia nel 2014

(spesa in percentuale del PIL)



Fonti: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI), NATO ed Eurostat.

Note: i dati nel pannello a) sono resi disponibili dal SIPRI. Nel pannello b) gli asterischi indicano i paesi non appartenenti alla NATO, i cui dati sono tratti da Eurostat, e gli istogrammi blu si riferiscono al 2022. I dati relativi agli altri paesi sono resi disponibili dalla NATO (comunicato stampa del 7 luglio 2023).

**La spesa aggiuntiva per la difesa potrebbe potenzialmente aumentare la crescita del PIL nell'UE e avere implicazioni positive per la sostenibilità dei conti pubblici nel più lungo periodo, se: a) è concentrata in investimenti ad alta intensità di R&S; b) non sostituisce altri investimenti produttivi e c) è basata su fonti con sede nell'UE.**

Secondo la Commissione europea, affidare gli appalti nel settore della difesa a fornitori con sede nell'UE e, di conseguenza, riorientare all'interno dell'UE l'approvvigionamento di attrezzature e servizi per la difesa potrebbe stimolare la crescita economica nel più lungo termine.

La Commissione ha recentemente annunciato la strategia industriale europea della difesa, che incoraggia gli Stati membri a effettuare investimenti strategici nella difesa, promuovendo nel contempo la collaborazione e la cooperazione all'interno dell'UE<sup>6</sup>. Uno dei pilastri di tale strategia consiste nel garantire che i prodotti per la

<sup>6</sup> Cfr. il [sito Internet](#) della Commissione per ulteriori dettagli.

difesa siano prontamente disponibili attraverso la base tecnologica e industriale di difesa europea. Si tratta di incentivare gli Stati membri ad acquistare attrezzature e servizi per la difesa da fornitori all'interno dell'Unione europea, rafforzando in tal modo le industrie nazionali, riducendo la dipendenza da fonti esterne e migliorando la capacità di tenuta in caso di potenziali shock geopolitici. Secondo la Commissione, ciò potrebbe sostenere la crescita e lo sviluppo di imprese nel settore della difesa con sede nell'UE, promuovendo l'innovazione, la creazione di posti di lavoro e il progresso tecnologico all'interno della regione. Inoltre, questo impulso potrebbe estendersi ad altri settori e, in ultima analisi, accrescere il gettito fiscale.

**L'impatto economico della guerra russa si estende ben oltre l'ambito della spesa militare.** Nei due anni successivi all'invasione dell'Ucraina, gli Stati membri e le istituzioni dell'UE hanno impegnato risorse, stimate pari allo 0,55 per cento del PIL annuo dell'Unione, a titolo di sostegno bilaterale a breve termine<sup>7</sup>. Inoltre, l'UE ha anche istituito uno strumento di sostegno finanziario all'Ucraina, con una dotazione pari a 50 miliardi di euro per il periodo 2024-2027. La Banca mondiale stima che il fabbisogno complessivo dell'Ucraina per la ripresa e la ricostruzione ammonterà a circa 486 miliardi di dollari nei prossimi dieci anni<sup>8</sup>.

**Nel 2022 e nel 2023, inoltre, i governi hanno dovuto far fronte alla conseguente crisi energetica e agli elevati livelli di inflazione che ne sono derivati.**

Indirettamente, la guerra in Ucraina ha innescato una risposta di bilancio temporanea di ampie dimensioni a livello europeo, volta a contrastare i prezzi elevati dell'energia e la conseguente inflazione, mettendo in evidenza le molteplici sfide legate al conflitto<sup>9</sup>. I governi dovrebbero continuare a revocare nel 2024 le misure di sostegno connesse all'energia per consentire al processo di disinflazione di proseguire in maniera duratura; permarrà comunque la sfida a più lungo termine legata al miglioramento della sicurezza energetica dell'UE.

**Con la guerra in Ucraina ancora in corso e l'instabilità geopolitica in Medio Oriente e in altre parti del mondo, il costo complessivo di lungo termine per le finanze pubbliche legato alla fine del dividendo di pace rimane incerto e molto difficile da stimare.** Ad esempio, la frammentazione del commercio internazionale potrebbe avere gravi ripercussioni sia sui produttori sia sui consumatori. Se le imprese ristrutturassero le proprie catene produttive per reperire gli input da paesi geograficamente più vicini piuttosto che da quelli con le capacità produttive più efficienti, i costi di produzione potrebbero aumentare<sup>10</sup>. Sebbene molto difficili da

<sup>7</sup> Cfr. il database "Ukraine Support Tracker" fornito dal Kiel Institute for the World Economy.

<sup>8</sup> Cfr. Banca mondiale, "Ukraine – Third Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA3): February 2022 – December 2023", febbraio 2024.

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

<sup>10</sup> Cfr. Di Sano, M., Gunnella, V. e Lebastard, L., "Deglobalisation: risk or reality?", *Il blog della BCE*, 12 luglio 2023.

quantificare, gli effetti indiretti sui conti pubblici potrebbero essere considerevoli<sup>11</sup>. Permane quindi una notevole incertezza circa le conseguenze sui conti pubblici per il futuro.

#### 4 Costi di bilancio per colmare il divario nella digitalizzazione

**La crescente importanza delle catene del valore digitali e delle tecnologie di trasformazione richiede ingenti investimenti nelle infrastrutture e nei servizi pubblici digitali per mantenere la competitività.** Prima dell'istituzione del dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) nel 2021, la Commissione europea aveva stimato in 125 miliardi all'anno (circa lo 0,9 per cento del PIL dell'UE) il divario negli investimenti digitali tra l'Unione europea e gli Stati Uniti e la Cina e aveva chiesto che tali costi fossero ripartiti tra il settore privato e quello pubblico<sup>12</sup>. Ciò comporterà notevoli investimenti in infrastrutture digitali, in particolare per quanto riguarda le reti di telecomunicazione.

**Nel 2022 l'UE ha adottato il programma strategico per il decennio digitale 2030, un insieme di traguardi e obiettivi volti a recuperare terreno nel settore della trasformazione digitale, sostenuti da investimenti pubblici.** L'RRF coprirà circa il 70 per cento dei finanziamenti complessivi del programma, pari a 117 miliardi di euro in totale, di cui 16,6 miliardi già versati a fine marzo per finanziare la transizione digitale (cfr. il pannello a) del grafico 3)<sup>13</sup>. In base alle norme dell'UE, almeno il 20 per cento di tutti i fondi erogati nell'ambito dell'RRF deve essere destinato alla transizione digitale. Tuttavia, la maggior parte degli Stati membri supera tale soglia minima nei propri piani per la ripresa e la resilienza rivisti: gli stanziamenti specifici per paese di fondi RRF destinati alla transizione digitale sono compresi tra il 20 per cento di Croazia e Slovenia e il 48,1 della Germania. Il grado di digitalizzazione è ancora notevolmente eterogeneo da un paese all'altro. Al fine di valutare i progressi compiuti verso il conseguimento dei traguardi fissati, è stato elaborato l'Indice di digitalizzazione dell'economia e della società (Digital Economy and Society Index, DESI) (cfr. il pannello b) del grafico 3), un indice composito che comprende 32 sottoindicatori, 11 dei quali direttamente collegati al Decennio digitale. Il breve orizzonte temporale limita qualsiasi inferenza causale, ma le stime suggeriscono che esiste una correlazione significativa tra i punteggi DESI e il PIL pro capite, rafforzando ulteriormente l'attuale agenda del Decennio digitale<sup>14</sup>. Gli investimenti

<sup>11</sup> La ristrutturazione delle catene produttive volta a privilegiare la prossimità geografica rispetto all'efficienza potrebbe tradursi in un aumento dei costi di produzione, un calo dell'occupazione e interruzioni delle catene di approvvigionamento. Ciò finirebbe per incidere sulle entrate pubbliche derivanti dalla tassazione delle imprese, dalle imposte sul reddito delle persone fisiche, dalle imposte sulle vendite e dal commercio internazionale. Inoltre, potrebbe scoraggiare gli investimenti per l'innovazione, ostacolando ulteriormente la crescita economica a lungo termine e il gettito fiscale.

<sup>12</sup> Cfr. Commissione europea, "Identifying Europe's recovery needs" (SWD/2020/98 final), 27 maggio 2020.

<sup>13</sup> Cfr. il capitolo 5 "Delivering the Digital Decade with EU investments" in "Implementation of the Digital Decade objectives and the Digital Rights and Principles", Commissione europea (SWD/2023/570 final), 27 settembre 2023.

<sup>14</sup> Cfr. Olczyk, M. e Kuc-Czarnecka, M., "Digital transformation and economic growth – DESI improvement and implementation", *Technological and Economic Development of Economy*, vol. 28, n. 3, 2022, pagg. 775-803.

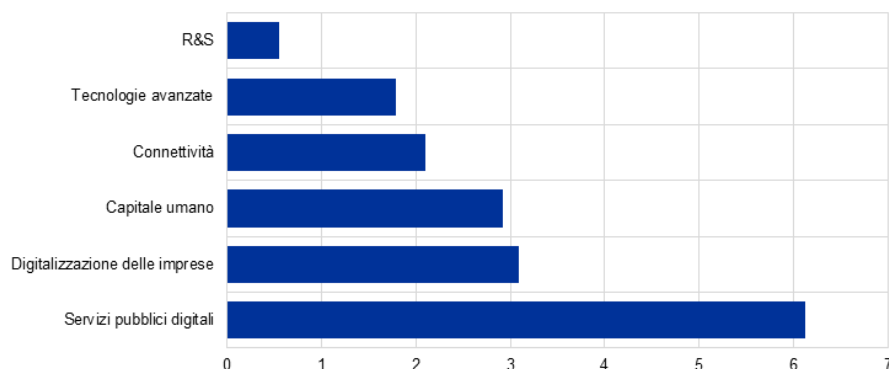
digitali che rafforzano la crescita economica potrebbero, in ultima analisi, favorire anche il gettito fiscale.

### Grafico 3

#### Fondi RRF destinati alla digitalizzazione e punteggi DESI

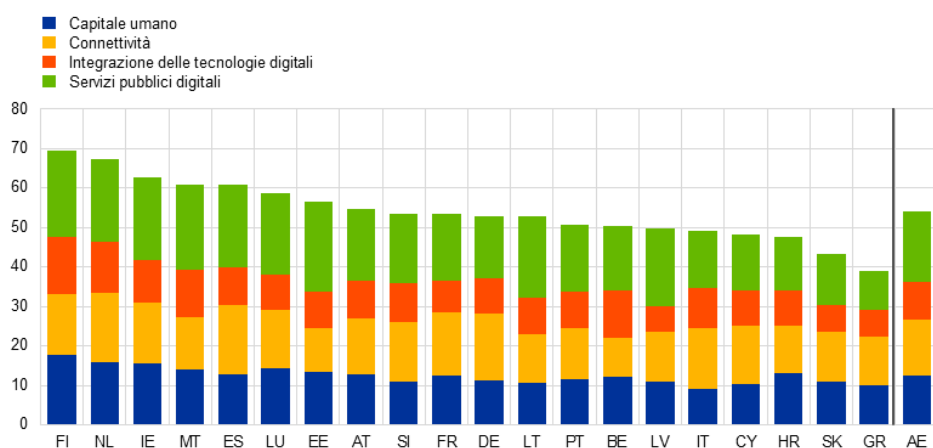
##### a) Erogazioni RRF destinate a obiettivi digitali: scomposizione per area di intervento

(miliardi di euro; a marzo 2024)



##### b) Punteggi DESI 2023

(in percentuale dei punteggi obiettivo per il 2030)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: nel pannello b) l'obiettivo per ciascuna delle quattro categorie ampie è un punteggio massimo di 25 punti.

## 5 Effetti dei cambiamenti climatici sui conti pubblici

**I cambiamenti climatici pongono sfide di bilancio complesse per le economie dell'area dell'euro.** Dai costi diretti degli eventi meteorologici estremi alle più ampie implicazioni economiche della transizione verso un futuro a basse emissioni di anidride carbonica, l'impatto dei cambiamenti climatici sui conti pubblici presenta molteplici sfaccettature e richiede un'analisi e un'azione approfondite. Come delineato nel piano della BCE sul clima e sulla natura 2024-2025, le banche centrali dovranno migliorare la comprensione di tali fattori determinanti per conseguire i loro obiettivi fondamentali.

### **Gli eventi meteorologici estremi, che potrebbero diventare più frequenti e gravi per effetto dei cambiamenti climatici, pongono rischi immediati e concreti.**

I costi economici di alluvioni, tempeste, ondate di calore e siccità sono nettamente aumentati negli ultimi decenni e comportano ingenti oneri finanziari per le pubbliche amministrazioni<sup>15</sup>. I costi sostenuti per il soccorso, la riparazione delle infrastrutture e i servizi di assistenza sanitaria in seguito a tali eventi mettono a dura prova le finanze pubbliche, distogliendo risorse da altri settori essenziali. Al tempo stesso, l'onere legato ai cambiamenti climatici non è distribuito in maniera uniforme tra i diversi paesi dell'area dell'euro. Ad esempio, il progetto PESETA IV della Commissione europea stima che le perdite, in termini di benessere, dovute ai cambiamenti climatici saranno di gran lunga maggiori nelle regioni meridionali rispetto a quelle settentrionali dell'Europa, principalmente a causa delle temperature più elevate e della scarsità di acqua<sup>16</sup>. Questa disomogeneità è ulteriormente aggravata dal fatto che alcuni paesi che hanno storicamente subito perdite significative presentano anche ampie carenze in termini di protezione assicurativa<sup>17</sup>. In tale contesto, un recente documento di discussione della Commissione europea mette in evidenza le ripercussioni che gli eventi climatici estremi possono avere sui bilanci pubblici<sup>18</sup>. Secondo le stime di tale documento, in uno scenario in cui le temperature globali aumentano di 2°C nel lungo periodo, in otto paesi dell'area dell'euro il rapporto debito pubblico/PIL potrebbe aumentare di oltre 2 punti percentuali entro il 2032, per effetto di eventi meteorologici estremi.

**La transizione a un'economia a basse emissioni di carbonio comporta costi iniziali e sfide politiche rilevanti.** Le misure di mitigazione (quali gli investimenti in infrastrutture per le energie rinnovabili, i miglioramenti in termini di efficienza energetica e altre strategie di riduzione delle emissioni) richiedono ingenti risorse finanziarie e una pianificazione a lungo termine. Gli investimenti verdi, sia nel settore pubblico sia in quello privato, saranno essenziali per favorire la transizione a un'economia sostenibile<sup>19</sup>. I meccanismi di prezzo, come un'imposta sul contenuto di carbonio, offrono una potenziale fonte di entrate che potrebbe parzialmente compensare i costi di bilancio derivanti dalle politiche climatiche<sup>20</sup>. Recenti stime del FMI, basate su un modello di equilibrio generale dinamico neo-keynesiano, suggeriscono che i disavanzi primari nelle economie avanzate potrebbero aumentare di circa 0,4 punti percentuali del PIL nei prossimi decenni, per effetto di un pacchetto di misure volto a conseguire l'azzeramento delle emissioni nette nel

<sup>15</sup> Si stima che le perdite economiche globali ammontino a 4.300 miliardi di dollari. Cfr. World Meteorological Organization, "Atlas of Mortality and Economic Losses from Weather, Climate and Water-Related Hazards (1970-2021)", 22 maggio 2023.

<sup>16</sup> Cfr. Feyen, L., Ciscar, J.C., Gosling, S., Ibarreta, D. e Soria, A. (a cura di), "Climate change impacts and adaptation in Europe", rapporto finale JRC PESETA IV, 2020.

<sup>17</sup> Cfr. BCE e EIOPA, "Policy options to reduce the climate insurance protection gap", Discussion Paper, aprile 2023.

<sup>18</sup> Cfr. Gagliardi, N., Arévalo, P. e Pamies, S., "The Fiscal Impact of Extreme Weather and Climate Events: Evidence for EU Countries", European Economy Discussion Papers, n. 168, Commissione europea, luglio 2022.

<sup>19</sup> In Europa, ad esempio, si stima che 275 miliardi di euro provenienti dai fondi di Next Generation EU e REPowerEU saranno destinati a sostenere gli investimenti in tecnologie pulite, mentre 118 miliardi di euro sono stati accantonati per contribuire al finanziamento della transizione verso l'energia pulita entro il 2027 nell'ambito della politica di coesione.

<sup>20</sup> Cfr. l'articolo 1 *Politiche di bilancio per l'attenuazione degli effetti dei cambiamenti climatici nell'area dell'euro* nel numero 6/2022 di questo Bollettino.

2050<sup>21</sup>. Tuttavia, ciò presuppone che un'ampia quota della spesa pubblica per gli investimenti e i sussidi verdi sia finanziata dal gettito proveniente dalle imposte sul contenuto di carbonio.

**Le conseguenze macroeconomiche e finanziarie dei cambiamenti climatici e delle politiche a essi collegate possono anche avere un impatto indiretto sulle finanze pubbliche.** Le conseguenze economiche dei cambiamenti climatici (tra cui perdite di produttività, interruzioni delle catene di approvvigionamento e minori produzioni nel settore agricolo) possono frenare la crescita del PIL. La contrazione dell'attività economica che ne segue può, a sua volta, erodere le entrate pubbliche e comportare un aumento del servizio del debito. Simulazioni basate su modelli condotte dal Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS) suggeriscono che in alcuni paesi dell'area dell'euro potrebbero verificarsi perdite significative in termini di prodotto reale. Nel condurre tale analisi è necessario comparare il costo delle diverse politiche di transizione<sup>22</sup> con la riduzione dei rischi fisici derivanti da eventi legati al clima. Ad esempio, nello scenario "net-zero by 2050", che limita il riscaldamento globale a 1,5°C mediante rigide politiche climatiche e innovazioni, le perdite in termini di prodotto reale sono piuttosto contenute (cfr. il pannello a) del grafico 4). Tuttavia, le costose politiche di transizione implicano picchi di inflazione e aumenti relativamente persistenti dei tassi di interesse (che aumentano in media di 1 punto percentuale; cfr. il pannello b) del grafico 4). I rialzi dei tassi di interesse tendono a riflettere le pressioni inflazionistiche dovute ai prezzi legati al contenuto di carbonio, come anche la crescita nella domanda di investimenti<sup>23</sup>. Gli aumenti dei tassi di interesse nello scenario "net-zero by 2050" dell'NGFS rappresentano la determinante principale nel lungo periodo del differenziale tra tassi di interesse e crescita. Ad esempio, per un paese con un debito pari al 60 per cento del PIL, un aumento di 1 punto percentuale del differenziale tra tassi di interesse e crescita comporterebbe, col tempo, un aumento dell'onere annuo per il servizio del debito pari a 0,6 punti percentuali del PIL. Ovviamente tali simulazioni si basano su ipotesi forti e implicano un ampio grado di

<sup>21</sup> Cfr. il capitolo 1 del *Fiscal Monitor di ottobre 2023* dell'FMI.

<sup>22</sup> La Fase IV dell'NGFS simula l'impatto in termini di rischi fisici e di transizione di cinque scenari di transizione rispetto a un ipotetico scenario di base in assenza di tali rischi. "Net-zero by 2050" (emissioni nette pari a zero entro il 2050) è uno scenario ambizioso che limita il riscaldamento globale a 1,5°C mediante rigide politiche climatiche e innovazioni, con l'obiettivo di azzerare le emissioni di anidride carbonica intorno al 2050. Lo scenario "Delayed transition" (transizione posticipata) ipotizza che le emissioni mondiali annue non inizino a diminuire prima del 2030, oltre all'adozione di rigide politiche volte a contenere il riscaldamento globale al di sotto dei 2°C. Nello scenario "Below 2°C" (al di sotto dei 2°C) le politiche climatiche diventano gradualmente più rigide, con una probabilità pari al 67 per cento che il riscaldamento globale non superi i 2°C. Lo scenario "NDCs" (nationally determined contributions, contributi determinati a livello nazionale) prevede l'attuazione di tutti i contributi determinati a livello nazionale, inclusi quelli concordati, ma non ancora attuati. Lo scenario "Fragmented world" (mondo frammentato) ipotizza che a livello mondiale vengano adottate politiche climatiche diverse per tipologia e tempistica, con elevati rischi di transizione in alcuni paesi e rischi fisici ovunque, dovuti all'inefficienza complessiva della transizione.

<sup>23</sup> Per questi scenari macroeconomici l'NGFS applica il modello NiGEM, che prevede che le banche centrali seguano la regola di Taylor e in cui è garantita la solvibilità dei conti pubblici a lungo termine. Si ipotizza inoltre che il 50 per cento del prezzo delle emissioni si trasmetterà direttamente ai prezzi al consumo. Nel modello NiGEM livelli di investimento più elevati possono tradursi in tassi di interesse reali persistentemente più alti, a causa di più fattori interconnessi. In primo luogo, la maggiore domanda di investimenti può avere un effetto di spiazzamento, per cui la maggiore competizione per le risorse disponibili sul mercato dei capitali fa aumentare i costi di indebitamento. Inoltre, le aspettative di inflazione, se influenzate dall'accresciuta attività di investimento, possono indurre i risparmiatori a chiedere tassi di interesse nominali più elevati, determinando un rialzo di quelli reali. Al contempo, la formulazione concreta del comportamento della banca centrale ha effetti importanti sul profilo dei tassi di interesse nelle simulazioni del modello.

incertezza del modello<sup>24</sup>. È necessario approfondire ulteriormente diversi aspetti, tra cui le determinanti dell'aumento dei tassi di interesse a lungo termine e il ruolo della politica monetaria, e la BCE sta attivamente contribuendo a tale ricerca.

**Secondo la normativa UE, almeno il 37 per cento di tutti i fondi erogati nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza deve essere destinato alla transizione ecologica.** Sebbene gli Stati membri decidano spesso di spendere delle quote significativamente più elevate (dal 37,4 per cento in Lituania al 68,8 in Lussemburgo e Malta), le risorse del dispositivo possono coprire solo una porzione contenuta del fabbisogno di un paese di investimenti legati al clima.

---

<sup>24</sup> Cfr., ad esempio, l'articolo 1 *Le implicazioni macroeconomiche della transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica* nel numero 5/2023 di questo Bollettino e il riquadro 4 *Valutazione degli effetti macroeconomici delle politiche di transizione connesse ai cambiamenti climatici* nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

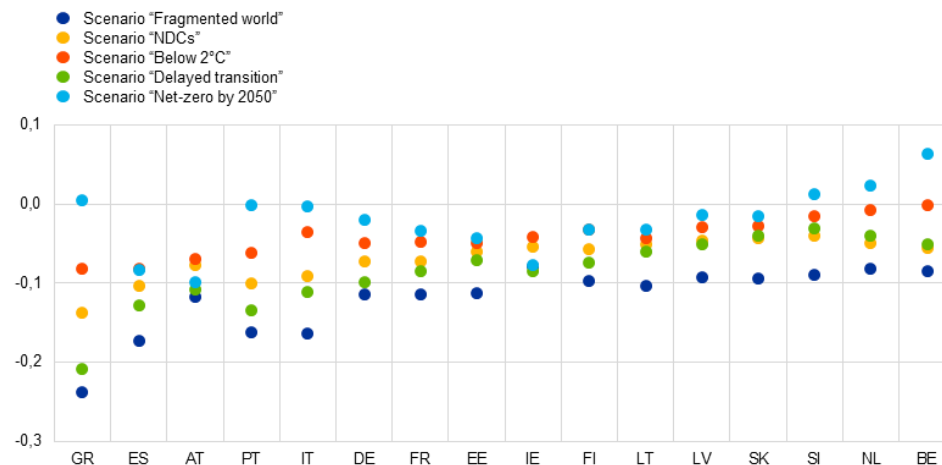


## Grafico 4

### Simulazione dell'impatto dei cambiamenti climatici in vari scenari di transizione

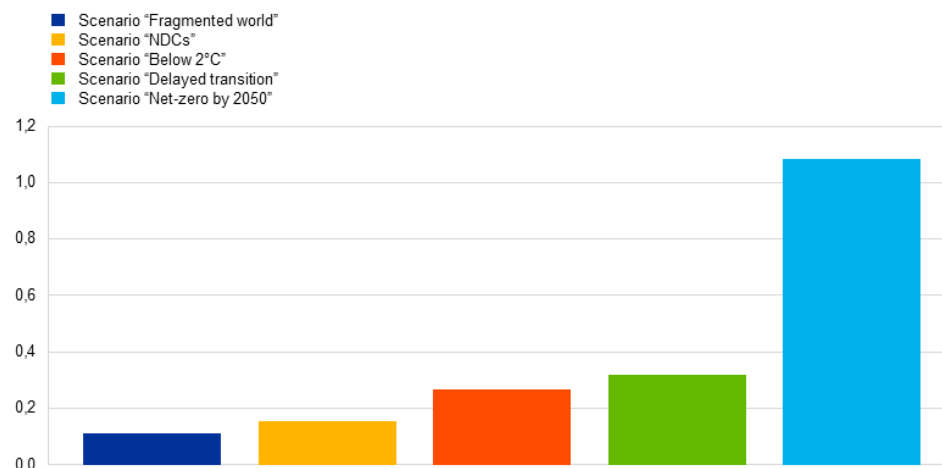
#### a) Impatto sui tassi di crescita del PIL in termini reali

(variazioni in punti percentuali; medie per il periodo 2024-2050)



#### b) Impatto sui tassi di interesse a lungo termine

(variazioni in punti percentuali; medie per il periodo 2024-2050)



Fonti: scenari a lungo termine elaborati dall'NGFS (Fase IV) ed elaborazioni della BCE.

Note: cfr. la nota **Errore. Il segnalibro non è definito.** a piè di pagina per una descrizione degli scenari dell'NGFS. L'ordine dei paesi si basa sull'impatto medio tra i vari scenari. I dati si riferiscono alle medie geometriche per il periodo 2024-2050 e non sono disponibili per Cipro, Croazia, Lussemburgo e Malta. Le simulazioni dell'NGFS impiegano tre modelli differenti (GCAM, MESSAGEix-GLOBIOM e REMIND-MAGPIE) e i risultati presentati in questa sede sono medie di quelli ottenuti dai tre modelli.

## 6 Impatto cumulato

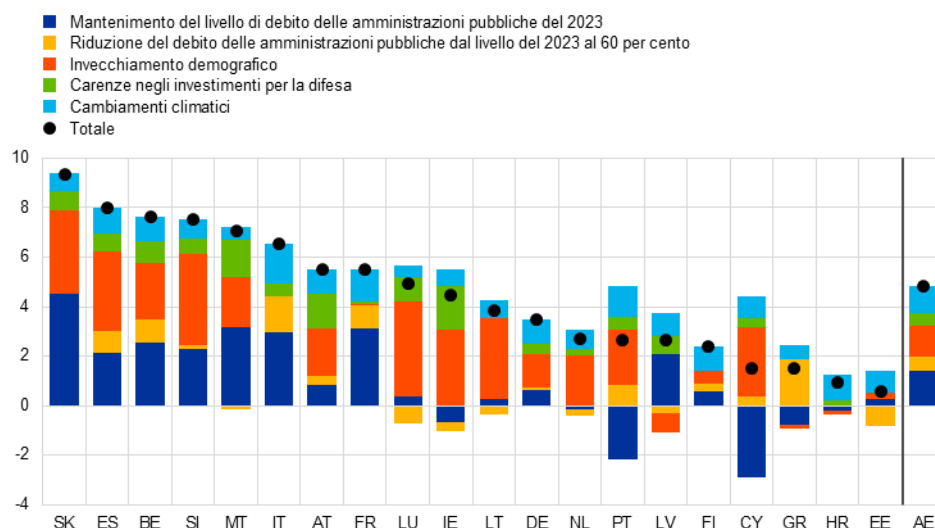
**Nella presente sezione si fornisce una stima approssimativa e puramente indicativa del possibile onere a carico delle finanze pubbliche derivante dalle dinamiche illustrate nelle parti precedenti.** Un solo indicatore aggrega le varie componenti (cfr. il grafico 5 e il riquadro 1), stimando l'aggiustamento di bilancio che ogni paese dell'area dell'euro dovrebbe attuare dal 2024 e mantenere per tutto

l'orizzonte temporale di simulazione<sup>25</sup>. L'obiettivo di lungo termine condiviso è un rapporto tra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL pari al 60 per cento (ai sensi del Trattato) entro il 2070<sup>26</sup>. Tale misura, volta a colmare il divario di bilancio, è indicativa e necessita di analisi e interpretazione ulteriori perché sia possibile trarre conclusioni di carattere normativo. I paesi dovranno verificare ed eseguire i rispettivi percorsi di aggiustamento. Inoltre, l'attuazione di riforme strutturali più ambiziose, in particolare quelle a supporto della crescita a lungo termine, contribuirebbe a ridurre l'onere per le finanze pubbliche, che in questa sede è calcolato sulla base delle attuali previsioni circa i tassi di crescita a lungo termine. Anche per questa ragione l'esercizio esclude la digitalizzazione, in quanto i benefici di quest'ultima potrebbero potenzialmente compensare parte dei costi a carico dei conti pubblici.

### Grafico 5

#### Panoramica degli sforzi di bilancio necessari per far fronte a sfide specifiche

(in percentuale del PIL)



Fonti: rapporto del 2024 sull'invecchiamento della popolazione (Ageing Report), Debt Sustainability Monitor 2023 della Commissione europea, simulazioni della Fase IV dell'NGFS, *Fiscal Monitor* di ottobre 2023 dell'FMI, NATO, Eurostat ed elaborazioni della BCE. Note: il grafico mostra il miglioramento immediato, permanente e una tantum del rapporto tra saldo primario strutturale e PIL, necessario a raggiungere un rapporto debito pubblico/PIL pari al 60 per cento entro il 2070, che include il finanziamento di eventuali spese aggiuntive fino al 2070, legate all'invecchiamento demografico, alla difesa e al clima. Per una descrizione della metodologia, cfr. il riquadro 1.

**Ridurre il rapporto tra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL dai livelli attuali al 60 per cento entro il 2070 richiederebbe in media un aumento immediato e permanente dei saldi primari dei paesi dell'area dell'euro del 2 per cento del PIL (porzioni di colore blu scuro e giallo degli istogrammi del**

<sup>25</sup> Cfr. anche la sezione "Fiscal Policy Sustainability and Structural Spending Pressures" del capitolo 1 del *Fiscal Monitor di aprile 2024* dell'FMI, che contiene dei dettagli di un esercizio analogo con conclusioni simili. Il Fondo monetario internazionale mostra che le economie avanzate sono attualmente soggette a pressioni ulteriori sulla spesa pubblica, che entro il 2030 saranno pari al 7,4 per cento del PIL. Ciò include aumenti di 1 punto percentuale della spesa per interessi, di 2 punti percentuali per la spesa legata agli interventi per il clima (nello scenario "net-zero by 2050"), di 2,9 per l'invecchiamento demografico, di 0,6 per la spesa nel settore della difesa e di 1 punto percentuale per le politiche industriali e per il perseguimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite.

<sup>26</sup> Il rapporto tra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL pari al 60 per cento di cui all'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, è specificato nel relativo Protocollo n. 12.

**grafico 5).** In 16 paesi dell'area dell'euro sarebbero necessari degli aggiustamenti di bilancio anche solo per mantenere i livelli di debito attuali, con risparmi medi pari all'1,4 per cento del PIL (porzioni blu degli istogrammi). Un'ulteriore riduzione del debito, volta a raggiungere il 60 per cento del PIL, richiederebbe, in media, risparmi aggiuntivi totali pari allo 0,6 per cento del PIL nell'area dell'euro; i paesi con un livello di debito elevato dovrebbero attuare gli aggiustamenti più ingenti (porzioni gialle degli istogrammi).

**Le sfide ulteriori illustrate in precedenza, esclusa la digitalizzazione, potrebbero aumentare il disavanzo nella media dell'area dell'euro di circa ulteriori 3 punti percentuali di PIL<sup>27</sup>.** Ci si attende che, tra tali sfide,

l'invecchiamento demografico rappresenti il peso principale per i conti pubblici nei prossimi cinque decenni, richiedendo potenzialmente una maggiore spesa fino al 4 per cento del PIL per alcuni paesi (l'1,2 nella media dell'area). Per quanto riguarda l'obiettivo fissato dalla NATO per la spesa nel settore della difesa, quattro dei membri dell'organizzazione appartenenti all'area dell'euro sono già al 2 per cento del PIL, mentre gli altri dodici devono prevedere uscite aggiuntive, fino all'1 per cento del PIL, che al livello dell'area si tradurrebbe in una media dello 0,5 per cento del PIL. Per i quattro paesi che non sono nella Nato, cioè Irlanda, Cipro, Malta e Austria, non sussiste un requisito formale di destinare un ammontare specifico alla difesa. In ogni caso, il grafico 5 mostra il divario rispetto al 2 per cento del PIL in considerazione del contesto geopolitico in evoluzione<sup>28</sup>. Per quanto riguarda i cambiamenti climatici, nell'ipotesi prevista dallo scenario "net-zero by 2050", che limita il riscaldamento globale a 1,5°C, si stima un aumento medio dei costi pari all'1,1 per cento del PIL nel complesso dell'area. Ciò è da ricondursi a un incremento pari a 0,4 punti percentuali nel rapporto disavanzo primario pubblico/PIL calcolato dall'FMI e all'aumento del peso del debito contenuto nelle proiezioni dell'NGFS<sup>29</sup>.

**L'aggiustamento di bilancio necessario risulta elevato nel confronto storico, ma non senza precedenti.** Nel contempo, con riferimento a tutte le sfide esposte sopra, gli sforzi di bilancio necessari sono considerevolmente eterogenei tra paesi, con stime che variano dallo 0,5 a quasi il 10 per cento del PIL. In passato sono stati osservati aggiustamenti di bilancio ingenti principalmente in risposta a crisi fiscali gravi e in presenza di significativi eccessi di debito (debt overhang). Belgio, Irlanda e Finlandia hanno mantenuto avanzi primari corretti per gli effetti del ciclo economico pari a oltre il 5 per cento del PIL in media per più di un decennio negli anni '90 e all'inizio degli anni 2000<sup>30</sup>. In alcuni paesi le pressioni sui conti pubblici descritte potrebbero non intensificarsi nel breve termine; tuttavia, non è opportuno abbassare

<sup>27</sup> L'esclusione della digitalizzazione deriva principalmente dal numero limitato di previsioni affidabili e dalla mancanza di chiarezza riguardo l'interazione con altre variabili macroeconomiche e finanziarie rilevanti.

<sup>28</sup> Cfr. anche la comunicazione congiunta al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni [sull'analisi delle carenze di investimenti nel settore della difesa e sulle prospettive di percorso](#), Commissione europea, 18 maggio 2022. Per il Lussemburgo si ipotizza un obiettivo dell'1,7 per cento del PIL, in considerazione dell'impegno di spesa pari al 2 per cento del reddito nazionale lordo.

<sup>29</sup> I dati dello scenario di shock climatico, disponibili solo fino al 2050 nelle fonti, sono ottenuti tramite estrapolazione continua. Per la Grecia lo shock climatico ipotizzato dall'NGFS è adattato per riflettere il fatto che una quota significativa del debito totale consiste in debito con tassi fissi e scadenze lunghe.

<sup>30</sup> Cfr. il riquadro 8 [La passata esperienza dei paesi dell'UE nel mantenere elevati avanzi primari di bilancio](#) nel numero di giugno 2011 del Bollettino mensile della BCE.

la guardia, perché più a lungo viene posticipato un aggiustamento, maggiore sarà l'entità dello stesso.

**È inoltre molto probabile che nel medio termine emergano ulteriori oneri a carico dei bilanci pubblici.** Ad esempio, le simulazioni del modello impiegato nel presente articolo escludono le carenze negli investimenti per la digitalizzazione, i cui effetti di lungo termine sono ancora difficilmente individuabili. Inoltre, non è necessario tornare molto indietro nel tempo per registrare il verificarsi improvviso di un forte shock sui conti pubblici: nel 2020, a seguito della pandemia di COVID-19, il rapporto tra il debito delle amministrazioni pubbliche e il PIL dell'area dell'euro è aumentato in totale di 13 punti percentuali. Nel contempo la simulazione dei cambiamenti climatici si basa su ipotesi semplificatrici e sull'improbabile premessa che un contenimento del riscaldamento globale entro 1,5°C sia ancora realizzabile. Non rileva, inoltre, l'impatto di eventi con ripercussioni sociali (come un conflitto, ad esempio), di momenti critici o di effetti macroeconomici (quali variazioni dei prezzi e della produttività). Ciò suggerisce che potrebbero insorgere ulteriori costi significativi a carico delle finanze pubbliche riconducibili ai cambiamenti climatici<sup>31</sup>. In positivo, comunque, la simulazione potrebbe sottostimare potenziali effetti economici positivi legati a un aumento della spesa pubblica, quali gli investimenti in digitalizzazione. Mentre gli scenari relativi all'invecchiamento demografico e ai cambiamenti climatici si fondano su un insieme di ipotesi coerenti tra loro, che incorporano anche effetti macroeconomici, la modellizzazione delle spese militari non tiene conto del possibile impatto macroeconomico (ad esempio i benefici del progresso tecnologico possono trasmettersi dal settore della difesa all'economia nel suo complesso).

## Riquadro 1

### Metodologia dell'indicatore di divario di bilancio

---

Al fine di confrontare le diverse pressioni a lungo termine sui conti pubblici in un unico indicatore per ogni paese, si calcola il miglioramento immediato e permanente nel saldo primario strutturale necessario a portare il rapporto debito pubblico/PIL al 60 per cento entro il 2070. Oltre a tenere conto delle esigenze di aggiustamento volte a stabilizzare e poi ridurre il livello di debito iniziale fino all'obiettivo, l'indicatore incorpora i costi aggiuntivi derivanti dall'invecchiamento demografico, dalle spese militari e dai cambiamenti climatici.

### Calcolo del divario di bilancio e delle relative componenti

Il debito delle amministrazioni pubbliche in euro alla fine di ogni anno è dato dalla somma di quattro componenti: a) il debito alla fine dell'anno precedente, b) gli interessi maturati su di esso, c) il saldo primario negativo, d) eventuali raccordi disavanzo-debito. In rapporto al PIL, considerando un'economia con un bilancio in pareggio e senza raccordi disavanzo-debito, il peso del debito cresce annualmente in misura proporzionale al differenziale tra costo del debito e crescita del prodotto. Tale differenziale è dato dal rapporto tra a) uno più il tasso di interesse nominale

<sup>31</sup> Secondo l'Emissions Gap Report pubblicato recentemente dalle Nazioni Unite, perfino nello scenario più ottimistico la possibilità di limitare il riscaldamento globale a 1,5°C è soltanto del 14 per cento, mentre è molto probabile che esso superi i 2 o anche i 3°C. Cfr. il programma delle Nazioni Unite per l'ambiente, "Emissions Gap Report 2023: Broken Record – Temperatures hit new highs, yet world fails to cut emissions (again)", novembre 2023; ed Elderson, F., "Know thyself" – avoiding policy mistakes in light of the prevailing climate science", intervento tenuto al Delphi Economic Forum IX il 12 aprile 2024.

medio e b) uno più il tasso di crescita del PIL nominale. Tuttavia, la dinamica del debito pubblico è determinata altresì dai saldi primari futuri e da eventuali raccordi disavanzo-debito. Dall'identità di cui sopra si può applicare l'approccio basato sul valore attuale netto (net present value, NPV), che sconta i flussi futuri con i differenziali annui tra tassi di interesse e crescita, consentendo così un loro confronto su vari orizzonti temporali. Ad esempio, al fine di ridurre di una determinata percentuale l'attuale rapporto debito pubblico/PIL, un'amministrazione pubblica potrebbe risparmiare una certa quota nell'anno in corso o la stessa quota scontata del differenziale tra tassi di interesse e crescita nell'anno successivo. Più in generale, la differenza tra a) l'NPV del debito delle amministrazioni pubbliche come percentuale del PIL a una data futura e b) l'attuale debito delle amministrazioni pubbliche è pari all'NPV dei saldi primari (negativi) più eventuali flussi derivanti da raccordi disavanzo-debito tra il momento attuale e la data futura.

L'indicatore del divario di bilancio è definito come il miglioramento permanente del rapporto tra saldo primario strutturale e PIL a partire dal 2024 necessario a raggiungere un debito delle amministrazioni pubbliche pari al 60 per cento del PIL entro il 2070. Al fine di determinare l'NPV dei flussi di bilancio necessari a raggiungere l'obiettivo, si prende a) il debito delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL nel 2023, b) si sottrae l'NPV del 60 per cento del PIL scontato del debito dal 2070 al 2023, c) si somma l'NPV dei saldi primari negativi più i flussi dei raccordi disavanzo-debito dal 2024 al 2070. Si converte poi questo NPV in un flusso stabile di saldi primari che garantiscono il raggiungimento dell'obiettivo finale.

Tale approccio può essere altresì impiegato per fornire una scomposizione del divario di bilancio nelle diverse determinanti. Guardando l'equazione mostrata di seguito, si scompone lo sforzo di bilancio per raggiungere un rapporto debito pubblico/PIL pari al 60 per cento entro il 2070 in cinque componenti necessarie a: a) raggiungere il rapporto debito pubblico/PIL del 2023 ( $d_0$ ) entro il 2070, considerando il saldo primario iniziale ed eventuali raccordi disavanzo-debito, b) ridurre il rapporto debito pubblico/PIL del 2070 al 60 per cento del PIL, c) coprire i costi legati all'invecchiamento, d) coprire i fabbisogni di spesa ulteriori del settore della difesa, e) coprire i costi legati ai cambiamenti climatici.

$$\text{gap} = \left(\sum \frac{1}{a_t}\right)^{-1} \left[ \left(d_0 - \frac{d_0}{a_T} - \sum \frac{\text{pbBase}_t - \text{dda}_t}{a_t}\right) + \left(\frac{d_0 - 60\%}{a_T}\right) + \left(\sum \frac{\text{age}_t}{a_t}\right) + \left(\sum \frac{\text{def}_t}{a_t}\right) + \left(\sum \frac{\text{climate}_t}{a_t}\right) \right]$$

In questa equazione  $a_t$  e  $a_T$  sono i fattori di sconto dell'NPV al tempo  $t$  e nel 2070, rispettivamente;  $\Sigma$  si riferisce alla somma dei flussi dal 2024 al 2070.

### **Ipotesi di pressioni sui conti pubblici e differenziali futuri tra tassi di interesse e crescita**

L'approccio utilizzato in questa sede è analogo all'indicatore S1 presentato nell'edizione del 2023 del Debt Sustainability Monitor (DSM) della Commissione europea, anche con riferimento alle ipotesi dei saldi primari, dei differenziali tra tassi di interesse e crescita e delle spese legate all'invecchiamento<sup>32</sup>. Sussistono, tuttavia, tre differenze rilevanti nell'approccio adottato in questa sede. In primo luogo, l'aggiustamento di bilancio una tantum è previsto per il 2024, mentre nel DSM due anni più tardi. Si ipotizza, inoltre, un saldo di bilancio primario strutturale costante nell'orizzonte temporale di proiezione, al fine di evitare di conteggiare due volte le misure legislative per il clima e la difesa. Infine, si includono queste due ulteriori componenti, che non compaiono nell'indicatore della Commissione.

<sup>32</sup> Cfr. Commissione europea, "Debt Sustainability Monitor 2023", *Institutional Papers*, n. 271, 22 marzo 2024.

## 7 Osservazioni conclusive

**Tematiche quali l'invecchiamento demografico, l'aumento delle spese per la difesa, la digitalizzazione e i cambiamenti climatici nei prossimi decenni si tradurranno in notevoli oneri per le finanze pubbliche.** Già impegnative se considerate singolarmente, tali dinamiche dovranno essere affrontate dai paesi tutte allo stesso momento. Di conseguenza, è necessario agire subito, soprattutto nei paesi fortemente indebitati, che devono far fronte ad alti tassi di interesse e ai rischi connessi<sup>33</sup>. Le politiche economiche dovrebbero perseguire la graduale riduzione di livelli elevati di debito pubblico e creare le condizioni per il futuro, contribuendo così anche a garantire un contesto favorevole per la conduzione della politica monetaria unica dell'area dell'euro.

---

<sup>33</sup> Cfr. Adrian, T., Gaspar, V. e Gourinchas, P.-O., "The Fiscal and Financial Risks of a High-Debt, Slow-Growth World", *Blog dell'FMI*, 28 marzo 2024.

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

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> |         |                              | Importazioni di beni <sup>1)</sup> |                   |                                |
|               | Mondiale <sup>2)</sup>  | Stati Uniti | Regno Unito | Giappone | Cina |                             | Industria manifatturiera                                      | Servizi | Nuovi ordinativi dall'estero | Mondiale                           | Economie avanzate | Economie dei mercati emergenti |
|               | 1   | 2           | 3           | 4        | 5    | 6                           | 7   | 8       | 9                            | 10                                 | 11                | 12                             |
| 2021          | -   | -           | -           | -        | -    | -                           | -   | -       | -                            | 11,1                               | 9,9               | 12,5                           |
| 2022          | -   | -           | -           | -        | -    | -                           | -   | -       | -                            | 2,5                                | 4,2               | 0,6                            |
| 2023          | 52,0  | 51,2        | 51,2        | 51,8     | 52,5 | 49,7                        | 49,8  | 52,3    | 47,6                         | -2,3                               | -3,8              | -0,6                           |
| 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              | 0,9                            |
| 3° trim.      | 51,5  | 50,8        | 49,3        | 52,3     | 51,5 | 47,5                        | 49,3  | 51,4    | 47,0                         | -0,3                               | -0,3              | -0,2                           |
| 4° trim.      | 51,0  | 50,8        | 50,5        | 50,0     | 51,4 | 47,2                        | 49,4  | 50,9    | 47,9                         | 1,0                                | 0,9               | 1,1                            |
| 2024 1° trim. | 52,6  | 52,2        | 52,9        | 51,3     | 52,6 | 49,2                        | 51,1  | 52,4    | 49,2                         | -0,4                               | 0,2               | -1,1                           |
| 2023 dic.     | 51,6  | 50,9        | 52,1        | 50,0     | 52,6 | 47,6                        | 49,4  | 51,6    | 48,1                         | 1,0                                | 0,9               | 1,1                            |
| 2024 gen.     | 52,5  | 52,0        | 52,9        | 51,5     | 52,5 | 47,9                        | 50,3  | 52,3    | 48,8                         | -0,9                               | -0,4              | -1,5                           |
| feb.          | 52,6  | 52,5        | 53,0        | 50,6     | 52,5 | 49,2                        | 51,2  | 52,4    | 49,3                         | -0,4                               | 0,2               | -1,0                           |
| mar.          | 52,6  | 52,1        | 52,8        | 51,7     | 52,7 | 50,3                        | 51,9  | 52,4    | 49,5                         | -0,4                               | 0,2               | -1,1                           |
| apr.          | 52,5  | 51,3        | 54,1        | 52,3     | 52,8 | 51,7                        | 51,4  | 52,7    | 50,5                         | .                                  | .                 | .                              |
| mag.          | .   | 54,4        | 52,8        | .        | .    | 52,2                        | 52,6  | .       | 50,4                         | .                                  | .                 | .                              |

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  | 12.474,6 | 11.980,5        | 6.354,5         | 2.737,3            | 2.727,0                  | 1.388,6            | 761,4               | 570,4                               | 161,7                                 | 494,1                            | 6.172,3                    | 5.678,2                    |
| 2022  | 13.507,4 | 13.266,1        | 7.069,4         | 2.901,0            | 3.017,6                  | 1.560,8            | 847,5               | 602,3                               | 278,0                                 | 241,3                            | 7.440,0                    | 7.198,8                    |
| 2023  | 14.375,9 | 13.861,3        | 7.535,7         | 3.037,9            | 3.176,9                  | 1.626,8            | 904,8               | 637,8                               | 110,8                                 | 514,6                            | 7.389,7                    | 6.875,2                    |
| 2023 1° trim.   | 3.540,4  | 3.408,5         | 1.855,9         | 741,2              | 782,8                    | 405,2              | 223,3               | 152,5                               | 28,6                                  | 131,9                            | 1.896,0                    | 1.764,1                    |
| 2° trim.  | 3.580,7  | 3.445,7         | 1.874,5         | 754,8              | 788,5                    | 405,7              | 226,0               | 155,0                               | 27,8                                  | 135,0                            | 1.859,2                    | 1.724,1                    |
| 3° trim.  | 3.602,7  | 3.466,5         | 1.899,1         | 767,8              | 794,1                    | 407,0              | 228,7               | 156,4                               | 5,5                                   | 136,2                            | 1.827,8                    | 1.691,7                    |
| 4° trim.  | 3.650,9  | 3.529,0         | 1.909,1         | 775,3              | 808,5                    | 409,0              | 225,3               | 172,3                               | 36,1                                  | 121,9                            | 1.836,2                    | 1.714,3                    |
| <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 2° trim.   | 0,1      | 0,8             | 0,1             | 0,3                | 0,2                      | -0,4               | 0,4                 | 1,4                                 | -                                     | -                                | -1,1                       | -0,1                       |
| 3° trim.  | -0,1     | -0,1            | 0,3             | 0,7                | 0,0                      | -0,5               | 0,7                 | 0,4                                 | -                                     | -                                | -1,2                       | -1,4                       |
| 4° trim.  | -0,1     | 0,3             | 0,1             | 0,5                | 1,0                      | -0,4               | -2,5                | 9,6                                 | -                                     | -                                | 0,0                        | 0,6                        |
| 2024 1° trim.   | 0,3      | .               | .               | .                  | .                        | .                  | .                   | .                                   | -                                     | -                                | .                          | .                          |
| <i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>  |          |                 |                 |                    |                          |                    |                     |                                     |                                       |                                  |                            |                            |
| 2021  | 5,9      | 4,7             | 4,4             | 4,2                | 3,5                      | 5,8                | 8,1                 | -6,5                                | -                                     | -                                | 11,5                       | 9,2                        |
| 2022  | 3,4      | 3,6             | 4,2             | 1,6                | 2,5                      | 1,4                | 4,5                 | 2,6                                 | -                                     | -                                | 7,2                        | 7,9                        |
| 2023  | 0,4      | 0,2             | 0,5             | 0,8                | 1,2                      | -0,8               | 3,3                 | 3,5                                 | -                                     | -                                | -1,1                       | -1,6                       |
| 2023 2° trim.   | 0,6      | 0,7             | 0,7             | 0,5                | 1,7                      | -0,6               | 5,3                 | 2,6                                 | -                                     | -                                | -0,5                       | -0,4                       |
| 3° trim.  | 0,1      | -0,4            | -0,3            | 1,3                | 0,5                      | -0,3               | 2,6                 | -0,3                                | -                                     | -                                | -3,0                       | -4,1                       |
| 4° trim.  | 0,1      | 0,3             | 0,6             | 1,2                | 1,5                      | -0,6               | 0,4                 | 8,4                                 | -                                     | -                                | -2,8                       | -2,5                       |
| 2024 1° trim.   | 0,4      | .               | .               | .                  | .                        | .                  | .                   | .                                   | -                                     | -                                | .                          | .                          |
| <i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>   |          |                 |                 |                    |                          |                    |                     |                                     |                                       |                                  |                            |                            |
| 2023 2° trim.   | 0,1      | 0,7             | 0,0             | 0,1                | 0,0                      | 0,0                | 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.  | -0,1     | 0,3             | 0,0             | 0,1                | 0,2                      | 0,0                | -0,2                | 0,4                                 | -0,1                                  | -0,3                             | -                          | -                          |
| 2024 1° trim.   | 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             | 0,4                | 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                                  | 0,2                              | -                          | -                          |
| 2023 2° trim.   | 0,6      | 0,7             | 0,4             | 0,1                | 0,4                      | -0,1               | 0,3                 | 0,1                                 | -0,1                                  | -0,1                             | -                          | -                          |
| 3° trim.  | 0,1      | -0,4            | -0,1            | 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                                  | -0,3                             | -                          | -                          |
| 2024 1° trim.   | 0,4      | .               | .               | .                  | .                        | .                  | .                   | .                                   | .                                     | .                                | -                          | -                          |

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 2 Attività economica

### 2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

|   | Valore aggiunto lordo (a prezzi base) |                                   |  |             |  |   |                                     |                      |  |   |   | Imposte al netto dei sussidi alla produzione |
|---|---------------------------------------|-----------------------------------|--|-------------|--|---|-------------------------------------|----------------------|--|---|---|--|
|   | Totale                                | Agricoltura, silvicoltura e pesca | Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità | Costruzioni | Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione | Servizi di informazione e comunicazione | Attività finanziarie e assicurative | Attività immobiliari | Attività professionali, amministrative e servizi di supporto | Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale | Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi |  |
|   | 1                                     | 2                                 | 3  | 4           | 5  | 6                                       | 7                                   | 8                    | 9  | 10  | 11  | 12   |
| <b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>   |                                       |                                   |  |             |  |   |                                     |                      |  |   |   |  |
| 2021  | 11.191,6                              | 186,6                             | 2.218,6  | 595,0       | 2.021,7  | 598,5                                   | 515,2                               | 1.247,3              | 1.298,1  | 2.173,0   | 337,6   | 1.283,0                                      |
| 2022  | 12.165,7                              | 215,1                             | 2.450,1  | 656,6       | 2.333,5  | 633,2                                   | 532,7                               | 1.300,2              | 1.398,4  | 2.274,6   | 371,3   | 1.341,7                                      |
| 2023  | 13.004,5                              | 221,5                             | 2.628,7  | 723,6       | 2.447,6  | 678,9                                   | 610,0                               | 1.412,2              | 1.491,4  | 2.391,3   | 399,3   | 1.371,4                                      |
| 2023 1° trim.   | 3.201,4                               | 57,1                              | 660,9  | 178,2       | 605,1  | 164,1                                   | 147,5                               | 343,9                | 364,4  | 582,8   | 97,4  | 339,1  |
| 2° trim.  | 3.244,4                               | 55,6                              | 662,1  | 180,1       | 612,6  | 169,3                                   | 152,1                               | 349,9                | 372,2  | 591,7   | 98,9  | 336,3  |
| 3° trim.  | 3.256,3                               | 54,8                              | 653,2  | 181,8       | 611,7  | 170,9                                   | 155,0                               | 353,3                | 374,5  | 600,8   | 100,2   | 346,3  |
| 4° trim.  | 3.297,2                               | 54,0                              | 662,0  | 184,2       | 618,6  | 173,2                                   | 155,0                               | 359,2                | 381,2  | 609,1   | 100,8   | 353,7  |
| <i>in percentuale del valore aggiunto</i>   |                                       |                                   |  |             |  |   |                                     |                      |  |   |   |  |
| 2023  | 100,0                                 | 1,7                               | 20,2   | 5,6         | 18,8   | 5,2                                     | 4,7                                 | 10,9                 | 11,5   | 18,4  | 3,1   | -  |
| <b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>                                      |                                       |                                   |  |             |  |   |                                     |                      |  |   |   |  |
| <i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>  |                                       |                                   |  |             |  |   |                                     |                      |  |   |   |  |
| 2023 1° trim.   | 0,1                                   | 1,0                               | -1,3   | 1,9         | 0,1  | 0,9                                     | -0,4                                | 0,9                  | 0,1  | 0,2   | 2,1   | -0,5   |
| 2° trim.  | 0,1                                   | -0,1                              | -0,2   | -0,6        | 0,1  | 1,5                                     | 0,6                                 | -0,1                 | 0,5  | 0,1   | 0,7   | 0,2  |
| 3° trim.  | -0,1                                  | -1,2                              | -1,0   | -0,1        | 0,0  | 0,8                                     | 0,1                                 | 0,2                  | 0,0  | 0,1   | 1,7   | 0,1  |
| 4° trim.  | 0,0                                   | 0,8                               | -0,4   | -0,1        | -0,3   | 0,2                                     | -0,6                                | 0,1                  | 0,3  | 0,6   | -1,3  | -0,2   |
| <i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>  |                                       |                                   |  |             |  |   |                                     |                      |  |   |   |  |
| 2021  | 5,8                                   | 1,1                               | 8,7  | 3,0         | 7,8  | 9,3                                     | 5,6                                 | 2,0                  | 6,7  | 3,5   | 4,3   | 7,2  |
| 2022  | 3,5                                   | -2,5                              | 1,2  | 1,1         | 7,7  | 6,1                                     | 0,7                                 | 1,8                  | 4,9  | 1,9   | 12,0  | 2,6  |
| 2023  | 0,6                                   | 0,6                               | -1,7   | 0,6         | 0,4  | 4,2                                     | 0,4                                 | 1,3                  | 1,3  | 1,1   | 4,0   | -1,2   |
| 2023 1° trim.   | 1,8                                   | 0,8                               | 0,2  | 0,8         | 2,5  | 5,2                                     | 0,6                                 | 1,7                  | 1,9  | 1,5   | 6,6   | -2,5   |
| 2° trim.  | 0,9                                   | 1,2                               | -0,6   | 0,3         | 0,2  | 4,8                                     | 0,8                                 | 1,2                  | 1,5  | 1,1   | 3,3   | -1,3   |
| 3° trim.  | 0,2                                   | 0,0                               | -2,4   | 1,1         | -0,6   | 3,6                                     | 0,8                                 | 1,2                  | 1,0  | 0,7   | 3,2   | -0,3   |
| 4° trim.  | 0,1                                   | 0,4                               | -3,0   | 1,1         | -0,1   | 3,5                                     | -0,3                                | 1,1                  | 1,0  | 1,1   | 3,2   | -0,5   |
| <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  | 0,0   | 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                               | -0,3   | 0,0         | 0,1  | 0,2                                     | 0,0                                 | 0,1                  | 0,1  | 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.  | 0,2                                   | 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 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   | 0,5   |
| 4° trim.   | 1,2    | 1,2                      | 1,3              | -0,6                              | 0,4  | 1,8         | 1,4  | 2,7                                     | 0,7                                 | 1,2                  | 1,2  | 1,5   | 1,1   |
| 2024 1° trim.  | 1,0    | .                        | .                | .                                 | .  | .           | .  | .                                       | .                                   | .                    | .  | .   | .   |
| <b>Ore lavorate</b>                                      |        |                          |                  |                                   |  |             |  |   |                                     |                      |  |   |   |
| <i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>         |        |                          |                  |                                   |  |             |  |   |                                     |                      |  |   |   |
| 2021   | 100,0  | 81,8                     | 18,2             | 4,1                               | 15,0   | 7,3         | 24,3   | 3,4                                     | 2,5                                 | 1,1                  | 14,0   | 22,6  | 5,8   |
| 2022   | 100,0  | 81,9                     | 18,1             | 3,9                               | 14,6   | 7,3         | 25,2   | 3,5                                     | 2,4                                 | 1,1                  | 14,1   | 22,0  | 5,9   |
| 2023   | 100,0  | 82,1                     | 17,9             | 3,8                               | 14,5   | 7,3         | 25,3   | 3,5                                     | 2,4                                 | 1,1                  | 14,1   | 22,1  | 5,9   |
| <i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i> |        |                          |                  |                                   |  |             |  |   |                                     |                      |  |   |   |
| 2021   | 5,9    | 5,7                      | 6,7              | 1,1                               | 5,1  | 9,8         | 6,8  | 7,9                                     | 3,0                                 | 5,9                  | 8,2  | 3,9   | 6,5   |
| 2022   | 3,4    | 3,5                      | 3,0              | -1,3                              | 1,0  | 3,3         | 7,6  | 5,9                                     | -0,2                                | 4,6                  | 3,9  | 0,6   | 5,7   |
| 2023   | 1,3    | 1,5                      | 0,4              | -1,5                              | 0,6  | 1,2         | 1,7  | 3,0                                     | 0,6                                 | 1,1                  | 1,6  | 1,5   | 1,4   |
| 2023 1° trim.  | 2,1    | 2,5                      | 0,5              | -0,6                              | 1,8  | 1,7         | 3,0  | 4,6                                     | 1,1                                 | 1,8                  | 2,3  | 1,5   | 2,5   |
| 2° trim.   | 1,6    | 1,8                      | 0,8              | -2,5                              | 1,3  | 1,2         | 1,8  | 4,1                                     | 1,3                                 | 1,7                  | 2,2  | 1,8   | 1,6   |
| 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              | -0,7                              | 0,5  | 2,1         | 1,2  | 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              | -0,4                              | -0,2   | 0,1         | 4,1  | 0,1                                     | -0,2                                | 1,8                  | 1,0  | -1,0  | 4,2   |
| 2023   | -0,1   | 0,0                      | -0,7             | -0,2                              | -0,3   | -0,3        | -0,2   | -0,4                                    | -0,3                                | -0,5                 | 0,0  | 0,1   | 0,6   |
| 2023 1° trim.  | 0,4    | 0,7                      | -0,6             | 0,7                               | 0,5  | -0,1        | 0,7  | -0,3                                    | 0,0                                 | -0,4                 | 0,4  | 0,1   | 1,3   |
| 2° trim.   | 0,2    | 0,3                      | -0,2             | -0,2                              | 0,2  | 0,2         | -0,1   | 0,2                                     | 0,3                                 | -0,5                 | 0,3  | 0,5   | 0,9   |
| 3° trim.   | 0,0    | 0,1                      | -0,2             | -0,2                              | -0,2   | -0,1        | -0,2   | -0,5                                    | -0,1                                | 0,2                  | 0,2  | 0,3   | 1,1   |
| 4° trim.   | 0,1    | 0,2                      | -0,7             | -0,1                              | 0,1  | 0,3         | -0,2   | 0,3                                     | -0,3                                | -0,4                 | 0,2  | 0,3   | -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  | 12,831                       | 7,8                            | 3,2   | 10,347  | 6,9                            | 2,484   | 16,9                           | 6,548      | 7,4                            | 6,283   | 8,2                            | 2,5                                  |
| 2022                         | 167,790                     | 3,1  | 11,394                       | 6,8                            | 2,7   | 9,140   | 6,0                            | 2,254   | 14,5                           | 5,722      | 6,4                            | 5,672   | 7,2                            | 3,3                                  |
| 2023                         | 169,982                     | 2,9  | 11,174                       | 6,6                            | 2,4   | 8,877   | 5,8                            | 2,297   | 14,5                           | 5,642      | 6,2                            | 5,533   | 6,9                            | 3,0                                  |
| 2023 2° trim.                | 169,835                     | 2,9  | 11,111                       | 6,5                            | 2,4   | 8,838   | 5,7                            | 2,273   | 14,3                           | 5,599      | 6,2                            | 5,513   | 6,9                            | 3,1                                  |
| 3° trim.                     | 169,974                     | 2,9  | 11,206                       | 6,6                            | 2,3   | 8,877   | 5,8                            | 2,329   | 14,6                           | 5,670      | 6,3                            | 5,536   | 6,9                            | 3,0                                  |
| 4° trim.                     | 170,720                     | 2,9  | 11,145                       | 6,5                            | 2,3   | 8,782   | 5,7                            | 2,363   | 14,8                           | 5,639      | 6,2                            | 5,506   | 6,9                            | 2,9                                  |
| 2024 1° trim.                | -                           | -  | -                            | 6,5                            | -   | -       | 5,7                            | -       | 14,5                           | -          | 6,2                            | -       | 6,9                            | 2,9                                  |
| 2023 nov.                    | -                           | -  | 11,155                       | 6,5                            | -   | 8,831   | 5,7                            | 2,324   | 14,7                           | 5,669      | 6,2                            | 5,486   | 6,9                            | -                                    |
| dic.                         | -                           | -  | 11,134                       | 6,5                            | -   | 8,803   | 5,7                            | 2,331   | 14,6                           | 5,643      | 6,2                            | 5,491   | 6,9                            | -                                    |
| 2024 gen.                    | -                           | -  | 11,182                       | 6,5                            | -   | 8,852   | 5,7                            | 2,330   | 14,6                           | 5,679      | 6,2                            | 5,503   | 6,9                            | -                                    |
| feb.                         | -                           | -  | 11,203                       | 6,5                            | -   | 8,875   | 5,7                            | 2,328   | 14,6                           | 5,690      | 6,2                            | 5,514   | 6,9                            | -                                    |
| mar.                         | -                           | -  | 11,098                       | 6,5                            | -   | 8,807   | 5,7                            | 2,291   | 14,3                           | 5,594      | 6,1                            | 5,504   | 6,9                            | -                                    |
| apr.                         | -                           | -  | 10,998                       | 6,4                            | -   | 8,726   | 5,6                            | 2,272   | 14,1                           | 5,577      | 6,1                            | 5,421   | 6,7                            | -                                    |

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

### 2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

## 2 Attività economica

### 2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

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

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

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

|               | Famiglie   |   |                                 |                          |                                      |  |                                       | Società non finanziarie         |   |                                      |                          |                                      |               |
|---------------|--|---|---------------------------------|--------------------------|--------------------------------------|--|---------------------------------------|---------------------------------|---|--------------------------------------|--------------------------|--------------------------------------|---------------|
|               | Tasso di risparmio (lordo)   | Tasso di indebitamento                            | Reddito disponibile lordo reale | Investimento finanziario | Investimento non finanziario (lordo) | Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup> | Ricchezza immobiliare                 | Tasso di profitto <sup>3)</sup> | Tasso di risparmio (lordo)                        | Tasso di indebitamento <sup>4)</sup> | Investimento finanziario | Investimento non finanziario (lordo) | Finanziamento |
|               | Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup> | Variazioni percentuali sul periodo corrispondente |                                 |                          |                                      |  | Percentuale del valore aggiunto lordo | Percentuale del PIL             | Variazioni percentuali sul periodo corrispondente |                                      |                          |                                      |               |
| 1             | 2  | 3   | 4                               | 5                        | 6                                    | 7  | 8                                     | 9                               | 10  | 11                                   | 12                       | 13                                   |               |
| 2021          | 17,5   | 95,2  | 2,0                             | 3,6                      | 19,1                                 | 8,5  | 8,8                                   | 36,1                            | 8,4   | 76,0                                 | 5,4                      | 9,9                                  | 3,3           |
| 2022          | 13,7   | 92,8  | -0,2                            | 2,4                      | 12,8                                 | 2,1  | 7,9                                   | 35,8                            | 5,3   | 71,6                                 | 3,4                      | 9,0                                  | 2,2           |
| 2023          | 14,4   | 87,0  | 1,3                             | 2,1                      | 3,1                                  | 1,3  | -1,9                                  | 34,6                            | 5,6   | 67,1                                 | 1,5                      | 2,9                                  | 0,7           |
| 2023 1° trim. | 13,5   | 90,8  | 1,3                             | 2,3                      | 7,1                                  | 2,0  | 4,2                                   | 35,5                            | 5,6   | 69,5                                 | 2,8                      | 1,2                                  | 1,6           |
| 2° trim.      | 13,9   | 89,3  | 1,3                             | 2,2                      | 2,3                                  | 2,2  | 1,1                                   | 35,5                            | 5,6   | 68,5                                 | 1,8                      | 19,9                                 | 0,9           |
| 3° trim.      | 14,0   | 88,0  | 0,4                             | 2,0                      | 1,3                                  | 1,1  | -0,7                                  | 35,2                            | 5,6   | 67,7                                 | 1,4                      | -11,2                                | 0,5           |
| 4° trim.      | 14,4   | 87,0  | 2,0                             | 2,1                      | 2,2                                  | 1,3  | -1,9                                  | 34,6                            | 5,6   | 67,1                                 | 1,5                      | 5,5                                  | 0,7           |

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

## 2 Attività economica

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

|               | Conto corrente  |         |       |         |         |         |         |                 |         |                   |        | Conto capitale <sup>1)</sup> |        |
|---------------|---|---------|-------|---------|---------|---------|---------|-----------------|---------|-------------------|--------|------------------------------|--------|
|               | Totale  |         |       | Beni    |         | Servizi |         | Redditi primari |         | Redditi secondari |        | Crediti                      | Debiti |
|               | Crediti   | Debiti  | Saldo | Crediti | Debiti  | Crediti | Debiti  | Crediti         | Debiti  | Crediti           | Debiti |                              |        |
| 1             | 2   | 3       | 4     | 5       | 6       | 7       | 8       | 9               | 10      | 11                | 12     | 13                           |        |
| 2023 2° trim. | 1.401,7   | 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   |
| 2024 1° trim. | 1.445,7   | 1.341,9 | 103,7 | 746,9   | 632,2   | 340,3   | 324,1   | 314,8           | 311,8   | 43,7              | 73,8   | 22,0                         | 18,3   |
| 2023 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.     | 480,1   | 441,0   | 39,1  | 249,5   | 201,8   | 112,2   | 107,9   | 104,2           | 107,3   | 14,2              | 23,9   | 4,8                          | 9,1    |
| feb.          | 486,5   | 457,6   | 28,9  | 246,6   | 212,9   | 116,9   | 109,7   | 108,2           | 110,8   | 14,7              | 24,2   | 5,5                          | 3,7    |
| mar.          | 479,2   | 443,4   | 35,8  | 250,8   | 217,6   | 111,2   | 106,5   | 102,3           | 93,7    | 14,9              | 25,7   | 11,7                         | 5,5    |
|               | <i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>                        |         |       |         |         |         |         |                 |         |                   |        |                              |        |
| 2024 mar.     | 5.646,2   | 5.336,0 | 310,3 | 2.905,2 | 2.589,3 | 1.324,6 | 1.208,5 | 1.239,7         | 1.204,8 | 176,7             | 333,4  | 138,5                        | 100,3  |
|               | <i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i> |         |       |         |         |         |         |                 |         |                   |        |                              |        |
| 2024 mar.     | 39,3  | 37,1    | 2,2   | 20,2    | 18,0    | 9,2     | 8,4     | 8,6             | 8,4     | 1,2               | 2,3    | 1,0                          | 0,7    |

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

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

|  | Totale (non dest.) |              | Esportazioni (f.o.b.) |                |                      |                 |  | Importazioni (c.i.f.) |                |                      |                 |                          |                     |
|--|--------------------|--------------|-----------------------|----------------|----------------------|-----------------|--|-----------------------|----------------|----------------------|-----------------|--------------------------|---------------------|
|  | Esportazioni       | Importazioni | Totale                |                |                      |                 | Per memoria:<br>Industria manifatturiera | Totale                |                |                      |                 | Per memoria:             |                     |
|  |                    |              | Totale                | Beni intermedi | Beni di investimento | Beni di consumo |  | Totale                | Beni intermedi | Beni di investimento | Beni di consumo | Industria manifatturiera | Settore petrolifero |
| 1  | 2                  | 3            | 4                     | 5              | 6                    | 7               | 8  | 9                     | 10             | 11                   | 12              | 13                       |                     |
| <i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>     |                    |              |                       |                |                      |                 |  |                       |                |                      |                 |                          |                     |
| 2023 2° trim.  | -1,5               | -13,5        | 710,1                 | 331,9          | 144,1                | 216,5           | 590,6                                    | 707,3                 | 411,9          | 113,6                | 164,9           | 503,5                    | 74,1                |
| 3° trim.   | -5,2               | -22,1        | 704,3                 | 331,8          | 141,9                | 214,6           | 587,4                                    | 677,7                 | 390,4          | 111,9                | 158,5           | 488,6                    | 82,2                |
| 4° trim.   | -4,6               | -16,7        | 709,4                 | 334,8          | 144,1                | 214,7           | 589,0                                    | 668,9                 | 382,3          | 107,2                | 157,2           | 475,7                    | 81,2                |
| 2024 1° trim.  | -3,2               | -12,3        | 712,7                 | .              | .                    | .               | 587,4                                    | 652,8                 | .              | .                    | .               | 458,9                    | .                   |
| 2023 ott.  | -1,6               | -15,3        | 236,4                 | 112,1          | 47,6                 | 70,8            | 197,5                                    | 226,0                 | 130,0          | 36,2                 | 53,1            | 160,5                    | 29,5                |
| nov.   | -4,2               | -16,2        | 237,7                 | 111,9          | 48,9                 | 71,8            | 197,3                                    | 222,1                 | 127,4          | 35,3                 | 52,2            | 157,9                    | 26,7                |
| dic.   | -8,3               | -18,7        | 235,2                 | 110,9          | 47,6                 | 72,1            | 194,2                                    | 220,8                 | 124,9          | 35,7                 | 52,0            | 157,4                    | 25,0                |
| 2024 gen.  | 0,6                | -16,1        | 237,7                 | 113,0          | 46,8                 | 72,0            | 196,3                                    | 211,6                 | 120,8          | 33,4                 | 51,0            | 149,9                    | 25,2                |
| feb.   | 0,1                | -8,3         | 237,4                 | 111,2          | 47,5                 | 72,9            | 195,9                                    | 220,7                 | 124,1          | 35,3                 | 52,3            | 153,8                    | 24,8                |
| mar.   | -9,2               | -12,0        | 237,7                 | .              | .                    | .               | 195,2                                    | 220,4                 | .              | .                    | .               | 155,2                    | .                   |
| <i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i> |                    |              |                       |                |                      |                 |  |                       |                |                      |                 |                          |                     |
| 2023 1° trim.  | 0,7                | -3,0         | 99,2                  | 95,5           | 98,4                 | 108,0           | 98,6                                     | 110,4                 | 108,5          | 111,4                | 111,1           | 109,8                    | 144,9               |
| 2° trim.   | -3,6               | -6,6         | 97,3                  | 92,7           | 99,4                 | 105,2           | 97,2                                     | 109,7                 | 107,9          | 112,3                | 112,0           | 110,9                    | 159,0               |
| 3° trim.   | -4,2               | -10,1        | 96,3                  | 93,8           | 95,9                 | 102,4           | 95,9                                     | 106,6                 | 104,5          | 111,5                | 109,4           | 108,5                    | 171,7               |
| 4° trim.   | -3,4               | -8,7         | 96,5                  | 93,2           | 96,1                 | 102,9           | 95,7                                     | 104,3                 | 101,1          | 104,3                | 107,8           | 105,3                    | 164,4               |
| 2023 set.  | -8,3               | -13,4        | 96,1                  | 94,6           | 93,5                 | 101,3           | 95,7                                     | 104,6                 | 103,0          | 108,1                | 107,0           | 106,6                    | 173,5               |
| ott.   | -0,2               | -5,9         | 96,2                  | 93,6           | 95,8                 | 101,1           | 95,6                                     | 105,0                 | 102,0          | 107,3                | 109,7           | 107,4                    | 162,2               |
| nov.   | -2,9               | -9,4         | 96,6                  | 93,0           | 96,4                 | 103,3           | 96,1                                     | 103,1                 | 100,0          | 101,1                | 107,3           | 103,8                    | 162,6               |
| dic.   | -7,3               | -11,1        | 96,8                  | 93,0           | 96,2                 | 104,2           | 95,4                                     | 104,8                 | 101,2          | 104,4                | 106,4           | 104,7                    | 168,5               |
| 2024 gen.  | 0,1                | -9,5         | 97,3                  | 95,5           | 93,3                 | 102,2           | 96,1                                     | 101,4                 | 99,0           | 96,4                 | 103,9           | 100,4                    | 160,9               |
| feb.   | -1,1               | -3,6         | 96,2                  | 92,2           | 91,9                 | 104,4           | 94,8                                     | 103,1                 | 99,9           | 101,8                | 105,9           | 102,2                    | 166,6               |

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 3 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

|                                 | Totale                   |        |   |      |              | Totale<br>(dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup> |                                   |  |  |   |         | Prezzi amministrati   |                             |
|---------------------------------|--------------------------|--------|---|------|--------------|--|-----------------------------------|--|--|---|---------|---|-----------------------------|
|                                 | Indice:<br>2015<br>= 100 | Totale |   | Beni | Ser-<br>vizi | Totale   | Beni<br>alimentari<br>trasformati | Beni<br>alimentari<br>non<br>trasformati | Beni<br>industriali<br>non<br>energetici | Beni<br>ener-<br>getici<br>(non<br>dest.) | Servizi | IAPC<br>comples-<br>sivo<br>al netto<br>dei prezzi<br>ammini-<br>strati | Prezzi<br>ammini-<br>strati |
|                                 |                          | Totale | Totale al netto<br>dei prodotti<br>alimentari<br>e dei beni<br>energetici |      |              |  |                                   |  |  |   |         |   |                             |
| 1                               | 2                        | 3      | 4   | 5    | 6            | 7  | 8                                 | 9  | 10                                       | 11  | 12      | 13  |                             |
| in perc. del<br>totale nel 2024 | 100,0                    | 100,0  | 70,6  | 55,1 | 44,9         | 100,0  | 15,1                              | 4,3                                      | 25,7                                     | 9,9                                       | 44,9    | 88,5  | 11,5                        |
| 2021                            | 107,8                    | 2,6    | 1,5   | 3,4  | 1,5          | -  | -                                 | -  | -  | -   | -       | 2,5   | 3,1                         |
| 2022                            | 116,8                    | 8,4    | 3,9   | 11,9 | 3,5          | -  | -                                 | -  | -  | -   | -       | 8,5   | 7,8                         |
| 2023                            | 123,2                    | 5,4    | 4,9   | 5,7  | 4,9          | -  | -                                 | -  | -  | -   | -       | 5,5   | 4,9                         |
| 2023 2° trim.                   | 123,2                    | 6,2    | 5,5   | 6,8  | 5,2          | 0,6  | 1,8                               | 0,9                                      | 0,7                                      | -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                                      | 0,5                                      | 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   | 1,5  | 4,0          | 0,7  | 0,7                               | -0,2                                     | 0,3                                      | 0,2                                       | 1,1     | 2,7   | 2,3                         |
| 2023 dic.                       | 124,0                    | 2,9    | 3,4   | 2,1  | 4,0          | 0,0  | 0,0                               | 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  | 0,2                               | -1,0                                     | 0,1                                      | 1,4                                       | 0,5     | 2,6   | 2,5                         |
| mar.                            | 125,3                    | 2,4    | 2,9   | 1,2  | 4,0          | 0,2  | 0,1                               | -0,4                                     | -0,1                                     | -0,2                                      | 0,5     | 2,4   | 2,5                         |
| apr.                            | 126,0                    | 2,4    | 2,7   | 1,3  | 3,7          | 0,2  | 0,1                               | 0,0                                      | 0,0                                      | 0,3                                       | 0,2     | 2,4   | 2,1                         |
| mag. <sup>3)</sup>              | 126,3                    | 2,6    | 2,9   | .    | 4,1          | 0,1  | 0,1                               | 0,0                                      | 0,0                                      | -1,2                                      | 0,5     | .   | .                           |

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

3) Stima preliminare

## 3 Prezzi e costi

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

|                              | Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup> |        |                          |  |                |                      |                 |  |                | Beni energetici | Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup> | Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup> | Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup> |
|------------------------------|---|--------|--------------------------|--|----------------|----------------------|-----------------|--|----------------|-----------------|--|--|---|
|                              | Totale (indice: 2021 = 100)   | Totale |                          | Industria escluse le costruzioni e l'energia |                |                      |                 |  |                |                 |  |  |   |
|                              |   | Totale | Industria manifatturiera | Totale                                       | Beni intermedi | Beni di investimento | Beni di consumo |  |                |                 |  |  |   |
|                              |   |        |                          |  |                |                      | Totale          | Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi | Non alimentari |                 |  |  |   |
| 1                            | 2   | 3      | 4                        | 5  | 6              | 7                    | 8               | 9  | 10             | 11              | 12                                     | 13   |   |
| in perc. del totale nel 2021 | 100,0   | 100,0  | 77,8                     | 72,3   | 30,9           | 19,3                 | 22,2            | 15,7                                     | 6,5            | 27,7            |  |  |   |
| 2021                         | 100,0   | 12,2   | 7,4                      | 5,7  | 10,9           | 2,6                  | 2,2             | 3,4                                      | 1,7            | 30,3            | 5,8                                    | 7,9  | 0,5   |
| 2022                         | 133,5   | 33,5   | 17,2                     | 14,0   | 19,9           | 7,2                  | 12,2            | 16,5                                     | 7,0            | 82,0            | 11,9                                   | 7,1  | 0,6   |
| 2023                         | 130,5   | -2,2   | 1,8                      | 3,7  | -0,3           | 5,1                  | 8,3             | 8,4                                      | 5,0            | -13,3           | 6,8                                    | -1,1   | -7,4  |
| 2023 2° trim.                | 129,0   | -0,8   | 0,7                      | 4,1  | -0,6           | 5,7                  | 9,5             | 9,6                                      | 5,9            | -11,3           | 7,5                                    | -1,6   | -9,4  |
| 3° trim.                     | 128,1   | -8,8   | -0,5                     | 1,3  | -4,0           | 4,4                  | 6,4             | 5,5                                      | 4,1            | -25,2           | 4,9                                    | -2,2   | -6,7  |
| 4° trim.                     | 128,4   | -8,7   | -1,2                     | -0,1   | -4,8           | 3,3                  | 3,6             | 2,1                                      | 2,4            | -23,1           | 4,6                                    | -1,1   | -8,7  |
| 2024 1° trim.                | 125,4   | -8,1   | -1,6                     | -1,3   | -5,2           | 2,0                  | 1,5             | -0,3                                     | 0,9            | -20,4           | 3,6                                    | .  | .   |
| 2023 nov.                    | 128,5   | -8,1   | -1,4                     | -0,2   | -4,9           | 3,2                  | 3,6             | 2,0                                      | 2,4            | -21,9           | -                                      | -  | -   |
| dic.                         | 127,7   | -9,6   | -0,9                     | -0,3   | -4,6           | 3,0                  | 3,1             | 1,6                                      | 2,1            | -25,2           | -                                      | -  | -   |
| 2024 gen.                    | 126,5   | -8,0   | -2,0                     | -1,2   | -5,4           | 2,2                  | 1,8             | 0,2                                      | 1,1            | -19,9           | -                                      | -  | -   |
| feb.                         | 125,1   | -8,4   | -1,6                     | -1,3   | -5,4           | 2,0                  | 1,4             | -0,4                                     | 0,9            | -21,2           | -                                      | -  | -   |
| mar.                         | 124,5   | -7,8   | -1,3                     | -1,3   | -4,8           | 1,9                  | 1,2             | -0,6                                     | 0,8            | -20,3           | -                                      | -  | -   |
| apr.                         | 123,3   | -5,7   | -0,7                     | -1,0   | -3,9           | 1,5                  | 1,0             | -0,9                                     | 0,7            | -14,7           | -                                      | -  | -   |

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

|                     | Deflatori del PIL                  |        |                 |                 |                    |                          |                            |                            | Prezzo del petrolio (euro per barile) | Prezzi delle materie prime non energetiche (euro) |            |                |  |            |                |
|---------------------|------------------------------------|--------|-----------------|-----------------|--------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------------------|---|------------|----------------|--|------------|----------------|
|                     | Totale (dest.; indice: 2015 = 100) | Totale | Domanda interna |                 |                    |                          | Esportazioni <sup>1)</sup> | Importazioni <sup>1)</sup> |                                       | Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup> |            |                | Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup> |            |                |
|                     |                                    |        | Totale          | Consumi privati | Consumi collettivi | Investimenti fissi lordi |                            |                            |                                       | Totale  | Alimentari | Non alimentari | Totale                                       | Alimentari | Non alimentari |
|                     |                                    |        |                 |                 |                    |                          |                            |                            |                                       |   |            |                |  |            |                |
| 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             | 4,5                | 4,2                      | 0,3                        | -3,7                       | 71,6                                  | -18,0   | -16,1      | -19,9          | -18,4  | -16,4      | -20,8          |
| 3° trim.            | 122,1                              | 5,9    | 3,2             | 5,8             | 4,1                | 3,1                      | -1,9                       | -7,0                       | 79,8                                  | -13,8   | -14,5      | -13,0          | -14,9  | -15,2      | -14,5          |
| 4° trim.            | 123,8                              | 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                                  | -2,9  | 2,8        | -8,4           | -3,5   | 1,0        | -8,7           |
| 2023 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                                  | -3,9  | 1,2        | -8,9           | -4,1   | 0,4        | -9,1           |
| mar.                | -                                  | -      | -               | -               | -                  | -                        | -                          | -                          | 78,6                                  | 0,5   | 7,9        | -6,6           | -0,2   | 5,8        | -7,2           |
| apr.                | -                                  | -      | -               | -               | -                  | -                        | -                          | -                          | 85,0                                  | 11,7  | 19,2       | 4,2            | 9,8  | 14,5       | 4,1            |
| mag.                | -                                  | -      | -               | -               | -                  | -                        | -                          | -                          | .                                     | 12,4  | 12,6       | 12,2           | 11,4   | 11,0       | 11,9           |

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<br>(saldi percentuali) |                           |         |             |   | Indagini presso i responsabili degli acquisti<br>(indici di diffusione) |         |                                 |         |
|---------------|---|---------------------------|---------|-------------|---|---|---------|---------------------------------|---------|
|               | Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)                             |                           |         |             | Tendenze<br>dei prezzi<br>al consumo<br>negli ultimi<br>12 mesi | Prezzi degli input  |         | Prezzi applicati alla clientela |         |
|               | Industria<br>manifatturiera   | Commercio<br>al dettaglio | Servizi | Costruzioni |   | Industria<br>manifatturiera   | Servizi | Industria<br>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   | 29,8                      | 18,0    | 12,3        | 76,9  | 41,6  | 64,3    | 49,2                            | 58,0    |
| 3° trim.      | 3,5   | 22,1                      | 15,3    | 6,4         | 73,3  | 39,1  | 62,0    | 45,7                            | 55,5    |
| 4° trim.      | 3,7   | 18,8                      | 17,6    | 9,8         | 69,5  | 42,8  | 62,0    | 47,5                            | 54,8    |
| 2024 1° trim. | 4,7   | 16,6                      | 17,5    | 5,1         | 64,5  | 44,9  | 62,3    | 48,2                            | 56,0    |
| 2023 dic.     | 3,6   | 18,4                      | 18,8    | 11,6        | 66,9  | 43,1  | 61,6    | 48,9                            | 55,6    |
| 2024 gen.     | 4,6   | 18,6                      | 20,0    | 9,9         | 66,1  | 42,8  | 62,6    | 48,6                            | 56,3    |
| feb.          | 4,0   | 16,9                      | 17,3    | 3,7         | 65,3  | 45,5  | 62,9    | 48,3                            | 56,6    |
| mar.          | 5,6   | 14,3                      | 15,1    | 1,6         | 62,1  | 46,5  | 61,5    | 47,7                            | 55,1    |
| apr.          | 5,6   | 14,0                      | 14,0    | 2,5         | 58,3  | 49,0  | 61,7    | 47,9                            | 55,9    |
| mag.          | 6,4   | 13,7                      | 13,2    | 3,6         | 56,9  | 49,4  | 60,5    | 48,2                            | 54,2    |

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<br>(indice:<br>2020 = 100) | Totale | Per componente       |  | Per settore di attività     |  | Per memoria:<br>indicatore<br>dei salari<br>contrattuali <sup>1)</sup> |
|---------------------------------|-----------------------------------|--------|----------------------|--|-----------------------------|--|--|
|                                 |                                   |        | Salari<br>e stipendi | Contributi sociali<br>dei datori di lavoro | Attività<br>imprenditoriali | Attività<br>prevalentemente<br>non imprenditoriali |  |
|                                 | 1                                 | 2      | 3                    | 4  | 5                           | 6  | 7  |
| in perc. del<br>totale nel 2020 | 100,0                             | 100,0  | 75,3                 | 24,7                                       | 69,0                        | 31,0   |  |
| 2021                            | 100,9                             | 0,9    | 1,0                  | 0,5  | 0,9                         | 0,9  | 1,4  |
| 2022                            | 105,7                             | 4,8    | 4,0                  | 7,0  | 5,0                         | 4,2  | 2,9  |
| 2023                            | 110,4                             | 4,4    | 4,4                  | 4,7  | 4,9                         | 3,4  | 4,5  |
| 2023 2° trim.                   | 113,7                             | 4,3    | 4,4                  | 4,0  | 4,6                         | 3,8  | 4,4  |
| 3° trim.                        | 107,4                             | 5,2    | 5,2                  | 4,9  | 5,7                         | 3,9  | 4,7  |
| 4° trim.                        | 117,9                             | 3,3    | 3,2                  | 4,0  | 4,0                         | 2,0  | 4,5  |
| 2024 1° trim.                   | 107,6                             | 4,9    | 5,0                  | 4,4  | 5,1                         | 5,0  | 4,7  |

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 3 Prezzi e costi

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

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

|   | Totale<br>(indice:<br>2015<br>=100) | Totale | Per settore di attività                      |   |             |  |   |  |                         |  |  |   |
|---|-------------------------------------|--------|--|---|-------------|--|---|--|-------------------------|--|--|---|
|   |                                     |        | Agricol-<br>tura,<br>silvicoltura<br>e pesca | Settore<br>manifatturiero,<br>energetico<br>e servizi<br>di pubblica<br>utilità | Costruzioni | Commercio,<br>servizi<br>di trasporto,<br>di alloggio e<br>di ristorazione | Servizi<br>di informa-<br>zione<br>e comunica-<br>zione | Attività<br>finanziarie<br>e assicura-<br>tive | Attività<br>immobiliari | Attività<br>professionali,<br>amministrati-<br>ve e servizi<br>di supporto | Amministra-<br>zione pubblica,<br>istruzione,<br>sanità<br>e assistenza<br>sociale | Attività<br>artistiche,<br>di intratteni-<br>mento e<br>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  | -3,6  | 5,5         | -1,8   | 1,2   | -1,5   | 5,0                     | 1,0  | 0,9  | -0,1  |
| 2022  | 113,7                               | 3,3    | 6,9  | 3,6   | 6,1         | 1,9  | 3,0   | 2,7  | 4,9                     | 3,2  | 3,5  | -3,0  |
| 2023  | 120,8                               | 6,2    | 3,7  | 8,3   | 5,6         | 7,4  | 4,4   | 5,2  | 4,4                     | 6,5  | 4,5  | 2,3   |
| 2023 1° trim.                                 | 118,8                               | 5,9    | 3,9  | 6,9   | 5,3         | 6,5  | 4,5   | 5,8  | 4,2                     | 7,0  | 3,9  | 0,0   |
| 2° trim.                                      | 119,5                               | 6,2    | 2,4  | 7,0   | 5,8         | 7,7  | 4,5   | 4,6  | 4,9                     | 6,6  | 4,9  | 2,9   |
| 3° trim.                                      | 121,5                               | 6,5    | 4,5  | 9,2   | 5,0         | 8,0  | 4,1   | 4,5  | 3,5                     | 6,6  | 5,1  | 2,9   |
| 4° trim.                                      | 123,2                               | 5,9    | 3,7  | 9,2   | 5,4         | 6,9  | 4,2   | 5,8  | 4,9                     | 5,5  | 3,8  | 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    | 5,1  | 3,6   | 4,0         | 6,2  | 3,3   | 3,4  | 3,9                     | 5,2  | 3,8  | 7,1   |
| 2023  | 122,6                               | 5,2    | 5,6  | 5,5   | 4,7         | 5,8  | 5,1   | 4,6  | 4,0                     | 6,2  | 4,1  | 5,5   |
| 2023 1° trim.                                 | 121,0                               | 5,4    | 6,1  | 5,7   | 4,3         | 6,7  | 4,8   | 5,2  | 3,7                     | 6,9  | 4,0  | 5,4   |
| 2° trim.                                      | 121,7                               | 5,3    | 6,0  | 5,2   | 5,0         | 5,9  | 5,3   | 4,4  | 3,8                     | 6,2  | 4,7  | 5,5   |
| 3° trim.                                      | 123,3                               | 5,2    | 5,5  | 5,8   | 4,7         | 5,2  | 5,3   | 4,2  | 3,8                     | 6,3  | 4,4  | 5,7   |
| 4° trim.                                      | 124,6                               | 4,7    | 4,8  | 5,5   | 4,7         | 5,3  | 5,0   | 4,7  | 4,7                     | 5,2  | 3,4  | 5,3   |
| <b>Produttività del lavoro per occupato</b>   |                                     |        |  |   |             |  |   |  |                         |  |  |   |
| 2021  | 101,4                               | 4,4    | 0,9  | 8,7   | -0,2        | 7,5  | 4,6   | 4,9  | 1,5                     | 3,6  | 1,3  | 3,4   |
| 2022  | 102,5                               | 1,1    | -1,7   | -0,1  | -2,0        | 4,2  | 0,3   | 0,7  | -0,9                    | 1,9  | 0,3  | 10,4  |
| 2023  | 101,5                               | -1,0   | 1,9  | -2,6  | -0,9        | -1,5   | 0,7   | -0,6   | -0,4                    | -0,3   | -0,3   | 3,1   |
| 2023 2° trim.                                 | 101,8                               | -0,8   | 3,5  | -1,6  | -0,7        | -1,6   | 0,8   | -0,2   | -1,0                    | -0,4   | -0,3   | 2,6   |
| 3° trim.                                      | 101,5                               | -1,2   | 1,0  | -3,1  | -0,3        | -2,6   | 1,1   | -0,2   | 0,3                     | -0,3   | -0,7   | 2,7   |
| 4° trim.                                      | 101,2                               | -1,1   | 1,0  | -3,4  | -0,7        | -1,5   | 0,7   | -1,1   | -0,2                    | -0,2   | -0,4   | 2,1   |
| 2024 1° trim.                                 | 101,2                               | -0,6   | .  | .   | .           | .  | .   | .  | .                       | .  | .  | .   |
| <b>Redditi per ora lavorata</b>               |                                     |        |  |   |             |  |   |  |                         |  |  |   |
| 2021  | 114,1                               | 0,1    | 0,5  | -0,1  | -0,5        | -0,6   | 2,7   | 1,2  | 2,2                     | 0,1  | 0,8  | -1,5  |
| 2022  | 118,0                               | 3,4    | 6,3  | 3,9   | 4,3         | 1,7  | 3,3   | 3,4  | 2,7                     | 3,9  | 4,9  | 3,7   |
| 2023  | 124,0                               | 5,1    | 5,4  | 5,8   | 4,8         | 5,8  | 5,3   | 5,0  | 4,5                     | 6,0  | 4,0  | 4,7   |
| 2023 1° trim.                                 | 121,8                               | 4,7    | 4,7  | 5,2   | 4,1         | 5,3  | 5,0   | 5,2  | 4,0                     | 6,1  | 3,7  | 4,1   |
| 2° trim.                                      | 122,5                               | 5,0    | 6,4  | 5,0   | 5,1         | 6,0  | 5,1   | 4,2  | 4,1                     | 5,8  | 4,1  | 4,2   |
| 3° trim.                                      | 124,4                               | 5,0    | 5,1  | 5,8   | 5,0         | 5,3  | 5,5   | 4,5  | 4,7                     | 6,0  | 4,0  | 4,3   |
| 4° trim.                                      | 125,9                               | 4,5    | 4,6  | 5,3   | 3,8         | 5,4  | 4,4   | 4,8  | 4,0                     | 4,8  | 3,2  | 5,0   |
| <b>Produttività per ora lavorata</b>          |                                     |        |  |   |             |  |   |  |                         |  |  |   |
| 2021  | 104,7                               | 0,0    | 0,0  | 3,4   | -6,2        | 1,0  | 1,3   | 2,6  | -3,7                    | -1,4   | -0,3   | -2,1  |
| 2022  | 104,7                               | 0,0    | -1,3   | 0,2   | -2,1        | 0,1  | 0,2   | 0,8  | -2,6                    | 1,0  | 1,3  | 5,9   |
| 2023  | 103,8                               | -0,9   | 2,1  | -2,3  | -0,6        | -1,3   | 1,1   | -0,2   | 0,1                     | -0,3   | -0,4   | 2,5   |
| 2023 1° trim.                                 | 103,7                               | -0,8   | 1,5  | -1,6  | -0,9        | -0,5   | 0,6   | -0,5   | -0,1                    | -0,4   | 0,0  | 4,0   |
| 2° trim.                                      | 103,6                               | -1,0   | 3,8  | -1,8  | -0,9        | -1,5   | 0,6   | -0,5   | -0,6                    | -0,7   | -0,7   | 1,6   |
| 3° trim.                                      | 103,5                               | -1,3   | 1,1  | -3,0  | -0,3        | -2,4   | 1,6   | -0,2   | 0,1                     | -0,6   | -1,0   | 1,7   |
| 4° trim.                                      | 103,3                               | -1,2   | 1,1  | -3,5  | -1,0        | -1,3   | 0,4   | -0,8   | 0,2                     | -0,5   | -0,7   | 2,2   |

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 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                                   |
| apr.      | 3,91                         | 3,85                        | 3,89                        | 3,84                        | 3,70                         | 5,32  | 0,08                                   |
| mag.      | 3,91                         | 3,82                        | 3,81                        | 3,79                        | 3,68                         | 5,31  | 0,08                                   |

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 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    |
| apr.      | 3,74                             | 3,35   | 3,00   | 2,58   | 2,64    | -0,72                            | -0,57          | -0,42          | 2,91                             | 2,44   | 2,37   | 2,96    |
| mag.      | 3,67                             | 3,33   | 3,02   | 2,64   | 2,70    | -0,63                            | -0,69          | -0,47          | 2,95                             | 2,52   | 2,45   | 3,03    |

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 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   |
| apr.      | 511,2                       | 4.981,4         | 1.049,5                                   | 325,4              | 160,1           | 132,7                    | 232,6      | 960,6       | 1.086,7         | 361,3            | 281,0             | 757,2            | 5.112,5               | 38.750,5   |
| mag.      | 519,5                       | 5.022,6         | 1.031,6                                   | 318,8              | 165,9           | 131,8                    | 239,2      | 987,8       | 1.105,0         | 382,4            | 286,9             | 779,5            | 5.235,2               | 38.557,9   |

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 | oltre 5 e 10 anni |   |
| 1         | 2        | 3  | 4                       | 5              | 6  | 7                                     | 8  | 9                  | 10   | 11  | 12                                  | 13                              | 14                 | 15               | 16                |   |
| 2023 mag. | 0,21     | 1,30                                       | 2,47                    | 2,48           | 7,15   | 16,35                                 | 8,16   | 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                                 | 7,03   | 7,49               | 7,99   | 5,11  | 4,42                                | 4,07                            | 3,72               | 3,41             | 4,05              | 3,71  |
| lug.      | 0,27     | 1,42                                       | 2,83                    | 2,86           | 7,50   | 16,41                                 | 8,42   | 7,73               | 8,41   | 5,23  | 4,58                                | 4,14                            | 3,72               | 3,46             | 4,09              | 3,76  |
| ago.      | 0,31     | 1,50                                       | 3,04                    | 3,11           | 7,60   | 16,47                                 | 8,78   | 7,83               | 8,50   | 5,36  | 4,71                                | 4,22                            | 3,79               | 3,51             | 4,16              | 3,86  |
| set.      | 0,33     | 1,54                                       | 3,08                    | 3,12           | 7,78   | 16,55                                 | 8,51   | 7,83               | 8,56   | 5,40  | 4,74                                | 4,25                            | 3,86               | 3,57             | 4,25              | 3,89  |
| ott.      | 0,35     | 1,59                                       | 3,27                    | 3,31           | 7,98   | 16,55                                 | 8,26   | 7,87               | 8,54   | 5,58  | 4,83                                | 4,29                            | 3,78               | 3,61             | 4,27              | 3,92  |
| nov.      | 0,36     | 1,62                                       | 3,32                    | 3,41           | 7,98   | 16,66                                 | 7,29   | 7,91               | 8,54   | 5,56  | 4,91                                | 4,32                            | 3,90               | 3,70             | 4,35              | 4,02  |
| dic.      | 0,37     | 1,65                                       | 3,28                    | 3,46           | 8,04   | 16,79                                 | 7,55   | 7,71               | 8,43   | 5,38  | 4,90                                | 4,24                            | 3,81               | 3,63             | 4,33              | 3,97  |
| 2024 gen. | 0,39     | 1,68                                       | 3,20                    | 3,15           | 8,14   | 16,85                                 | 7,99   | 8,02               | 8,73   | 5,37  | 4,85                                | 4,08                            | 3,67               | 3,52             | 4,15              | 3,88  |
| feb.      | 0,38     | 1,70                                       | 3,17                    | 3,07           | 8,18   | 16,80                                 | 7,68   | 7,94               | 8,63   | 5,31  | 4,83                                | 4,01                            | 3,64               | 3,49             | 4,11              | 3,85  |
| mar.      | 0,39     | 1,71                                       | 3,18                    | 2,91           | 8,16   | 16,90                                 | 8,09   | 7,79               | 8,54   | 5,16  | 4,79                                | 4,00                            | 3,57               | 3,44             | 4,05              | 3,80  |
| apr.      | 0,39     | 1,73                                       | 3,12                    | 2,89           | 8,14   | 16,92                                 | 8,11   | 7,85               | 8,58   | 5,19  | 4,82                                | 3,99                            | 3,59               | 3,42             | 4,03              | 3,80  |

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

### 4.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup> (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

|           | Depositi |                         |                | Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente | Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso |                              |              |   |                              |              |                                 |                              |              | Indicatore composto del costo del finanziamento |
|-----------|----------|-------------------------|----------------|--|---|------------------------------|--------------|---|------------------------------|--------------|---------------------------------|------------------------------|--------------|---|
|           | A vista  | Con durata prestabilita |                |  | fino a 0,25 milioni di euro   |                              |              | oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione |                              |              | oltre 1 milione                 |                              |              |   |
|           |          | fino a 2 anni           | oltre i 2 anni |  | tasso variabile e fino a 3 mesi   | oltre 3 mesi e fino a 1 anno | oltre 1 anno | tasso variabile e fino a 3 mesi               | oltre 3 mesi e fino a 1 anno | oltre 1 anno | tasso variabile e fino a 3 mesi | oltre 3 mesi e fino a 1 anno | oltre 1 anno |   |
| 1         | 2        | 3                       | 4              | 5  | 6   | 7                            | 8            | 9   | 10                           | 11           | 12                              | 13                           | 14           |   |
| 2023 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   | 5,59  | 5,72                         | 5,64         | 5,40  | 5,22                         | 4,40         | 5,04                            | 4,99                         | 4,20         | 5,09  |
| ott.      | 0,80     | 3,70                    | 3,81           | 5,31   | 5,67  | 5,87                         | 5,73         | 5,49  | 5,29                         | 4,52         | 5,23                            | 5,08                         | 4,54         | 5,27  |
| nov.      | 0,83     | 3,71                    | 3,92           | 5,33   | 5,71  | 5,91                         | 5,79         | 5,50  | 5,30                         | 4,55         | 5,12                            | 5,17                         | 4,40         | 5,23  |
| dic.      | 0,84     | 3,71                    | 4,08           | 5,38   | 5,49  | 5,72                         | 5,68         | 5,41  | 5,10                         | 4,51         | 5,25                            | 5,09                         | 4,37         | 5,23  |
| 2024 gen. | 0,89     | 3,69                    | 3,37           | 5,37   | 5,29  | 5,69                         | 5,66         | 5,45  | 5,23                         | 4,43         | 5,15                            | 5,00                         | 4,20         | 5,18  |
| feb.      | 0,89     | 3,63                    | 3,50           | 5,36   | 5,44  | 5,72                         | 5,60         | 5,46  | 5,14                         | 4,38         | 5,10                            | 4,83                         | 3,98         | 5,14  |
| mar.      | 0,90     | 3,68                    | 3,60           | 5,35   | 5,39  | 5,70                         | 5,53         | 5,41  | 5,17                         | 4,34         | 5,16                            | 5,16                         | 4,16         | 5,18  |
| apr.      | 0,91     | 3,66                    | 3,30           | 5,36   | 5,20  | 5,60                         | 5,62         | 5,35  | 5,09                         | 4,30         | 5,19                            | 4,99                         | 4,13         | 5,18  |

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                   | 1.408,4     | 429,7   | 125,2                                 | 48,8    | 88,8                    | 764,7                     | 674,9                           | 387,2                         | 138,6 | 79,0                                  | 26,3 | 32,1                    | 137,6                     | 104,8                           |
| 2022                   | 1.378,0     | 473,9   | 142,6                                 | 50,4    | 94,6                    | 667,0                     | 621,7                           | 480,7                         | 182,9 | 115,8                                 | 48,1 | 48,1                    | 133,9                     | 97,1                            |
| 2023                   | 1.519,6     | 595,3   | 134,3                                 | 51,1    | 88,4                    | 701,8                     | 659,1                           | 499,4                         | 211,5 | 111,4                                 | 37,8 | 49,0                    | 127,5                     | 103,8                           |
| 2023 nov.              | 1.542,5     | 598,2   | 134,2                                 | 46,5    | 98,1                    | 712,0                     | 667,7                           | 481,1                         | 187,2 | 119,5                                 | 40,0 | 45,5                    | 129,0                     | 100,2                           |
| dic.                   | 1.519,6     | 595,3   | 134,3                                 | 51,1    | 88,4                    | 701,8                     | 659,1                           | 329,1                         | 143,3 | 80,0                                  | 36,0 | 32,1                    | 73,6                      | 60,7                            |
| 2024 gen.              | 1.532,4     | 598,9   | 155,5                                 | 51,4    | 93,2                    | 684,8                     | 642,7                           | 541,5                         | 212,1 | 132,9                                 | 43,2 | 47,7                    | 148,8                     | 121,6                           |
| feb.                   | 1.525,7     | 593,5   | 152,9                                 | 49,6    | 96,0                    | 683,4                     | 643,2                           | 457,6                         | 183,1 | 112,3                                 | 36,8 | 39,7                    | 122,5                     | 100,7                           |
| mar.                   | 1.528,0     | 600,3   | 151,2                                 | 48,3    | 85,1                    | 691,4                     | 644,0                           | 461,7                         | 181,5 | 109,7                                 | 33,1 | 38,9                    | 131,5                     | 102,8                           |
| apr.                   | 1.497,2     | 564,1   | 153,9                                 | 47,3    | 91,4                    | 687,8                     | 643,4                           | 438,5                         | 173,6 | 93,5                                  | 32,4 | 46,1                    | 125,3                     | 103,8                           |
| <b>A lungo termine</b> |             |         |                                       |         |                         |                           |                                 |                               |       |                                       |      |                         |                           |                                 |
| 2021                   | 19.872,6    | 4.170,0 | 3.341,1                               | 1.350,1 | 1.620,3                 | 10.741,2                  | 9.942,9                         | 316,2                         | 68,7  | 83,4                                  | 33,8 | 23,3                    | 140,9                     | 128,1                           |
| 2022                   | 17.817,7    | 3.956,3 | 3.204,6                               | 1.347,1 | 1.414,3                 | 9.242,4                   | 8.559,1                         | 297,9                         | 79,4  | 71,6                                  | 30,1 | 16,9                    | 130,0                     | 121,2                           |
| 2023                   | 19.460,7    | 4.485,8 | 3.387,7                               | 1.362,5 | 1.525,1                 | 10.062,0                  | 9.361,1                         | 322,1                         | 94,4  | 69,2                                  | 25,4 | 21,0                    | 137,5                     | 129,9                           |
| 2023 nov.              | 18.976,4    | 4.400,1 | 3.345,8                               | 1.356,9 | 1.482,4                 | 9.748,1                   | 9.065,7                         | 302,9                         | 83,7  | 87,6                                  | 36,1 | 25,7                    | 105,9                     | 101,2                           |
| dic.                   | 19.460,7    | 4.485,8 | 3.387,7                               | 1.362,5 | 1.525,1                 | 10.062,0                  | 9.361,1                         | 214,8                         | 68,9  | 59,6                                  | 19,5 | 16,7                    | 69,6                      | 68,0                            |
| 2024 gen.              | 19.564,1    | 4.542,8 | 3.447,3                               | 1.371,7 | 1.524,9                 | 10.049,1                  | 9.345,3                         | 471,0                         | 167,2 | 91,8                                  | 31,3 | 22,7                    | 189,2                     | 172,3                           |
| feb.                   | 19.520,6    | 4.543,0 | 3.442,8                               | 1.364,6 | 1.514,8                 | 10.020,0                  | 9.311,1                         | 369,8                         | 100,3 | 63,6                                  | 11,3 | 19,5                    | 186,4                     | 168,1                           |
| mar.                   | 19.793,3    | 4.622,2 | 3.471,7                               | 1.372,2 | 1.535,6                 | 10.163,8                  | 9.445,2                         | 435,0                         | 124,4 | 95,7                                  | 31,7 | 35,8                    | 179,1                     | 164,4                           |
| apr.                   | 19.685,1    | 4.638,9 | 3.459,0                               | 1.361,8 | 1.528,8                 | 10.058,3                  | 9.351,8                         | 322,8                         | 96,1  | 58,3                                  | 10,8 | 27,5                    | 140,8                     | 135,0                           |

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                                   | 21.281,0         | 4.599,7 | 3.466,3                               | 1.398,8 | 1.709,1                 | 11.505,9                  | 10.617,8                        | 10.368,4       | 600,3 | 1.486,6                               | 8.280,5                 |
| 2022                                   | 19.195,7         | 4.430,2 | 3.347,2                               | 1.397,4 | 1.508,9                 | 9.909,4                   | 9.180,8                         | 8.711,1        | 525,2 | 1.290,2                               | 6.895,1                 |
| 2023                                   | 20.980,3         | 5.081,1 | 3.522,0                               | 1.413,7 | 1.613,4                 | 10.763,7                  | 10.020,2                        | 9.689,7        | 621,8 | 1.414,9                               | 7.652,6                 |
| 2023 nov.                              | 20.518,9         | 4.998,3 | 3.480,0                               | 1.403,4 | 1.580,5                 | 10.460,1                  | 9.733,4                         | 9.392,7        | 611,5 | 1.395,6                               | 7.385,2                 |
| dic.                                   | 20.980,3         | 5.081,1 | 3.522,0                               | 1.413,7 | 1.613,4                 | 10.763,7                  | 10.020,2                        | 9.689,7        | 621,8 | 1.414,9                               | 7.652,6                 |
| 2024 gen.                              | 21.096,5         | 5.141,7 | 3.602,8                               | 1.423,2 | 1.618,1                 | 10.733,9                  | 9.988,0                         | 9.841,5        | 641,1 | 1.443,2                               | 7.756,7                 |
| feb.                                   | 21.046,3         | 5.136,4 | 3.595,7                               | 1.414,2 | 1.610,8                 | 10.703,4                  | 9.954,3                         | 10.165,8       | 652,5 | 1.506,6                               | 8.006,2                 |
| mar.                                   | 21.321,3         | 5.222,5 | 3.622,8                               | 1.420,4 | 1.620,7                 | 10.855,2                  | 10.089,2                        | 10.521,7       | 727,4 | 1.595,5                               | 8.198,4                 |
| apr.                                   | 21.182,3         | 5.203,0 | 3.613,0                               | 1.409,1 | 1.620,2                 | 10.746,1                  | 9.995,2                         | 10.247,2       | 729,1 | 1.531,8                               | 7.985,9                 |
| <b>Tasso di crescita <sup>1)</sup></b> |                  |         |                                       |         |                         |                           |                                 |                |       |                                       |                         |
| 2023 set.                              | 6,3              | 11,3    | 4,4                                   | 3,9     | 2,0                     | 5,4                       | 6,2                             | -1,0           | -3,1  | 1,2                                   | -1,2                    |
| ott.                                   | 5,9              | 10,9    | 4,1                                   | 3,7     | 2,5                     | 4,8                       | 5,5                             | -1,4           | -3,0  | 1,1                                   | -1,7                    |
| nov.                                   | 5,3              | 10,4    | 2,8                                   | 1,1     | 2,5                     | 4,4                       | 4,9                             | -1,3           | -3,3  | 1,0                                   | -1,5                    |
| dic.                                   | 5,7              | 11,8    | 2,9                                   | 1,2     | 2,3                     | 4,5                       | 5,0                             | -1,5           | -3,1  | 0,8                                   | -1,7                    |
| 2024 gen.                              | 5,8              | 10,8    | 4,4                                   | 2,7     | 2,3                     | 4,6                       | 5,1                             | -1,5           | -3,0  | 0,8                                   | -1,8                    |
| feb.                                   | 5,5              | 10,2    | 4,0                                   | 1,9     | 2,2                     | 4,4                       | 4,8                             | -1,5           | -3,0  | 0,8                                   | -1,7                    |
| mar.                                   | 5,6              | 10,9    | 4,3                                   | 2,4     | 2,6                     | 4,2                       | 4,6                             | -1,3           | -3,0  | 1,1                                   | -1,6                    |
| apr.                                   | 5,4              | 10,0    | 3,9                                   | 0,7     | 2,6                     | 4,2                       | 4,5                             | -1,4           | -3,1  | 0,7                                   | -1,6                    |

Fonte: BCE.

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

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

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

Fonte: BCE.

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

### 4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

|               | Renminbi<br>cinese<br>1 | Kuna<br>croata<br>2 | Corona<br>ceca<br>3 | Corona<br>danese<br>4 | Fiorino<br>ungherese<br>5 | Yen<br>giapponese<br>6 | Zloty<br>polacco<br>7                              | Sterlina<br>britannica<br>8 | Leu<br>romeno<br>9 | Corona<br>svedese<br>10 | Franco<br>svizzero<br>11 | Dollaro<br>statunitense<br>12 |
|---------------|-------------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|---------------------------|------------------------|--|-----------------------------|--------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------------|
| 2021          | 7,628                   | 7,528               | 25,640              | 7,437                 | 358,516                   | 129,877                | 4,565  | 0,860                       | 4,9215             | 10,146                  | 1,081                    | 1,183                         |
| 2022          | 7,079                   | 7,535               | 24,566              | 7,440                 | 391,286                   | 138,027                | 4,686  | 0,853                       | 4,9313             | 10,630                  | 1,005                    | 1,053                         |
| 2023          | 7,660                   | .                   | 24,004              | 7,451                 | 381,853                   | 151,990                | 4,542  | 0,870                       | 4,9467             | 11,479                  | 0,972                    | 1,081                         |
| 2023 3° trim. | 7,886                   | .                   | 24,126              | 7,453                 | 383,551                   | 157,254                | 4,499  | 0,860                       | 4,9490             | 11,764                  | 0,962                    | 1,088                         |
| 4° trim.      | 7,771                   | .                   | 24,517              | 7,458                 | 382,125                   | 159,118                | 4,420  | 0,867                       | 4,9697             | 11,478                  | 0,955                    | 1,075                         |
| 2024 1° trim. | 7,805                   | .                   | 25,071              | 7,456                 | 388,182                   | 161,150                | 4,333  | 0,856                       | 4,9735             | 11,279                  | 0,949                    | 1,086                         |
| 2° trim.      | 7,794                   | .                   | 25,043              | 7,460                 | 389,736                   | 166,824                | 4,291  | 0,856                       | 4,9742             | 11,605                  | 0,980                    | 1,077                         |
| 2023 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                         |
| apr.          | 7,766                   | .                   | 25,278              | 7,460                 | 392,411                   | 165,030                | 4,303  | 0,857                       | 4,9730             | 11,591                  | 0,976                    | 1,073                         |
| mag.          | 7,821                   | .                   | 24,818              | 7,461                 | 387,183                   | 168,536                | 4,280  | 0,856                       | 4,9754             | 11,619                  | 0,983                    | 1,081                         |
|               |                         |                     |                     |                       |                           |                        | <i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>  |                             |                    |                         |                          |                               |
| 2024 mag.     | 0,7                     | 0,0                 | -1,8                | 0,0                   | -1,3                      | 2,1                    | -0,5   | -0,1                        | -0,0               | 0,2                     | 0,7                      | 0,8                           |
|               |                         |                     |                     |                       |                           |                        | <i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i> |                             |                    |                         |                          |                               |
| 2024 mag.     | 3,0                     | .                   | 5,2                 | 0,2                   | 4,0                       | 13,2                   | -5,6   | -1,7                        | 0,6                | 2,2                     | 0,8                      | -0,5                          |

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.  | 222,7                | 218,6     | 4,1   | 83,2                 | 67,1      | 85,0                        | 99,2      | 0,1  | 46,5               | 52,3      | 8,0               | 109,6                             |
| <i>Transazioni</i>   |                      |           |       |                      |           |                             |           |  |                    |           |                   |                                   |
| 2023 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               | -                                 |
| 2024 1° trim.  | 489,7                | 411,2     | 78,5  | 58,5                 | 13,5      | 131,4                       | 199,9     | 23,8   | 274,8              | 197,7     | 1,2               | -                                 |
| 2023 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.  | 175,8                | 170,3     | 5,5   | -5,3                 | -8,3      | 55,1                        | 123,4     | 15,6   | 109,5              | 55,1      | 0,8               | -                                 |
| feb.   | 182,5                | 174,0     | 8,5   | 34,0                 | 2,2       | 45,4                        | 56,6      | 13,8   | 88,4               | 115,2     | 0,9               | -                                 |
| mar.   | 131,4                | 66,9      | 64,5  | 29,8                 | 19,7      | 30,9                        | 19,8      | -5,6   | 76,9               | 27,3      | -0,5              | -                                 |
| <i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>                        |                      |           |       |                      |           |                             |           |  |                    |           |                   |                                   |
| 2024 mar.  | 298,1                | -13,7     | 311,8 | -359,0               | -395,5    | 483,5                       | 539,2     | 39,7   | 126,5              | -157,4    | 7,3               | -                                 |
| <i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i> |                      |           |       |                      |           |                             |           |  |                    |           |                   |                                   |
| 2024 mar.  | 2,1                  | -0,1      | 2,2   | -2,5                 | -2,8      | 3,4                         | 3,8       | 0,3  | 0,9                | -1,1      | 0,1               | -                                 |

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

|                              | M3                                 |                  |          |  |   |         |          |                       |   |   |         | Totale   |        |
|------------------------------|------------------------------------|------------------|----------|--|---|---------|----------|-----------------------|---|---|---------|----------|--------|
|                              | M2                                 |                  |          |  |   |         | M3-M2    |                       |   |   | Totale  |          |        |
|                              | M1                                 |                  |          | M2-M1  |   |         | Totale   | Pronti contro termine | Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari | Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni |         |          | Totale |
|                              | Banconote e monete in circolazione | Depositi a vista | Totale   | Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni | Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi | Totale  |          |                       |   |   |         |          |        |
| 1                            | 2                                  | 3                | 4        | 5  | 6   | 7       | 8        | 9                     | 10  | 11  | 12      |          |        |
| Consistenze                  |                                    |                  |          |  |   |         |          |                       |   |   |         |          |        |
| 2021                         | 1.469,3                            | 9.822,6          | 11.291,8 | 918,8  | 2.504,9   | 3.423,7 | 14.715,5 | 118,7                 | 644,1   | 25,3  | 788,1   | 15.503,7 |        |
| 2022                         | 1.539,5                            | 9.763,0          | 11.302,6 | 1.382,1  | 2.563,9   | 3.946,1 | 15.248,7 | 124,2                 | 646,1   | 49,5  | 819,8   | 16.068,4 |        |
| 2023                         | 1.536,0                            | 8.834,3          | 10.370,3 | 2.309,8  | 2.458,5   | 4.768,3 | 15.138,6 | 186,8                 | 739,5   | 70,1  | 996,4   | 16.135,0 |        |
| 2023 2° trim.                | 1.535,3                            | 9.179,2          | 10.714,5 | 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  | 921,1   | 15.994,3 |        |
| 4° trim.                     | 1.536,0                            | 8.834,3          | 10.370,3 | 2.309,8  | 2.458,5   | 4.768,3 | 15.138,6 | 186,8                 | 739,5   | 70,1  | 996,4   | 16.135,0 |        |
| 2024 1° trim. <sup>(p)</sup> | 1.522,3                            | 8.735,8          | 10.258,1 | 2.447,5  | 2.431,0   | 4.878,5 | 15.136,6 | 192,7                 | 787,1   | 72,9  | 1.052,7 | 16.189,3 |        |
| 2023 nov.                    | 1.533,7                            | 8.835,1          | 10.368,7 | 2.232,6  | 2.446,9   | 4.679,5 | 15.048,3 | 161,4                 | 719,3   | 73,1  | 953,8   | 16.002,1 |        |
| dic.                         | 1.536,0                            | 8.834,3          | 10.370,3 | 2.309,8  | 2.458,5   | 4.768,3 | 15.138,6 | 186,8                 | 739,5   | 70,1  | 996,4   | 16.135,0 |        |
| 2024 gen.                    | 1.532,6                            | 8.729,1          | 10.261,7 | 2.360,5  | 2.447,6   | 4.808,1 | 15.069,9 | 183,2                 | 754,0   | 85,6  | 1.022,8 | 16.092,7 |        |
| feb.                         | 1.532,7                            | 8.711,8          | 10.244,5 | 2.423,9  | 2.433,7   | 4.857,6 | 15.102,1 | 178,5                 | 769,2   | 69,4  | 1.017,2 | 16.119,3 |        |
| mar.                         | 1.522,3                            | 8.735,8          | 10.258,1 | 2.447,5  | 2.431,0   | 4.878,5 | 15.136,6 | 192,7                 | 787,1   | 72,9  | 1.052,7 | 16.189,3 |        |
| apr. <sup>(p)</sup>          | 1.531,4                            | 8.712,1          | 10.243,4 | 2.459,1  | 2.431,4   | 4.890,5 | 15.133,9 | 205,1                 | 797,0   | 70,3  | 1.072,4 | 16.206,4 |        |
| Transazioni                  |                                    |                  |          |  |   |         |          |                       |   |   |         |          |        |
| 2021                         | 106,6                              | 908,1            | 1.014,7  | -121,0   | 65,7  | -55,3   | 959,4    | 12,3                  | 20,3  | 13,2  | 45,7    | 1.005,1  |        |
| 2022                         | 70,3                               | -47,4            | 23,0     | 429,5  | 54,9  | 484,4   | 507,4    | 3,9                   | 2,4   | 76,6  | 82,8    | 590,2    |        |
| 2023                         | -5,0                               | -954,4           | -959,3   | 925,5  | -100,1  | 825,4   | -133,9   | 40,9                  | 93,8  | 23,1  | 157,8   | 23,9     |        |
| 2023 2° trim.                | -6,9                               | -275,5           | -282,4   | 226,1  | -30,2   | 195,9   | -86,5    | 11,6                  | 19,0  | -5,5  | 25,2    | -61,3    |        |
| 3° trim.                     | 0,3                                | -202,7           | -202,4   | 224,0  | -52,1   | 171,9   | -30,5    | 16,4                  | 18,2  | -8,8  | 25,8    | -4,7     |        |
| 4° trim.                     | 0,3                                | -129,5           | -129,3   | 228,9  | -6,8  | 222,2   | 92,9     | 35,0                  | 26,0  | -6,3  | 54,6    | 147,6    |        |
| 2024 1° trim. <sup>(p)</sup> | -13,1                              | -104,1           | -117,2   | 135,8  | -27,0   | 108,9   | -8,3     | 8,3                   | 47,4  | 8,0   | 63,7    | 55,4     |        |
| 2023 nov.                    | -2,2                               | -27,4            | -29,7    | 66,4   | -6,2  | 60,2    | 30,6     | 17,8                  | 7,9   | -15,1                                       | 10,6    | 41,2     |        |
| dic.                         | 2,3                                | 12,5             | 14,8     | 78,3   | 11,7  | 90,0    | 104,8    | 3,8                   | 21,3  | -2,3  | 22,8    | 127,6    |        |
| 2024 gen.                    | -2,8                               | -110,2           | -113,0   | 46,7   | -11,0   | 35,7    | -77,3    | -1,2                  | 14,4  | 21,2  | 34,3    | -43,0    |        |
| feb.                         | 0,1                                | -17,8            | -17,8    | 65,7   | -13,3   | 52,4    | 34,6     | -4,6                  | 15,1  | -14,9                                       | -4,4    | 30,2     |        |
| mar.                         | -10,3                              | 24,0             | 13,6     | 23,5   | -2,7  | 20,8    | 34,4     | 14,2                  | 17,9  | 1,7   | 33,7    | 68,2     |        |
| apr. <sup>(p)</sup>          | 9,0                                | -25,9            | -16,9    | 11,3   | 0,4   | 11,7    | -5,2     | 12,2                  | 9,8   | 0,5   | 22,5    | 17,3     |        |
| Variazioni percentuali       |                                    |                  |          |  |   |         |          |                       |   |   |         |          |        |
| 2021                         | 7,8                                | 10,2             | 9,9      | -11,7  | 2,7   | -1,6    | 7,0      | 12,1                  | 3,2   | 158,5                                       | 6,2     | 6,9      |        |
| 2022                         | 4,8                                | -0,5             | 0,2      | 45,8   | 2,2   | 14,1    | 3,4      | 3,1                   | 0,4   | 457,8                                       | 11,1    | 3,8      |        |
| 2023                         | -0,3                               | -9,7             | -8,5     | 66,6   | -3,9  | 20,9    | -0,9     | 32,9                  | 14,5  | 43,4  | 19,3    | 0,1      |        |
| 2023 2° trim.                | 0,4                                | -9,3             | -8,0     | 85,8   | -0,4  | 24,0    | -0,6     | -2,7                  | 14,4  | 325,1                                       | 22,3    | 0,5      |        |
| 3° trim.                     | -0,2                               | -11,4            | -9,9     | 76,3   | -3,3  | 21,9    | -2,2     | 10,3                  | 18,4  | 64,8  | 19,9    | -1,2     |        |
| 4° trim.                     | -0,3                               | -9,7             | -8,5     | 66,6   | -3,9  | 20,9    | -0,9     | 32,9                  | 14,5  | 43,4  | 19,3    | 0,1      |        |
| 2024 1° trim. <sup>(p)</sup> | -1,3                               | -7,5             | -6,6     | 49,8   | -4,6  | 16,7    | -0,2     | 68,6                  | 16,3  | -16,7                                       | 19,3    | 0,9      |        |
| 2023 nov.                    | -0,6                               | -10,9            | -9,5     | 68,7   | -4,1  | 20,8    | -1,9     | 18,2                  | 13,0  | 92,2  | 17,7    | -0,9     |        |
| dic.                         | -0,3                               | -9,7             | -8,5     | 66,6   | -3,9  | 20,9    | -0,9     | 32,9                  | 14,5  | 43,4  | 19,3    | 0,1      |        |
| 2024 gen.                    | -0,5                               | -9,9             | -8,6     | 62,1   | -4,3  | 19,8    | -1,1     | 25,1                  | 18,2  | 68,9  | 22,8    | 0,1      |        |
| feb.                         | -0,4                               | -8,9             | -7,8     | 57,9   | -4,7  | 18,8    | -0,6     | 29,6                  | 17,8  | 0,1   | 18,2    | 0,4      |        |
| mar.                         | -1,3                               | -7,5             | -6,6     | 49,8   | -4,6  | 16,7    | -0,2     | 68,6                  | 16,3  | -16,7                                       | 19,3    | 0,9      |        |
| apr. <sup>(p)</sup>          | -0,3                               | -7,0             | -6,0     | 45,4   | -4,2  | 15,7    | 0,0      | 78,5                  | 17,8  | -10,7                                       | 22,6    | 1,3      |        |

Fonte: BCE.

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



## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

|                               | Società non finanziarie <sup>2)</sup> |                  |                                       |  |                       | Famiglie <sup>3)</sup> |                  |                                       |  |                       | Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup> | Imprese di assicurazione e fondi pensione | Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup> |
|-------------------------------|---------------------------------------|------------------|---------------------------------------|--|-----------------------|------------------------|------------------|---------------------------------------|--|-----------------------|--|---|---|
|                               | Totale                                | Depositi a vista | Con durata prestabilita fino a 2 anni | Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi | Pronti contro termine | Totale                 | Depositi a vista | Con durata prestabilita fino a 2 anni | Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi | Pronti contro termine |  |   |   |
|                               | 1                                     | 2                | 3                                     | 4  | 5                     | 6                      | 7                | 8                                     | 9  | 10                    | 11   | 12  | 13  |
| <b>Consistenze</b>            |                                       |                  |                                       |  |                       |                        |                  |                                       |  |                       |  |   |   |
| 2021                          | 3.228,3                               | 2.802,7          | 289,7                                 | 128,4                                    | 7,4                   | 8.088,0                | 5.380,9          | 374,1                                 | 2.332,3                                  | 0,7                   | 1.272,7  | 229,0                                     | 546,9   |
| 2022                          | 3.360,4                               | 2.721,4          | 497,6                                 | 135,0                                    | 6,4                   | 8.373,4                | 5.536,6          | 444,9                                 | 2.391,1                                  | 0,9                   | 1.302,3  | 236,3                                     | 560,8   |
| 2023                          | 3.335,4                               | 2.424,0          | 767,7                                 | 131,6                                    | 12,1                  | 8.425,1                | 5.111,0          | 1.021,7                               | 2.290,9                                  | 1,4                   | 1.252,4  | 234,8                                     | 541,7   |
| 2023 2° trim.                 | 3.333,1                               | 2.502,4          | 687,7                                 | 132,0                                    | 11,0                  | 8.362,5                | 5.310,2          | 701,6                                 | 2.349,9                                  | 0,8                   | 1.186,6  | 229,1                                     | 564,9   |
| 3° trim.                      | 3.322,7                               | 2.438,9          | 737,1                                 | 131,9                                    | 14,8                  | 8.350,5                | 5.205,0          | 847,5                                 | 2.297,1                                  | 0,8                   | 1.217,0  | 212,6                                     | 565,7   |
| 4° trim.                      | 3.335,4                               | 2.424,0          | 767,7                                 | 131,6                                    | 12,1                  | 8.425,1                | 5.111,0          | 1.021,7                               | 2.290,9                                  | 1,4                   | 1.252,4  | 234,8                                     | 541,7   |
| 2024 1° trim. <sup>(p)</sup>  | 3.332,7                               | 2.380,0          | 814,3                                 | 127,6                                    | 10,8                  | 8.460,0                | 5.056,1          | 1.135,9                               | 2.267,0                                  | 1,0                   | 1.244,0  | 227,2                                     | 543,1   |
| 2023 nov.                     | 3.326,1                               | 2.405,1          | 772,6                                 | 132,0                                    | 16,4                  | 8.373,2                | 5.123,7          | 969,9                                 | 2.278,8                                  | 0,8                   | 1.217,1  | 223,3                                     | 536,3   |
| dic.                          | 3.335,4                               | 2.424,0          | 767,7                                 | 131,6                                    | 12,1                  | 8.425,1                | 5.111,0          | 1.021,7                               | 2.290,9                                  | 1,4                   | 1.252,4  | 234,8                                     | 541,7   |
| 2024 gen.                     | 3.325,8                               | 2.383,3          | 802,9                                 | 128,4                                    | 11,1                  | 8.441,4                | 5.083,3          | 1.073,2                               | 2.283,8                                  | 1,1                   | 1.208,5  | 221,9                                     | 522,9   |
| feb.                          | 3.316,4                               | 2.366,9          | 810,0                                 | 127,9                                    | 11,5                  | 8.452,6                | 5.065,7          | 1.114,0                               | 2.271,9                                  | 1,0                   | 1.214,0  | 223,4                                     | 541,6   |
| mar.                          | 3.332,7                               | 2.380,0          | 814,3                                 | 127,6                                    | 10,8                  | 8.460,0                | 5.056,1          | 1.135,9                               | 2.267,0                                  | 1,0                   | 1.244,0  | 227,2                                     | 543,1   |
| apr. <sup>(p)</sup>           | 3.348,0                               | 2.385,9          | 824,8                                 | 126,8                                    | 10,7                  | 8.486,2                | 5.058,2          | 1.159,7                               | 2.267,4                                  | 1,0                   | 1.248,1  | 209,9                                     | 515,4   |
| <b>Transazioni</b>            |                                       |                  |                                       |  |                       |                        |                  |                                       |  |                       |  |   |   |
| 2021                          | 248,2                                 | 272,8            | -21,3                                 | -6,9                                     | 3,6                   | 422,0                  | 411,1            | -65,0                                 | 76,1                                     | -0,2                  | 159,2  | -10,4                                     | 46,0  |
| 2022                          | 121,9                                 | -89,2            | 206,5                                 | 5,9                                      | -1,4                  | 296,1                  | 167,5            | 75,2                                  | 53,3                                     | 0,1                   | 1,2  | 7,7                                       | 14,0  |
| 2023                          | -29,1                                 | -302,9           | 269,3                                 | -1,4                                     | 5,9                   | 22,5                   | -458,3           | 575,4                                 | -95,1                                    | 0,6                   | -55,5  | 0,0                                       | -25,9   |
| 2023 2° trim.                 | 0,7                                   | -91,7            | 90,6                                  | -0,6                                     | 2,4                   | -19,1                  | -127,0           | 135,2                                 | -27,1                                    | -0,1                  | -37,7  | -1,3                                      | -10,7   |
| 3° trim.                      | -13,7                                 | -65,7            | 48,3                                  | -0,1                                     | 3,7                   | -14,2                  | -110,6           | 149,3                                 | -52,9                                    | 0,0                   | 30,2   | -17,3                                     | 0,6   |
| 4° trim.                      | 21,1                                  | -8,8             | 32,4                                  | -0,1                                     | -2,5                  | 76,6                   | -93,0            | 175,0                                 | -6,0                                     | 0,6                   | 30,9   | 23,0                                      | -24,1   |
| 2024 1° trim. <sup>(p)</sup>  | -4,0                                  | -46,0            | 45,8                                  | -3,5                                     | -0,2                  | 32,1                   | -55,7            | 112,2                                 | -24,0                                    | -0,4                  | -8,3   | -8,0                                      | 1,3   |
| 2023 nov.                     | 4,0                                   | -5,9             | 5,5                                   | 0,7                                      | 3,7                   | 23,6                   | -30,0            | 60,9                                  | -7,4                                     | 0,1                   | 20,3   | 13,4                                      | -10,8   |
| dic.                          | 11,4                                  | 20,7             | -4,7                                  | -0,3                                     | -4,2                  | 52,3                   | -12,5            | 52,0                                  | 12,2                                     | 0,6                   | 25,6   | 11,6                                      | 5,4   |
| 2024 gen.                     | -10,9                                 | -42,1            | 34,3                                  | -3,3                                     | 0,1                   | 13,5                   | -28,6            | 49,7                                  | -7,2                                     | -0,3                  | -46,4  | -13,2                                     | -18,8   |
| feb.                          | -9,1                                  | -16,9            | 7,3                                   | 0,1                                      | 0,4                   | 10,8                   | -17,7            | 40,6                                  | -11,9                                    | -0,1                  | 8,2  | 1,3                                       | 18,7  |
| mar.                          | 16,0                                  | 12,9             | 4,1                                   | -0,3                                     | -0,7                  | 7,7                    | -9,4             | 21,9                                  | -4,9                                     | 0,1                   | 29,9   | 3,9                                       | 1,5   |
| apr. <sup>(p)</sup>           | 13,3                                  | 3,8              | 10,4                                  | -0,8                                     | -0,2                  | 27,3                   | 2,8              | 24,2                                  | 0,4                                      | -0,1                  | 2,6  | -17,6                                     | -27,7   |
| <b>Variazioni percentuali</b> |                                       |                  |                                       |  |                       |                        |                  |                                       |  |                       |  |   |   |
| 2021                          | 8,4                                   | 10,8             | -6,9                                  | -5,0                                     | 103,4                 | 5,5                    | 8,3              | -14,8                                 | 3,4                                      | -18,4                 | 14,2   | -4,3                                      | 9,3   |
| 2022                          | 3,8                                   | -3,2             | 70,1                                  | 4,6                                      | -16,4                 | 3,7                    | 3,1              | 20,3                                  | 2,3                                      | 19,9                  | 0,4  | 3,4                                       | 2,6   |
| 2023                          | -0,9                                  | -11,1            | 54,0                                  | -1,0                                     | 91,8                  | 0,3                    | -8,2             | 128,2                                 | -4,0                                     | 67,4                  | -4,1   | 0,0                                       | -4,6  |
| 2023 2° trim.                 | 0,7                                   | -12,7            | 125,2                                 | 2,1                                      | 10,4                  | 1,1                    | -4,5             | 97,4                                  | -0,3                                     | 20,9                  | -14,2  | 0,5                                       | -2,3  |
| 3° trim.                      | -1,2                                  | -14,0            | 90,6                                  | 0,2                                      | 83,5                  | -0,3                   | -7,4             | 127,8                                 | -3,4                                     | -14,5                 | -16,4  | -12,3                                     | 1,8   |
| 4° trim.                      | -0,9                                  | -11,1            | 54,0                                  | -1,0                                     | 91,8                  | 0,3                    | -8,2             | 128,2                                 | -4,0                                     | 67,4                  | -4,1   | 0,0                                       | -4,6  |
| 2024 1° trim. <sup>(p)</sup>  | 0,1                                   | -8,2             | 36,4                                  | -3,2                                     | 39,0                  | 0,9                    | -7,1             | 101,2                                 | -4,6                                     | 12,1                  | 1,4  | -1,6                                      | -5,7  |
| 2023 nov.                     | -1,8                                  | -13,0            | 59,3                                  | 1,0                                      | 102,4                 | -0,3                   | -8,5             | 132,7                                 | -4,4                                     | -18,6                 | -8,7   | -8,9                                      | -5,1  |
| dic.                          | -0,9                                  | -11,1            | 54,0                                  | -1,0                                     | 91,8                  | 0,3                    | -8,2             | 128,2                                 | -4,0                                     | 67,4                  | -4,1   | 0,0                                       | -4,6  |
| 2024 gen.                     | -1,1                                  | -11,2            | 49,6                                  | -3,2                                     | 57,8                  | 0,3                    | -8,3             | 121,7                                 | -4,3                                     | 39,2                  | -5,3   | -4,9                                      | -7,3  |
| feb.                          | -1,2                                  | -10,5            | 42,3                                  | -3,1                                     | 45,7                  | 0,6                    | -7,9             | 114,3                                 | -4,7                                     | 28,9                  | -1,7   | -1,3                                      | -6,0  |
| mar.                          | 0,1                                   | -8,2             | 36,4                                  | -3,2                                     | 39,0                  | 0,9                    | -7,1             | 101,2                                 | -4,6                                     | 12,1                  | 1,4  | -1,6                                      | -5,7  |
| apr. <sup>(p)</sup>           | 0,7                                   | -7,0             | 32,6                                  | -3,2                                     | 16,1                  | 1,4                    | -6,2             | 91,7                                  | -4,3                                     | 9,0                   | 1,9  | -8,6                                      | -8,6  |

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

|                               | Credito alle amministrazioni pubbliche |                                 |                  | Credito ad altri residenti nell'area dell'euro |          |   |                          |  |   |                  |  |       |
|-------------------------------|--|---------------------------------|------------------|--|----------|---|--------------------------|--|---|------------------|--|-------|
|                               | Totale                                 | Prestiti                        | Titoli di debito | Totale   | Prestiti |   |                          |  |   | Titoli di debito | Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari |       |
|                               |  |                                 |                  |  | Totale   | A società non finanziarie <sup>3)</sup> | A famiglie <sup>4)</sup> | A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup> | A imprese di assicurazione e fondi pensione |                  |  |       |
|                               | Totale                                 | Prestiti corretti <sup>2)</sup> |                  |  |          |   |                          |  |   |                  |  |       |
| 1                             | 2                                      | 3                               | 4                | 5  | 6        | 7                                       | 8                        | 9  | 10  | 11               | 12   |       |
| <b>Consistenze</b>            |  |                                 |                  |  |          |   |                          |  |   |                  |  |       |
| 2021                          | 6.531,5                                | 994,3                           | 5.535,4          | 14.805,5                                       | 12.340,5 | 12.722,7                                | 4.864,8                  | 6.372,6  | 941,9                                       | 161,1            | 1.576,9  | 888,1 |
| 2022                          | 6.361,8                                | 1.004,7                         | 5.332,0          | 15.390,4                                       | 12.990,1 | 13.178,0                                | 5.129,8                  | 6.632,2  | 1.080,6                                     | 147,6            | 1.564,3  | 836,0 |
| 2023                          | 6.315,7                                | 994,7                           | 5.295,6          | 15.493,8                                       | 13.037,0 | 13.256,8                                | 5.126,7                  | 6.648,6  | 1.122,8                                     | 139,0            | 1.559,1  | 897,7 |
| 2023 2° trim.                 | 6.275,3                                | 986,6                           | 5.263,3          | 15.431,0                                       | 12.986,7 | 13.208,0                                | 5.127,0                  | 6.636,1  | 1.081,1                                     | 142,5            | 1.575,0  | 869,3 |
| 3° trim.                      | 6.212,1                                | 989,2                           | 5.197,9          | 15.435,4                                       | 12.984,0 | 13.192,8                                | 5.114,7                  | 6.635,7  | 1.096,5                                     | 137,2            | 1.576,9  | 874,6 |
| 4° trim.                      | 6.315,7                                | 994,7                           | 5.295,6          | 15.493,8                                       | 13.037,0 | 13.256,8                                | 5.126,7                  | 6.648,6  | 1.122,8                                     | 139,0            | 1.559,1  | 897,7 |
| 2024 1° trim.                 | 6.217,3                                | 976,8                           | 5.214,9          | 15.547,5                                       | 13.044,8 | 13.275,9                                | 5.115,7                  | 6.644,2  | 1.145,1                                     | 139,8            | 1.571,2  | 931,4 |
| 2023 nov.                     | 6.226,7                                | 986,0                           | 5.215,5          | 15.474,0                                       | 13.035,7 | 13.237,3                                | 5.118,3                  | 6.654,4  | 1.129,0                                     | 134,1            | 1.560,4  | 877,9 |
| dic.                          | 6.315,7                                | 994,7                           | 5.295,6          | 15.493,8                                       | 13.037,0 | 13.256,8                                | 5.126,7                  | 6.648,6  | 1.122,8                                     | 139,0            | 1.559,1  | 897,7 |
| 2024 gen.                     | 6.249,9                                | 984,4                           | 5.240,1          | 15.498,6                                       | 13.004,6 | 13.240,7                                | 5.110,5                  | 6.634,7  | 1.125,2                                     | 134,1            | 1.584,3  | 909,7 |
| feb.                          | 6.210,2                                | 982,6                           | 5.202,1          | 15.527,6                                       | 13.028,1 | 13.262,5                                | 5.113,2                  | 6.638,2  | 1.140,6                                     | 136,1            | 1.581,9  | 917,5 |
| mar.                          | 6.217,3                                | 976,8                           | 5.214,9          | 15.547,5                                       | 13.044,8 | 13.275,9                                | 5.115,7                  | 6.644,2  | 1.145,1                                     | 139,8            | 1.571,2  | 931,4 |
| apr.                          | 6.208,5                                | 972,7                           | 5.210,2          | 15.536,4                                       | 13.059,1 | 13.292,9                                | 5.112,2                  | 6.641,7  | 1.168,2                                     | 137,0            | 1.557,5  | 919,8 |
| <b>Transazioni</b>            |  |                                 |                  |  |          |   |                          |  |   |                  |  |       |
| 2021                          | 663,1                                  | -0,9                            | 673,6            | 562,7  | 475,8    | 509,2                                   | 176,9                    | 261,7  | 47,4  | -10,1            | 77,7   | 9,2   |
| 2022                          | 176,0                                  | 9,6                             | 165,6            | 636,0  | 624,1    | 680,8                                   | 269,5                    | 241,9  | 126,1                                       | -13,4            | 18,2   | -6,4  |
| 2023                          | -160,5                                 | -16,8                           | -144,0           | 55,4   | 25,0     | 72,6                                    | -5,4                     | 7,8  | 30,7  | -8,1             | -15,3  | 45,7  |
| 2023 2° trim.                 | -75,1                                  | -8,6                            | -67,0            | 7,0  | -25,7    | 6,3                                     | -5,1                     | -28,6  | 7,2   | 0,8              | 17,5   | 15,2  |
| 3° trim.                      | -18,2                                  | 1,6                             | -19,5            | 10,1   | 2,2      | -9,4                                    | -8,6                     | 2,1  | 14,0  | -5,3             | 2,1  | 5,8   |
| 4° trim.                      | 5,9                                    | 7,8                             | -2,2             | 39,1   | 46,6     | 69,4                                    | 10,1                     | 17,6   | 16,7  | 2,2              | -23,8  | 16,3  |
| 2024 1° trim.                 | -75,1                                  | -16,4                           | -58,9            | 60,9   | 24,9     | 37,5                                    | -4,1                     | -0,9   | 29,2  | 0,8              | 12,3   | 23,7  |
| 2023 nov.                     | -15,1                                  | -2,1                            | -13,1            | 0,4  | 14,6     | 21,6                                    | -3,9                     | 11,2   | 8,2   | -0,8             | -6,7   | -7,5  |
| dic.                          | 36,4                                   | 9,0                             | 27,3             | 6,1  | -5,1     | 13,4                                    | 11,3                     | -3,5   | -17,8                                       | 4,9              | -4,4   | 15,7  |
| 2024 gen.                     | -44,2                                  | -8,8                            | -35,6            | 7,2  | -28,0    | -11,8                                   | -14,1                    | -13,2  | 4,2   | -4,9             | 27,0   | 8,3   |
| feb.                          | -22,1                                  | -2,0                            | -20,0            | 36,3   | 32,9     | 33,3                                    | 5,7                      | 4,7  | 20,4  | 2,0              | -1,3   | 4,7   |
| mar.                          | -8,8                                   | -5,6                            | -3,3             | 17,3   | 20,1     | 16,0                                    | 4,3                      | 7,6  | 4,5   | 3,6              | -13,4  | 10,6  |
| apr.                          | 13,3                                   | -3,5                            | 16,7             | -4,6   | 14,0     | 17,8                                    | -3,9                     | -1,5   | 22,2  | -2,8             | -12,5  | -6,1  |
| <b>Variazioni percentuali</b> |  |                                 |                  |  |          |   |                          |  |   |                  |  |       |
| 2021                          | 11,3                                   | -0,1                            | 13,8             | 3,9  | 4,0      | 4,2                                     | 3,8                      | 4,3  | 5,2   | -4,6             | 5,1  | 1,0   |
| 2022                          | 2,7                                    | 1,0                             | 3,0              | 4,3  | 5,0      | 5,4                                     | 5,5                      | 3,8  | 13,4  | -7,9             | 1,2  | -0,6  |
| 2023                          | -2,5                                   | -1,7                            | -2,7             | 0,4  | 0,2      | 0,6                                     | -0,1                     | 0,1  | 2,8   | -5,4             | -1,0   | 5,4   |
| 2023 2° trim.                 | -2,5                                   | -2,3                            | -2,5             | 1,6  | 1,4      | 2,0                                     | 2,5                      | 1,1  | 0,8   | -12,2            | 1,0  | 4,4   |
| 3° trim.                      | -2,1                                   | -2,1                            | -2,1             | 0,2  | -0,2     | 0,3                                     | -0,4                     | 0,3  | -0,2  | -13,9            | 1,6  | 5,0   |
| 4° trim.                      | -2,5                                   | -1,7                            | -2,7             | 0,4  | 0,2      | 0,6                                     | -0,1                     | 0,1  | 2,8   | -5,4             | -1,0   | 5,4   |
| 2024 1° trim.                 | -2,6                                   | -1,6                            | -2,8             | 0,8  | 0,4      | 0,8                                     | -0,2                     | -0,1   | 6,2   | -1,2             | 0,5  | 7,2   |
| 2023 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      | 0,6                                     | -0,1                     | 0,1  | 2,8   | -5,4             | -1,0   | 5,4   |
| 2024 gen.                     | -2,5                                   | -1,1                            | -2,7             | 0,4  | -0,1     | 0,4                                     | -0,5                     | -0,1   | 3,0   | -9,1             | 1,3  | 6,4   |
| feb.                          | -2,8                                   | -1,3                            | -3,1             | 0,7  | 0,2      | 0,7                                     | -0,3                     | -0,2   | 5,8   | -7,7             | 1,6  | 6,2   |
| mar.                          | -2,6                                   | -1,6                            | -2,8             | 0,8  | 0,4      | 0,8                                     | -0,2                     | -0,1   | 6,2   | -1,2             | 0,5  | 7,2   |
| apr.                          | -1,9                                   | -0,8                            | -2,1             | 0,7  | 0,5      | 0,9                                     | -0,1                     | -0,2   | 8,6   | -4,5             | -0,5   | 5,7   |

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) Includo le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

|                               | Società non finanziarie <sup>2)</sup> |                                 |               |                         |              | Famiglie <sup>3)</sup> |                                 |                    |                                    |                |
|-------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------|---------------|-------------------------|--------------|------------------------|---------------------------------|--------------------|------------------------------------|----------------|
|                               | Totale                                |                                 | Fino a 1 anno | Oltre 1 e fino a 5 anni | Oltre 5 anni | Totale                 |                                 | Credito al consumo | Mutui per l'acquisto di abitazioni | Altri prestiti |
|                               | Totale                                | Prestiti corretti <sup>4)</sup> |               |                         |              | Totale                 | Prestiti corretti <sup>4)</sup> |                    |                                    |                |
|                               | 1                                     | 2                               | 3             | 4                       | 5            | 6                      | 7                               | 8                  | 9                                  | 10             |
| <b>Consistenze</b>            |                                       |                                 |               |                         |              |                        |                                 |                    |                                    |                |
| 2021                          | 4.864,8                               | 4.995,5                         | 885,0         | 1.005,2                 | 2.974,6      | 6.372,6                | 6.637,5                         | 698,3              | 4.970,8                            | 703,5          |
| 2022                          | 5.129,8                               | 5.130,8                         | 962,7         | 1.077,6                 | 3.089,6      | 6.632,2                | 6.832,8                         | 717,3              | 5.214,7                            | 700,2          |
| 2023                          | 5.126,7                               | 5.143,4                         | 910,1         | 1.091,2                 | 3.125,5      | 6.648,6                | 6.865,8                         | 733,5              | 5.229,2                            | 685,9          |
| 2023 2° trim.                 | 5.127,0                               | 5.137,8                         | 922,0         | 1.088,2                 | 3.116,8      | 6.636,1                | 6.869,6                         | 726,0              | 5.209,8                            | 700,3          |
| 3° trim.                      | 5.114,7                               | 5.123,3                         | 911,5         | 1.085,4                 | 3.117,8      | 6.635,7                | 6.867,1                         | 731,6              | 5.212,7                            | 691,3          |
| 4° trim.                      | 5.126,7                               | 5.143,4                         | 910,1         | 1.091,2                 | 3.125,5      | 6.648,6                | 6.865,8                         | 733,5              | 5.229,2                            | 685,9          |
| 2024 1° trim.                 | 5.115,7                               | 5.132,8                         | 888,0         | 1.088,6                 | 3.139,0      | 6.644,2                | 6.873,5                         | 742,0              | 5.222,6                            | 679,6          |
| 2023 nov.                     | 5.118,3                               | 5.129,6                         | 904,6         | 1.087,5                 | 3.126,1      | 6.654,4                | 6.868,5                         | 732,1              | 5.233,4                            | 688,9          |
| dic.                          | 5.126,7                               | 5.143,4                         | 910,1         | 1.091,2                 | 3.125,5      | 6.648,6                | 6.865,8                         | 733,5              | 5.229,2                            | 685,9          |
| 2024 gen.                     | 5.110,5                               | 5.128,0                         | 889,9         | 1.093,8                 | 3.126,9      | 6.634,7                | 6.869,4                         | 734,7              | 5.216,4                            | 683,7          |
| feb.                          | 5.113,2                               | 5.130,4                         | 890,8         | 1.090,6                 | 3.131,8      | 6.638,2                | 6.871,8                         | 736,7              | 5.220,3                            | 681,2          |
| mar.                          | 5.115,7                               | 5.132,8                         | 888,0         | 1.088,6                 | 3.139,0      | 6.644,2                | 6.873,5                         | 742,0              | 5.222,6                            | 679,6          |
| apr.                          | 5.112,2                               | 5.128,1                         | 876,3         | 1.088,1                 | 3.147,8      | 6.641,7                | 6.875,2                         | 741,1              | 5.223,8                            | 676,8          |
| <b>Transazioni</b>            |                                       |                                 |               |                         |              |                        |                                 |                    |                                    |                |
| 2021                          | 176,9                                 | 208,3                           | 0,2           | 2,3                     | 174,4        | 261,7                  | 267,3                           | 10,7               | 254,9                              | -3,9           |
| 2022                          | 269,5                                 | 309,2                           | 78,0          | 77,4                    | 114,1        | 241,9                  | 250,3                           | 23,3               | 217,8                              | 0,9            |
| 2023                          | -5,4                                  | 24,9                            | -43,8         | 10,6                    | 27,9         | 7,8                    | 25,7                            | 18,9               | 9,9                                | -21,1          |
| 2023 2° trim.                 | -5,1                                  | -0,1                            | -9,6          | -2,9                    | 7,5          | -28,6                  | 1,1                             | 3,9                | -27,6                              | -4,9           |
| 3° trim.                      | -8,6                                  | -10,4                           | -10,8         | -3,3                    | 5,5          | 2,1                    | 0,6                             | 6,7                | 3,1                                | -7,6           |
| 4° trim.                      | 10,1                                  | 30,3                            | 4,0           | 5,4                     | 0,7          | 17,6                   | 3,4                             | 3,8                | 17,6                               | -3,8           |
| 2024 1° trim.                 | -4,1                                  | -2,0                            | -19,8         | -1,2                    | 16,9         | -0,9                   | 9,8                             | 9,4                | -5,2                               | -5,0           |
| 2023 nov.                     | -3,9                                  | 12,9                            | -1,8          | -2,4                    | 0,3          | 11,2                   | 3,4                             | 1,5                | 9,0                                | 0,7            |
| dic.                          | 11,3                                  | 16,7                            | 6,7           | 4,6                     | 0,0          | -3,5                   | -0,4                            | 2,0                | -3,7                               | -1,9           |
| 2024 gen.                     | -14,1                                 | -12,9                           | -18,8         | 1,8                     | 2,9          | -13,2                  | 3,5                             | 1,1                | -12,4                              | -1,8           |
| feb.                          | 5,7                                   | 6,2                             | 2,1           | -2,4                    | 5,9          | 4,7                    | 4,0                             | 2,5                | 4,5                                | -2,3           |
| mar.                          | 4,3                                   | 4,7                             | -3,1          | -0,7                    | 8,2          | 7,6                    | 2,3                             | 5,7                | 2,7                                | -0,9           |
| apr.                          | -3,9                                  | -4,1                            | -8,1          | -2,1                    | 6,2          | -1,5                   | 2,6                             | -0,4               | 1,4                                | -2,5           |
| <b>Variazioni percentuali</b> |                                       |                                 |               |                         |              |                        |                                 |                    |                                    |                |
| 2021                          | 3,8                                   | 4,3                             | 0,0           | 0,2                     | 6,2          | 4,3                    | 4,2                             | 1,5                | 5,4                                | -0,6           |
| 2022                          | 5,5                                   | 6,4                             | 8,8           | 7,7                     | 3,8          | 3,8                    | 3,8                             | 3,3                | 4,4                                | 0,1            |
| 2023                          | -0,1                                  | 0,5                             | -4,6          | 1,0                     | 0,9          | 0,1                    | 0,4                             | 2,6                | 0,2                                | -3,0           |
| 2023 2° trim.                 | 2,5                                   | 3,1                             | -1,8          | 6,3                     | 2,5          | 1,1                    | 1,7                             | 2,6                | 1,3                                | -1,7           |
| 3° trim.                      | -0,4                                  | 0,2                             | -8,8          | 2,2                     | 1,4          | 0,3                    | 0,8                             | 2,8                | 0,3                                | -2,5           |
| 4° trim.                      | -0,1                                  | 0,5                             | -4,6          | 1,0                     | 0,9          | 0,1                    | 0,4                             | 2,6                | 0,2                                | -3,0           |
| 2024 1° trim.                 | -0,2                                  | 0,4                             | -3,9          | -0,2                    | 1,0          | -0,1                   | 0,2                             | 3,3                | -0,2                               | -3,0           |
| 2023 nov.                     | -0,7                                  | 0,0                             | -8,0          | 1,4                     | 0,9          | 0,2                    | 0,5                             | 2,6                | 0,4                                | -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                             | -5,8          | 0,8                     | 0,7          | -0,1                   | 0,3                             | 2,7                | -0,1                               | -3,1           |
| feb.                          | -0,3                                  | 0,3                             | -4,5          | 0,1                     | 0,8          | -0,2                   | 0,3                             | 2,8                | -0,2                               | -3,1           |
| mar.                          | -0,2                                  | 0,4                             | -3,9          | -0,2                    | 1,0          | -0,1                   | 0,2                             | 3,3                | -0,2                               | -3,0           |
| apr.                          | -0,1                                  | 0,3                             | -3,9          | -0,6                    | 1,1          | -0,2                   | 0,2                             | 3,0                | -0,2                               | -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) Incluse le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

|                               | Passività delle IFM                                   |   |   |  |  |                    | Attività delle IFM         |        |   |   |
|-------------------------------|---|---|---|--|--|--------------------|----------------------------|--------|---|---|
|                               | Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup> | Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro |   |  |  |                    | Attività nette sull'estero | Altre  |   |   |
|                               |   | Totale  | Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni | Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi | Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni | Capitali e riserve |                            | Totale | Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup> | Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup> |
| 1                             | 2   | 3   | 4   | 5  | 6  | 7                  | 8                          | 9      | 10  |   |
| <b>Consistenze</b>            |   |   |   |  |  |                    |                            |        |   |   |
| 2021                          | 736,1   | 6.884,3   | 1.838,9                                       | 37,1   | 1.999,0  | 3.009,3            | 1.376,4                    | 410,6  | 128,5   | 136,8   |
| 2022                          | 648,6   | 6.755,7   | 1.783,1                                       | 45,9   | 2.121,8  | 2.804,8            | 1.333,4                    | 387,1  | 137,2   | 147,2   |
| 2023                          | 461,3   | 7.340,2   | 1.826,4                                       | 90,5   | 2.422,1  | 3.001,2            | 1.859,0                    | 268,1  | 155,0   | 152,6   |
| 2023 2° trim.                 | 484,9   | 6.985,1   | 1.806,8                                       | 61,5   | 2.229,8  | 2.886,9            | 1.461,0                    | 293,8  | 169,0   | 172,6   |
| 3° trim.                      | 455,9   | 7.144,7   | 1.824,6                                       | 72,9   | 2.367,0  | 2.880,2            | 1.633,3                    | 314,0  | 153,8   | 163,3   |
| 4° trim.                      | 461,3   | 7.340,2   | 1.826,4                                       | 90,5   | 2.422,1  | 3.001,2            | 1.859,0                    | 268,1  | 155,0   | 152,6   |
| 2024 1° trim. <sup>(p)</sup>  | 399,4   | 7.464,6   | 1.828,5                                       | 105,2  | 2.502,4  | 3.028,5            | 2.045,5                    | 243,1  | 178,0   | 174,2   |
| 2023 nov.                     | 407,5   | 7.273,8   | 1.827,9                                       | 83,7   | 2.414,0  | 2.948,2            | 1.793,9                    | 188,7  | 170,4   | 162,0   |
| dic.                          | 461,3   | 7.340,2   | 1.826,4                                       | 90,5   | 2.422,1  | 3.001,2            | 1.859,0                    | 268,1  | 155,0   | 152,6   |
| 2024 gen.                     | 457,2   | 7.377,6   | 1.829,9                                       | 96,9   | 2.447,4  | 3.003,3            | 1.961,6                    | 217,3  | 165,7   | 159,7   |
| feb.                          | 438,6   | 7.366,3   | 1.828,1                                       | 101,7  | 2.464,0  | 2.972,5            | 1.941,7                    | 244,6  | 165,4   | 173,4   |
| mar.                          | 399,4   | 7.464,6   | 1.828,5                                       | 105,2  | 2.502,4  | 3.028,5            | 2.045,5                    | 243,1  | 178,0   | 174,2   |
| apr. <sup>(p)</sup>           | 438,2   | 7.508,0   | 1.826,6                                       | 107,9  | 2.531,7  | 3.041,8            | 2.172,1                    | 235,6  | 163,6   | 177,4   |
| <b>Transazioni</b>            |   |   |   |  |  |                    |                            |        |   |   |
| 2021                          | 25,4  | -38,7   | -74,9   | -5,0   | -39,7  | 81,0               | -112,2                     | -121,7 | -8,3  | -4,3  |
| 2022                          | -83,4   | 62,1  | -89,0   | -4,4   | 15,5   | 140,0              | -68,3                      | -174,8 | 10,4  | 18,0  |
| 2023                          | -193,7  | 332,2   | 24,7  | 40,1   | 225,3  | 42,1               | 459,0                      | -191,4 | 19,7  | 9,0   |
| 2023 2° trim.                 | -88,7   | 96,8  | 13,8  | 6,1  | 61,8   | 15,1               | 90,0                       | -75,1  | 16,8  | 6,7   |
| 3° trim.                      | -29,1   | 96,4  | 16,9  | 11,4   | 44,9   | 23,2               | 130,4                      | -59,7  | -13,3   | -6,0  |
| 4° trim.                      | 5,4   | 61,3  | -11,3   | 17,6   | 60,0   | -5,0               | 176,1                      | -6,9   | 1,2   | -10,7   |
| 2024 1° trim. <sup>(p)</sup>  | -61,5   | 107,0   | 4,9   | 14,7   | 94,3   | -6,8               | 133,8                      | -18,6  | 25,6  | 21,5  |
| 2023 nov.                     | -32,5   | 16,5  | -4,9  | 6,0  | 16,7   | -1,4               | 64,7                       | -24,8  | 7,3   | 10,7  |
| dic.                          | 53,8  | 12,3  | -2,0  | 6,8  | 19,2   | -11,7              | 52,9                       | 98,3   | -15,4   | -9,4  |
| 2024 gen.                     | -3,7  | 61,8  | 2,7   | 6,4  | 38,3   | 14,5               | 105,9                      | -53,9  | 10,7  | 7,0   |
| feb.                          | -18,6   | 12,4  | 1,8   | 4,7  | 14,8   | -8,9               | -11,9                      | 21,7   | 2,3   | 13,7  |
| mar.                          | -39,2   | 32,8  | 0,4   | 3,5  | 41,2   | -12,4              | 39,7                       | 13,6   | 12,5  | 0,8   |
| apr. <sup>(p)</sup>           | 38,5  | 24,0  | -1,8  | 2,7  | 23,3   | -0,2               | 103,7                      | -32,6  | -14,4   | 3,2   |
| <b>Variazioni percentuali</b> |   |   |   |  |  |                    |                            |        |   |   |
| 2021                          | 3,6   | -0,6  | -3,9  | -11,9  | -2,0   | 2,7                | -                          | -      | -6,0  | -3,0  |
| 2022                          | -11,4   | 0,9   | -4,8  | -13,0  | 0,6  | 4,9                | -                          | -      | 7,8   | 12,7  |
| 2023                          | -29,7   | 4,9   | 1,4   | 80,2   | 10,5   | 1,5                | -                          | -      | 14,3  | 6,0   |
| 2023 2° trim.                 | -37,5   | 3,6   | -2,2  | 25,1   | 8,7  | 3,2                | -                          | -      | 1,8   | 10,3  |
| 3° trim.                      | -30,2   | 4,9   | 1,4   | 48,8   | 10,4   | 2,3                | -                          | -      | 5,6   | 14,2  |
| 4° trim.                      | -29,7   | 4,9   | 1,4   | 80,2   | 10,5   | 1,5                | -                          | -      | 14,3  | 6,0   |
| 2024 1° trim. <sup>(p)</sup>  | -30,3   | 5,2   | 1,3   | 89,9   | 11,7   | 0,9                | -                          | -      | 20,3  | 7,1   |
| 2023 nov.                     | -40,3   | 5,3   | 1,3   | 68,5   | 10,3   | 2,8                | -                          | -      | 7,4   | -2,7  |
| dic.                          | -29,7   | 4,9   | 1,4   | 80,2   | 10,5   | 1,5                | -                          | -      | 14,3  | 6,0   |
| 2024 gen.                     | -20,1   | 5,2   | 1,6   | 85,3   | 10,3   | 2,1                | -                          | -      | 8,4   | 4,2   |
| feb.                          | -21,4   | 5,0   | 1,7   | 88,6   | 10,5   | 1,4                | -                          | -      | 10,0  | 11,0  |
| mar.                          | -30,3   | 5,2   | 1,3   | 89,9   | 11,7   | 0,9                | -                          | -      | 20,3  | 7,1   |
| apr. <sup>(p)</sup>           | -23,4   | 5,1   | 0,4   | 89,7   | 12,4   | 0,8                | -                          | -      | 9,6   | 11,8  |

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

### 6.2 Entrate e spese

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

|               | Entrate |                  |                 |                   |                          |                           | Spese  |                |                              |                   |           |                     |                         |
|---------------|---------|------------------|-----------------|-------------------|--------------------------|---------------------------|--------|----------------|------------------------------|-------------------|-----------|---------------------|-------------------------|
|               | Totale  | Entrate correnti |                 |                   |                          | Entrate in conto capitale | Totale | Spese correnti |                              |                   |           |                     | Spese in conto capitale |
|               |         | Totale           | Imposte dirette | Imposte indirette | Contributi sociali netti |                           |        | Totale         | Reddito da lavoro dipendente | Consumi intermedi | Interessi | Prestazioni sociali |                         |
| 1             | 2       | 3                | 4               | 5                 | 6                        | 7                         | 8      | 9              | 10                           | 11                | 12        | 13                  |                         |
| 2020          | 46,5    | 46,0             | 12,9            | 12,7              | 15,5                     | 0,5                       | 53,5   | 48,9           | 10,7                         | 6,0               | 1,5       | 25,3                | 4,6                     |
| 2021          | 47,1    | 46,3             | 13,2            | 13,1              | 15,1                     | 0,8                       | 52,3   | 47,1           | 10,2                         | 6,0               | 1,5       | 24,0                | 5,2                     |
| 2022          | 47,0    | 46,2             | 13,5            | 12,9              | 14,8                     | 0,8                       | 50,6   | 45,3           | 9,9                          | 5,9               | 1,7       | 22,8                | 5,3                     |
| 2023          | 46,5    | 45,6             | 13,4            | 12,5              | 14,7                     | 0,8                       | 50,1   | 44,6           | 9,8                          | 6,0               | 1,7       | 22,6                | 5,4                     |
| 2023 1° trim. | 46,7    | 45,9             | 13,4            | 12,8              | 14,7                     | 0,8                       | 50,4   | 45,1           | 9,8                          | 5,9               | 1,7       | 22,7                | 5,3                     |
| 2° trim.      | 46,5    | 45,7             | 13,4            | 12,7              | 14,7                     | 0,8                       | 50,5   | 45,1           | 9,8                          | 5,9               | 1,7       | 22,7                | 5,4                     |
| 3° trim.      | 46,4    | 45,6             | 13,4            | 12,6              | 14,7                     | 0,8                       | 50,3   | 44,9           | 9,8                          | 6,0               | 1,7       | 22,6                | 5,4                     |
| 4° trim.      | 46,4    | 45,6             | 13,4            | 12,5              | 14,7                     | 0,8                       | 50,0   | 44,6           | 9,8                          | 6,0               | 1,7       | 22,6                | 5,4                     |

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

|               | Totale | Strumento finanziario        |          |                  | Detentore           |      | Scadenza all'emissione  |               | Vita residua |               |                                    | Valuta       |                                |              |
|---------------|--------|------------------------------|----------|------------------|---------------------|------|-------------------------|---------------|--------------|---------------|------------------------------------|--------------|--------------------------------|--------------|
|               | 1      | Banconote, monete e depositi | Prestiti | Titoli di debito | Creditori residenti |      | Creditori non residenti | Fino a 1 anno | Oltre 1 anno | Fino a 1 anno | Superiore a 1 anno e fino a 5 anni | Oltre 5 anni | Euro o valute dei paesi membri | Altre valute |
|               |        |                              |          |                  | Totale              | IFM  |                         |               |              |               |                                    |              |                                |              |
|               | 2      | 3                            | 4        | 5                | 6                   | 7    | 8                       | 9             | 10           | 11            | 12                                 | 13           | 14                             |              |
| 2020          | 97,2   | 3,2                          | 14,5     | 79,5             | 54,3                | 39,1 | 42,9                    | 11,2          | 86,0         | 18,8          | 31,0                               | 47,5         | 95,6                           | 1,7          |
| 2021          | 94,8   | 3,0                          | 13,9     | 77,9             | 54,9                | 41,3 | 39,9                    | 9,9           | 84,9         | 17,4          | 30,3                               | 47,2         | 93,3                           | 1,4          |
| 2022          | 90,8   | 2,7                          | 13,2     | 74,9             | 53,1                | 40,2 | 37,7                    | 8,8           | 82,0         | 16,3          | 28,8                               | 45,7         | 89,9                           | 1,0          |
| 2023          | 88,6   | 2,5                          | 12,2     | 73,9             | 49,9                | 36,6 | 38,7                    | 8,0           | 80,5         | 15,4          | 28,4                               | 44,7         | 87,8                           | 0,8          |
| 2023 1° trim. | 90,6   | 2,5                          | 12,8     | 75,2             | .                   | .    | .                       | .             | .            | .             | .                                  | .            | .                              | .            |
| 2° trim.      | 90,1   | 2,5                          | 12,4     | 75,1             | .                   | .    | .                       | .             | .            | .             | .                                  | .            | .                              | .            |
| 3° trim.      | 89,6   | 2,5                          | 12,2     | 74,9             | .                   | .    | .                       | .             | .            | .             | .                                  | .            | .                              | .            |
| 4° trim.      | 88,6   | 2,5                          | 12,2     | 73,9             | .                   | .    | .                       | .             | .            | .             | .                                  | .            | .                              | .            |

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

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

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

|               | Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup> |          |                        |           |                        | Vita residua media in anni <sup>3)</sup> | Rendimento nominale medio <sup>4)</sup> |                   |             |               |                        |             |          |
|---------------|--|----------|------------------------|-----------|------------------------|--|---|-------------------|-------------|---------------|------------------------|-------------|----------|
|               | Totale   | Capitale |                        | Interesse |                        |  | Consistenze in essere                   |                   |             |               |                        | Transazioni |          |
|               |  | Totale   | Scadenze fino a 3 mesi | Totale    | Scadenze fino a 3 mesi |  | Totale                                  | A tasso variabile | Zero coupon | A tasso fisso |                        | Emissione   | Rimborsi |
|               |  |          |                        |           |                        |  |   |                   |             | Totale        | Scadenze fino a 1 anno |             |          |
| 1             | 2  | 3        | 4                      | 5         | 6                      | 7  | 8                                       | 9                 | 10          | 11            | 12                     | 13          |          |
| 2021          | 14,0   | 12,7     | 4,2                    | 1,2       | 0,3                    | 7,9                                      | 1,6                                     | 1,1               | -0,4        | 1,9           | 1,9                    | -0,1        | 0,5      |
| 2022          | 13,0   | 11,9     | 4,2                    | 1,2       | 0,3                    | 8,0                                      | 1,6                                     | 1,2               | 0,4         | 1,9           | 2,0                    | 1,1         | 0,5      |
| 2023          | 13,1   | 11,7     | 4,2                    | 1,4       | 0,3                    | 8,1                                      | 2,0                                     | 1,2               | 1,9         | 2,0           | 1,6                    | 3,6         | 1,9      |
| 2023 2° trim. | 12,8   | 11,5     | 3,4                    | 1,3       | 0,3                    | 8,1                                      | 1,9                                     | 1,3               | 1,5         | 1,9           | 2,0                    | 2,8         | 1,1      |
| 3° trim.      | 13,0   | 11,7     | 3,5                    | 1,3       | 0,3                    | 8,1                                      | 1,9                                     | 1,1               | 1,8         | 2,0           | 1,7                    | 3,3         | 1,5      |
| 4° trim.      | 13,1   | 11,7     | 4,2                    | 1,4       | 0,3                    | 8,1                                      | 2,0                                     | 1,2               | 1,9         | 2,0           | 1,6                    | 3,6         | 1,9      |
| 2024 1° trim. | 13,0   | 11,6     | 3,8                    | 1,4       | 0,3                    | 8,3                                      | 2,0                                     | 1,3               | 2,1         | 2,1           | 1,5                    | 3,7         | 2,5      |
| 2023 nov.     | 12,9   | 11,5     | 3,5                    | 1,4       | 0,4                    | 8,2                                      | 2,0                                     | 1,2               | 2,0         | 2,0           | 1,7                    | 3,6         | 1,8      |
| dic.          | 13,1   | 11,7     | 4,2                    | 1,4       | 0,3                    | 8,1                                      | 2,0                                     | 1,2               | 1,9         | 2,0           | 1,6                    | 3,6         | 1,9      |
| 2024 gen.     | 12,5   | 11,2     | 3,9                    | 1,3       | 0,3                    | 8,2                                      | 2,0                                     | 1,2               | 2,0         | 2,0           | 1,4                    | 3,6         | 2,1      |
| feb.          | 12,6   | 11,2     | 4,3                    | 1,3       | 0,3                    | 8,2                                      | 2,0                                     | 1,2               | 2,2         | 2,0           | 1,4                    | 3,7         | 2,3      |
| mar.          | 13,0   | 11,6     | 3,8                    | 1,4       | 0,3                    | 8,3                                      | 2,0                                     | 1,3               | 2,1         | 2,1           | 1,5                    | 3,7         | 2,5      |
| apr.          | 12,9   | 11,5     | 3,9                    | 1,4       | 0,4                    | 8,3                                      | 2,1                                     | 1,3               | 2,2         | 2,1           | 1,5                    | 3,7         | 2,6      |

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

|                                   | Belgio | Germania | Estonia | Irlanda | Grecia | Spagna | Francia | Croazia | Italia | Cipro |
|-----------------------------------|--------|----------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|-------|
|                                   | 1      | 2        | 3       | 4       | 5      | 6      | 7       | 8       | 9      | 10    |
| Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico |        |          |         |         |        |        |         |         |        |       |
| 2020                              | -9,0   | -4,3     | -5,4    | -5,0    | -9,8   | -10,1  | -8,9    | -7,2    | -9,4   | -5,7  |
| 2021                              | -5,4   | -3,6     | -2,5    | -1,5    | -7,0   | -6,7   | -6,6    | -2,5    | -8,7   | -1,8  |
| 2022                              | -3,6   | -2,5     | -1,0    | 1,7     | -2,5   | -4,7   | -4,8    | 0,1     | -8,6   | 2,7   |
| 2023                              | -4,4   | -2,5     | -3,4    | 1,7     | -1,6   | -3,6   | -5,5    | -0,7    | -7,4   | 3,1   |
| 2023 1° trim.                     | -4,0   | -2,9     | -1,3    | 1,9     | -2,8   | -4,4   | -4,8    | -0,1    | -8,5   | 3,1   |
| 2° trim.                          | -3,8   | -3,3     | -1,8    | 1,9     | -2,7   | -4,6   | -5,3    | -0,5    | -8,3   | 3,0   |
| 3° trim.                          | -3,9   | -3,2     | -2,3    | 1,6     | -1,4   | -4,5   | -5,5    | -0,3    | -7,7   | 3,1   |
| 4° trim.                          | -4,4   | -2,5     | -3,4    | 1,7     | -1,6   | -3,6   | -5,5    | -0,7    | -7,4   | 3,1   |
| Debito pubblico                   |        |          |         |         |        |        |         |         |        |       |
| 2020                              | 111,9  | 68,8     | 18,6    | 58,1    | 207,0  | 120,3  | 114,9   | 86,1    | 155,0  | 114,9 |
| 2021                              | 107,9  | 69,0     | 17,8    | 54,4    | 195,0  | 116,8  | 113,0   | 77,5    | 147,1  | 99,3  |
| 2022                              | 104,3  | 66,1     | 18,5    | 44,4    | 172,7  | 111,6  | 111,9   | 67,8    | 140,5  | 85,6  |
| 2023                              | 105,2  | 63,6     | 19,6    | 43,7    | 161,9  | 107,7  | 110,6   | 63,0    | 137,3  | 77,3  |
| 2023 1° trim.                     | 106,3  | 65,6     | 17,3    | 43,5    | 169,4  | 111,2  | 112,5   | 68,6    | 139,3  | 82,9  |
| 2° trim.                          | 105,6  | 64,6     | 18,5    | 43,1    | 167,2  | 111,2  | 112,0   | 65,8    | 140,1  | 84,9  |
| 3° trim.                          | 107,6  | 64,7     | 18,2    | 43,5    | 165,6  | 109,8  | 112,0   | 63,9    | 137,9  | 79,0  |
| 4° trim.                          | 105,2  | 63,6     | 19,6    | 43,7    | 161,9  | 107,7  | 110,6   | 63,0    | 137,3  | 77,3  |

|                                   | Lettonia | Lituania | Lussemburgo | Malta | Paesi Bassi | Austria | Portogallo | Slovenia | Slovacchia | Finlandia |
|-----------------------------------|----------|----------|-------------|-------|-------------|---------|------------|----------|------------|-----------|
|                                   | 11       | 12       | 13          | 14    | 15          | 16      | 17         | 18       | 19         | 20        |
| Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico |          |          |             |       |             |         |            |          |            |           |
| 2020                              | -4,4     | -6,5     | -3,4        | -9,4  | -3,7        | -8,0    | -5,8       | -7,6     | -5,3       | -5,6      |
| 2021                              | -7,2     | -1,1     | 0,5         | -7,6  | -2,2        | -5,8    | -2,9       | -4,6     | -5,2       | -2,8      |
| 2022                              | -4,6     | -0,6     | -0,3        | -5,5  | -0,1        | -3,3    | -0,3       | -3,0     | -1,7       | -0,4      |
| 2023                              | -2,2     | -0,8     | -1,3        | -4,9  | -0,3        | -2,7    | 1,2        | -2,5     | -4,9       | -2,7      |
| 2023 1° trim.                     | -4,3     | -1,0     | -0,9        | -4,8  | -0,4        | -3,0    | 0,1        | -3,0     | -2,3       | -0,4      |
| 2° trim.                          | -3,0     | -1,1     | -1,0        | -4,3  | -0,5        | -3,4    | 0,0        | -2,8     | -2,8       | -1,3      |
| 3° trim.                          | -3,3     | -0,9     | -1,0        | -3,7  | -0,4        | -3,2    | 0,4        | -2,8     | -3,4       | -2,0      |
| 4° trim.                          | -2,2     | -0,8     | -1,3        | -4,9  | -0,3        | -2,7    | 1,2        | -2,5     | -4,9       | -2,7      |
| Debito pubblico                   |          |          |             |       |             |         |            |          |            |           |
| 2020                              | 42,7     | 46,2     | 24,6        | 52,2  | 54,7        | 82,9    | 134,9      | 79,6     | 58,8       | 74,7      |
| 2021                              | 44,4     | 43,4     | 24,5        | 53,9  | 51,7        | 82,5    | 124,5      | 74,4     | 61,1       | 72,6      |
| 2022                              | 41,8     | 38,1     | 24,7        | 51,6  | 50,1        | 78,4    | 112,4      | 72,5     | 57,7       | 73,5      |
| 2023                              | 43,6     | 38,3     | 25,7        | 50,4  | 46,5        | 77,8    | 99,1       | 69,2     | 56,0       | 75,8      |
| 2023 1° trim.                     | 43,7     | 38,0     | 28,4        | 51,6  | 48,3        | 80,1    | 112,3      | 72,2     | 57,9       | 73,6      |
| 2° trim.                          | 40,1     | 38,1     | 28,3        | 49,8  | 46,9        | 78,5    | 110,0      | 70,7     | 59,5       | 74,5      |
| 3° trim.                          | 42,0     | 37,4     | 25,8        | 49,6  | 45,8        | 78,3    | 107,5      | 71,8     | 58,4       | 74,3      |
| 4° trim.                          | 43,6     | 38,3     | 25,7        | 50,4  | 46,5        | 77,8    | 99,1       | 69,2     | 56,0       | 75,8      |

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2024

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 5 giugno 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-24-004-IT-N (online)