



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

## Back to the future: forward-looking considerations on monetary policy normalization

Speech by Fabio Panetta\*  
Governor of Banca d'Italia

Bocconi University,  
Milan, 19 November 2024

**Ritorno al futuro: considerazioni lungimiranti  
sulla normalizzazione della politica monetaria**

## Fabio Panetta fa parte di diritto del Consiglio direttivo della BCE



**BANCA CENTRALE EUROPEA | EUROSISTEMA**

### Consiglio direttivo

---

Il Consiglio direttivo è il principale organo decisionale della BCE. Comprende i sei membri del Comitato esecutivo e i governatori delle banche centrali nazionali dei paesi dell'area dell'euro.



Buongiorno a tutti.

Permettetemi innanzitutto di ringraziare il Rettore dell'Università Bocconi, il professor Francesco Billari, per avermi invitato qui oggi. È un piacere visitare questa prestigiosa e rinomata istituzione. Ed è sempre un privilegio discutere di economia con i giovani che oggi studiano questa disciplina, ma che plasmeranno il suo corso domani.

Questa riunione si svolge in un momento interessante per la **politica monetaria**.

Gli **shock eccezionali del 2022-23** stanno gradualmente svanendo e l'**inflazione nell'area dell'euro** non solo è **più bassa**, ma anche **meno volatile** di quanto non sia stata per molto tempo (Figura 1). Di conseguenza, anche gli **errori di previsione dell'inflazione** si sono normalizzati (Figura 2). L'area dell'euro ha compiuto un lungo e storico viaggio attraverso le *terrae incognitae*, iniziato subito dopo la pandemia di COVID.

Questo **ritorno in un territorio mappato** è chiaramente una **buona notizia**. Ma l'attuale **panorama economico** presenta le sue **sfide**. A **livello globale**, le **tensioni geopolitiche** sono elevate e gli **sviluppi politici** in diversi paesi sono difficili da prevedere. **Nell'area dell'euro l'economia è stagnante e i tassi di interesse sono ancora in territorio restrittivo**. Come dovrebbe procedere la **BCE**?

Oggi sosterrò che questa "**nuova**" fase ha **tre implicazioni principali per la conduzione della politica monetaria**.

**In primo luogo, con l'inflazione vicina all'obiettivo e la domanda interna stagnante, non sono più necessarie condizioni monetarie restrittive**. Nella fase attuale dovremmo concentrarci maggiormente sulla **lentezza**

**dell'economia reale**: senza una ripresa sostenuta, **l'inflazione rischia di essere spinta ben al di sotto dell'obiettivo**, aprendo uno scenario che sarebbe difficile da contrastare per la politica monetaria e che dovrebbe quindi essere evitato. In breve, **dobbiamo normalizzare la nostra posizione di politica monetaria e passare a un territorio neutrale o, se necessario, addirittura espansivo**.

**In secondo luogo**, ora possiamo **tornare a un approccio più tradizionale e realmente lungimirante alla politica monetaria, in linea con il nostro orientamento a medio termine**. L'eliminazione delle restrizioni monetarie quando la domanda aggregata è vacillante è un semplice esempio di come questo principio si traduca in pratica; ma il principio è molto più generale. **Le circostanze eccezionali degli ultimi due anni hanno costretto le banche centrali a dare meno peso alle previsioni e a vivere giorno per giorno (o "riunione per riunione")**. Ora che la situazione sul fronte dell'inflazione si sta normalizzando, la BCE dovrebbe anche **normalizzare il modo in cui calibra il suo orientamento di politica monetaria**, tornando alla tradizione e concentrandosi nuovamente sulla sua **funzione di reazione a medio termine**. In breve, dovremmo tornare al futuro.

**In terzo luogo**, e in linea con i punti che ho appena sollevato, **la nostra comunicazione dovrebbe fornire maggiori orientamenti sull'evoluzione prevista della nostra politica rispetto al recente passato**. Ciò aiuterà le imprese e le famiglie a formarsi un'opinione sul futuro andamento dei tassi di riferimento, sostenendo in tal modo la domanda e la ripresa dell'economia reale.

Nel resto del mio intervento esplorerò questi temi partendo da un'analisi di ciò che è cambiato e perché è importante.

## 1. Una fragile prospettiva macroeconomica globale

Nel 2024 l'**inflazione** è diminuita costantemente nelle principali economie avanzate; <sup>(1)</sup> il **processo di disinflazione** è stato **rapido** e generalmente **meno doloroso** rispetto alle esperienze passate. Per l'**attività economica** il quadro è più complesso. È emersa una **netta divisione tra i due principali attori globali, gli Stati Uniti e la Cina**.

Negli **Stati Uniti** l'inflazione sta diminuendo, anche se in modo non uniforme, a causa della robusta crescita dei consumi e del reddito. Ciò ha spinto la Federal Reserve a tagliare i tassi di interesse di 75 punti base tra settembre e novembre. L'imminente cambiamento nell'amministrazione statunitense aggiunge incertezza alle prospettive di inflazione: è probabile che i cambiamenti nella politica fiscale e commerciale abbiano un impatto significativo sull'economia, con implicazioni per la politica monetaria.

In **Cina**, al contrario, la domanda contenuta e il protrarsi della crisi immobiliare hanno depresso l'inflazione e indebolito l'attività economica, portando a interventi monetari e fiscali straordinari. Queste misure hanno sostenuto i mercati finanziari, ma la loro efficacia nel rilanciare la crescita e ripristinare la stabilità dei prezzi rimane incerta.

A **livello mondiale**, l'attività nei settori dei beni e dei servizi continua a divergere. Questi due settori hanno preso strade diverse all'indomani della pandemia e il divario è ancora pronunciato: il settore manifatturiero ha registrato performance negative durante tutto l'anno, mentre i servizi

hanno generalmente registrato una performance migliore. <sup>(2)</sup>  
Dopo una robusta espansione nella prima metà dell'anno, il commercio ha subito un rallentamento nel terzo trimestre, in parte a causa del rallentamento in Cina.

Guardando al futuro, il **FMI** prevede che la **crescita globale** rimarrà all'incirca costante al **3,2% per i prossimi due anni, con un divario significativo tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro**. La previsione a **medio termine** del FMI del **3,1 per cento** rimane vicina al suo **minimo storico**.

## 2. L'area dell'euro: una ripresa traballante con inflazione in calo

L'**inflazione nell'area dell'euro** è in linea con la tendenza mondiale o in anticipo rispetto ad essa. Il **processo di disinflazione** è stato più rapido e agevole di quanto alcuni avessero previsto: le aspettative di inflazione a medio termine sono rimaste ancorate, gli effetti generalizzati di secondo impatto attraverso i salari non si sono concretizzati e le preoccupazioni sul problema dell'"ultimo miglio" – l'idea che la fase finale della disinflazione potesse per qualche motivo essere la più difficile – si sono rivelate infondate.

Questa **rapida normalizzazione** è stata in gran parte dovuta all'**attenuarsi degli shock dell'offerta** che avevano causato un'accelerazione dei prezzi. **L'azione della BCE e la sua credibilità hanno contribuito al processo.**

L'inflazione complessiva è scesa al di sotto dell'**obiettivo del 2%** a settembre. A ottobre è poi tornata esattamente all'obiettivo, riflettendo un aumento temporaneo dovuto in gran parte agli effetti base. <sup>(3)</sup> Nei prossimi mesi sono previsti alcuni alti e bassi, sempre a causa degli effetti base, ma **lo scenario di base è quello in cui l'inflazione continua a scendere all'inizio del 2025 e rimane in linea con l'obiettivo in seguito.**

**L'attività economica rimane debole.** Il tasso di crescita dello 0,4% registrato nel terzo trimestre del 2024 ha fornito un po' di tregua dopo **due anni di stagnazione**, ma non dobbiamo leggere troppo in questo dato: la regione rimane sulla buona strada per una **crescita annua di massimo l'1% nel 2024**. Il **malessere del manifatturiero europeo** è confermato dal

fatto che **la produzione industriale è in calo da due anni ed è ora al di sotto dei livelli pre-pandemia** (Figura 3).

Gli indicatori anticipatori suggeriscono che **il punto di svolta** per il settore manifatturiero europeo **non è in vista**. In Germania, i PMI si aggirano intorno ai livelli visti nella primavera del 2020 o nel 2009, nessuno dei quali è un benchmark particolarmente rassicurante (Figura 4.a). <sup>(4)</sup> Il settore dei servizi dell'area dell'euro è in condizioni migliori, ma ha beneficiato di eventi una tantum come i Giochi olimpici estivi e potrebbe ora rallentare (Figura 4.b).

**Il tasso di disoccupazione rimane al suo minimo storico del 6,3 per cento** (Figura 5.a). Tuttavia, il **tasso di posti di lavoro vacanti**, un **indicatore anticipatore delle future dinamiche occupazionali**, ha registrato una tendenza al ribasso per più di due anni e attualmente non è lontano dai livelli pre-pandemia (figura 5.b).

In ogni caso, **è soprattutto il lato della domanda dell'economia che dà meno motivo di essere ottimisti**. La domanda interna privata si è contratta nella prima metà di quest'anno, **lasciando la crescita interamente dipendente dalla domanda estera** (Figura 6).

Nella migliore delle ipotesi **non è chiaro in che misura le esportazioni continueranno a sostenere il PIL nel 2025**. La possibilità che l'amministrazione statunitense introduca **nuovi dazi** non è rassicurante in questo senso. **Senza una spinta delle esportazioni, l'area dell'euro avrà bisogno di un forte rimbalzo della domanda interna per crescere.**

La domanda è: **quanto è probabile questo rimbalzo?**

Finora il **consumo** è stato una **delusione ricorrente**. La ripresa incorporata nelle proiezioni passate dell'Eurosistema non si è più concretizzata: **le famiglie si sono dimostrate**

riluttanti a spendere, in parte a causa degli elevati tassi di interesse reali (figura 7). <sup>(5)</sup>

Anche gli investimenti rimangono deboli. Ciò è in parte dovuto alle **prospettive di crescita incerte**. Tuttavia, le **condizioni di finanziamento** rigide aumentano anche il **costo del capitale per le imprese**. Oltre a frenare la domanda nel breve termine, un costo del capitale persistentemente elevato (rispetto al lavoro e ai beni intermedi) impedisce l'aggiustamento del rapporto capitale/lavoro che sarebbe necessario per aumentare la produttività. <sup>(6)</sup>

Da ultimo, ma non meno importante, è probabile che le politiche fiscali restrittive comprimano la domanda nel 2025. <sup>(7)</sup>

Questa interpretazione dei dati indica rischi al ribasso per la crescita e quindi per l'inflazione.

Come sempre, ci sono **interpretazioni alternative** del possibile corso degli eventi, alcune delle quali sono associate a un'**enfasi sui rischi al rialzo**. In assenza di shock di rilievo, due fattori potrebbero **mantenere l'inflazione persistentemente al di sopra dell'obiettivo: i prezzi dei servizi e il costo del lavoro**. La BCE dovrebbe certamente rimanere vigile su questi fronti.

**Ma quanto è probabile che i servizi e i salari siano una preoccupazione primaria in futuro?**

L'**inflazione dei servizi** rimane elevata, al 3,9% a ottobre. Tuttavia, i prezzi dei servizi sono notoriamente lenti: per gran parte dei servizi nel paniere dei consumi, <sup>(8)</sup> i prezzi si adeguano

all'inflazione passata con un certo ritardo. Poiché l'inflazione è ora molto più bassa, **non porterà a ulteriori forti aumenti dei prezzi dei servizi**. Inoltre, l'inflazione dei servizi è storicamente sempre stata superiore a quella dei beni. Ciò significa che **la BCE non ha bisogno che l'inflazione dei servizi raggiunga il 2% per raggiungere il suo obiettivo**.<sup>(9)</sup> Per quanto riguarda i **salari**, dopo il robusto recupero nel 2023 e nel 2024, che era inevitabile dato il precedente aumento dell'inflazione, **la loro dinamica si sta ora normalizzando**. La crescita dei salari sta evolvendo in linea con le proiezioni dell'Eurosistema. Inoltre, le indagini congiunturali suggeriscono che **le pressioni salariali si attenueranno in futuro**, in linea con le proiezioni. Se la storia ci può essere una guida, **il recente calo del rapporto tra posti vacanti e disoccupati indica anche un mercato del lavoro meno rigido, e quindi una moderazione della retribuzione oraria nel prossimo futuro** (Figura 8). In effetti, **in un contesto di crescita economica modesta, è improbabile che l'anno prossimo assisteremo a una nuova accelerazione dei salari**.

Le **aspettative di inflazione del settore privato** sono sostanzialmente coerenti con la **predominanza di rischi al ribasso per l'inflazione**. Ad esempio, gli swap indicizzati all'inflazione suggeriscono che l'inflazione scenderà al di sotto del 2% all'inizio del 2025 e rimarrà intorno a tale livello per il resto dell'anno; <sup>(10)</sup> oltre un anno, segnalano il rischio di non raggiungere il nostro obiettivo. Negli ultimi mesi, **la politica monetaria restrittiva ha svolto un ruolo chiave nello spingere queste aspettative al di sotto del 2 per cento** (Figura 9).<sup>(11)</sup>

Le **politiche attuate dalla nuova amministrazione statunitense** potrebbero ovviamente avere un **impatto sulle prospettive di inflazione**, ma oggi sappiamo troppo poco per speculare sul probabile impatto. Potrebbero esserci **pressioni inflazionistiche dovute a un aumento generalizzato dei dazi e a un deprezzamento dell'euro**. Ma questi potrebbero essere **compensati dagli effetti recessivi di un calo dei flussi commerciali, da una maggiore incertezza economica e da prezzi delle materie prime più bassi a causa del calo dell'attività globale**. In questo caso, l'impatto complessivo sull'inflazione dell'area dell'euro potrebbe addirittura essere negativo.

### 3. Implicazioni per la politica monetaria

Come dovrebbe rispondere la **politica monetaria** al contesto economico che ho appena descritto?

In primo luogo, **l'obiettivo generale dovrebbe essere una tempestiva normalizzazione dell'orientamento della politica monetaria**. Come indicato in precedenza, la **debolezza della domanda interna** continua a pesare sull'attività economica, mentre le **prospettive per la domanda esterna sono tutt'altro che incoraggianti**. In uno scenario in cui la **domanda rimane contenuta**, **l'inflazione potrebbe scendere ben al di sotto del 2%**. Affrontare questa situazione con **un orientamento monetario restrittivo sarebbe un errore**, in quanto aggraverebbe il mancato raggiungimento dell'obiettivo di inflazione. Al contrario, la BCE dovrebbe affrontare questa situazione con una **posizione neutrale**. In questo modo, potrebbe mettere in pausa i tagli dei tassi se è probabile che l'undershooting sia temporaneo, o tagliare ulteriormente i tassi se l'undershooting sembra destinato a persistere.

Quando si discute di questo tema, ci si trova spesso di fronte all'obiezione che la cosiddetta  $r^*$  (o '**r-star**', cioè **la soglia che determina se la posizione è restrittiva, neutra o espansiva**) è un concetto sfuggente: nessuno sa esattamente quale sia il suo valore. L'obiezione è di fatto corretta, ma non credo che sia rilevante in questa fase.

Probabilmente siamo molto lontani dal tasso neutrale. <sup>(12)</sup> Inoltre, potremmo dover tagliare i tassi di riferimento al di sotto di  $r^*$  se il ciclo dovesse deteriorarsi. Non c'è nulla di esotico in questa possibilità: **abbassare i tassi di riferimento al di sotto del livello neutrale al punto più basso del ciclo**

**è una prescrizione politica standard**, a cui sia la BCE che la Fed hanno aderito in passato (Figura 10). La questione non è se la BCE possa farlo, ma se debba.

Rispondere a questa domanda richiede un **esame costante e attento dell'evoluzione delle prospettive macroeconomiche**.

In secondo luogo, **le decisioni politiche dovrebbero essere ancora una volta guidate da una visione realmente lungimirante degli sviluppi economici e dell'inflazione**.

La ricetta di normalizzare l'orientamento monetario è, infatti, un corollario a questo principio. Finora la **forte dipendenza dai risultati effettivi** è stata giustificata dagli shock eccezionali e dall'elevata incertezza che ne è derivata osservata nel periodo 2020-2023. Ora, **gli shock dell'offerta degli ultimi anni sono stati assorbiti, la volatilità dell'inflazione e gli errori di previsione sono diminuiti e le relazioni macroeconomiche sono diventate più stabili**. In questo contesto, le **proiezioni sull'inflazione basate su un'autentica analisi economica dei fattori fondamentali dell'inflazione** sono più pertinenti degli indicatori di prezzo, come le stime dell'"inflazione di fondo". Tutti gli indicatori hanno un posto nell'insieme di strumenti di una banca centrale, ma la loro rilevanza relativa cambia naturalmente nel tempo. <sup>(13)</sup>

Infine, la comunicazione è importante. **Dopo tre tagli dei tassi, con l'inflazione intorno all'obiettivo e l'attività economica stagnante, l'orientamento all'inasprimento nella nostra descrizione ufficiale dell'orientamento monetario non è più necessario.** <sup>(14)</sup>

Inoltre, l'enfasi sulle decisioni "riunione per riunione, dipendenti dai dati" non si adatta bene alla rinnovata

attenzione per un **approccio lungimirante**. Continuerebbe a collocare la BCE all'estremità dello spettro che va da "nessuna guida" a "pieno impegno".

C'è un ovvio **compromesso** tra i due: **"nessuna guida" lascia carta bianca alla banca centrale, ma crea incertezza sull'andamento dei tassi di riferimento; il "pieno impegno" è più efficace nell'ancorare le aspettative, ma può creare vincoli indesiderati e costi reputazionali.** Abbiamo deliberatamente scelto di **massimizzare la nostra libertà nell'occhio del ciclone**, scegliendo la prima opzione, ma **la situazione è cambiata ed è giunto il momento che la BCE dia indicazioni più esplicite sulle sue intenzioni.**

Alcuni sono **estremamente cauti**. Capisco questa posizione, ma sono anche consapevole che **"nessuna guida" comporta i suoi rischi, in quanto può rendere i tassi d'interesse altamente sensibili alle notizie economiche.** Ad esempio, le aspettative sui tassi d'interesse sono crollate a ottobre: una manciata di nuovi numeri è stata sufficiente per consentire ai mercati di valutare una probabilità molto più alta di un taglio dei tassi (Figura 11). La Fed ha avuto un problema simile ad agosto, quando i rapporti deboli sull'occupazione hanno portato alla volatilità del mercato e a una brusca revisione al ribasso delle aspettative sui tassi di interesse. Queste reazioni possono indicare che, nonostante i loro sforzi, le banche centrali sono considerate "data point dependent" piuttosto che "data dependent". Chiaramente, questa **percezione errata** deve essere affrontata. Un elemento di **orientamento più esplicito** consentirebbe di raggiungere questo obiettivo.

Un "orientamento direzionale" contribuirebbe a stimolare i consumi e gli investimenti, riducendo in tal modo la probabilità di uno scenario di domanda debole. Aiuterebbe le famiglie e le imprese a prendere decisioni più informate a lungo termine. Dopo tutto, l'acquisto di beni durevoli o strumentali è una forma di impegno. Se la banca centrale non è disposta ad abbandonare l'approccio "no-guidance", diventa più difficile per le famiglie e le imprese assumere impegni.

## 1. Conclusioni

Dopo un lungo viaggio in *terrae incognitae*, **l'economia dell'area dell'euro è tornata a condizioni più normali.**

Gli **shock dal lato dell'offerta** degli ultimi anni sono stati **assorbiti**, la **volatilità dell'inflazione è diminuita e l'inflazione è vicina all'obiettivo.** Le relazioni macroeconomiche sono diventate più stabili ed è probabile che **l'economia reale torni alla ribalta come fattore chiave della dinamica dell'inflazione.**

In questo contesto, **la BCE può permettersi di normalizzare la propria politica monetaria.** A tal fine, dovrebbe **portare i tassi di riferimento a un livello neutro, in linea con le prospettive economiche e di inflazione, in modo da evitare il rischio di non raggiungere l'obiettivo**; ritornando a un **approccio più tradizionale e realmente lungimirante alla politica monetaria**, in linea con il suo **orientamento a medio termine**; e **adeguando la propria comunicazione al fine di fornire l'orientamento necessario ai consumatori e agli investitori.**

Ciò richiede di fare un **passo coraggioso**: dobbiamo prepararci e tornare "al futuro".

Grazie per la vostra attenzione.

## NOTE

1 Ad eccezione del Giappone, dove è rimasto più o meno costante vicino all'obiettivo del 2 per cento.

2 Questa divergenza settoriale incide anche sui tassi di inflazione, che a livello globale sono molto più elevati per i servizi che per i beni. Maggiori informazioni su questo argomento di seguito.

3 L'effetto base è l'effetto temporaneo sulla misurazione dell'inflazione derivante da andamenti insoliti dei prezzi nel periodo iniziale (di base) per il quale è calcolata l'inflazione. Questi cambiamenti meccanici sono fenomeni statistici dovuti a eventi passati e non riflettono le attuali tendenze economiche.

4 I problemi sono diffusi. L'economia tedesca è un buon barometro per l'area nel suo complesso; date le sue dimensioni, ha anche una potente influenza indiretta sui suoi vicini.

5 I dati preliminari suggeriscono un possibile rafforzamento dei consumi nel terzo trimestre, ma resta da vedere la sua precisa entità e resilienza.

6 F. Panetta, "Monetary policy in a shifting landscape", discorso a cena alla conferenza inaugurale della rete di ricerca su "Challenges for Monetary Policy Transmission in a Changing World" (ChaMP), Francoforte, 25 aprile 2024. Cfr. anche P. Cipollone, «Some like it härther: the conditions for a cyclical recovery in euro area productivity» (A Some like it härther: the conditions for a cyclical recovery in euro range productivity), contributo alla conferenza annuale sull'economia del Centre for European Reform dal titolo «A European path to higher economic growth» (Un percorso europeo verso una crescita economica più elevata), Ditchley Park, 15 novembre 2024.

7 Questi possono essere determinati da regole di bilancio (come il freno all'indebitamento in Germania) e/o da sforzi per contenere disavanzi elevati (ad esempio in Italia e Francia).

8 Le voci lente (o "ritardatarie"), come le polizze assicurative o i servizi sanitari, rappresentano circa il 40 per cento del paniere totale dei servizi e il 20 per cento del paniere totale dell'IPCA. Lo scorso settembre, hanno contribuito per 1,7 punti percentuali a un'inflazione complessiva dei servizi del 3,9%.

9 F. Panetta, "La politica monetaria dopo una tempesta perfetta: *festina lente*", discorso pronunciato alla Conferenza internazionale di politica monetaria della Banca di Finlandia dal titolo "La politica monetaria in un contesto di bassa e alta inflazione", Helsinki, 26 giugno 2024.

10 Circa il 60 per cento degli analisti intervistati dalla BCE (SMA) ritiene che i rischi di inflazione nel 2025 siano "bilanciati", ma il 35 per cento ritiene ora che siano inclinati verso il basso. Anche le aspettative di inflazione dei consumatori

sono in calo. Secondo i dati BCE-CES relativi a settembre 2024, le aspettative di inflazione a un anno sono scese al 2,4 per cento (dal 2,7 per cento) e le aspettative a tre anni sono scese al 2,1 per cento (dal 2,3 per cento).

11 Vale la pena notare che le aspettative di inflazione basate sul mercato non si sono mosse molto dopo le elezioni statunitensi. Ciò riflette l'opinione diffusa secondo cui le politiche adottate dalla nuova amministrazione potrebbero, semmai, influenzare le prospettive di crescita dell'area dell'euro (ad esempio attraverso una riduzione delle esportazioni) piuttosto che le sue prospettive di inflazione.

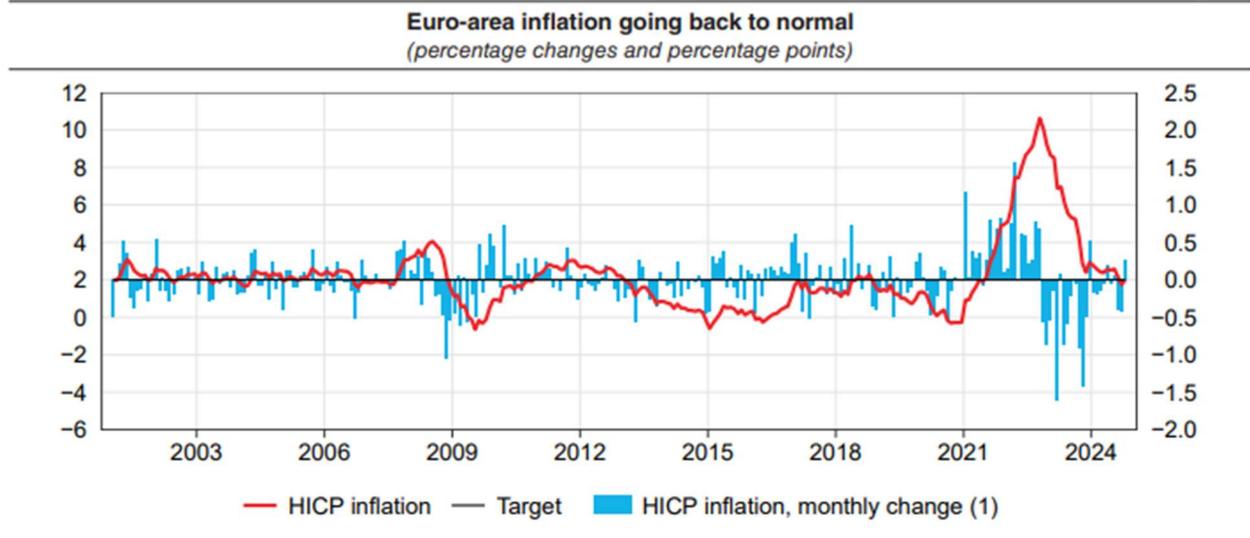
12 La maggior parte delle stime lo colloca vicino allo zero, e in ogni caso al di sotto dello 0,5 per cento. Cfr. C. Brand, N. Lisack e F. Mazelis, «Estimates of the natural interest rate for the euro area: an update» (Stime del tasso di interesse naturale per l'area dell'euro: un aggiornamento), Banca centrale europea, Bollettino economico, 1, 2024, pagg. 66-69.

13 Le stesse caratteristiche che hanno reso l'"inflazione di fondo" così preziosa durante il volatile periodo 2022-23, tra cui la sua fluidità e stabilità, la rendono oggi meno informativa. Cfr. anche P. Lane, «Underlying inflation» (Underlying inflation), conferenza tenuta al Trinity College di Dublino, 6 marzo 2023.

14 Gli ultimi comunicati stampa hanno sottolineato che "Il Consiglio direttivo [...] manterrà i tassi di riferimento *sufficientemente restrittivi per tutto il tempo necessario*" per conseguire la stabilità dei prezzi.

## L'inflazione nell'area-euro torna alla normalità

Figure 1

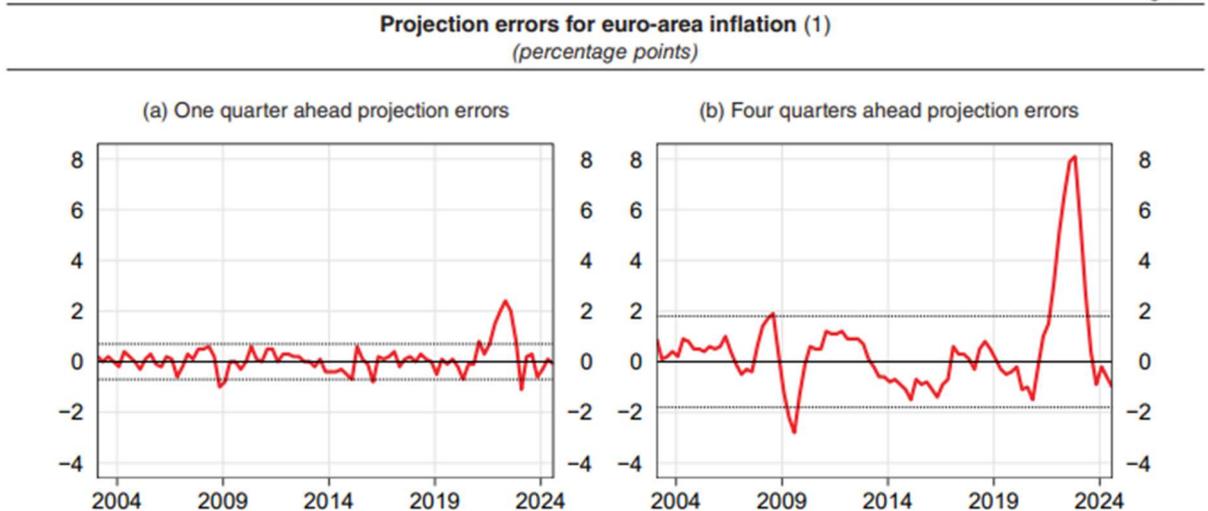


Source: ECB and Eurostat.  
(1) Right-hand scale.

## Errori di proiezione per l'inflazione nell'area-euro

- (a) Errori di proiezione con un trimestre di anticipo
- (b) Errori di proiezione con quattro trimestri di anticipo

Figure 2

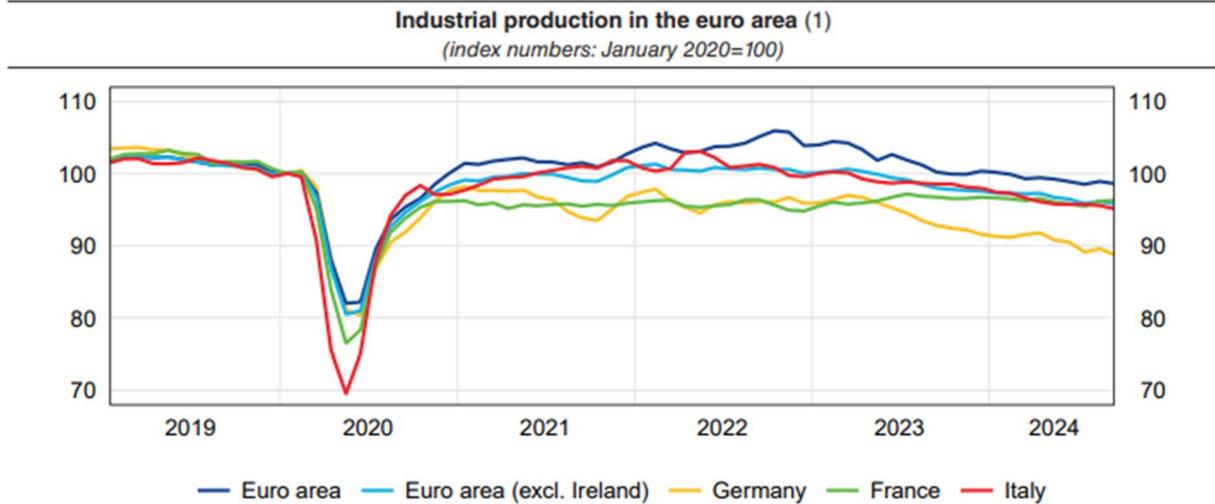


Source: elaborations on ECB data.

(1) Based on ECB/Eurosystem projections for headline inflation. Dotted lines denote an interval around zero of plus/minus two standard deviations of projection errors realized in 2003-2020.

## Produzione industriale nell'area-euro

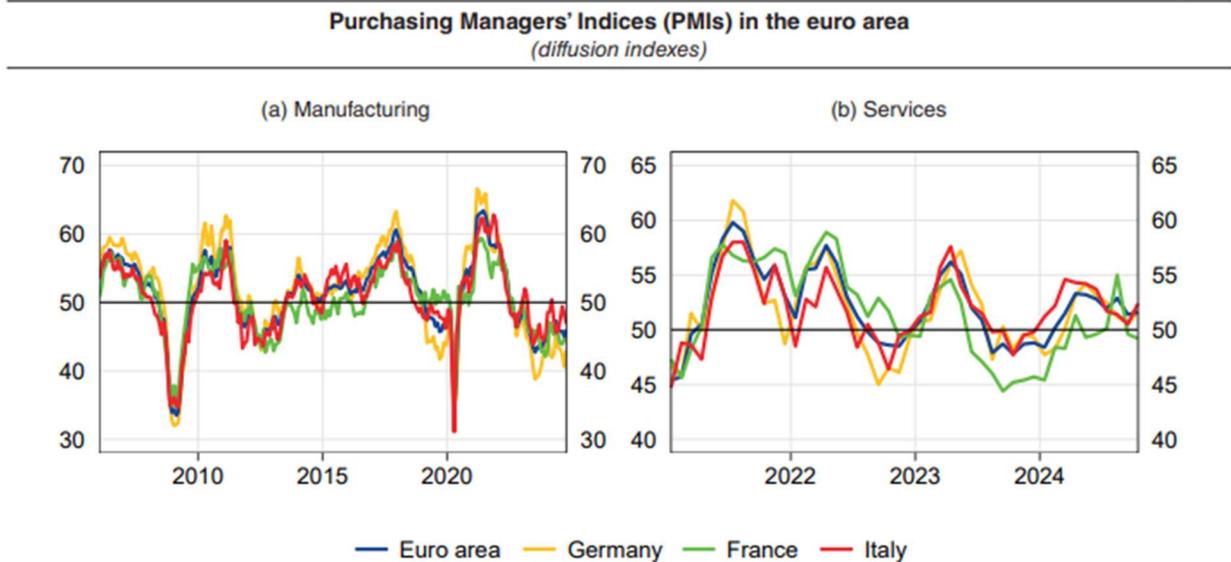
Figure 3



Source: elaborations on Eurostat data.  
(1) Three-month moving average.

## Indice dei responsabili degli acquisti (PMIs) nell'area-euro

Figure 4



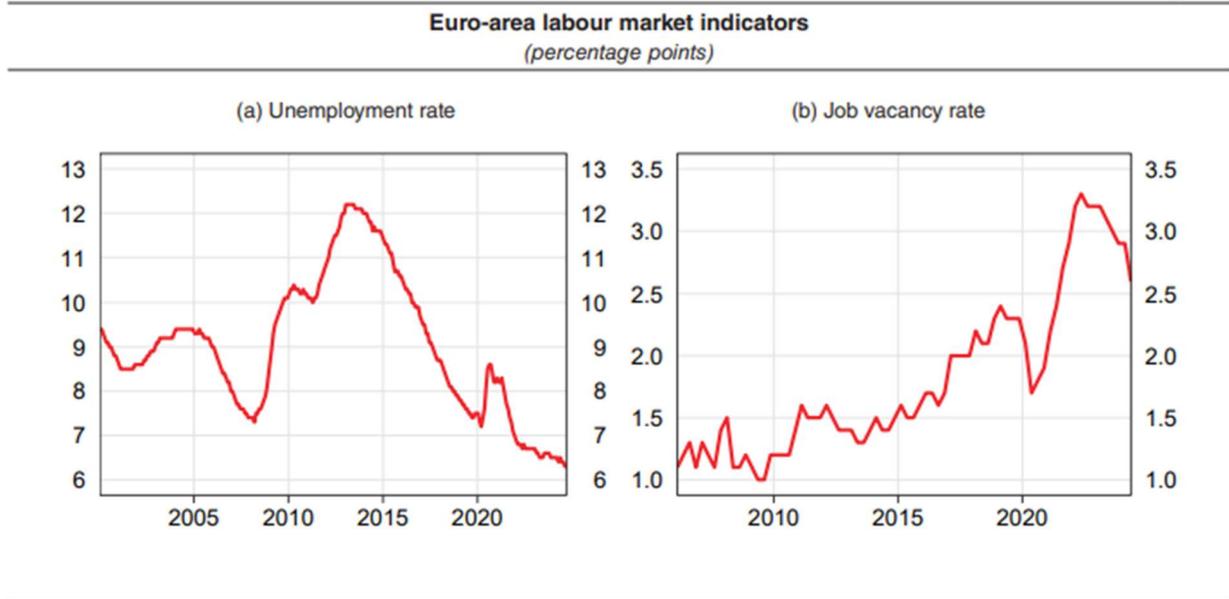
Source: Standard & Poor's Global.

## Indicatori del mercato del lavoro dell'area-euro

a) Tasso di disoccupazione

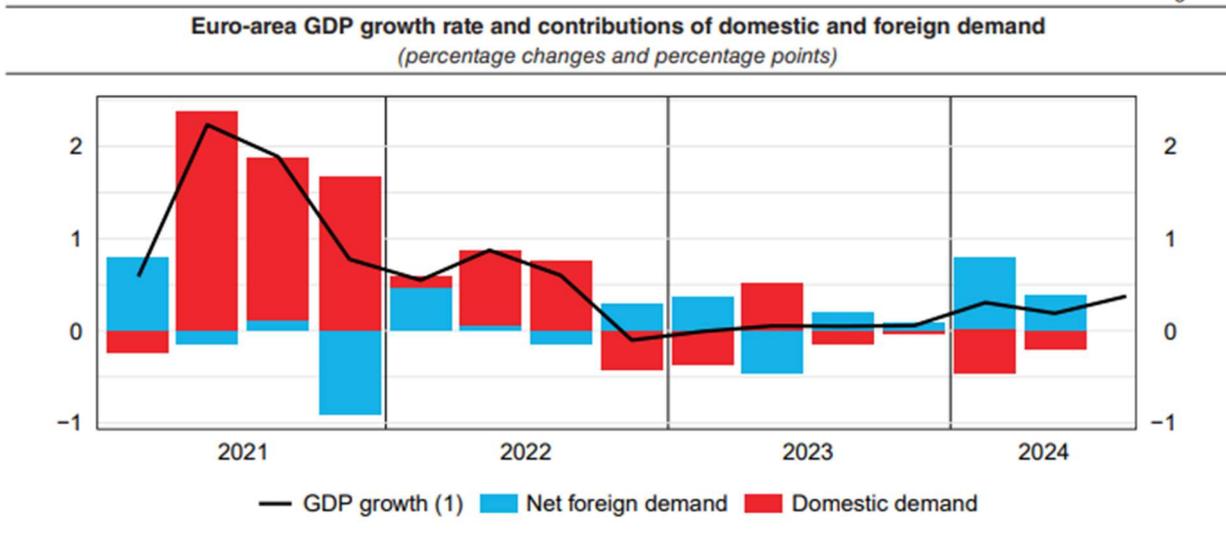
(b) Tasso di posti vacanti

Figure 5



## Tasso di crescita del PIL dell'area-euro e contributi della domanda interna ed estera

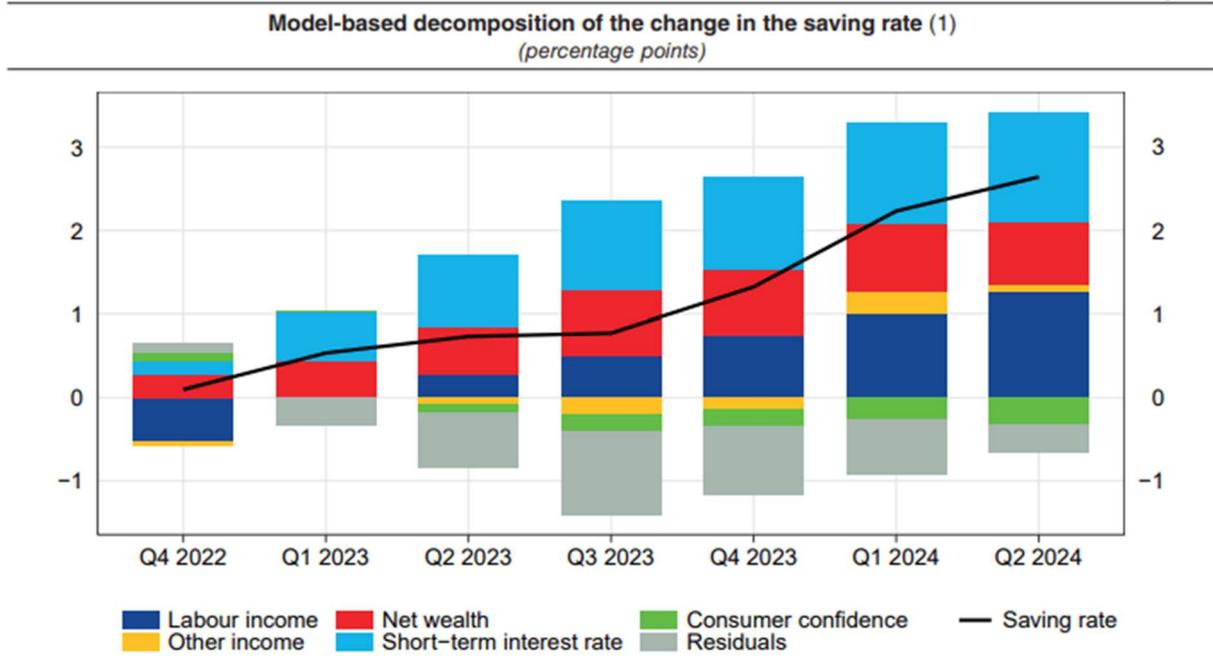
Figure 6



Source: elaborations on Eurostat data.  
(1) Quarterly percentage changes.

## Scomposizione basata su modelli della variazione del tasso di risparmio

Figure 7

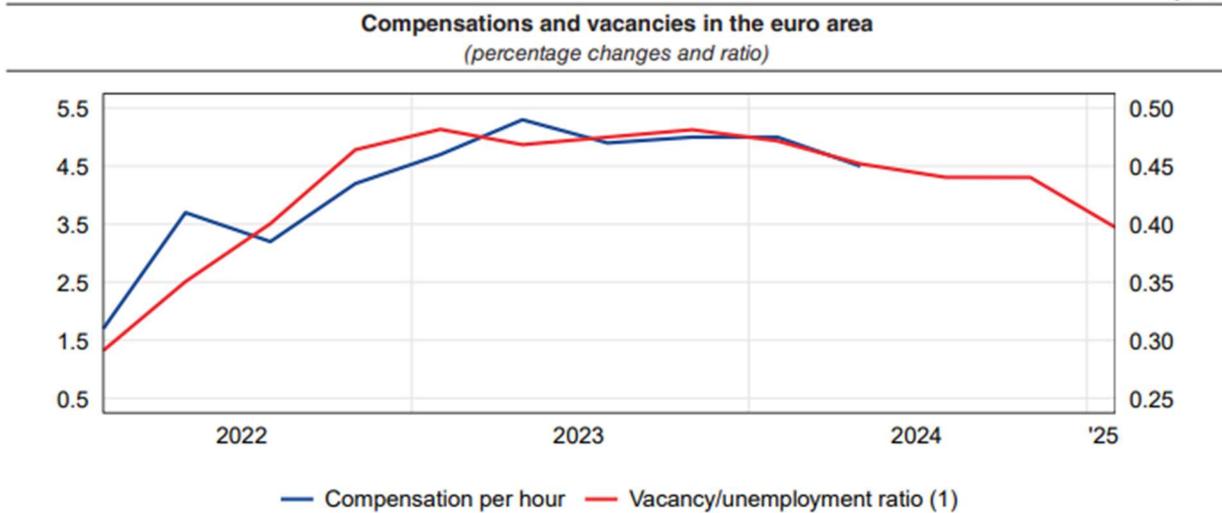


Source: P. Lane, 'Inflation and monetary policy in the euro area', Seminar at Columbia University, 22 October 2024 (updated estimates).

(1) Decomposition based on an error-correction model for private consumption, including real household labour and other income, real net wealth, real interest rate and household confidence. Real interest rates are computed as the difference between the nominal three-month EURIBOR and households' inflation expectations one-year ahead.

## Retribuzioni e posti vacanti nell'area-euro

Figure 8

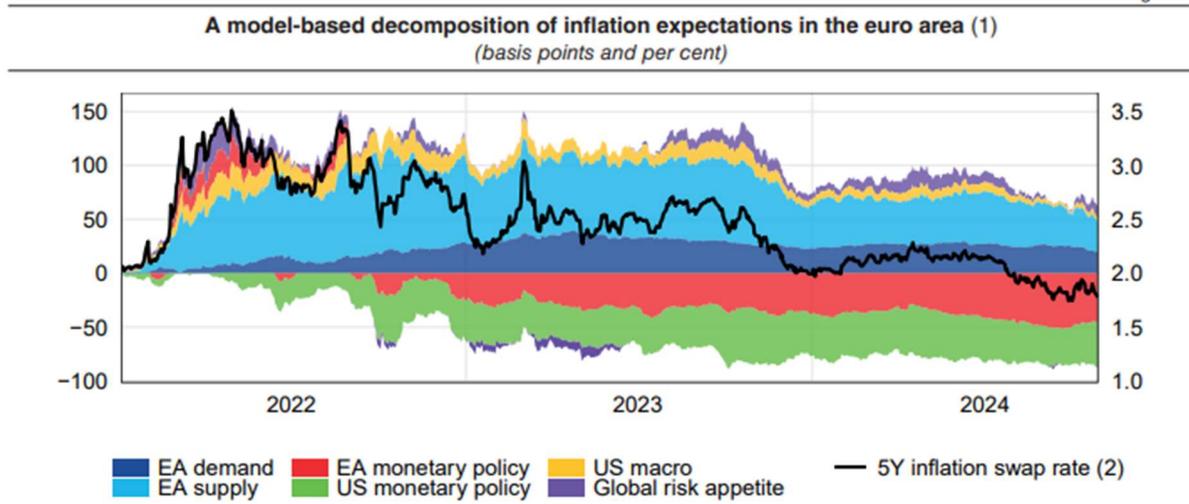


Source: Eurostat.

(1) Right-hand scale. The vacancy-to-unemployment ratio is shifted three quarters ahead.

## Una scomposizione basata su modelli delle aspettative di inflazione nell'area-euro

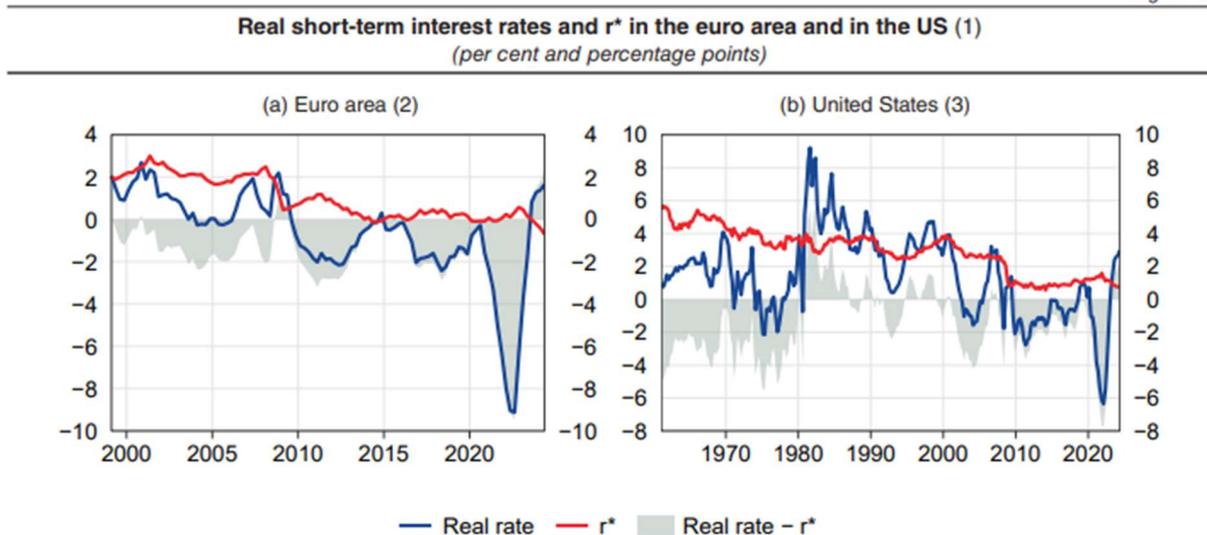
Figure 9



Source: elaborations based on C. Höynck and L. Rossi, 'The drivers of market-based inflation expectations in the euro area and in the US', *Economic Letters*, 232, 2023, also published in Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, 779, 2023.  
 (1) Changes relative to 3 January 2022. – (2) Right-hand scale.

## Tassi di interesse reali a breve termine e $r^*$ nell'area-euro e negli Stati Uniti

Figure 10

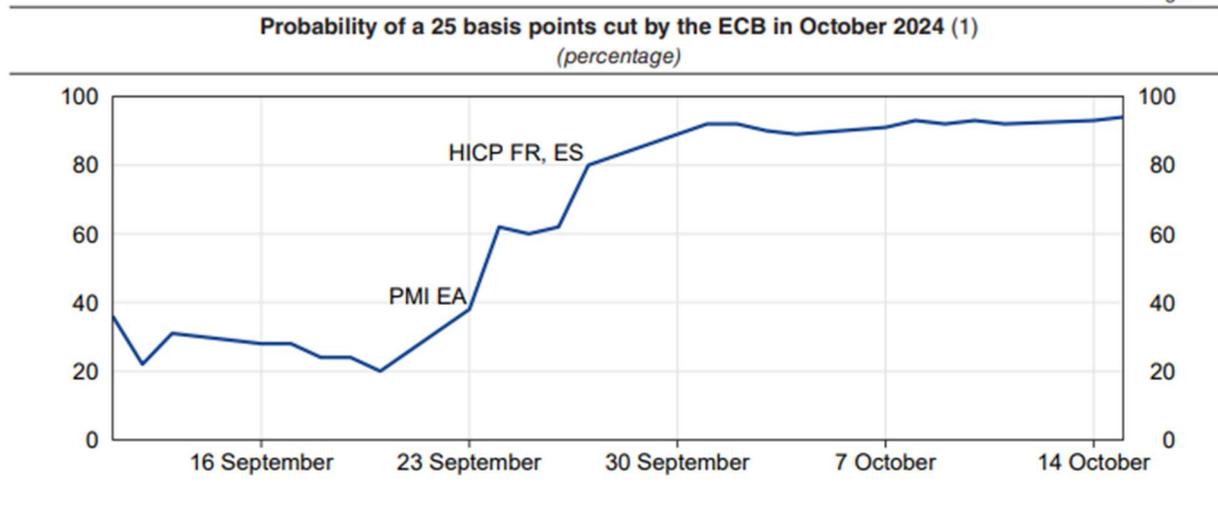


Source: elaborations on data from the Board of Governors of the Federal Reserve System, the ECB, Eurostat, the Federal Reserve Bank of New York and the US Bureau of Economic Analysis.

(1) The natural rate ( $r^*$ ) is estimated according to the Holston, Laubach and Williams methodology. – (2) EONIA and Euro short-term rate (€STR) deflated by one quarter ahead annual inflation. – (3) Effective federal funds rate deflated by one quarter ahead annual inflation.

## Probabilità di un taglio di 25 punti base da parte della BCE nel mese di ottobre 2024

Figure 11



Source: elaborations on LSEG data.  
(1) Market-based probability.