

Sviluppi economici e politica monetaria nell'area dell'euro*

di Fabio Panetta

1. Gli andamenti e le prospettive dell'economia internazionale

La congiuntura globale resta fiacca. Il commercio internazionale ha ristagnato anche nel quarto trimestre dello scorso anno; registrerebbe una moderata ripresa nell'anno in corso, ma con ritmi di crescita ben inferiori a quelli dei due decenni precedenti la pandemia¹.

L'inasprimento monetario attuato simultaneamente dalle banche centrali dei maggiori paesi sta contribuendo, assieme al calo dei corsi energetici, a una decisa flessione dell'inflazione, ma continua a frenare la domanda. Fanno eccezione gli Stati Uniti, dove la domanda interna e l'attività produttiva continuano a crescere a ritmi sostenuti.

Sulla congiuntura globale pesano inoltre l'incertezza alimentata dai conflitti in Ucraina e in Medio Oriente, nonché le difficoltà dell'economia cinese, afflitta dalla crisi immobiliare.

Gli ostacoli alla navigazione nel Mar Rosso, da cui transita il 12 per cento del commercio mondiale, comportano il ricorso a rotte alternative per le merci provenienti dall'Asia. Ciò ritarda le consegne e aumenta i costi di trasporto, soprattutto per le destinazioni europee (fig. A1).

Sullo sfondo di questa fiacchezza congiunturale, la frammentazione geopolitica sta provocando un arretramento nel grado di integrazione economica fra paesi e regioni del mondo.

L'introduzione di restrizioni al commercio, in corso da tempo, ha subito un'accelerazione a seguito della pandemia e dell'invasione dell'Ucraina (fig. A2)², talora con il ricorso a misure di embargo sulle esportazioni di prodotti a contenuto tecnologico, quali i microprocessori. Si delinea una ricomposizione degli scambi tra paesi, già evidente per i beni energetici.

*Intervento del Governatore della Banca d'Italia al 30° congresso degli operatori dei mercati finanziari organizzato da ASSIOM FOREX - 10 febbraio 2024

¹ Si stima che nel 2023 il commercio mondiale sia cresciuto dello 0,6 per cento. Nell'anno in corso l'espansione dell'interscambio salirebbe attorno al 2,5 per cento.

² Secondo Global Trade Alert, sarebbero oltre 2.000 dal 2022 le misure di natura protezionistica adottate dai paesi; cfr. anche WTO, *Reports on G20 trade and investment measures (May-October 2023)*, dicembre 2023.

Se permanente, questo riassetto avrà conseguenze rilevanti nel medio e lungo periodo.

Un calo degli scambi internazionali di beni, servizi, tecnologie e idee finirebbe per ridurre l'efficienza produttiva e comprimere la crescita potenziale dell'economia mondiale, già in flessione da anni (fig. A3). Le catene globali del valore sono infatti esposte all'interruzione delle forniture di fattori di produzione essenziali; sono divenute una fonte di incertezza per gli andamenti macroeconomici³. A loro volta, gli ostacoli alla mobilità dei capitali riducono le opportunità di investimento e di diversificazione del rischio tra paesi.

Queste tendenze potrebbero accentuare le spinte al ribasso che già oggi vediamo sul livello di equilibrio dei tassi di interesse⁴ per effetto dell'invecchiamento demografico, del rallentamento della produttività⁵ e di una crescita della domanda di titoli privi di rischio superiore a quella dell'offerta.

Più in generale, la frammentazione commerciale e finanziaria rischia di sfibrare l'assetto multilaterale che ha sorretto lo sviluppo economico mondiale dal secondo dopoguerra e favorito il mantenimento della pace tra le principali potenze. Le conseguenze di un'inversione di rotta oltrepasserebbero i confini dell'economia e della finanza.

Le divisioni geopolitiche pongono rischi rilevanti per le economie dell'Europa e dell'Italia, data la loro apertura internazionale. È nel nostro interesse difendere con risolutezza i progressi sin qui conseguiti nel grado di integrazione globale e l'architettura multilaterale del dialogo tra paesi.

Al tempo stesso la lungimiranza, unita a un certo grado di pragmatismo, ci spinge a individuare le modalità per operare efficacemente in un mondo meno aperto, attenuando le vulnerabilità che scaturiscono dal nuovo contesto globale.

Opportunità di crescita possono emergere per le regioni meno sviluppate dell'Europa, se riusciranno a intercettare i flussi di investimento in cerca di destinazioni in cui ricollocare fasi del processo produttivo.

³ Per l'Italia, una quantificazione delle perdite potenziali derivanti dalla carenza di input specifici dovuta alla frammentazione geopolitica è condotta in A. Borin, G. Cariola, E. Gentili, A. Linarello, M. Mancini, T. Padellini, L. Panon ed E. Sette, *Inputs in geopolitical distress: a risk assessment based on micro data*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 819, 2023.

⁴ Nel gergo degli economisti il livello di equilibrio dei tassi di interesse viene definito "tasso di interesse naturale".

⁵ A. Gerali e S. Neri, *Natural rates across the Atlantic*, "Journal of Macroeconomics", 62, 2019, pubblicato anche in Banca d'Italia, Temi di discussione, 1140, 2017.

Analisi della Banca d'Italia e di altre banche centrali⁶ indicano che le imprese europee, soprattutto quelle esposte verso l'economia cinese, stanno avviando una riorganizzazione delle produzioni e delle filiere di approvvigionamento.

A fronte della perdita di convenienza di regioni remote, in passato destinatarie di cospicui investimenti provenienti dalle economie avanzate, potrebbe rafforzarsi l'attrattività di territori che possono far leva su energie rinnovabili a basso costo e prossimità ai mercati europei. In un quadro di relazioni internazionali più difficili, l'appartenenza all'Unione europea e a un'area valutaria stabile come l'eurozona, nonché l'adesione al blocco "atlantico", diventano vantaggi competitivi.

È un'occasione rara per il nostro Mezzogiorno⁷. Ma tradurre le opportunità in concrete occasioni di crescita richiede politiche attive di attrazione dei capitali e il rafforzamento di fattori di contesto quali la dotazione di infrastrutture, investimenti in capitale umano e sociale, l'efficienza delle Amministrazioni pubbliche⁸.

2. L'economia dell'area dell'euro

Nell'area dell'euro l'attività economica ristagna da ben cinque trimestri, risentendo della debolezza della domanda sia estera⁹ sia interna.

L'esaurirsi della spinta derivante dalle riaperture successive alla pandemia, la restrizione monetaria in atto e il clima di incertezza frenano gli investimenti delle imprese e gli acquisti delle famiglie.

La maggioranza dei comparti industriali è in recessione (fig. A4)¹⁰. Tra i singoli paesi, la produzione industriale è in netta flessione in Germania, dove pesa più che altrove l'affievolirsi degli acquisti dalla Cina, oltre che il ridimensionamento

⁶ M. Bottone, M. Mancini e T. Padellini, *Navigating fragmentation risks: China exposure and supply chains reorganization among Italian firms*, Banca d'Italia, mimeo, 2023; M.G. Attinasi, D. Ioannou, L. Lebastard e R. Morris, *Global production and supply chain risks: insights from a survey of leading companies*, in BCE, *Bollettino economico*, 7, 2023, pp. 33-41; Deutsche Bundesbank, *The significance of China as a supplier of critical intermediate inputs to German firms*, in *Monthly Report*, 75, 9, 2023, pp. 21-25.

⁷ F. Panetta, *Lo sviluppo del Mezzogiorno: una priorità nazionale*, intervento allo Stabilimento del Poligrafico e Zecca dello Stato, Foggia, 21 settembre 2019.

⁸ A. Accetturo, G. Albanese e R. Torrini (a cura di), *Il divario Nord-Sud: sviluppo economico e intervento pubblico*, Banca d'Italia, Seminari e convegni, 25, 2022; S. Galano, L. Sessa e S. Zuccolalà, *La qualità dell'approvvigionamento di energia elettrica: un confronto fra macroaree*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 737, 2022.

⁹ Nel terzo trimestre del 2023 le esportazioni complessive dell'area dell'euro risultavano, sulla base dei conti nazionali, 3 punti percentuali più basse rispetto a un anno prima.

¹⁰ Le principali eccezioni sono quelle dei settori della farmaceutica e dell'elettronica, che beneficiano, rispettivamente, del netto incremento di produzione di vaccini e medicinali innovativi e della forte domanda di prodotti necessari per il lavoro a distanza.

dell'attività nei settori ad alta intensità energetica e la frammentazione delle filiere produttive mondiali. In Europa la debolezza congiunturale si sta estendendo dalla manifattura ai servizi. Anche il settore delle costruzioni registra una battuta d'arresto. Le informazioni recenti non prefigurano una significativa ripresa ciclica nel breve termine (fig. A5).

L'aumento dell'occupazione rappresenta una positiva eccezione a questo quadro di bassa crescita. La domanda di lavoro è stata sostenuta dapprima dal balzo produttivo post-pandemico e poi dalla ricomposizione dell'attività verso processi ad alta intensità di manodopera, resi più convenienti dai rincari energetici. Nel 2021 e in buona parte del 2022 il numero delle posizioni lavorative vacanti è aumentato.

Le difficoltà incontrate negli anni recenti nel reperire manodopera hanno indotto le imprese a trattenere i lavoratori anche in misura superiore al fabbisogno¹¹. Ciò ha sostenuto l'occupazione e i consumi.

Qualora la debolezza dell'attività economica proseguisse, le imprese potrebbero ritrovarsi nella condizione di dover ridurre in misura significativa gli organici¹². Segni di rallentamento del mercato del lavoro stanno già emergendo: il numero delle posizioni vacanti è in calo continuo dal picco raggiunto nella primavera del 2022 (fig. A6).

Nei prossimi mesi le politiche di bilancio dei paesi dell'eurozona contribuiranno a frenare la congiuntura. La loro intonazione diverrà più restrittiva, soprattutto per effetto del venir meno delle misure di stimolo introdotte in risposta alla crisi energetica.

Lo scorso dicembre la Banca centrale europea ha rivisto al ribasso, allo 0,8 per cento, le proiezioni di crescita per il 2024, lasciando invariate all'1,5 quelle per il 2025. Queste stime sono superiori a quelle degli analisti privati¹³ e alla luce delle informazioni recenti potrebbero risultare ottimistiche. Si tratta comunque di ritmi di espansione modesti, inferiori a quelli precedenti la crisi pandemica.

Ma le difficoltà dell'economia europea non sono solo congiunturali. Tratti di natura strutturale rendono il modello di crescita del nostro continente particolarmente vulnerabile ai mutamenti dell'economia mondiale che ho ricordato in precedenza.

¹¹ Nel linguaggio degli economisti il fenomeno descritto nel testo viene definito *labour hoarding*.

¹² Il riferimento è al fenomeno del *labour shedding*.

¹³ Gli analisti censiti da Consensus Economics in gennaio indicano in media una crescita dello 0,5 per cento per il 2024 e dell'1,3 per il 2025.

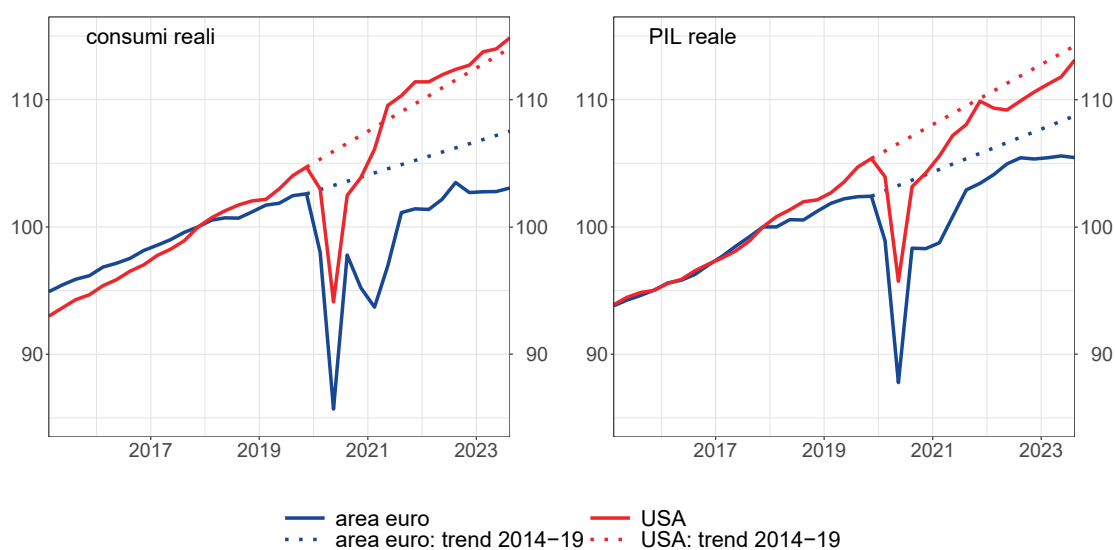
Un assetto produttivo integrato in catene internazionali del valore lunghe e complesse, la concentrazione delle esportazioni verso aree economicamente meno dinamiche rispetto al passato e l'elevato peso del settore industriale – che si espande meno dei servizi – sono oggi, nel mutato contesto internazionale, elementi di fragilità.

Vi è il rischio che la tendenza alla bassa crescita emersa negli anni recenti si radichi nei programmi delle imprese, nelle aspettative dei consumatori e in ultima analisi nell'intero tessuto produttivo europeo, deprimendo le ambizioni e le opportunità di sviluppo futuro. Negli Stati Uniti sia il PIL sia i consumi sono tornati in linea o al di sopra del sentiero di crescita di lungo periodo che si registrava nella fase pre-pandemica. Ciò non è invece accaduto in Europa (fig. 1).

Figura 1

Andamento dei consumi e del PIL in termini reali nell'area euro e negli Stati Uniti (1)

(numeri indice: 4° trim. 2017=100)



Fonte: elaborazioni su dati Bureau of Economic Analysis ed Eurostat.

(1) Dati trimestrali destagionalizzati.

Le potenzialità del mercato unico europeo sono enormi. Per trarne beneficio è necessario ritrovare quella comunità di intenti a livello economico e politico che ha permesso una risposta compatta e tempestiva allo shock pandemico¹⁴.

¹⁴ F. Panetta, *Oltre i confini della moneta: il ruolo strategico dell'euro nell'Europa del futuro*, intervento alla conferenza *Ten years with the euro*, Riga, 26 gennaio 2024.

3. La politica monetaria nella fase di disinflazione

Nell'ultimo biennio la politica monetaria della BCE è passata in modo repentino da un orientamento molto espansivo a uno nettamente restrittivo.

A fronte degli shock inflazionistici di proporzioni storiche generati dalle strozzature nelle catene di produzione globali e dal rincaro dell'energia, questo cambio di passo è stato necessario.

Si può discutere – e lo abbiamo fatto – della gradualità e dell'intensità dell'azione della politica monetaria, ma un fatto è innegabile: è stato evitato che l'inflazione si autoalimentasse e divenisse endemica. Le aspettative di inflazione nel medio termine sono rimaste ancorate all'obiettivo del 2 per cento (fig. A7), condizione indispensabile per la stabilità dei prezzi. Ciò ha limitato il costo della disinflazione, che finora si è realizzata senza una profonda recessione.

Affinché questo sia il verdetto finale, l'inflazione sia debellata e l'economia possa riprendere un sentiero di crescita e stabilità, è cruciale che le prossime decisioni siano coerenti con il quadro macroeconomico che abbiamo di fronte.

Nell'attuale contesto di incertezza ogni congettura sul momento in cui avviare l'allentamento monetario è un esercizio sterile, oltre che irrispettoso della collegialità del Consiglio della BCE. Ciò che invece dobbiamo ora discutere è quali siano le condizioni necessarie per avviare un allentamento monetario evitando rischi per la stabilità dei prezzi e inutili danni all'economia reale.

Le condizioni per l'avvio della normalizzazione monetaria

Le condizioni sono tre.

La prima è che il processo di disinflazione sia in una fase avanzata.

A tale riguardo, i dati recenti indicano che i progressi verso la stabilità dei prezzi sono superiori a quanto molti si aspettavano solo pochi mesi fa. In gennaio l'inflazione è scesa al 2,8 per cento, 8 punti percentuali al di sotto del picco toccato nel 2022 (fig. A8). L'inflazione di fondo – che esclude i prodotti alimentari e l'energia – è anch'essa diminuita rapidamente.

Pur con differenze di intensità, la flessione riguarda tutti i paesi (fig. A9) e una quota molto ampia delle componenti del paniere dei consumi (fig. A10), inclusi i prodotti tipicamente caratterizzati da variazioni persistenti dei prezzi.

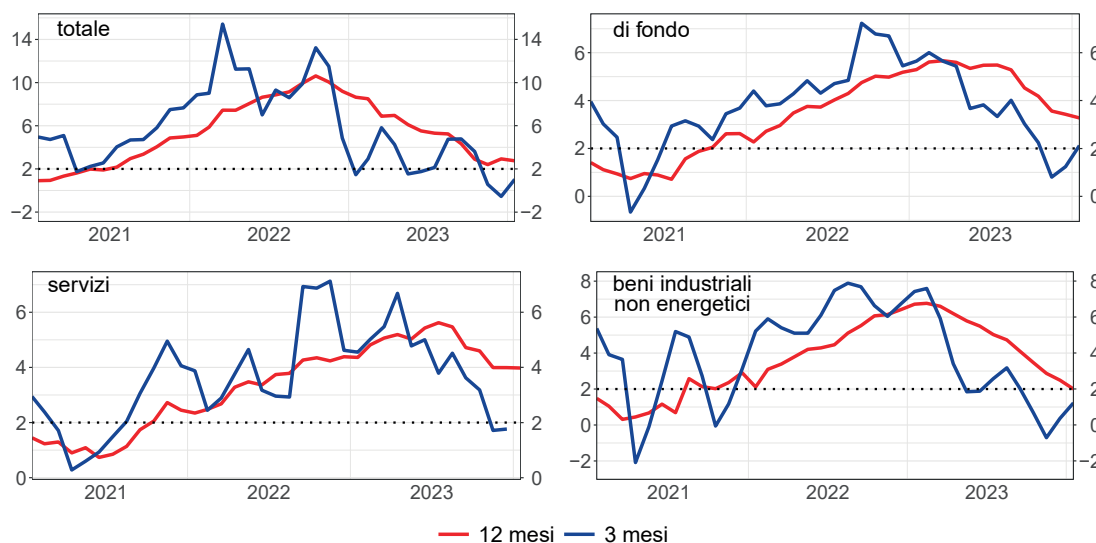
La seconda condizione è che il calo dell'inflazione stia continuando.

Sotto questo aspetto, gli indicatori congiunturali e della dinamica di fondo dei prezzi al consumo segnalano con chiarezza la prosecuzione della disinflazione.

La variazione sui tre mesi dei prezzi – che non risente di andamenti lontani nel tempo e rappresenta più accuratamente le tendenze in atto – è stabilmente inferiore alla variazione sui dodici mesi. Essa si colloca inoltre su valori bassi sia per l'inflazione complessiva sia per quella di fondo, con andamenti analoghi nel settore dei servizi e in quello dei beni industriali (fig. 2).

Figura 2

Inflazione al consumo totale e inflazione di fondo nell'area dell'euro (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi e variazioni sui 3 mesi annualizzate)



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat.

(1) Dati mensili. Variazioni sui 12 mesi e variazioni sui 3 mesi annualizzate calcolate usando dati destagionalizzati.

Nella stessa direzione vanno il ridimensionamento delle aspettative di inflazione di imprese e famiglie e le attese degli operatori di mercato. Secondo queste ultime, la dinamica dei prezzi tornerebbe intorno al 2 per cento già nella primavera di quest'anno. Anche le successive correzioni al ribasso delle proiezioni dell'Eurosistema segnalano come la disinflazione sia in corso (fig. A11).

Un ulteriore fattore rilevante è il riassorbimento dello shock energetico. In particolare, il prezzo del gas è oggi prossimo ai valori della metà del 2021 e al di sotto del livello preso a riferimento nell'ultimo esercizio di previsione dell'Eurosistema.

La terza condizione per l'avvio della normalizzazione monetaria è che il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione non sia compromesso da un eventuale taglio dei tassi.

Quest'ultimo requisito è connesso con molteplici dimensioni: le prospettive dell'attività economica, la trasmissione della politica monetaria ai settori finanziario e reale, i rischi per l'evoluzione futura dell'inflazione.

Sul primo aspetto ho già illustrato i fattori interni e internazionali che frenano l'economia.

Quanto alla trasmissione della politica monetaria, gli effetti della restrizione si stanno rivelando più forti rispetto sia all'esperienza storica sia a quanto stimato in passato dalla BCE¹⁵. Per di più, i rialzi dei tassi e la riduzione dell'offerta di liquidità continueranno a pesare sull'economia almeno per tutto il 2024¹⁶.

Particolarmente pronunciato è l'impatto sul mercato creditizio: i prestiti a famiglie e imprese sono divenuti più costosi (fig. A12) e mostrano una dinamica in termini reali simile o inferiore a quella osservata in occasione delle crisi dello scorso decennio (fig. A13).

Questi andamenti riflettono non soltanto il calo della domanda di credito provocato dall'aumento dei tassi bancari attivi, ma anche l'irrigidimento dei criteri di offerta di prestiti in un contesto in cui la rischiosità dei debitori è destinata ad aumentare¹⁷. In prospettiva, l'irrigidimento potrebbe essere acuito dall'assottigliarsi delle scorte di liquidità delle banche (fig. A14) determinato dal ridimensionamento del bilancio dell'Eurosistema¹⁸.

I rischi per l'inflazione

Quanto ai rischi per l'inflazione, voglio innanzi tutto sottolineare che i principali timori sollevati in passato si stanno rivelando infondati.

Del possibile disancoraggio verso l'alto delle aspettative di inflazione ho già detto: non si è materializzato, e semmai stanno emergendo rischi al ribasso¹⁹.

¹⁵ F. Panetta, *Everything everywhere all at once: responding to multiple global shocks*, intervento alla conferenza *The ECB and its Watchers XXIII*, Francoforte, 22 marzo 2023 e P.R. Lane, *The banking channel of monetary policy tightening in the euro area*, intervento alla conferenza *NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop*, Cambridge, Massachusetts, 12 luglio 2023.

¹⁶ In base all'evidenza empirica, gli effetti della politica monetaria si trasmettono all'attività produttiva e alla dinamica dei prezzi con uno sfasamento temporale stimabile in sei-otto trimestri. Si veda, ad esempio, M. Darracq-Paries, R. Motto, C. Montes-Galdón, A. Ristiniemi, A. Saint Guilhem e S. Zimic, *A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021*, in BCE, *Bollettino economico*, 3, 2023, pp. 61-67.

¹⁷ La *Bank lending survey* condotta dall'Eurosistema segnala che la percezione e l'avversione al rischio delle banche sono stati i due principali fattori dell'irrigidimento dei criteri di offerta di prestiti a imprese e famiglie; cfr. M. Bottero e A.M. Conti, *In the thick of it: an interim assessment of monetary policy transmission to credit conditions*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 810, 2023.

¹⁸ F. Panetta, *La disinflazione nell'area dell'euro e le opportunità per l'economia italiana*, intervento al convegno *Il Gruppo Bancario Cooperativo: le opportunità e le sfide di un nuovo modello bancario*, Roma, 30 novembre 2023.

¹⁹ Nelle ultime settimane le attese di inflazione sull'orizzonte tra 5 e 10 anni in avanti misurate sulla base dei prezzi delle attività finanziarie indicizzate ai prezzi si sono portate lievemente al di sotto dell'obiettivo del 2 per cento (fig. A7).

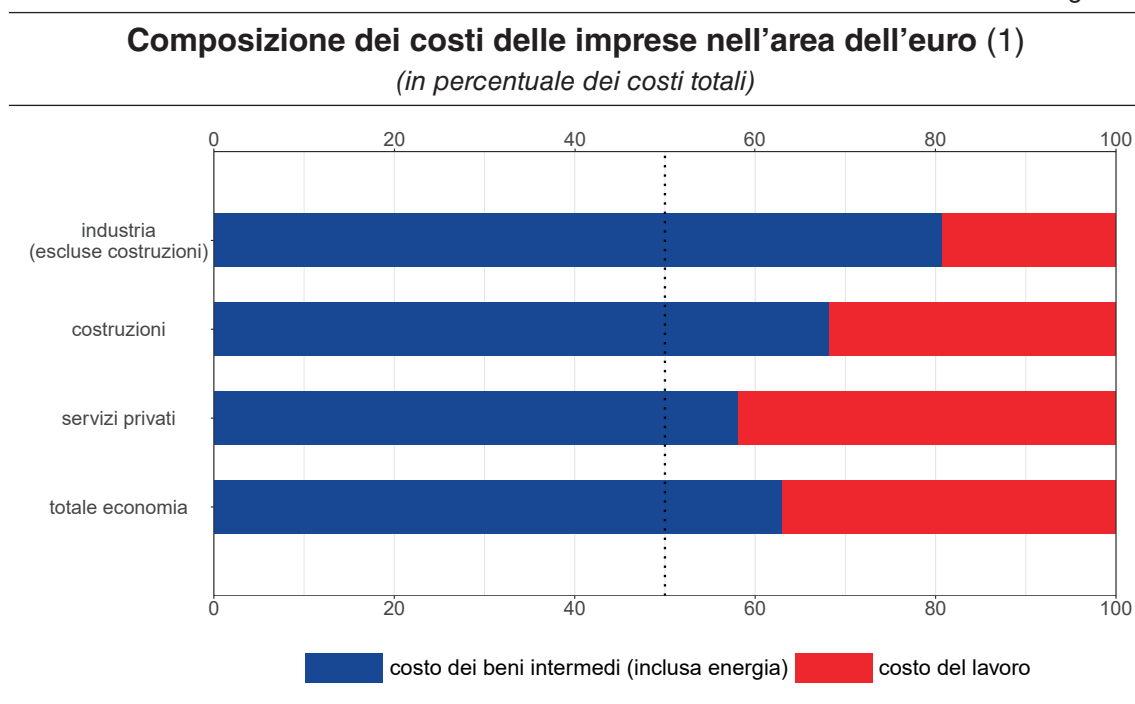
Si è rivelata immotivata anche la preoccupazione circa un'ipotetica persistenza dell'inflazione di fondo: quest'ultima nei mesi recenti è diminuita facendo seguito al calo dell'inflazione complessiva, in linea con l'evidenza empirica al riguardo²⁰ (figg. A15 e A16).

Anche il timore che l'inflazione potesse smettere di scendere dopo il rapido calo iniziale – il problema “dell'ultimo miglio” – appare oramai ingiustificato: l'inflazione sta diminuendo a una velocità pari o superiore a quella a cui era aumentata (fig. A17).

Resta il rischio che una dinamica ancora robusta dei salari nominali possa alimentare nuovamente l'inflazione. Questa eventualità non va sottovalutata, ma le preoccupazioni si attenuano se si leggono i dati con attenzione.

Il lavoro è solo uno dei fattori di produzione e la sua incidenza sui costi totali delle imprese è ben inferiore a quella dei beni intermedi e dell'energia (fig. 3)²¹. La crescita attuale dei salari, pur superiore a quella del biennio 2021-22, è compensata dalla riduzione degli altri costi in atto da mesi.

Figura 3



Fonte: elaborazioni su dati Destatis, Eurostat, INSEE, e Istat.

(1) Stime basate sui dati relativi a Francia, Germania e Italia.

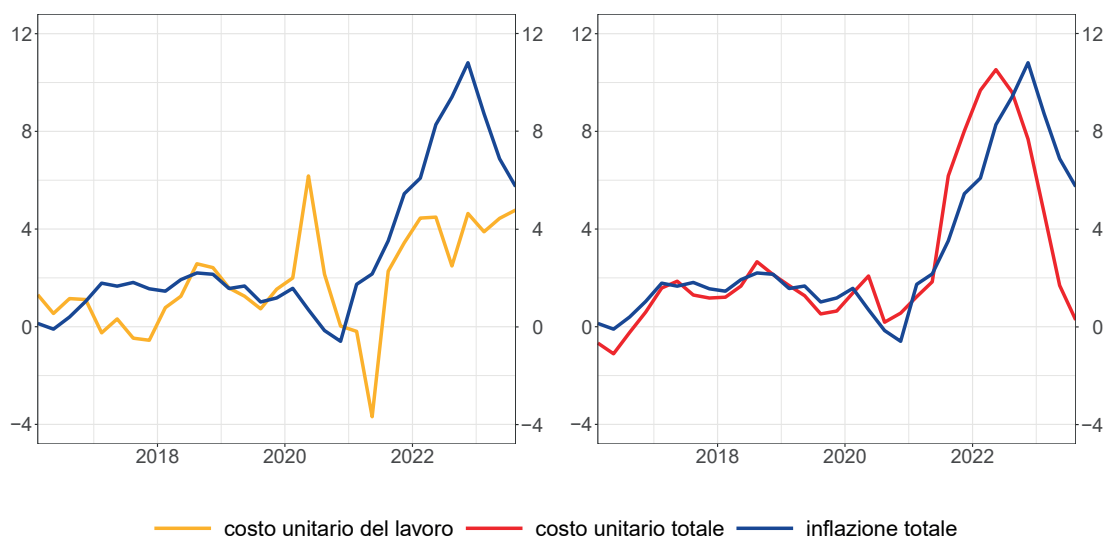
²⁰ F. Panetta, *Getting disinflation right*, intervento all'Università Bocconi, Milano, 3 agosto 2023.

²¹ Considerando solo il lavoro e i beni intermedi come fattori di produzione, il costo del lavoro rappresenta per il complesso dell'economia circa il 40 per cento dei costi totali.

L'aumento dei costi complessivi delle imprese – che rappresenta la determinante primaria dell'inflazione²² (fig. 4) – si è pertanto via via affievolito fino ad annullarsi, attenuando le pressioni inflazionistiche. Coerentemente con questi andamenti, le aspettative delle imprese non prefigurano un'accelerazione dei costi totali nei prossimi mesi (fig. A18).

Figura 4

Costi unitari totali e del lavoro e inflazione totale nell'area dell'euro (1)
(variazioni percentuali sul trimestre corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Destatis, Eurostat, INSEE, e Istat.

(1) Dati trimestrali. Variazioni sullo stesso trimestre dell'anno precedente. Stime basate su dati relativi a Francia, Germania e Italia. Costi unitari calcolati come rapporto tra costi complessivi e prodotto totale in termini reali.

Alla stagnazione dei costi di produzione totali si aggiunge la debolezza della domanda di beni e servizi, che rende le imprese meno propense a traslare sui prezzi un eventuale aumento dei salari, per paura di perdere quote di mercato.

Oggi la probabilità che un ipotetico rafforzamento della dinamica salariale dia il via a una tardiva rincorsa salari-prezzi è pertanto esigua.

Per di più, con pressioni inflazionistiche che volgono al ribasso e profitti delle imprese elevati, un qualche recupero del potere d'acquisto dei salari, dopo le perdite subite (fig. A19), è fisiologico e potrà sostenere i consumi e la ripresa dell'economia.

²² In concorrenza perfetta i prezzi sono uguali ai costi marginali totali (cfr. H.R. Varian, *Microeconomic analysis*, New York-Londra, Norton, 1992). In concorrenza monopolistica le imprese applicano un mark-up ai costi marginali totali (cfr. A.K. Dixit e J.E. Stiglitz, *Monopolistic competition and optimum product diversity*, "American Economic Review", 67, 3, 1977, pp. 297-308).

I conflitti in Medio Oriente sollevano anch'essi rischi per l'inflazione. Il trasporto marittimo genera tuttavia solo una piccola parte dei costi di produzione complessivi²³. Inoltre anche in questo caso la bassa domanda e l'elevato volume di scorte riducono la probabilità che i maggiori costi di trasporto si trasmettano in misura significativa ai prezzi. Non possiamo comunque escludere che la situazione peggiori e che le tensioni si estendano, coinvolgendo l'offerta e i prezzi dei prodotti energetici. Questi sviluppi vanno seguiti con attenzione.

Le implicazioni per la politica monetaria

L'esame delle condizioni macroeconomiche indica che la disinflazione è in una fase avanzata e che il cammino verso l'obiettivo del 2 per cento prosegue con speditezza. Si sta rapidamente avvicinando il momento di un'inversione di rotta nell'orientamento della politica monetaria.

L'esercizio di previsione che la BCE effettuerà in marzo offrirà utili elementi per valutare le prossime azioni di politica monetaria. Sarà opportuno vagliare non solo la prima mossa, ma anche le diverse opzioni per l'intero sentiero di normalizzazione monetaria. Andranno soppesati benefici e controindicazioni di un taglio dei tassi tempestivo e graduale rispetto a un allentamento tardivo e aggressivo, che potrebbe accrescere la volatilità dei mercati finanziari e dell'attività economica.

4. La congiuntura economica e il sistema bancario in Italia

In Italia la crescita del prodotto nel 2023 è stata dello 0,7 per cento²⁴ e rimarrebbe dello stesso ordine di grandezza nell'anno in corso. L'inflazione, pari allo 0,9 per cento in gennaio, resterebbe inferiore al 2 nel 2024.

La produzione industriale sta risentendo della stagnazione in Germania e del minor contributo della domanda proveniente dagli altri mercati di sbocco delle nostre merci. La crescita del valore aggiunto dei servizi è contenuta. Fanno eccezione le costruzioni, la cui attività è sospinta da incentivi in via di esaurimento.

²³ I costi di trasporto marittimo rappresentano circa l'1 per cento dell'output nell'area dell'euro.

²⁴ Il dato annuale è ottenuto sulla base dei dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. Per il 2024 le stime diffuse in dicembre, prima che fosse reso noto il dato relativo al quarto trimestre dello scorso anno, indicavano una crescita dello 0,6 per cento; senza considerare la correzione per le giornate lavorative, la crescita attesa del PIL sarebbe dello 0,8 per cento (cfr. Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 15 dicembre 2023).

Pur in un quadro di debolezza, segnali di vivacità provengono da parti del mondo produttivo.

Lo scorso settembre la revisione dei conti annuali ha innalzato la crescita del prodotto nel 2021 di oltre un punto percentuale, restituendoci l'immagine di un'economia che si è ripresa con rapidità e tenacia dalla recessione pandemica. Il PIL è oggi 3,6 punti percentuali superiore a quello della fine del 2019, contro 1,8 punti in Francia e 0,1 in Germania.

Anche il mercato del lavoro ha recuperato i livelli pre-crisi. Nel 2023 il numero degli occupati è aumentato dell'1,9 per cento, raggiungendo il livello più elevato da molti anni, così come il tasso di partecipazione. Si sono diffuse forme contrattuali stabili.

Il positivo andamento dell'occupazione sostiene i redditi delle famiglie, soprattutto di quelle meno abbienti²⁵. I consumi nei primi tre trimestri del 2023 sono cresciuti dell'1,4 per cento, e secondo le nostre stime sosterebbero la domanda anche quest'anno.

Al di là della congiuntura, occorre consolidare i segnali positivi emersi all'uscita dalla pandemia.

Negli anni recenti il nostro paese ha conseguito ampi avanzi commerciali e un miglioramento della posizione creditoria netta sull'estero. Ciò testimonia la competitività di molte imprese italiane nel mercato globale, ma denota al tempo stesso un potenziale di crescita inesperto: un saldo positivo della bilancia commerciale equivale a una cessione di risparmio verso l'estero, a sua volta indicativa di un volume di investimenti inferiore alla capacità di risparmio²⁶.

La ripresa dell'accumulazione di capitale dopo la crisi è da questo punto di vista una potenziale discontinuità. Questa tendenza va ora rafforzata sostenendo gli investimenti e indirizzandoli al miglioramento delle infrastrutture, della tecnologia e della capacità innovativa delle imprese.

Nell'immediato occorre trarre il massimo beneficio dall'attuazione delle riforme e degli investimenti del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR), che possono innalzare la nostra crescita potenziale e rendere meno arduo il necessario riequilibrio dei conti pubblici.

²⁵ G. Dachille, M. Paiella, A. Dalla Zuanna ed E. Viviano, *L'impatto distributivo della crescita occupazionale e dell'inflazione: 2018-2021*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 31 maggio 2023.

²⁶ Alla fine di settembre 2023 la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 122,7 miliardi di euro, pari al 6,1 per cento del PIL. Il miglioramento (di 17,3 miliardi) rispetto alla fine di giugno 2023 è principalmente attribuibile all'avanzo di conto corrente e conto capitale.

Per il 2023 le informazioni disponibili suggeriscono che il disavanzo e il debito pubblico sarebbero diminuiti in rapporto al prodotto. Nei prossimi anni il debito sarebbe pressoché stazionario, nonostante l'attesa di un calo del disavanzo; questo in larga misura per l'utilizzo di ingenti crediti di imposta per l'edilizia maturati negli anni scorsi.

Per imprimere un'accelerazione al consolidamento dei conti pubblici occorre muoversi lungo più fronti: una gestione prudente della finanza pubblica, volta a conseguire adeguati livelli di avanzo primario, dovrà procedere al passo con riforme e investimenti capaci di rilanciare la crescita.

Le banche italiane

I principali indicatori di bilancio offrono un'immagine positiva del sistema bancario italiano.

Il capitale è salito al 15,8 per cento delle attività a rischio²⁷, in linea con le altre banche europee. I prestiti deteriorati in rapporto a quelli complessivi sono scesi all'1,4 per cento²⁸, completando il processo di risanamento avviato da quasi un decennio.

I coefficienti di liquidità superano ampiamente i requisiti regolamentari. Anche la redditività è migliorata: il rendimento del capitale sfiora il 13 per cento²⁹, un valore mai rilevato dopo la crisi finanziaria.

Parte di questo irrobustimento riflette i guadagni di efficienza conseguiti sul fronte dei costi e nella gestione del rischio di credito, oltre che gli effetti positivi delle riforme regolamentari e di un' incisiva azione di vigilanza.

Ma riflette anche fattori di natura eccezionale. Le banche hanno infatti beneficiato delle politiche macroeconomiche intraprese per contrastare la crisi e delle inusuali condizioni di mercato dello scorso biennio, caratterizzate da un'ampia offerta di liquidità e tassi di interesse in rapida crescita.

L'aumento dei tassi di mercato si è prontamente trasmesso ai ricavi da interessi sui crediti a breve termine e a tasso variabile, che da noi rappresentano una quota

²⁷ Il dato si riferisce al capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*).

²⁸ Rapporto tra la consistenza dei prestiti deteriorati e il totale dei prestiti, al netto delle rettifiche di valore.

²⁹ Il dato si riferisce ai primi nove mesi del 2023 ed è espresso su base annua.

elevata dei prestiti totali (fig. A20)³⁰. Al tempo stesso, l'abbondante liquidità e la bassa domanda di credito hanno limitato l'incremento del costo della raccolta a vista, che costituisce il 40 per cento della provvista bancaria complessiva.

Il miglioramento della qualità del credito rispecchia inoltre la buona condizione reddituale e finanziaria delle imprese (fig. A21). Questa è a sua volta in parte riconducibile sia al balzo dell'attività produttiva registrato all'uscita dalla pandemia, sia alle cospicue scorte di liquidità che le aziende hanno accumulato grazie alla possibilità di accedere a prestiti garantiti dallo Stato.

In prospettiva sarebbe imprudente fare affidamento sull'irrealistica ipotesi che una configurazione così positiva possa ripetersi. E siccome è nei periodi di relativa tranquillità che si formano gli squilibri che poi emergono nelle fasi di debolezza congiunturale, già oggi dobbiamo interrogarci sui rischi che potremmo trovarci a fronteggiare domani.

È necessario concentrare l'attenzione su tre aree.

La liquidità e la raccolta

Resta prioritario mantenere un'equilibrata struttura per scadenza delle attività e delle passività.

In una fase in cui l'Eurosistema sta riassorbendo la liquidità in eccesso, i piani di raccolta delle banche vanno definiti con realismo ed eseguiti per tempo. Occorre evitare di incorrere nel problema della fallacia della composizione: difficilmente tutti gli intermediari saranno in grado di rivolgersi al mercato contemporaneamente e a basso costo.

La liquidità aggregata si ridurrà gradualmente, ma non si può escludere che la capacità di reperire risorse liquide sul mercato subisca variazioni discontinue a mano a mano che si assottiglieranno le riserve in eccesso detenute dalle banche o in presenza di turbolenze sui mercati.

Le crisi bancarie verificatesi negli Stati Uniti nel marzo del 2023 indicano che tensioni sulla liquidità di singole banche possono rapidamente degenerare in fughe di depositi, a causa della velocità con cui i clienti possono movimentare

³⁰ In Italia circa l'80 per cento delle consistenze dei prestiti alle imprese e circa il 35 per cento di quelli alle famiglie sono a tasso variabile. Le corrispondenti quote in Francia e Germania sono inferiori al 40 per cento per i prestiti alle imprese e ammontano a circa il 5 e il 15 per cento, rispettivamente, per quelli alle famiglie.

i propri fondi mediante strumenti telematici e della propagazione di informazioni attraverso i canali digitali.

Hanno inoltre confermato l'importanza di un accesso tempestivo a fonti di liquidità, compreso il rifinanziamento della banca centrale. A tale riguardo, il sistema di valutazione delle garanzie gestito dalla Banca d'Italia consente di utilizzare rapidamente come collaterale un'ampia gamma di strumenti finanziari, anche meno liquidi.

La Vigilanza sta valutando l'accuratezza e l'affidabilità dei piani di provvista delle banche. L'attenzione sarà rivolta in particolare agli intermediari con minore diversificazione della raccolta e che puntano sull'espansione dei depositi.

I crediti deteriorati

L'esperienza passata indica che un aumento dei tassi di interesse ha effetti positivi sui bilanci bancari nel breve periodo, ma che su orizzonti estesi finisce spesso per ripercuotersi negativamente sulle condizioni finanziarie di famiglie e imprese, con effetti di retroazione sul credito.

Secondo nostre stime la qualità dei prestiti peggiorerebbe nel prossimo biennio. L'incidenza dei crediti deteriorati si manterrebbe ben inferiore ai picchi raggiunti dopo la crisi dei debiti sovrani, ma eventi imprevedibili potrebbero condurre a scenari più sfavorevoli.

Alle banche è richiesta prudenza nella classificazione dei prestiti e una scrupolosa applicazione dei principi contabili internazionali, secondo cui occorre riconoscere le perdite attese ed effettuare le relative rettifiche di valore anche quando le perdite non si sono ancora materializzate.

Laddove i modelli non fossero in grado di cogliere appieno gli effetti di nuovi fattori di rischio sulla probabilità di insolvenza, gli intermediari sono chiamati a effettuare specifici aggiustamenti³¹. Questo tipo di interventi è utilizzato da alcune banche, ma in modo eterogeneo. La Banca d'Italia sta conducendo approfondimenti per diffondere le migliori pratiche sotto questo profilo.

³¹ Si tratta dei cosiddetti *management overlays*, il cui utilizzo è incoraggiato dalle autorità di vigilanza per tenere conto di rischi (come quelli geopolitici, di inflazione, climatici) che non sempre sono adeguatamente colti dagli ordinari modelli.

Dopo la crisi dei debiti sovrani si è sviluppato un ecosistema di operatori specializzati nella gestione e nel recupero dei crediti deteriorati. Questo segmento – che rappresenta oramai una componente essenziale della filiera del credito – negli anni scorsi ha compiuto notevoli progressi³².

Ma rimangono spazi di miglioramento. La Banca d'Italia sta intensificando i controlli sui soggetti che operano nel recupero dei crediti, i cosiddetti *master servicers*³³. Sono emerse carenze organizzative che richiedono di rafforzare i controlli e migliorare la gestione dei rischi e le strategie di recupero, soprattutto laddove queste ultime siano affidate a terzi.

La sfida più difficile, e quella che più rileva per i suoi effetti sull'economia reale, rimane la gestione dei finanziamenti a clienti in difficoltà ma con prospettive di ripresa. Per poter definire efficaci piani di risanamento dei debitori, gli operatori di questo segmento dovranno rafforzare le proprie capacità gestionali, finanziarie e consulenziali.

Il capitale

In vista dei rischi che si delineano per l'attività bancaria, va salvaguardata la solidità del capitale.

Dal 2020 l'aumento dei coefficienti patrimoniali è stato guidato dal calo delle esposizioni a rischio – il denominatore dei coefficienti – essenzialmente per effetto dell'erogazione di prestiti garantiti dallo Stato, che stanno via via scadendo³⁴. L'ammontare del patrimonio è al contempo diminuito³⁵.

La dinamica del capitale può essere invertita attingendo all'eccezionale reddito di esercizio dello scorso anno, rafforzando così la capacità delle banche di assorbire eventuali perdite future.

³² FSB, *Peer review of Italy*, 2024.

³³ La totalità dei *servicers* vigilati svolge i compiti di garanzia previsti dalla L. 130/99 (attività di *master servicing*). L'attività di recupero dei crediti cartolarizzati è invece rimessa in via pressoché esclusiva a società terze, titolari della licenza ex art. 115 del Testo unico di pubblica sicurezza e non sottoposte ad alcun regime di vigilanza (*special servicers*). Questi ultimi sono generalmente coinvolti già in fase di *due diligence* sui portafogli oggetto di cartolarizzazione e sono incaricati di predisporre e di aggiornare dei piani di attività; sono inoltre responsabili direttamente nei confronti degli investitori per le ipotesi di recupero.

³⁴ Si stima che alla fine del prossimo anno saranno venuti a scadenza quattro quinti dei prestiti bancari garantiti dallo Stato.

³⁵ M.A. Aiello, C. Ciancaglioni e G. Manzelli, *L'andamento delle attività ponderate per il rischio delle banche italiane ed europee nell'ultimo triennio*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 34, 2023.

Al di là della prospettiva microprudenziale, per consentire alle banche di sostenere l'economia in caso di shock esterni al sistema finanziario sono necessarie riserve patrimoniali macroprudenziali. Queste possono essere costituite dagli intermediari utilizzando il capitale in eccesso, senza raccoglierne di nuovo.

Con il superamento dell'emergenza pandemica, molte autorità estere hanno aumentato le riserve di capitale rilasciabili in caso di eventi sfavorevoli. Il Comitato di Basilea si è espresso in favore dell'accumulo di riserve macroprudenziali anche al di fuori di fasi di forte espansione ciclica. La BCE ha anch'essa incoraggiato l'aumento di tali riserve laddove la situazione patrimoniale e la redditività delle banche lo consentano.

La Banca d'Italia ha avviato una riflessione sull'orientamento della politica macroprudenziale in Italia. I risultati verranno resi noti nelle prossime settimane.

5. La tecnologia

Negli anni scorsi il dibattito sugli effetti della tecnologia si è incentrato sul rischio che gli operatori finanziari tradizionali potessero essere disintermediati dalle cosiddette aziende Fintech – società giovani e innovative, specializzate nell'applicazione della tecnologia in campo finanziario.

Questo rischio non si è materializzato. L'esperienza italiana e internazionale indica che le banche hanno metabolizzato le innovazioni più promettenti, impiegando le nuove tecnologie e in alcuni casi acquisendo il controllo delle FinTech. Attualmente queste assumono un ruolo autonomo di qualche rilievo in specifici comparti del settore finanziario quali i pagamenti al dettaglio, i prestiti di importo contenuto e la gestione del risparmio.

È divenuto chiaro che la sfida più importante per il mondo finanziario proviene dai giganti mondiali della tecnologia quali Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft e altri ancora.

Le cosiddette BigTech godono di formidabili vantaggi competitivi. La disponibilità di risorse finanziarie ingentissime e la capacità di sviluppare tecnologie alla frontiera digitale sono solo due di essi, e non necessariamente i più importanti con riferimento all'intermediazione finanziaria.

I principali punti di forza delle BigTech sono la disponibilità e la capacità di sfruttare l'enorme mole di informazioni su molte centinaia di milioni di clienti, anche grazie a modelli di attività incentrati sugli stessi clienti e non sui prodotti.

Le piattaforme on line consentono alle BigTech di interagire simultaneamente e a basso costo con una moltitudine di intermediari, imprese e consumatori mediante un unico canale. Per il gestore, le piattaforme rappresentano un'eccezionale fonte di dati in tempo reale – sull'attività delle imprese, su specifici prodotti, sui gusti e sui redditi dei consumatori – e possono divenire il principale strumento per vagliare il merito di credito della clientela e distribuire servizi finanziari e di pagamento.

Gli intermediari finanziari dovranno rispondere a queste tendenze ampliando ulteriormente il ricorso a tecniche innovative – utilizzando l'identità digitale, i dati destrutturati, l'intelligenza artificiale – per conseguire guadagni di efficienza e migliorare la qualità dei servizi offerti. E soprattutto ponendo la massima cura ai rapporti con la clientela.

A loro volta i legislatori e le autorità di vigilanza dovranno ricercare il giusto equilibrio tra l'obiettivo di stimolare l'innovazione e la concorrenza e quello di evitare arbitraggi regolamentari e distorsioni competitive. Vanno garantite condizioni concorrenziali eque, applicando ad attività e rischi uguali, regole e controlli anch'essi uguali, minimizzando i rischi generati dai nuovi operatori senza soffocare lo sviluppo di prodotti in grado di migliorare il benessere dei consumatori.

Le banche centrali sono direttamente interessate anche come emittenti di strumenti di pagamento. La moneta digitale di banca centrale nelle sue versioni al dettaglio e all'ingrosso – che nell'area dell'euro sono rappresentate, rispettivamente, dall'euro digitale e dall'infrastruttura TARGET – può offrire agli intermediari ulteriori strumenti per soddisfare la domanda di servizi finanziari digitali efficienti, sicuri e a basso costo che viene dai cittadini e dagli operatori finanziari.

Ma la diffusione della finanza digitale solleva questioni di portata più ampia, quali la difesa della sovranità monetaria, l'inclusione finanziaria, il diritto alla privacy, la sicurezza cibernetica, il contrasto del riciclaggio, la lotta al finanziamento del terrorismo. E altri ancora.

Questi temi sono all'attenzione delle autorità sia nazionali sia internazionali. Sono parte del programma del G7 a formazione finanziaria, che quest'anno si svolge sotto la presidenza italiana. E sono inoltre all'esame del G20, del Financial stability board (FSB) e del Committee on payments and market infrastructures (CPMI) presso la Banca dei regolamenti internazionali (BRI).

Nei prossimi anni la Banca d'Italia seguirà da vicino questi aspetti di cruciale importanza per costruire il sistema finanziario del futuro in Italia e in Europa.

6. Conclusioni

L'economia mondiale è frenata dalla restrizione monetaria in atto in più paesi e dall'incertezza sollevata dai conflitti in corso. Stanno emergendo fratture geopolitiche a livello globale che, se non affrontate, potrebbero compromettere le prospettive di sviluppo, l'integrazione tra paesi e l'architettura multilaterale che sorregge le relazioni internazionali dal secondo dopoguerra.

In Europa l'economia non ha finora subito una recessione profonda, ma ristagna da molti trimestri e non emergono segnali di una decisa accelerazione. L'inflazione sta rapidamente diminuendo e i rischi per la stabilità dei prezzi si sono ridimensionati. Se la politica monetaria tardasse troppo ad accompagnare la disinflazione in atto potrebbero emergere rischi al ribasso per l'inflazione che contrasterebbero con la natura simmetrica dell'obiettivo stabilito dal Consiglio della BCE.

La debolezza dell'economia europea si estende al nostro paese. Per intraprendere un sentiero di crescita sostenuta dobbiamo agire lungo due direzioni. Va data certezza agli investitori su una traiettoria discendente del debito pubblico; la riduzione dei premi per il rischio che ne potrebbe derivare renderebbe meno arduo il percorso. Vanno stimolati gli investimenti in grado di accrescere l'innovazione e la produttività.

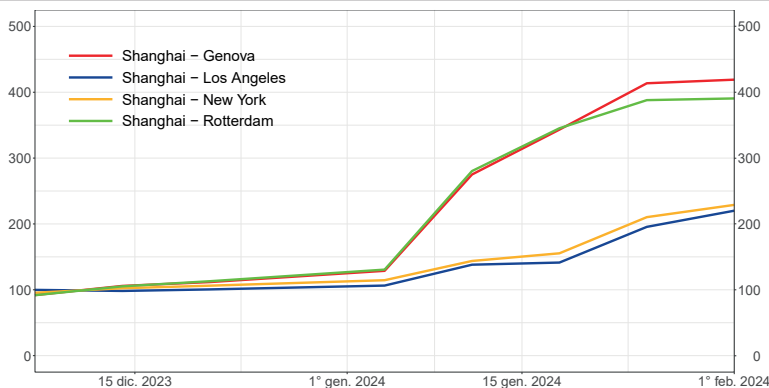
In anni recenti sono emersi segnali positivi: la maggiore accumulazione di capitale, la forza del mercato del lavoro, la capacità competitiva di molte imprese sui mercati internazionali, la solidità dei bilanci bancari. Si tratta di elementi significativi, che possono svolgere un ruolo importante per rilanciare lo sviluppo dell'Italia.

APPENDICE

Figura A1

Costo dei noli marittimi per il trasporto di container su diverse tratte (1)

(numeri indice: media dicembre 2023=100)

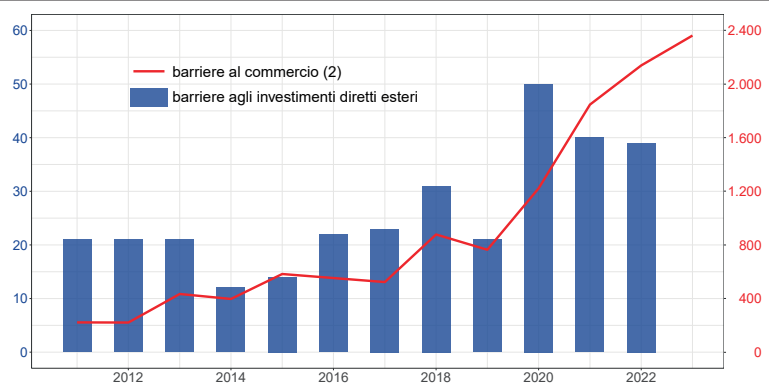


Fonte: Eikon ed elaborazioni su dati Freightos.
(1) Dati settimanali.

Figura A2

Nuove barriere al commercio e agli investimenti diretti esteri (1)

(numero di nuove misure restrittive)

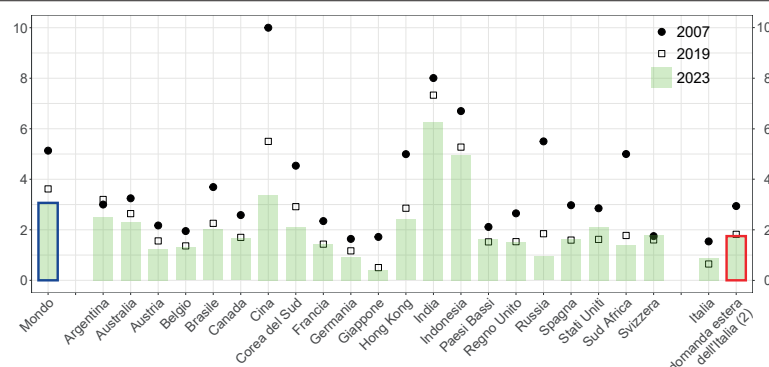


Fonte: Global Trade Alert e Unctad.
(1) Dati annuali. - (2) Scala di destra.

Figura A3

Crescita potenziale del PIL (1)

(valori percentuali)

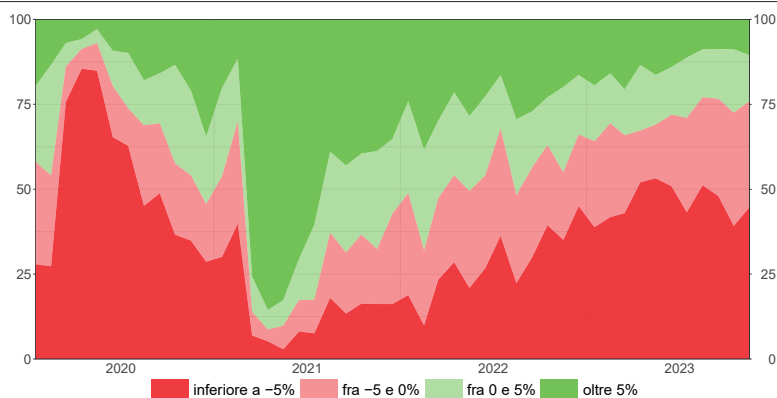


Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2007, 2019 e 2023.

(1) Dati annuali. Previsioni pubblicate nell'anno indicato, relative alla crescita del PIL di ciascun paese nel lungo periodo (5 anni in avanti). - (2) La crescita di lungo periodo della domanda estera dell'Italia è calcolata ponderando la crescita di lungo periodo del PIL di ciascun paese con la quota percentuale delle esportazioni italiane verso tali economie.

Figura A4

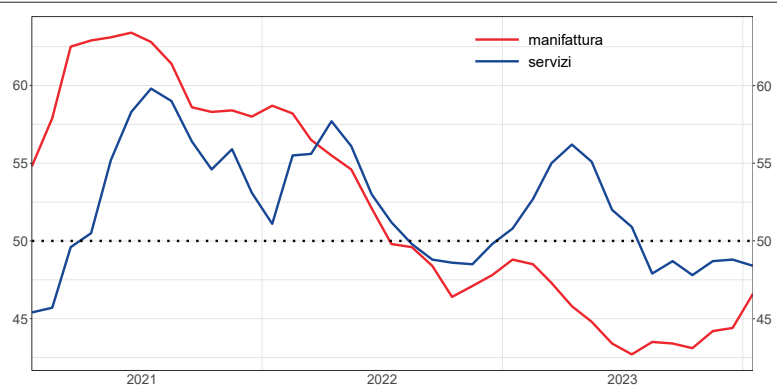
Distribuzione della produzione industriale nei diversi settori dell'area dell'euro in base alla variazione degli indici (1)
(in percentuale del numero totale di settori produttivi)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Dati mensili; variazioni sui 12 mesi.

Figura A5

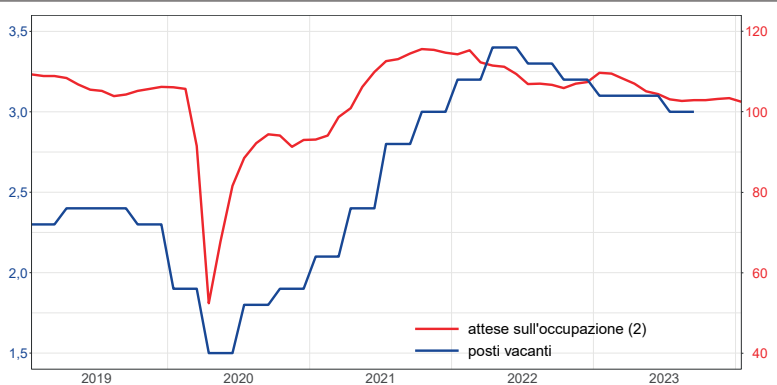
Indici dei responsabili degli acquisti (purchasing managers' indices, PMI) nell'area dell'euro (1)
(indici di diffusione)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.
(1) Dati mensili. Indici di diffusione relativi all'attività economica nei settori della manifattura e dei servizi. Un valore superiore a 50 è compatibile con l'espansione nel comparto.

Figura A6

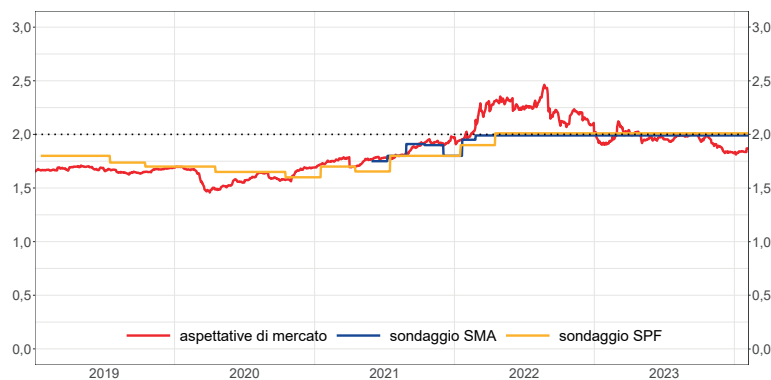
Indicatori prospettici dell'occupazione nell'area dell'euro (1)
(valori percentuali; numero indice: media di lungo periodo=100)



Fonte: Commissione europea ed Eurostat.
(1) Dati trimestrali e mensili. Posti vacanti su posizioni lavorative complessive (somma di occupazione e posti vacanti) per il settore privato non agricolo e indice delle attese sull'occupazione (employment expectation index). - (2) Scala di destra.

Figura A7

Aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro (1)
(valori percentuali)

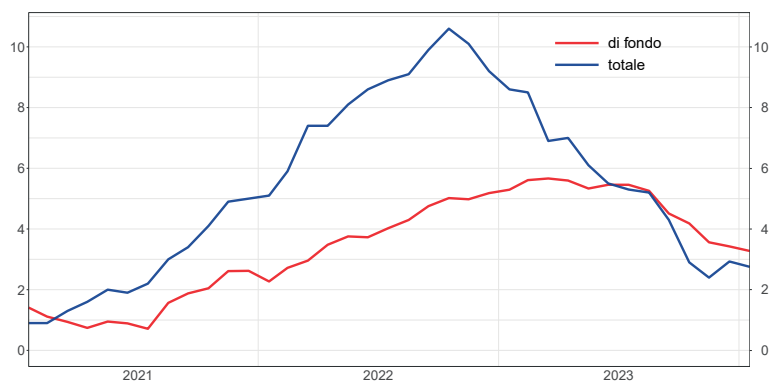


Fonte: BCE e Bloomberg.

(1) Dati giornalieri, trimestrali e a cadenza irregolare. Mediana delle attese di inflazione a lungo termine degli esperti intervistati dalla BCE nell'ambito della *Survey of Professional Forecasters* (SPF), condotta all'inizio di ogni trimestre, e della *Survey of Monetary Analysts* (SMA), condotta circa 2 settimane prima delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE. Tassi degli *inflation-linked swaps* a 5 anni su un orizzonte di 5 anni, al netto di una stima del premio per il rischio di inflazione.

Figura A8

Inflazione nell'area dell'euro (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

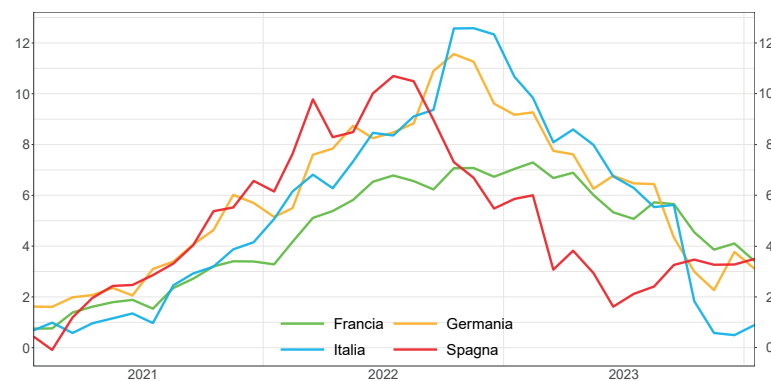


Fonte: Eurostat

(1) Dati mensili; per gennaio 2024 dati preliminari.

Figura A9

Inflazione nei principali paesi dell'area dell'euro (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

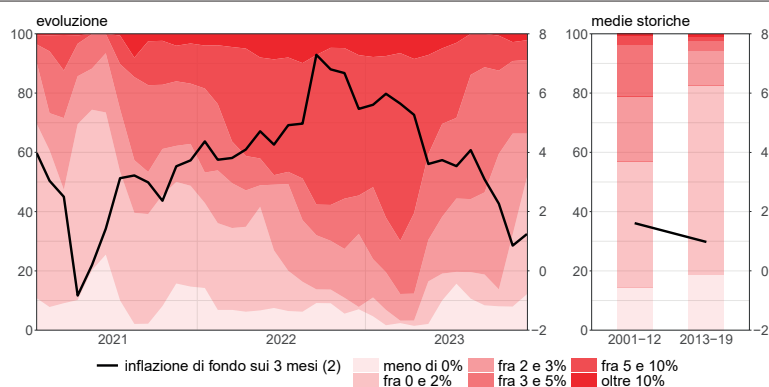


Fonte: Eurostat.

(1) Dati mensili; per gennaio 2024 dati preliminari.

Figura A10

Distribuzione delle componenti dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro in base alla variazione sui 3 mesi annualizzata dei prezzi (1)
(in percentuale del totale delle voci del paniere dell'inflazione di fondo)

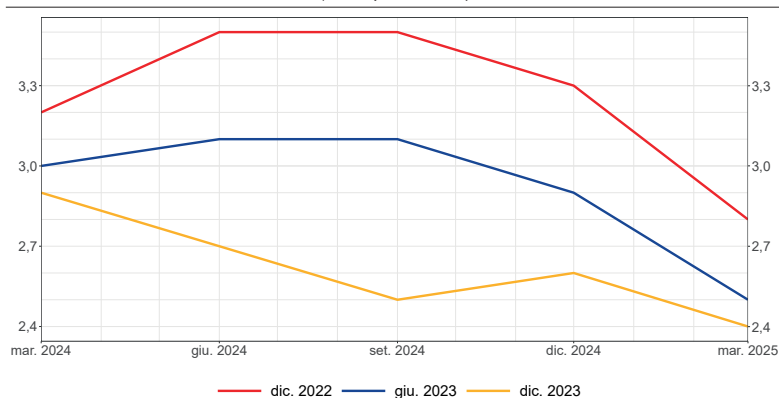


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Dati mensili; variazioni sui 3 mesi annualizzate calcolate usando dati destagionalizzati per ciascuna voce del paniere dell'inflazione di fondo. - (2) Scala di destra.

Figura A11

Proiezioni di inflazione dell'Eurosistema (1)
(valori percentuali)

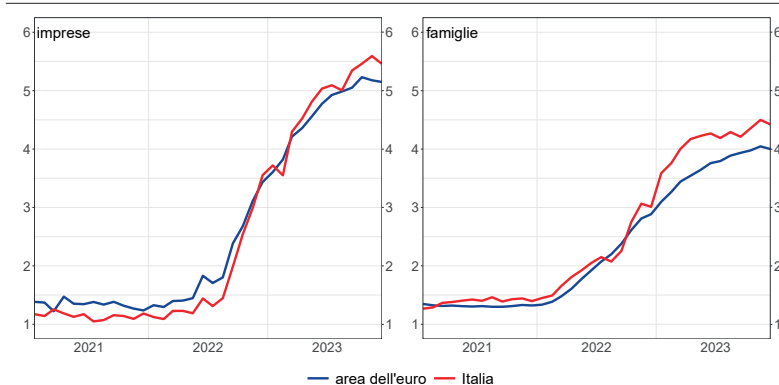


Fonte: BCE.

(1) Dati trimestrali. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro sono quelle realizzate dagli esperti delle banche centrali nazionali dell'Eurosistema negli esercizi previsivi di dicembre 2022, giugno 2023 e dicembre 2023 (*Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*).

Figura A12

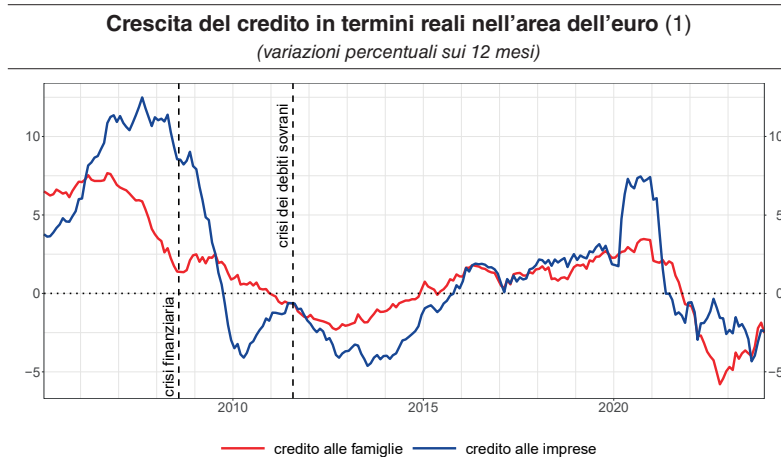
Tassi di interesse sui prestiti (1)
(valori percentuali)



Fonte: BCE.

(1) Dati mensili. Tassi di interesse sui nuovi prestiti alle imprese e sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

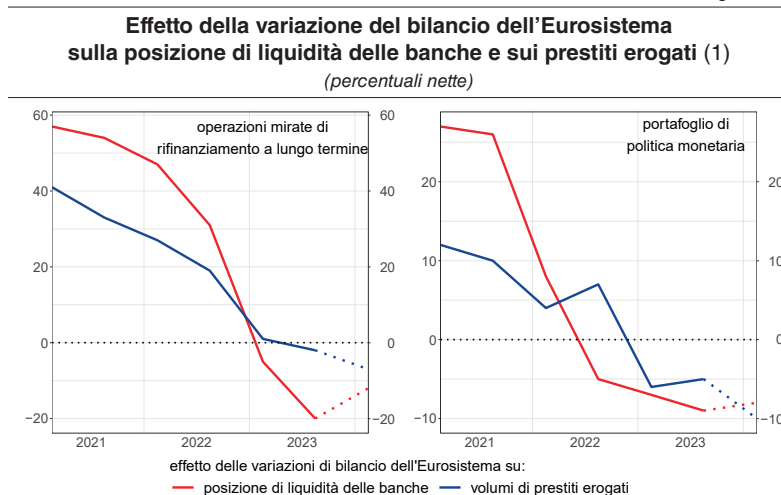
Figura A13



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat.

(1) Dati mensili. Il credito in termini reali è calcolato deflazionando i valori nominali con l'indice dei prezzi al consumo.

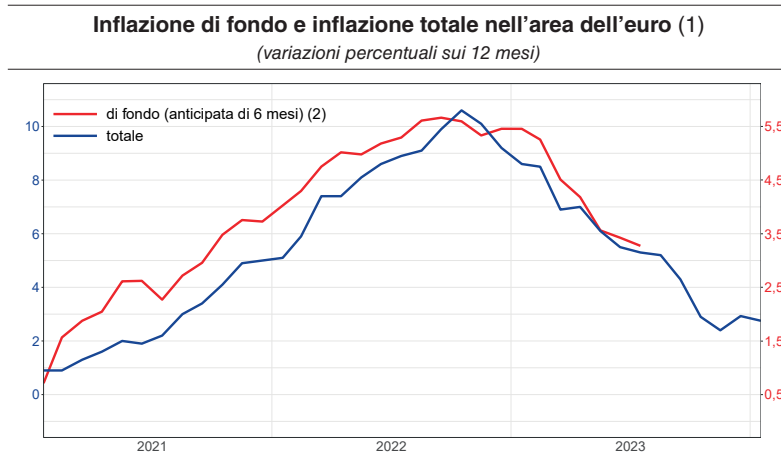
Figura A14



Fonte: BCE, *Bank Lending Survey*.

(1) Dati semestrali. Una percentuale netta negativa indica un effetto negativo nel semestre di riferimento. L'ultima osservazione è relativa all'indagine di ottobre 2023, con le attese delle banche per il semestre successivo (linea tratteggiata).

Figura A15

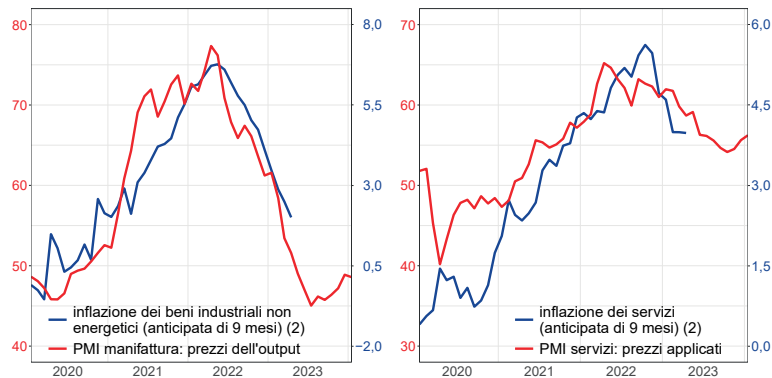


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Dati mensili. L'inflazione di fondo è anticipata di 6 mesi. – (2) Scala di destra.

Figura A16

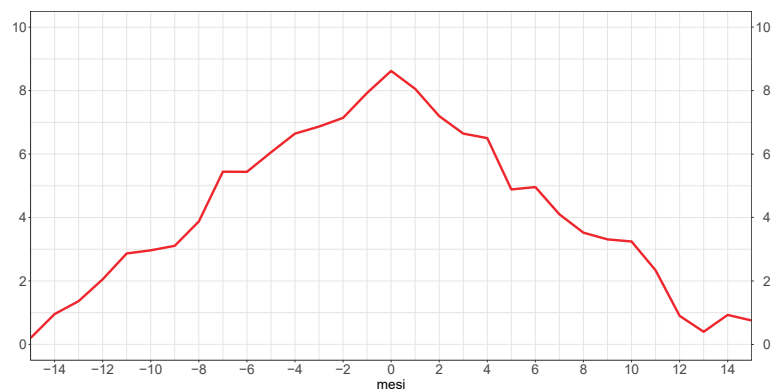
Inflazione dei beni industriali non energetici e dei servizi e indici PMI nell'area dell'euro (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi; indici di diffusione)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e S&P Global Market Intelligence.
(1) Dati mensili. Le serie dell'inflazione sono anticipate di 9 mesi. - (2) Scala di destra.

Figura A17

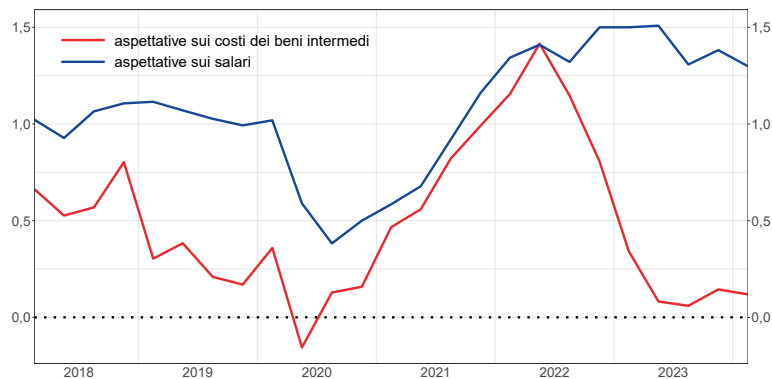
Rialzo e diminuzione dell'inflazione totale nell'area dell'euro: anni 2021-24 (1)
(punti percentuali; scarto dall'obiettivo del 2 per cento)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) L'inflazione massima (10,6 per cento sui 12 mesi) si è registrata a ottobre 2022; l'asse delle ascisse indica i mesi precedenti e successivi a questa data.

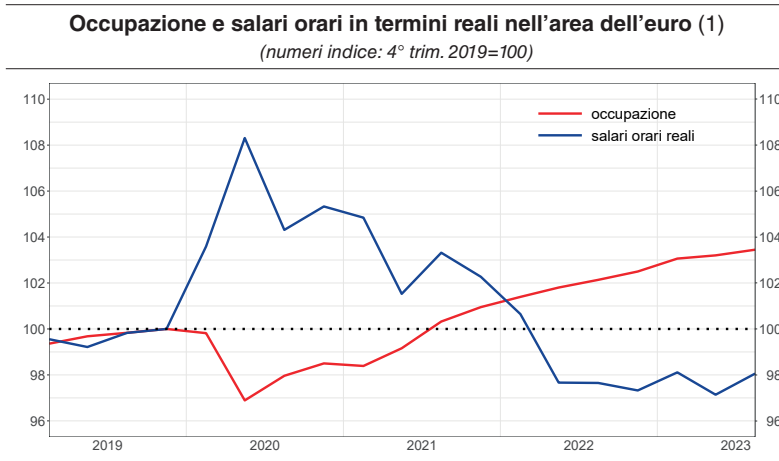
Figura A18

Aspettative sui costi dei beni intermedi e sui salari delle imprese dell'area dell'euro (1)
(numeri indice: attese di variazione nulla=0)



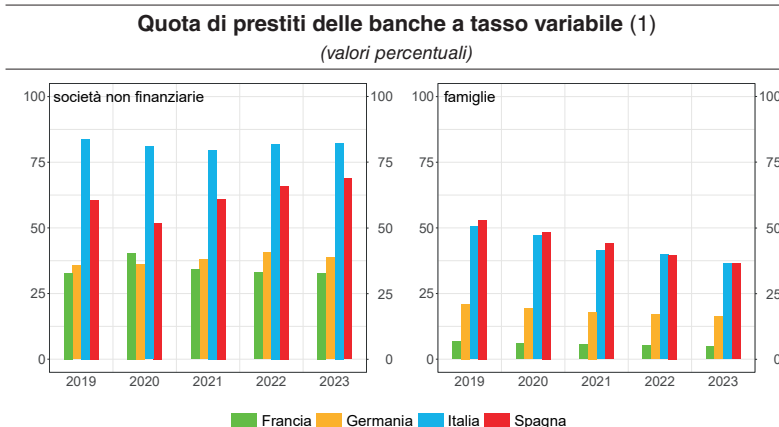
Fonte: elaborazioni su dati tratti da C. Elding, J. Gareis, F. Kuik e R. Morris, *Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies*, in BCE, *Bollettino economico*, 5, 2023, pp. 46-48.
(1) Dati trimestrali. Le aspettative si riferiscono al trimestre successivo a quello in cui è condotta l'indagine e sono trasformate in punteggi che per costruzione variano da -2 a 2. Un punteggio nullo corrisponde ad attese di stabilità dei costi; un punteggio superiore (inferiore) a 0 segnala aspettative di un loro aumento (diminuzione). Il valore del punteggio indica l'intensità della variazione attesa.

Figura A19



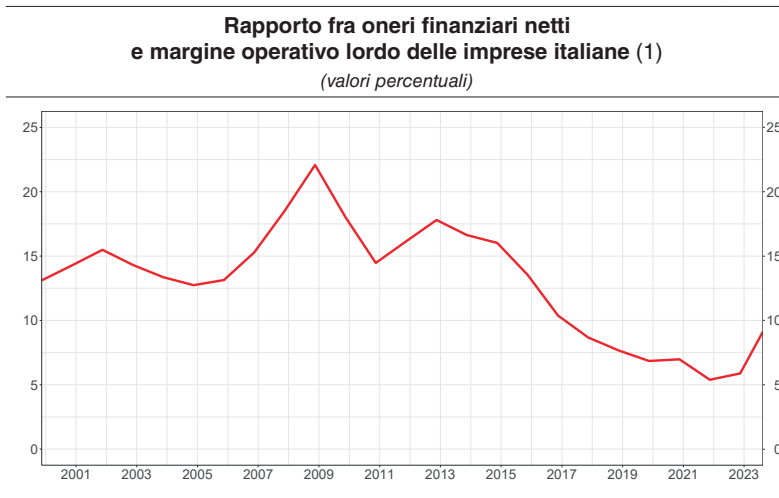
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Dati trimestrali destagionalizzati. I salari in termini reali sono calcolati deflazionando quelli nominali con l'indice dei prezzi al consumo.

Figura A20



Fonte: Banca d'Italia e BCE.
(1) I dati si riferiscono alla fine dell'anno. Per le imprese sono inclusi gli scoperti di conto corrente e sono esclusi i prestiti deteriorati; il dato del 2023 si riferisce a settembre. Per le famiglie i dati dei paesi diversi dall'Italia sono calcolati come media su 10 anni delle quote di erogazioni a tasso variabile sul totale dei prestiti.

Figura A21



Fonte: Banca d'Italia (Conti finanziari) e Istat.
(1) Dati relativi al 4° trimestre di ogni anno e al 3° trimestre del 2023 (ultimo dato disponibile).