



**BANCA CENTRALE EUROPEA**  
EUROSISTEMA

## **Bollettino economico**

**Numero 8 / 2025**



# Indice

<b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>3</b>
Quadro generale	3
1    Contesto esterno	8
2    Attività economica	14
3    Prezzi e costi	23
4    Andamenti del mercato finanziario	30
5    Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	35
6    Andamenti della finanza pubblica	43
<b>Riquadri</b>	<b>47</b>
1    L'adozione dell'euro in Bulgaria	47
2    Dal testo al problema: comprendere i limiti delle misure di incertezza della politica commerciale ricavate dai testi	55
3    Indicatori in tempo reale del commercio: integrazione degli strumenti di stima a brevissimo termine con i dati satellitari	61
4    Il tasso di risparmio delle famiglie riesaminato: andamenti recenti e fattori sottostanti	69
5    L'edilizia residenziale ha riconquistato la sua appetibilità? Evidenze da un nuovo indice di Sharpe relativo alle abitazioni basato sulle indagini	75
6    In attesa: accumulo di manodopera e aspettative delle imprese	80
7    Nel paniere alimentare: cosa c'è dietro alla recente inflazione dei beni alimentari?	86
8    Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 30 luglio al 4 novembre 2025	94
<b>Articoli</b>	<b>100</b>
1    In cosa consiste il potenziale non sfruttato del mercato unico dell'UE?	100
2    Previsioni di breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro in un mondo segnato da incertezze	120

**Riquadro 1** Il nuovo sistema di equazioni ponte (bridge): sintesi  
tecnica 125

**Riquadro 2** Un caso di studio: previsioni di breve termine in tempo  
reale del PIL per il terzo trimestre del 2025

131

**Statistiche**

**S1**

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Quadro generale

Nella riunione del 18 dicembre 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. La valutazione aggiornata ha riconfermato che l'inflazione dovrebbe stabilizzarsi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro, formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2025, indicano un'inflazione complessiva pari in media al 2,1 per cento nel 2025, all'1,9 nel 2026, all'1,8 nel 2027 e al 2,0 nel 2028. L'inflazione al netto delle componenti energetica e alimentare si porterebbe in media al 2,4 per cento nel 2025, al 2,2 nel 2026, all'1,9 nel 2027 e al 2,0 nel 2028. La revisione al rialzo dell'inflazione per il 2026 riflette principalmente l'aspettativa di una discesa più graduale della componente dei servizi. La crescita economica dovrebbe risultare più sostenuta rispetto alle proiezioni di settembre, elaborate dagli esperti della BCE, trainata in particolare dalla domanda interna. In tale contesto, le stime sono state riviste al rialzo all'1,4 per cento nel 2025, all'1,2 nel 2026 e all'1,4 nel 2027, livello sul quale dovrebbero mantenersi nel 2028.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione delle prospettive di inflazione e dei rischi a esse associati, considerati i nuovi dati economici e finanziari, nonché della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria, senza vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

## Attività economica

L'economia ha mostrato una buona tenuta. È cresciuta dello 0,3 per cento nel terzo trimestre del 2025, principalmente per effetto dell'espansione dei consumi e degli investimenti. Sono inoltre aumentate le esportazioni, con un contributo significativo del settore chimico. La composizione settoriale della crescita è stata dominata dai servizi, in particolare dal settore dell'informazione e della comunicazione, mentre nei comparti dell'industria e delle costruzioni l'attività è rimasta invariata. È probabile che tale profilo di crescita, trainato dai servizi, prosegua nel breve periodo.

L'economia beneficia di un mercato del lavoro robusto. La disoccupazione, pari al 6,4 per cento in ottobre, è prossima al minimo storico, mentre l'occupazione è

aumentata dello 0,2 per cento nel terzo trimestre. Al tempo stesso, la domanda di lavoro è diminuita ulteriormente e il tasso di posti vacanti ha raggiunto il livello più basso dalla pandemia di COVID-19.

La domanda interna dovrebbe rimanere la principale determinante della crescita nell'area dell'euro, sostenuta dall'incremento dei salari reali e dell'occupazione, a fronte della tenuta dei mercati del lavoro, con tassi di disoccupazione ai minimi storici. Anche la spesa pubblica aggiuntiva per infrastrutture e difesa annunciata nel 2025, in particolare in Germania, unitamente al miglioramento delle condizioni di finanziamento derivanti dalle riduzioni dei tassi di politica monetaria a partire da giugno 2024, dovrebbe sostenere l'economia interna. Sul versante esterno, malgrado persistenti problemi di competitività, anche di natura strutturale, le esportazioni dovrebbero aumentare nel 2026. Tale miglioramento è riconducibile a una ripresa della domanda esterna in un contesto di minore incertezza riguardo alle politiche commerciali, nonostante il graduale manifestarsi degli effetti dell'aumento dei dazi. Secondo le proiezioni, il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali sarebbe pari all'1,4 per cento nel 2025, all'1,2 nel 2026, all'1,4 nel 2027 e all'1,4 nel 2028. Rispetto alle proiezioni dello scorso settembre, la crescita del PIL è stata rivista al rialzo nell'intero orizzonte temporale di riferimento, di riflesso a dati migliori del previsto, minore incertezza in materia di politiche commerciali, un rafforzamento della domanda esterna e prezzi più contenuti delle materie prime energetiche.

Nell'attuale panorama geopolitico il Consiglio direttivo sottolinea l'urgente necessità di rafforzare l'area dell'euro e la sua economia. Esso accoglie con favore l'invito rivolto dalla Commissione europea ai governi affinché diano priorità alla sostenibilità delle finanze pubbliche, agli investimenti strategici e a riforme strutturali volte a favorire la crescita. Sfruttare appieno il potenziale del mercato unico è fondamentale. È inoltre d'importanza cruciale promuovere ulteriormente l'integrazione dei mercati dei capitali, portando a compimento l'unione dei risparmi e degli investimenti e l'unione bancaria, secondo una tabella di marcia ambiziosa, nonché adottare in tempi rapidi il regolamento relativo all'istituzione dell'euro digitale.

## Inflazione

L'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), si è mantenuta entro un intervallo ristretto dalla primavera del 2025 e si è attestata al 2,1 per cento in novembre. I prezzi dell'energia sono risultati inferiori dello 0,5 per cento rispetto a novembre dell'anno precedente, dopo il calo più marcato di ottobre 2025. L'inflazione dei beni alimentari è stata pari al 2,4 per cento, dopo il 2,5 di ottobre e il 3,0 di settembre. Al netto dell'energia e degli alimentari l'inflazione si è mantenuta al 2,4 per cento, mostrando andamenti opposti per i beni e i servizi. L'inflazione dei beni è scesa allo 0,5 per cento a novembre, dallo 0,6 di ottobre e dallo 0,8 di settembre. L'inflazione dei servizi è aumentata al 3,4 per cento a ottobre e al 3,5 a novembre, rispetto al 3,2 di settembre.

Gli indicatori dell'inflazione di fondo hanno subito lievi variazioni negli ultimi mesi e restano coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. Se da un lato la crescita dei profitti per unità di prodotto è rimasta invariata nel terzo trimestre del 2025, dall'altro l'espansione del costo unitario del lavoro è stata lievemente superiore rispetto al secondo trimestre. Il tasso di crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per dipendente ha raggiunto il 4,0 per cento, livello più elevato di quanto atteso nelle proiezioni di settembre 2025 degli esperti della BCE, a causa di erogazioni superiori alle retribuzioni contrattuali. Gli indicatori prospettici, quali l'indice salariale della BCE e i risultati delle indagini sulle aspettative relative ai salari, suggeriscono che la crescita delle retribuzioni diminuirà nei prossimi trimestri, per poi stabilizzarsi su un livello in qualche misura inferiore al 3 per cento sul finire del 2026.

Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continuano ad attestarsi prevalentemente intorno al 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo del Consiglio direttivo. Secondo le proiezioni, l'inflazione dovrebbe ridursi dal 2,1 per cento nel 2025 all'1,9 nel 2026 e quindi all'1,8 nel 2027, per poi salire all'obiettivo di medio periodo del 2 per cento del Consiglio direttivo nel 2028. L'attesa diminuzione dell'inflazione complessiva all'inizio del 2026 riflette un effetto base al ribasso, riconducibile ai prezzi dei beni energetici, mentre per le componenti non energetiche l'inflazione dovrebbe continuare ad attenuarsi per tutto il 2026. Il contributo della componente energetica all'inflazione complessiva dovrebbe rimanere contenuto fino alla fine del 2027, per poi aumentare notevolmente nel 2028 per effetto della prevista attuazione del nuovo sistema dell'UE per lo scambio di quote di emissione (ETS2), con un impatto al rialzo di 0,2 punti percentuali sull'inflazione complessiva. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici dovrebbe diminuire dal 2,5 per cento nel 2025 al 2,2 nel 2026 e al 2,0 nel 2027 e nel 2028. Per quanto riguarda la componente dei beni alimentari, l'inflazione si ridurrebbe sensibilmente con l'attenuarsi degli effetti dei precedenti rincari delle materie prime alimentari a livello mondiale e delle condizioni meteorologiche avverse nel corso dell'estate, per poi stabilizzarsi su livelli lievemente superiori al 2 per cento a partire dalla fine del 2026. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare dovrebbe mostrare una moderazione, passando dal 2,4 per cento nel 2025 al 2,0 nel 2028, man mano che diminuirà l'inflazione nei servizi, con l'attenuarsi delle spinte dal lato del costo del lavoro, e il passato apprezzamento dell'euro si trasmetterà lungo la catena di formazione dei prezzi, frenando l'inflazione dei beni. La crescita salariale dovrebbe continuare a perdere slancio fino al 2026, prima di stabilizzarsi a circa il 3 per cento, supportata dalla tenuta dei mercati del lavoro e da un'espansione della produttività appena inferiore all'1 per cento. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe attenuarsi, anche se ci si attende un impatto sull'inflazione in parte compensato da una graduale ripresa dei margini di profitto nell'orizzonte di proiezione.

Rispetto all'esercizio dello scorso settembre, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state rivedute al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2026, di riflesso a recenti dati inattesi relativi all'inflazione misurata sullo IAPC e alla crescita delle retribuzioni, con quest'ultima che ha determinato una notevole

revisione al rialzo delle prospettive salariali. Le proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste leggermente al ribasso per il 2027, per effetto dell'ipotesi di un minore contributo fornito dalla componente energetica, in quanto ora ci si attende un rinvio dell'attuazione dell'ETS2 dal 2027 al 2028, anche se tale contributo sarebbe in parte compensato da una maggiore inflazione dei servizi.

## Valutazione dei rischi

Nonostante l'attenuazione delle tensioni commerciali, il contesto internazionale, ancora caratterizzato da volatilità, potrebbe determinare interruzioni nelle catene di approvvigionamento, frenare le esportazioni e gravare su consumi e investimenti. Un deterioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari mondiali potrebbe determinare condizioni di finanziamento più stringenti, maggiore avversione al rischio e un indebolimento della crescita. Le tensioni geopolitiche, in particolare la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina, rimangono fra le principali fonti di incertezza. Per contro, la spesa programmata per difesa e infrastrutture, insieme a riforme volte a sostenere la produttività, potrebbe sospingere la crescita in misura superiore alle attese. Un miglioramento del clima di fiducia potrebbe stimolare la spesa privata.

Le prospettive di inflazione restano più incerte del consueto, per effetto della persistente volatilità del contesto internazionale. L'inflazione potrebbe risultare inferiore se l'incremento dei dazi statunitensi riducesse la domanda di esportazioni dell'area dell'euro e se i paesi con eccesso di capacità produttiva aumentassero le loro esportazioni verso l'area. Inoltre, un rafforzamento dell'euro potrebbe determinare un'ulteriore riduzione dell'inflazione rispetto alle attese. L'acuirsi della volatilità e dell'avversione al rischio nei mercati finanziari potrebbe gravare sulla domanda e ridurre quindi l'inflazione. Per converso, quest'ultima potrebbe risultare più elevata se una maggior frammentazione delle catene di approvvigionamento mondiali spingesse al rialzo i prezzi all'importazione, riducesse l'offerta delle materie prime critiche e accrescesse i vincoli di capacità produttiva nell'economia dell'area dell'euro. Una più lenta riduzione delle pressioni salariali potrebbe ritardare il calo dell'inflazione dei servizi. Un incremento della spesa in difesa e infrastrutture potrebbe inoltre far aumentare l'inflazione nel medio termine. Eventi meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica e ambientale, potrebbero determinare aumenti dei prezzi dei beni alimentari superiori alle attese.

## Condizioni finanziarie e monetarie

Dall'ultima riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del 30 ottobre 2025, i tassi di mercato hanno registrato un aumento. I tassi sul credito bancario alle imprese si sono mantenuti sostanzialmente stabili dall'estate, dopo essere diminuiti in risposta ai tagli dei tassi di riferimento decisi dal Consiglio direttivo nel corso dell'anno precedente. A ottobre si sono collocati al 3,5 per cento, invariati rispetto a settembre. Il costo del debito emesso sul mercato è stato pari al 3,4 per cento,

in prossimità del livello di settembre. Il tasso di interesse medio sui nuovi mutui ipotecari ha continuato a mantenersi stabile, al 3,3 per cento a ottobre.

I prestiti bancari alle imprese sono cresciuti sui dodici mesi del 2,9 per cento a ottobre, senza alcuna variazione rispetto a settembre. L'emissione di obbligazioni societarie è aumentata del 3,2 per cento, livello sostanzialmente immutato rispetto a settembre. I mutui ipotecari hanno registrato un rafforzamento, con una crescita del 2,8 per cento dopo il 2,6 di settembre.

In linea con la strategia di politica monetaria della BCE, il Consiglio direttivo ha condotto una valutazione approfondita dei nessi tra la politica monetaria e la stabilità finanziaria. Le banche dell'area dell'euro sono resilienti, sostenute da elevati coefficienti patrimoniali e di liquidità, una solida qualità degli attivi e una robusta redditività. Tuttavia, le incertezze geopolitiche e la possibilità di un'improvvisa ridefinizione di prezzo nei mercati finanziari mondiali comportano rischi per la stabilità finanziaria nell'area dell'euro. La politica macroprudenziale resta la prima linea di difesa contro l'accumularsi di vulnerabilità finanziarie, rafforzando la capacità di tenuta e preservando lo spazio macroprudenziale.

## Decisioni di politica monetaria

I tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale, sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati mantenuti invariati al 2,00, al 2,15 e al 2,40 per cento, rispettivamente.

I portafogli del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica si stanno riducendo a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

## Conclusioni

Nella riunione del 18 dicembre 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. Le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione delle prospettive di inflazione e dei rischi a esse associati, considerati i nuovi dati economici e finanziari, nonché della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria, senza vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

Il Consiglio direttivo è non di meno pronto ad adeguare tutti gli strumenti di cui dispone nell'ambito del proprio mandato per assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sull'obiettivo di medio termine e per preservare l'ordinato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.



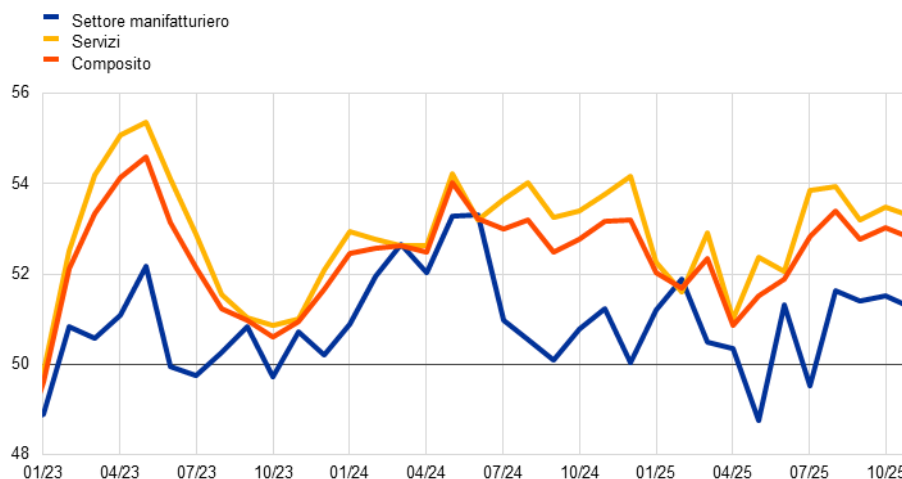
*L'economia mondiale ha finora evidenziato una buona capacità di tenuta, nonostante le difficoltà causate dai dazi e dall'accresciuta incertezza. La tenuta è sostenuta principalmente dagli investimenti connessi all'intelligenza artificiale, soprattutto negli Stati Uniti, che stimolano il commercio mondiale di prodotti tecnologici e determinano plusvalenze nei mercati azionari, suscitando, tuttavia, anche timori riguardo alle valutazioni. Una combinazione di politiche di sostegno nelle principali economie ha anche parzialmente mitigato l'impatto negativo delle tensioni commerciali e dell'incertezza. Altri andamenti positivi supportano l'economia mondiale. Tra questi figurano il calo dei prezzi del petrolio, l'allentamento delle condizioni finanziarie, la riduzione dei dazi e la lieve attenuazione dell'incertezza politica. Di conseguenza, nelle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2025 dagli esperti dell'Eurosistema le prospettive per la crescita a livello internazionale sono state riviste leggermente al rialzo rispetto alle proiezioni precedenti, pur rimanendo modeste rispetto alla loro media pre-pandemica. L'inflazione al consumo complessiva nelle principali economie avanzate ed emergenti dovrebbe diminuire gradualmente e a un ritmo relativamente più rapido di quanto anticipato nel precedente esercizio previsivo.*

**L'economia mondiale ha finora evidenziato una buona capacità di tenuta, nonostante le difficoltà causate dai dazi e dall'accresciuta incertezza.** Per il terzo trimestre del 2025 i dati più recenti suggeriscono una lieve moderazione dell'attività economica internazionale rispetto al secondo trimestre. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) è lievemente sceso dai livelli dei mesi estivi, collocandosi a 52,8 a novembre (cfr. il grafico 1), e segnala un rallentamento dell'attività economica per gran parte delle principali economie. Negli Stati Uniti il calo dell'attività nel settore dei servizi è stato in parte compensato da un miglioramento nel comparto manifatturiero, mentre in Cina si sono registrate flessioni in entrambi i settori. I dati nazionali pubblicati per il terzo trimestre confermano sostanzialmente la previsione di moderata crescita delle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2025 dagli esperti dell'Eurosistema.

## Grafico 1

### PMI mondiale relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro)

(indici di diffusione)



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

Note: la linea in corrispondenza del valore 50 indica la soglia neutra dell'indice. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2025.

**In prospettiva, diversi andamenti positivi dovrebbero sostenere l'economia mondiale.** Tra questi figurano il calo dei prezzi del petrolio, l'allentamento delle condizioni finanziarie, la riduzione dei dazi, soprattutto tra Stati Uniti e Cina, e la lieve attenuazione dell'incertezza politica. Anche gli inattesi dati economici positivi delle principali economie hanno contribuito a migliorare lievemente le prospettive di crescita mondiale, che restano tuttavia modeste rispetto alla loro media pre-pandemica, collocandosi al 3,5 per cento nel 2025, per poi scendere al 3,3 nel 2026<sup>1</sup>. Le proiezioni degli esperti indicano che la crescita mondiale manterrà questa dinamica contenuta nel 2027 e nel 2028.

La crescita mondiale lievemente più vigorosa rispetto all'esercizio precedente riflette in larga misura prospettive di crescita migliori per Stati Uniti e Cina. Oltre che per l'abbassamento dei dazi, le prospettive di crescita degli Stati Uniti sono state riviste leggermente al rialzo per effetto della maggiore capacità di tenuta della domanda interna rispetto al previsto, sorretta nel breve periodo dagli effetti di ricchezza positivi, derivanti dai recenti andamenti delle quotazioni azionarie, e da ipotesi di una spesa pubblica complessivamente più elevata. Anche per la Cina le proiezioni relative alla crescita del PIL in termini reali per il 2025 e il 2026 sono state corrette lievemente al rialzo, in virtù della dinamica delle esportazioni più vigorosa rispetto a quanto stimato in precedenza e dello stimolo di bilancio che si presume superiore. Per il Regno Unito le prospettive di crescita sono state riviste leggermente al ribasso a causa delle previste misure di risanamento dei conti pubblici.

I rischi per le prospettive di crescita e di inflazione a livello mondiale stanno diventando più bilanciati, man mano che i principali fattori di rischio macroeconomico e finanziario diventano più simmetrici. Tra questi figurano i rischi connessi alle politiche commerciali e di bilancio, nonché quelli legati all'intelligenza artificiale (IA)

<sup>1</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2025](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 18 dicembre 2025.

e agli sviluppi geopolitici. Se da un lato, ad esempio, le tensioni commerciali potrebbero tornare ad acuirsi, soprattutto tra Stati Uniti e Cina, esercitando effetti avversi sull'economia mondiale, dall'altro l'amministrazione Trump potrebbe altresì compiere progressi nelle trattative commerciali, con conseguenti effetti positivi.

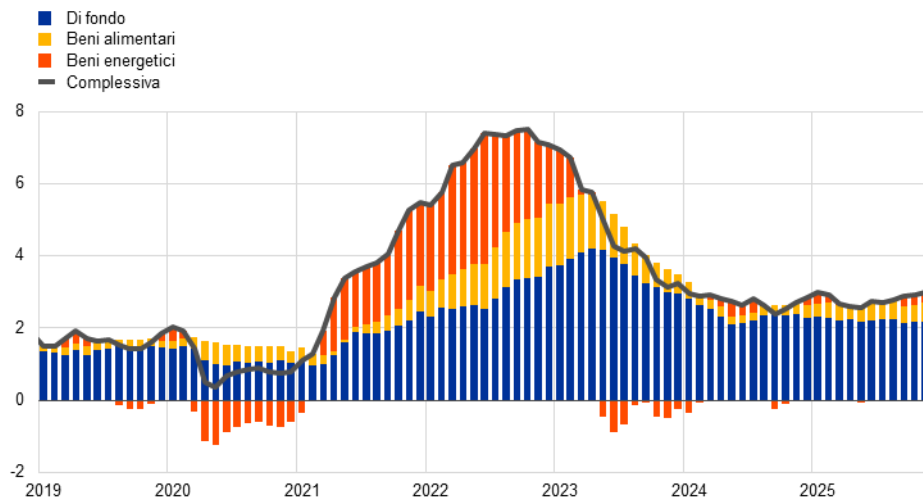
**La crescita delle importazioni a livello mondiale risulterebbe stabile nel 2025, ma dovrebbe perdere slancio nel 2026.** I dati più recenti indicano che le esportazioni di semiconduttori legate ai forti investimenti connessi all'IA si sono confermate robuste nel terzo trimestre, soprattutto in relazione agli sviluppi negli Stati Uniti, laddove gli scambi di altri beni si sono rivelati piuttosto deboli. Le informazioni più aggiornate confermano inoltre che la crescita delle esportazioni cinesi rimane vigorosa. Le proiezioni indicano una crescita delle importazioni mondiali al 4,4 per cento nel 2025, riflesso in larga misura della forte espansione delle importazioni verificatasi nella prima metà dell'anno per l'anticipazione della domanda in vista dei dazi, e una discesa al 2,0 per cento nel 2026, effetto dell'impatto sfavorevole dei dazi. Il dato dovrebbe successivamente risalire al 3,1 per cento nel 2027 e nel 2028. Rispetto al precedente esercizio previsivo, le prospettive per le importazioni mondiali sono state riviste significativamente al rialzo per il 2025 e il 2026, mentre rimangono invariate per il 2027. Le più elevate proiezioni di crescita delle importazioni sono sostenute dai minori dazi concordati tra Stati Uniti e Cina, nonché dalla dinamica espansiva relativamente forte nelle economie emergenti. Tra queste, l'India si distingue per la robusta attività economica e la forte crescita delle importazioni.

**L'inflazione complessiva nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è lievemente aumentata a novembre.** Il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi OCSE, esclusa la Turchia, è lievemente aumentato a novembre, salendo al 3,0 per cento dal 2,9 di ottobre. Tale incremento è stato determinato da un contributo leggermente superiore delle componenti alimentare e di fondo (cfr. il grafico 2).

## Grafico 2

### Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'aggregato OCSE comprende i paesi dell'area dell'euro membri dell'OCSE ed esclude la Turchia; è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) dell'OCSE. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2025.

**Le proiezioni vedono l'inflazione complessiva mondiale misurata sull'IPC in graduale diminuzione e a un ritmo relativamente più rapido rispetto a quanto indicato nell'esercizio di settembre<sup>2</sup>.** Essa dovrebbe collocarsi al 3,1 per cento nel 2025, al 2,8 nel 2026, al 2,5 nel 2027 e al 2,6 nel 2028. La rapidità lievemente superiore al previsto del calo dell'inflazione misurata sull'IPC nel periodo 2025-2026 riflette livelli di inflazione inferiori alle attese nella maggior parte delle economie avanzate, dazi più contenuti tra Stati Uniti e Cina e la rivalutazione dell'impatto dei dazi sull'inflazione negli Stati Uniti, che dovrebbe essere leggermente più contenuto rispetto alle proiezioni precedenti. Inoltre, l'indebolimento della domanda interna in Cina spiega un aumento dell'inflazione al consumo più graduale di quanto atteso in precedenza nell'orizzonte temporale di proiezione. Tale effetto è compensato sull'aggregato dei mercati emergenti dalla previsione di un lieve aumento dell'inflazione in altre grandi economie, come India e Russia.

**La percezione di una maggiore probabilità di un accordo di pace in Ucraina ha inciso sui prezzi delle materie prime energetiche.** Nel periodo precedente la riunione del Consiglio direttivo di ottobre i corsi petroliferi erano stati inizialmente sostenuti dall'annuncio di nuove sanzioni statunitensi alle due principali società russe produttrici di petrolio, Lukoil e Rosneft, che rappresentano la quota maggiore di esportazioni dalla Russia. Più di recente, tuttavia, i rinnovati sforzi compiuti dagli Stati Uniti per far progredire i negoziati di pace in Ucraina hanno ridotto la percezione di una rigorosa applicazione di tali sanzioni, riflettendosi in pressioni al ribasso sui prezzi, amplificate da un eccesso di offerta accumulatosi da diversi mesi nel mercato petrolifero. Per quanto riguarda i prezzi del gas, nonostante una recente

<sup>2</sup> Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema per l'inflazione complessiva misurata sull'IPC comprendono un insieme più ampio di paesi, in particolare le grandi economie emergenti (ad esempio Cina, India, Brasile e Russia), di cui non si tiene conto nel calcolo dell'inflazione misurata sull'IPC nei paesi dell'OCSE.

ondata di freddo nell'Europa occidentale abbia temporaneamente innalzato i consumi e gravato sulle scorte, i prezzi sono diminuiti del 15 per cento per la percezione di un qualche progresso verso un possibile accordo di pace in Ucraina. Tenuto conto del proseguire degli sforzi europei volti a porre fine alla dipendenza del continente dai combustibili fossili russi, è improbabile che tali pressioni al ribasso derivino dalle aspettative di nuovi flussi provenienti dai gasdotti della Russia. Al contrario, riflettono più probabilmente la possibilità che un accordo di pace determini l'eliminazione delle sanzioni statunitensi che limitano parte della capacità di esportazione di gas naturale liquefatto russo. I prezzi dei metalli sono aumentati del 2 per cento, sostenuti dalle rinnovate aspettative di dazi statunitensi sul rame, che hanno indotto gli operatori ad accelerare le spedizioni verso gli Stati Uniti. Per contro, i prezzi dei beni alimentari sono diminuiti del 3 per cento, in presenza di segnali di un'ingente offerta di cacao.

### **Negli Stati Uniti l'attività economica ha risentito negativamente dello shutdown del governo federale.**

Lo shutdown, durato 43 giorni, ha ritardato la pubblicazione di importanti dati e dovrebbe incidere negativamente sulla crescita anche nel quarto trimestre del 2025, sebbene gran parte di tale effetto sarebbe recuperato nel primo trimestre del 2026. Nel 2025 i consumi privati hanno superato le aspettative, sostenuti dagli aumenti di ricchezza delle famiglie a più alto reddito nel contesto di una forte espansione dei mercati azionari. Ci si attende, tuttavia, che tali consumi rallentino man mano che il mercato del lavoro decelera e le famiglie ricostituiscono i propri risparmi, ridottisi a bassi livelli. Nel terzo trimestre la crescita dei consumi privati è stata robusta, pur evidenziando una battuta d'arresto a settembre su base mensile. Gli indicatori indiretti del settore privato segnalano una crescita debole dei consumi privati a ottobre e novembre, in linea con il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e la debolezza del mercato del lavoro. Il boom delle spese in conto capitale connesse all'IA sostiene un rafforzamento delle prospettive per gli investimenti privati. L'interscambio netto dovrebbe apportare un contributo positivo alla crescita del PIL in termini reali a cavallo tra il 2025 e il 2026. Il mercato del lavoro si conferma debole, nonostante una crescita dei posti di lavoro nel settore privato superiore alle aspettative nel mese di settembre, perché l'impatto di questa inattesa dinamica positiva è stato attenuato da revisioni al ribasso dell'occupazione nel medesimo comparto nei mesi precedenti. I dati del settore privato indicano una crescita dell'occupazione molto contenuta a ottobre e novembre, mentre gli indicatori ad alta frequenza suggeriscono un aumento dei licenziamenti e un ristagno della dinamica occupazionale. La crescita delle retribuzioni orarie continua a rallentare.

### **Nel contempo i dazi stanno incidendo sull'inflazione al consumo negli Stati Uniti.**

I dazi sui beni di consumo hanno contribuito alle pressioni inflazionistiche: la dinamica dell'inflazione dei beni ha raggiunto il livello più elevato da aprile 2023. I rialzi dei prezzi legati ai dazi dovrebbero tradursi in un aumento dell'inflazione nel quarto trimestre del 2025. L'inflazione nei servizi continua a seguire un lento andamento discendente, principalmente riconducibile al rallentamento dei costi abitativi. Al tempo stesso l'inflazione complessiva misurata sulla spesa per consumi privati (SCP) è aumentata lievemente (di 0,1 punti percentuali), collocandosi al 2,8 per cento a settembre, mentre l'inflazione di fondo misurata sull'SCP è scesa (di 0,1 punti percentuali) al 2,8 per cento. Nella riunione di dicembre il Federal Open

Market Committee ha abbassato (di 25 punti base) l'intervallo obiettivo per il tasso sui Federal Fund, portandolo al 3,50-3,75 per cento.

**In Cina le prospettive a breve termine segnalano una moderazione della dinamica espansiva, nonostante la crescita superiore alle attese nel terzo trimestre.**

La domanda interna continua a essere debole, sebbene nel terzo trimestre il PIL in termini reali sia aumentato dell'1,1 per cento sul periodo precedente, superando le aspettative dei mercati. Le esportazioni nette hanno fornito un contributo positivo, mentre gli indicatori della domanda interna, come le vendite al dettaglio e gli investimenti fissi, si sono ulteriormente indeboliti in relazione alla limitata fiducia dei consumatori e all'aggiustamento in atto nel settore dell'edilizia residenziale. Secondo l'indagine PMI, a novembre l'attività manifatturiera si è contratta, mentre l'attività nel settore dei servizi si è indebolita, pur rimanendo in territorio espansivo. L'andamento delle esportazioni cinesi è stato vigoroso: a novembre la crescita delle esportazioni nominali di beni ha raggiunto il 5,8 per cento su base annua, sostenuta dai consistenti flussi verso l'Associazione delle nazioni del sud-est asiatico (ASEAN), l'Africa e l'Europa. Tali incrementi hanno più che compensato il calo delle esportazioni dirette verso gli Stati Uniti. Il recente accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina, che riduce i dazi sulle importazioni cinesi, insieme all'accresciuto stimolo di bilancio previsto dal nuovo piano quinquennale cinese, dovrebbe sostenere la crescita economica nell'orizzonte temporale previsivo. Tuttavia, le sfide strutturali, come la correzione ancora in atto nel settore degli immobili residenziali, gravano sul clima di fiducia dei consumatori e pongono pertanto rischi per le prospettive sui consumi nel medio periodo. In Cina l'inflazione complessiva al consumo è ulteriormente aumentata a novembre, mentre è proseguita la deflazione alla produzione. A novembre l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita allo 0,7 per cento dallo 0,2 di ottobre, raggiungendo il livello più elevato da febbraio 2024. L'aumento, in linea con le aspettative dei mercati, è stato determinato principalmente dai prezzi dei beni alimentari, a causa di una limitata offerta imputabile a condizioni meteorologiche avverse. A novembre l'inflazione alla produzione è scesa lievemente, passando al -2,2 per cento dal -2,1 di ottobre, per effetto del calo dei prezzi delle materie prime e dei beni di consumo durevoli.

**Modesta la crescita dell'economia del Regno Unito nel terzo trimestre del 2025.**

I consumi privati sono rimasti deboli, ma gli investimenti in edilizia residenziale hanno fornito un certo sostegno. I dati preliminari dell'indagine PMI relativa a novembre suggeriscono il protrarsi di una dinamica economica contenuta nel quarto trimestre del 2025, in presenza di un indebolimento dell'attività nei servizi e di lievi miglioramenti del prodotto nel comparto manifatturiero. A ottobre l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è scesa al 3,6 per cento dal 3,8 di settembre. Anche l'inflazione di fondo è diminuita al 3,4 per cento, trainata dalla componente dei servizi, che è calata al 4,5 per cento. La crescita salariale ha subito un rallentamento, pur rimanendo elevata. Il bilancio d'autunno annunciato il 26 novembre prevede un aumento della spesa pubblica nei prossimi anni, mentre misure quali la proroga del congelamento delle soglie di imposizione sul reddito delle persone fisiche dovrebbero generare entrate fiscali aggiuntive principalmente a partire dal 2028.

*L'economia dell'area dell'euro dimostra capacità di tenuta malgrado il difficile contesto internazionale. Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,3 per cento nel terzo trimestre del 2025, superando le proiezioni di settembre per l'area dell'euro elaborate dagli esperti della BCE, dopo una prima metà dell'anno caratterizzata da andamenti volatili, riconducibili agli effetti dell'anticipazione degli scambi commerciali in vista dell'aumento dei dazi statunitensi e alla conseguente incertezza, nonché all'impatto delle brusche oscillazioni dei dati relativi all'Irlanda. Nel terzo trimestre la crescita è stata trainata dalla domanda interna e dall'accumulo di scorte dal lato della spesa, coi servizi di mercato, in particolare il settore dell'informazione e delle comunicazioni, che hanno contribuito in termini di valore aggiunto, mentre l'industria e le costruzioni sono rimaste stabili. I dati delle indagini attualmente segnalano il protrarsi di una moderata dinamica della crescita nel quarto trimestre del 2025, trainata dall'attività nel settore dei servizi. Il mercato del lavoro continua a evidenziare una buona tenuta, mostrando tuttavia segnali di rallentamento, con notevoli differenze tra paesi e settori. A settembre e ottobre il tasso di disoccupazione si è mantenuto stabile al 6,4 per cento, su livelli prossimi ai recenti minimi storici.*

*La domanda interna dovrebbe sostenere la crescita del PIL nel breve e medio termine. Gli incrementi dei redditi reali e la tenuta del mercato del lavoro dovrebbero sostenere i consumi privati, mentre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dovrebbero segnare una ripresa a partire dal quarto trimestre del 2025, come suggerito dagli indicatori anticipatori. Anche gli investimenti delle imprese dovrebbero espandersi, trainati dalle attività immateriali, mentre quelli in beni materiali dovrebbero mantenersi più contenuti nel breve periodo. Fattori quali domanda crescente, maggiori profitti, minore incertezza, spese aggiuntive per la difesa e le infrastrutture, nonché migliori condizioni di finanziamento, dovrebbero sostenere ulteriormente l'espansione degli investimenti e dell'attività nel medio periodo.*

*Tale prospettiva trova sostanziale riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2025, che indicano una crescita su base annua del PIL in termini reali dell'1,4 per cento nel 2025, dell'1,2 nel 2026, dell'1,4 nel 2027 e dell'1,4 nel 2028. Rispetto alle proiezioni di settembre 2025, la crescita del PIL è stata rivista al rialzo per l'intero orizzonte temporale di proiezione<sup>3</sup>.*

**Secondo le ultime stime dell'Eurostat, l'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,3 per cento nel terzo trimestre del 2025, dopo una prima metà dell'anno caratterizzata da volatilità (cfr. il grafico 3).** Nel terzo trimestre del 2025 la crescita è stata trainata dalla domanda interna e dall'accumulo di scorte, mentre le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo, a causa della forte espansione delle importazioni, soprattutto in Irlanda. L'aumento degli investimenti immateriali e i dati dettagliati sulla produzione nel settore dei servizi suggeriscono un

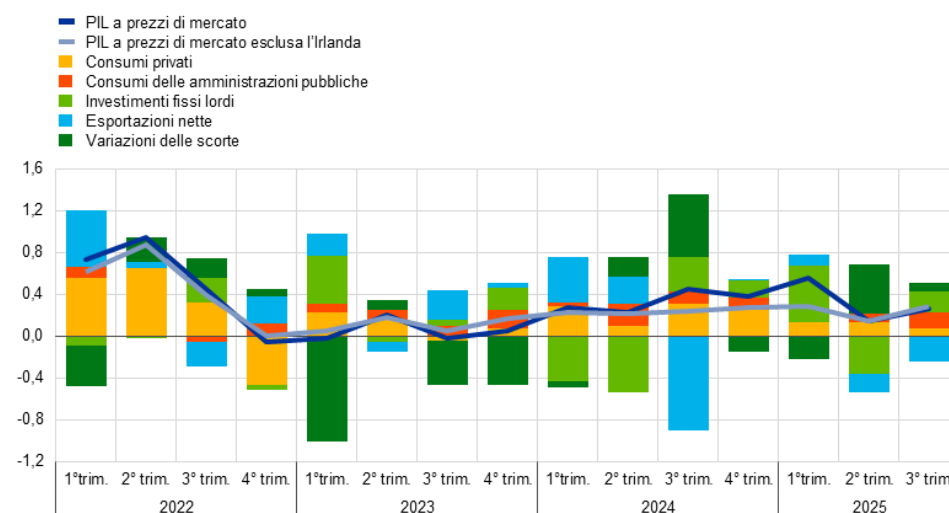
<sup>3</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2025](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 18 dicembre 2025.

incremento della spesa connessa all'intelligenza artificiale. Nello stesso periodo la crescita del valore aggiunto lordo è stata sospinta dai servizi di mercato, trainati dal settore dell'informazione e delle comunicazioni, mentre i contributi dell'industria e delle costruzioni sono rimasti invariati.

### Grafico 3

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025.

#### I dati delle indagini indicano una moderata dinamica della crescita nel quarto trimestre del 2025, trainata dall'attività nel settore dei servizi.

Nel primo mese del quarto trimestre la produzione industriale al netto delle costruzioni si è collocata su un livello superiore dello 0,6 per cento rispetto al terzo trimestre, quando era diminuita dello 0,1 per cento. Per quanto riguarda i dati ricavati dalle indagini, l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers Index, PMI) relativo al prodotto dell'area dell'euro si è collocato, in media, a 52,4 nel quarto trimestre, in rialzo dal 51,0 del terzo trimestre, mentre a livello mensile è sceso dal 52,8 di novembre a 51,9 a dicembre. Tale flessione è stata determinata sia dall'attività nel settore dei servizi (pari a 52,6) (cfr. il pannello b) del grafico 4), sia da un calo della produzione manifatturiera a 49,7, valore inferiore alla soglia di crescita, fissata a 50 (cfr. il pannello a) del grafico 4). Guardando oltre il quarto trimestre, i PMI prospettici per i nuovi ordinativi e le aspettative delle imprese continuano a segnalare una crescita moderata trainata dai servizi, mentre la dinamica nel settore manifatturiero sembra rimanere modesta nel breve periodo.



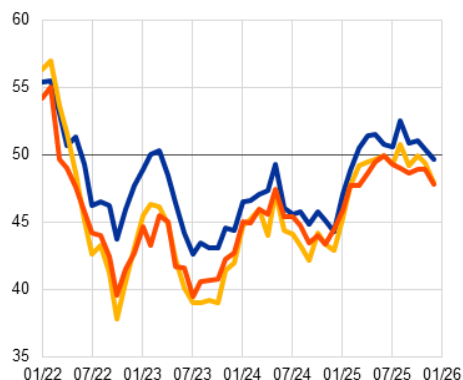
#### Grafico 4

##### Indicatori PMI in diversi settori dell'economia

###### a) Settore manifatturiero

(indici di diffusione)

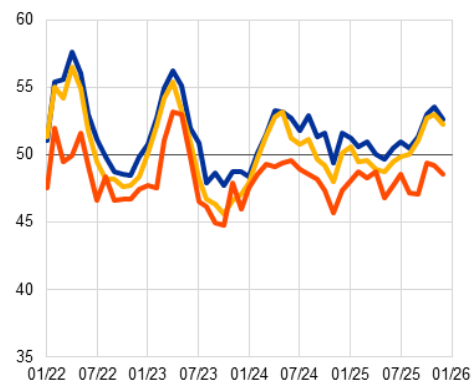
■ Prodotto  
■ Nuovi ordinativi  
■ Nuovi ordinativi dall'estero



###### b) Settore dei servizi

(indici di diffusione)

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



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

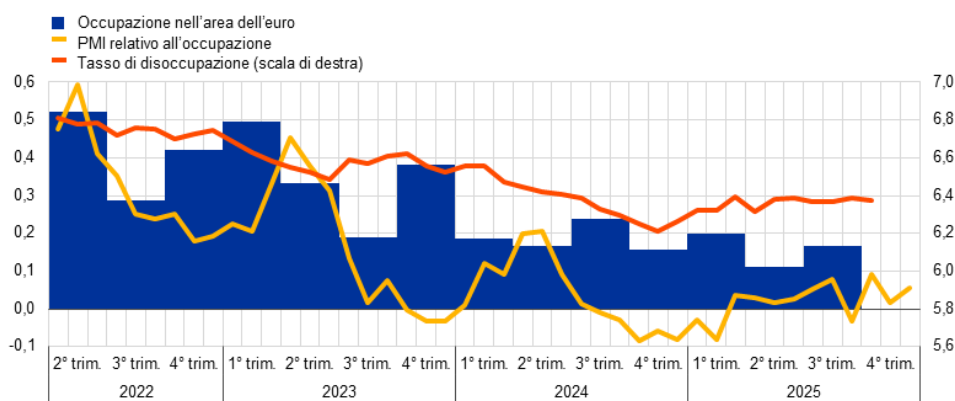
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

**Il mercato del lavoro ha continuato a mostrare una buona tenuta nel terzo trimestre del 2025, nonostante la domanda di manodopera abbia continuato ad attenuarsi gradualmente.** Nel terzo trimestre l'occupazione e le ore lavorate totali sono cresciute rispettivamente dello 0,2 e dello 0,4 per cento (cfr. il grafico 5). L'attuale rallentamento della crescita dell'occupazione riflette in parte l'attenuazione della domanda di lavoro, con il tasso di posti vacanti diminuito al 2,2 per cento nel terzo trimestre, al di sotto dei livelli precedenti la pandemia osservati nel quarto trimestre del 2019. Le forze di lavoro sono rimaste stabili nel terzo trimestre del 2025: i dati di ottobre indicano una crescita sul mese precedente pari allo 0,1 per cento. Allo stesso tempo, il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,4 per cento a ottobre, dopo essersi mantenuto tra il 6,3 e il 6,4 per cento dall'inizio del 2025.

## Grafico 5

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50, poi divisa per 10 per misurare la crescita dell'occupazione sul trimestre precedente. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025 per l'occupazione nell'area dell'euro, a dicembre 2025 per il PMI relativo all'occupazione e a ottobre 2025 per il tasso di disoccupazione.

**Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro segnalano una crescita dell'occupazione lievemente positiva nel quarto trimestre del 2025.** L'indice PMI composito mensile relativo all'occupazione si è collocato a 50,6 a dicembre, con una media trimestrale di 50,5, indicando una crescita dell'occupazione sostanzialmente nulla nel quarto trimestre. Nel settore dei servizi il PMI relativo all'occupazione ha oscillato intorno a 51 dall'inizio dell'anno e a dicembre si è collocato a 51,3, mentre nel settore manifatturiero è rimasto in territorio negativo, raggiungendo 48,5 nei dati di dicembre, con una media trimestrale di 48,1.

**I consumi privati hanno continuato a espandersi nel terzo trimestre del 2025 e dovrebbero mantenere tale slancio nel quarto trimestre.** Nel terzo trimestre i consumi privati sono aumentati dello 0,2 per cento sul periodo precedente, sostanzialmente in linea con la dinamica osservata nel secondo trimestre (cfr. il pannello a) del grafico 6). È proseguita la crescita della spesa per servizi, a fronte di una moderazione dei consumi di beni. In confronto al secondo trimestre, nel terzo il commercio al dettaglio e la produzione di servizi sono aumentati in misura modesta, rispettivamente dello 0,2 e dello 0,3 per cento sul periodo precedente, mentre le vendite al dettaglio sono rimaste invariate a ottobre in termini mensili. I risultati delle indagini suggeriscono una robusta dinamica dei consumi privati verso la fine del 2025, con l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea che a novembre si è mantenuto stabile. Nello stesso mese sono migliorate le aspettative relative alla domanda fronteggiata nei tre mesi successivi dalle imprese operanti nel commercio al dettaglio e di servizi al consumo; la domanda di servizi al consumo si è avvicinata ai livelli precedenti la pandemia. Per quanto riguarda i servizi ad alto livello di interazione, gli indicatori della domanda attesa elaborati dalla Commissione europea si sono indeboliti per i servizi di alloggio e, in misura minore, per quelli di ristorazione, mentre si sono rafforzati per i servizi di viaggio. Analogamente, i risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori

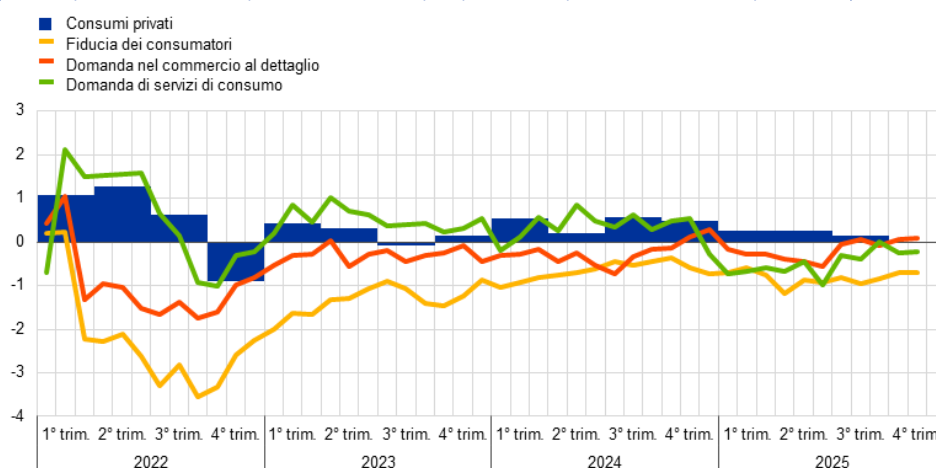
indicano che quelle relative agli acquisti connessi alle vacanze rimangono elevate. In prospettiva, i consumi privati dovrebbero continuare a espandersi, sostenuti dagli incrementi dei redditi reali degli anni precedenti. Sebbene finora i consumi privati abbiano reagito in modo ritardato alla crescita dei redditi, tali incrementi dovrebbero tradursi gradualmente in un rafforzamento della dinamica dei consumi nel breve periodo, nonostante l'elevato tasso di risparmio (cfr. il pannello b) del grafico 6). Al contempo, secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori, motivazioni precauzionali ed effetti ricardiani stanno influenzando la propensione delle famiglie al risparmio (cfr. il riquadro 4).

## Grafico 6

### Consumi e fiducia delle famiglie, aspettative delle imprese; tasso di risparmio delle famiglie e aspettative di disoccupazione

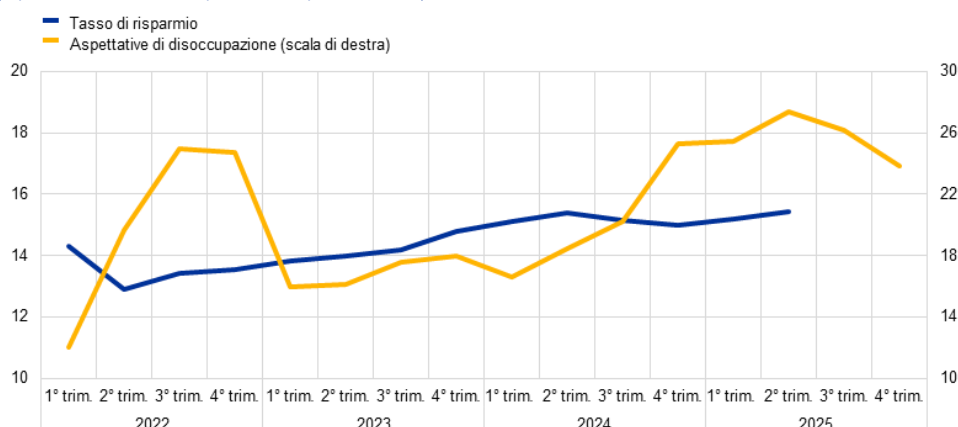
#### a) Spesa per consumi e fiducia, aspettative delle imprese

(variazioni percentuali sul trimestre precedente, contributi in punti percentuali; in percentuale del reddito disponibile lordo)



#### b) Tasso di risparmio delle famiglie e aspettative di disoccupazione

(in percentuale del reddito disponibile, saldi percentuali netti)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: le aspettative delle imprese relative alla domanda nel commercio al dettaglio (esclusi gli autoveicoli) e alla domanda di servizi destinati al consumo si riferiscono ai tre mesi successivi; la voce "Domanda di servizi di consumo" si basa sugli indicatori della domanda attesa per settore tratti dall'indagine della Commissione europea presso le imprese relativa ai servizi, ponderati per le quote settoriali dei consumi privati interni desunte dalle tavole di input-output FIGARO per il 2022. Le serie relative alla domanda di servizi di consumo sono standardizzate per il periodo dal 2005 al 2019, mentre le serie relative alla domanda nel commercio al dettaglio e al clima di fiducia dei consumatori sono standardizzate per il periodo dal 1999 al 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2025 per il tasso di risparmio, al terzo trimestre del 2025 per i consumi privati e a novembre 2025 per tutte le altre voci.

**Gli investimenti delle imprese sono cresciuti vigorosamente nel terzo trimestre del 2025 e dovrebbero aumentare ulteriormente.**

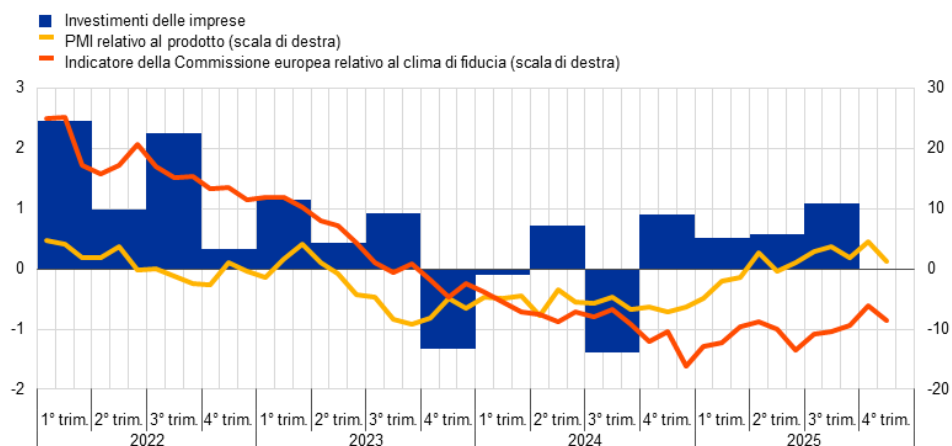
Nel terzo trimestre del 2025 gli investimenti delle imprese sono saliti dell'1,8 per cento sul periodo precedente, dell'1,1 se si esclude la componente volatile relativa alle attività immateriali irlandesi. Al netto di queste, sia gli investimenti materiali sia quelli immateriali hanno mostrato una crescita robusta. Nel quarto trimestre del 2025 gli indicatori per il settore dei beni di investimento, come il PMI relativo al prodotto e l'indagine della Commissione europea sul clima di fiducia fino a novembre, segnalano una certa debolezza degli investimenti materiali (cfr. il pannello a) del grafico 7). Allo stesso tempo, le indagini sui servizi immateriali fino a novembre, come il PMI relativo all'attività e l'indagine della Commissione europea sulla domanda attesa nei prossimi tre mesi, indicano un aumento in atto degli investimenti immateriali. Nei [colloqui con il settore non finanziario \(Non-Financial Business Sector Dialogue, NFBD\)](#) di novembre le imprese hanno segnalato una crescita degli investimenti in commercio elettronico, centri di elaborazione dati, sviluppo di software e automazione. Tuttavia, tale interlocuzione ha rivelato che gli elevati costi sostenuti per l'energia, il lavoro e il rispetto delle normative, nonché i timori di un'eccessiva regolamentazione dell'intelligenza artificiale, rimangono ostacoli sostanziali. In prospettiva, gli investimenti dovrebbero essere sostenuti dall'aumento della domanda complessiva, dai maggiori profitti, dal calo dell'incertezza e dalle ulteriori iniziative in materia di difesa e infrastrutture, nonché dalle condizioni di finanziamento più favorevoli durante lo scorso anno. La semplificazione normativa dell'Unione europea potrebbe inoltre contribuire ad accelerare gli investimenti. Persistono tuttavia alcuni significativi rischi al ribasso, in quanto potrebbero ancora manifestarsi effetti avversi derivanti dall'aumento dei dazi. Le imprese che hanno partecipato all'NFBD hanno espresso particolare preoccupazione per il reindirizzamento delle esportazioni high-tech a basso prezzo operato dalla Cina, derivante dal suo eccesso di capacità produttiva e dalle ridotte opportunità di esportazione verso gli Stati Uniti, che potrebbe erodere i margini e determinare perdite di quote di mercato in Europa.

## Grafico 7

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

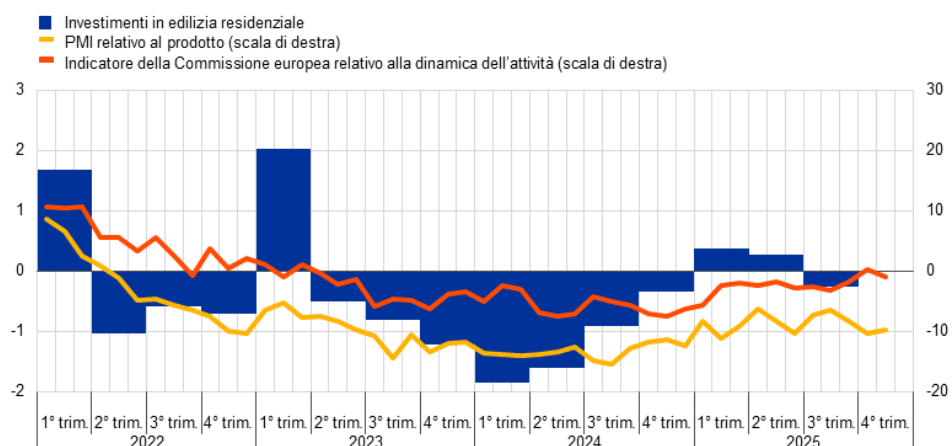
#### a) Investimenti delle imprese (al netto delle attività immateriali irlandesi)

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; saldi percentuali e indice di diffusione)



#### b) Investimenti in edilizia residenziale

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; saldi percentuali e indice di diffusione)



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

Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre si riferiscono ai 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 al netto delle attività immateriali irlandesi. Gli indicatori di breve periodo si riferiscono al settore dei beni di investimento. L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei beni di investimento è normalizzato per la media del periodo 1999-2019 e per la deviazione standard della serie. Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla media ponderata della valutazione espressa dal settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione circa l'andamento dell'attività nei tre mesi precedenti, normalizzata rispetto alla deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025 per gli investimenti e a novembre 2025 per il PMI relativo al prodotto e gli indicatori della Commissione europea.

**Gli investimenti nell'edilizia residenziale sono lievemente diminuiti nel terzo trimestre del 2025, ma dovrebbero tornare a registrare una crescita moderata nel quarto.** Dopo due trimestri consecutivi di espansione nella prima parte del 2025, nel terzo trimestre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti dello 0,3 per cento sul periodo precedente, indicando che non si è ancora consolidata una ripresa sostenuta (cfr. il pannello b) del grafico 7). Nel terzo trimestre la produzione nelle costruzioni e nei lavori specializzati di costruzione è stata superiore, in media, dello 0,1 per cento rispetto al trimestre precedente. Gli indicatori prospettici presentano un quadro eterogeneo. A ottobre e novembre l'indicatore della Commissione europea relativo alle tendenze recenti delle attività

nei settori delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione si è rafforzato rispetto al terzo trimestre, mentre il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale è diminuito. Nel complesso, tuttavia, è probabile che gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale riprendano a recuperare gradualmente. Tale valutazione trova riscontro nel protrarsi dell'incremento, seppur modesto, delle concessioni edilizie residenziali nel terzo trimestre, nonché nel perdurante aumento dei nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni. Inoltre, l'indagine sulle aspettative dei consumatori evidenzia una crescente attrattiva delle abitazioni come forma di investimento, indicando un rafforzamento della relativa domanda (cfr. il riquadro 5).

**Le esportazioni totali dell'area dell'euro hanno registrato una ripresa nel terzo trimestre del 2025, aumentando dello 0,7 per cento, sebbene la dinamica di fondo rimanga debole.** Le esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro sono aumentate significativamente nel terzo trimestre del 2025, con un rialzo dell'1,5 per cento sul periodo precedente. Tale ripresa è in parte riconducibile alle maggiori vendite di prodotti farmaceutici agli Stati Uniti, che potrebbero aver riflesso un'anticipazione delle esportazioni da parte delle imprese in previsione di possibili incrementi dei dazi su tali prodotti. Ha anche rispecchiato l'aumento delle esportazioni di principi attivi destinati ai farmaci utilizzati per la perdita di peso. Al di là del settore farmaceutico, l'area dell'euro continua a subire perdite di quote di mercato in molti settori e destinazioni, in presenza di una maggiore concorrenza da parte della Cina. È probabile che tale andamento continui a gravare sulle esportazioni dell'area. Nel terzo trimestre del 2025 le importazioni di beni hanno registrato una moderata espansione, pari allo 0,7 per cento, mentre le importazioni cinesi hanno continuato a crescere, in un contesto di intensificata concorrenza per le imprese dell'area dell'euro. Allo stesso tempo, i prezzi all'importazione hanno continuato a diminuire, scendendo del 2 per cento sui dodici mesi ad agosto, di riflesso all'impatto del precedente apprezzamento dell'euro e alle pressioni al ribasso sui prezzi esercitate dalla Cina. In prospettiva, gli indicatori delle indagini continuano a segnalare una debolezza delle esportazioni sia del settore manifatturiero sia di quello dei servizi.

**Rispetto alle proiezioni di settembre, il tasso di incremento del PIL in termini reali è stato rivisto verso l'alto di 0,2 punti percentuali per il 2025 e il 2026, e di 0,1 punti percentuali per il 2027.** La correzione al rialzo per il 2025 riflette revisioni di dati passati, compresi dati realizzati migliori del previsto per il terzo trimestre dell'anno. Il lieve calo dell'incertezza sulle politiche commerciali, il rafforzamento della domanda estera e la diminuzione dei prezzi delle materie prime energetiche sono all'origine della correzione al rialzo delle prospettive per la crescita nel 2026. Tassi di variazione sul trimestre precedente lievemente più elevati e un maggiore effetto di trascinamento esercitato dal rafforzamento della crescita nel 2026 comportano nell'insieme una leggera revisione verso l'alto delle prospettive per il 2027. In termini di componenti di spesa, le correzioni al rialzo maggiori relative al periodo 2025-2027 riguardano gli investimenti, in particolare l'accelerazione degli investimenti delle imprese nell'intero orizzonte temporale di proiezione e la dinamica più vivace degli investimenti pubblici nel 2027, oltre che il rafforzamento dei consumi collettivi nel periodo 2025-2026. Anche l'interscambio netto è stato rivisto al rialzo

per il 2025, riflettendo andamenti delle esportazioni migliori del previsto nei primi tre trimestri dell'anno.

*L'inflazione complessiva sui dodici mesi dell'area dell'euro, misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), continua a collocarsi su livelli prossimi all'obiettivo del 2 per cento a medio termine fissato dal Consiglio direttivo. A novembre 2025 si è mantenuta sul 2,1 per cento<sup>4</sup> dato che un aumento dell'inflazione dei beni energetici è stato compensato da un calo dell'inflazione dei beni alimentari. Lo IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX) si è mantenuto al 2,4 per cento, a causa degli andamenti opposti per i beni e i servizi. Le misure dell'inflazione di fondo hanno subito variazioni minime negli ultimi mesi e restano coerenti con l'obiettivo del 2 per cento. Se da un lato la crescita dei profitti per unità di prodotto è rimasta invariata nel terzo trimestre del 2025, dall'altro l'espansione del costo del lavoro per unità di prodotto è stata lievemente superiore rispetto al secondo trimestre. Nel terzo trimestre la crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per dipendente è rimasta invariata al 4,0 per cento. La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continua a collocarsi intorno al 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione in prossimità dell'obiettivo.*

*Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2025, l'inflazione complessiva dovrebbe diminuire dal 2,1 per cento nel 2025 all'1,9 nel 2026 e successivamente all'1,8 per cento nel 2027, prima di ritornare all'obiettivo del 2 per cento a medio termine del Consiglio direttivo nel 2028. Rispetto all'esercizio dello scorso settembre, la crescita dell'inflazione complessiva è stata rivista al rialzo per il 2026 e lievemente al ribasso per il 2027<sup>5</sup>.*

**A novembre 2025 l'inflazione misurata sullo IAPC dell'area dell'euro si è mantenuta al 2,1 per cento (cfr. il grafico 8).** Tale risultato segue un modesto rialzo dell'inflazione dei servizi e un aumento della componente energetica, che sono stati compensati da una minore inflazione dei beni industriali non energetici (NEIG) e dei beni alimentari. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è salito al -0,5 per cento a novembre, dal -0,9 di ottobre, in virtù di un aumento della componente dei carburanti per il trasporto, che ha compensato il calo delle componenti di elettricità e gas. A novembre l'inflazione complessiva dei beni alimentari si è ridotta al 2,4 per cento, rispetto al 2,5 di ottobre. Per quanto riguarda le singole componenti dei beni alimentari, a novembre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati è lievemente diminuito al 2,2 per cento, dal 2,3 di ottobre, mentre quello dei prezzi dei beni alimentari non trasformati è rimasto invariato al 3,2 per cento. A novembre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è rimasta stabile per il terzo mese consecutivo, collocandosi al 2,4 per cento. Ciò riflette un modesto calo dell'inflazione dei beni industriali non energetici, scesa allo 0,5 per cento dallo 0,6 per cento di ottobre, che ha compensato e un aumento di pari entità dell'inflazione dei servizi, dal 3,4 al 3,5 per cento nello stesso periodo. L'inflazione dei servizi ha mostrato un

<sup>4</sup> I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 17 dicembre 2025. Secondo la stima preliminare pubblicata dall'Eurostat il 7 gennaio 2026, a dicembre 2025 nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi è scesa al 2,0 per cento.

<sup>5</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2025*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 18 dicembre 2025.

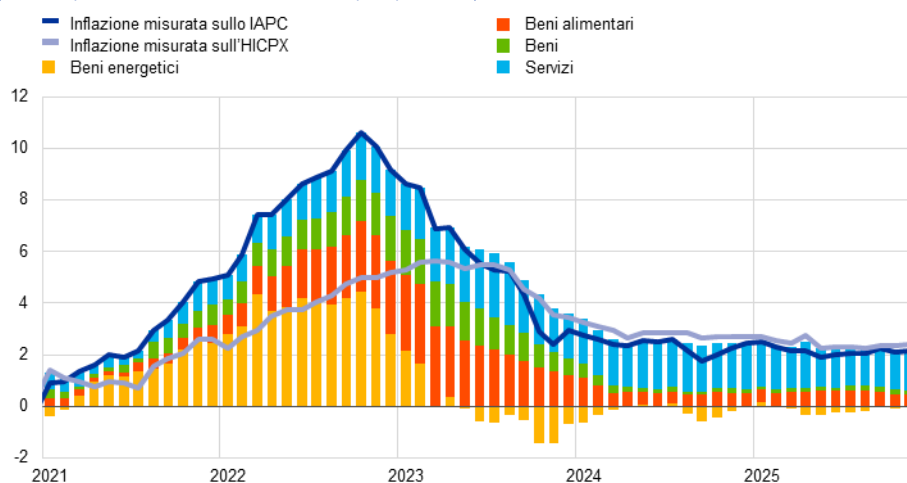


andamento al rialzo negli ultimi mesi, determinato dall'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi della componente delle attività ricreative, in particolare gli alloggi e i pacchetti vacanze, nonché per le componenti di trasporti e strumenti di comunicazione. Sebbene le pressioni sui prezzi dei servizi rimangano forti, in prospettiva, l'atteso graduale allentamento della crescita salariale dovrebbe contribuire alla disinflazione della componente dei servizi.

## Grafico 8

### Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Beni" si riferisce ai beni industriali non energetici. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2025.

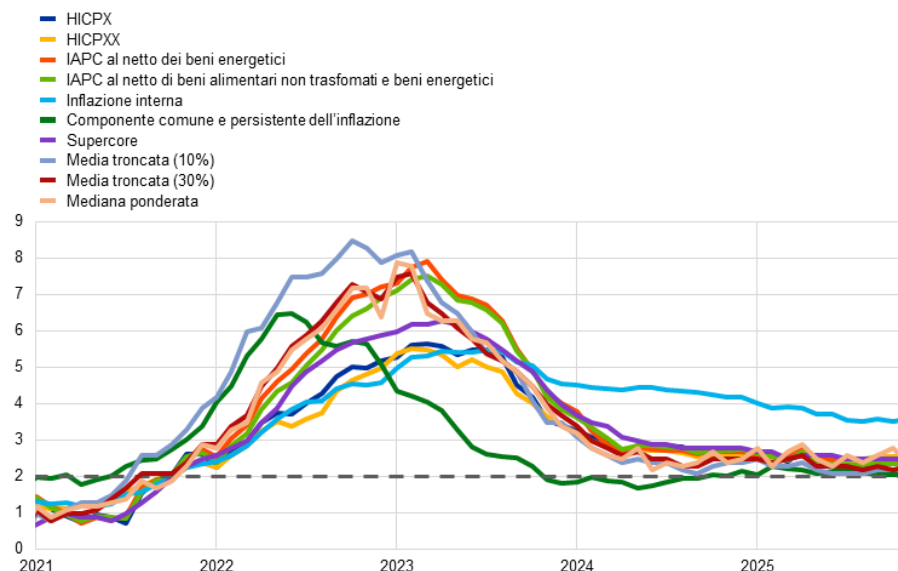
**Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste pressoché invariate negli ultimi mesi e restano in linea con l'obiettivo di medio termine della BCE del 2 per cento (cfr. il grafico 9).** A novembre 2025 la maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo ha mostrato un andamento stabile (cfr. il grafico 9) e l'intervallo dei valori degli indicatori si è collocato tra il 2,0 e il 2,5 per cento<sup>6</sup>. Tutte le misure permanenti dell'inflazione basate sull'esclusione di alcune componenti sono rimaste invariate rispetto a ottobre, mantenendosi tra il 2,4 e il 2,5 per cento. Anche le variazioni della maggior parte delle misure temporanee basate sull'esclusione di alcune componenti hanno segnalato una stabilizzazione delle pressioni inflazionistiche di fondo a novembre. L'inflazione interna, che comprende principalmente le voci relative ai servizi, è lievemente aumentata al 3,6 per cento a novembre, dal 3,5 di ottobre. Per quanto riguarda le misure basate sui modelli, a novembre la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent Common Component of Inflation, PCCI) è scesa al 2,0 per cento, mentre l'indicatore Supercore, costituito da voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, si è mantenuto stabile al 2,5 per cento per il quinto mese consecutivo.

<sup>6</sup> L'intervallo non comprende l'inflazione interna.

## Grafico 9

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari; l'acronimo HICPXX indica lo IAPC al netto delle componenti energetica, alimentare e delle voci relative a viaggi, abbigliamento e calzature. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2025.

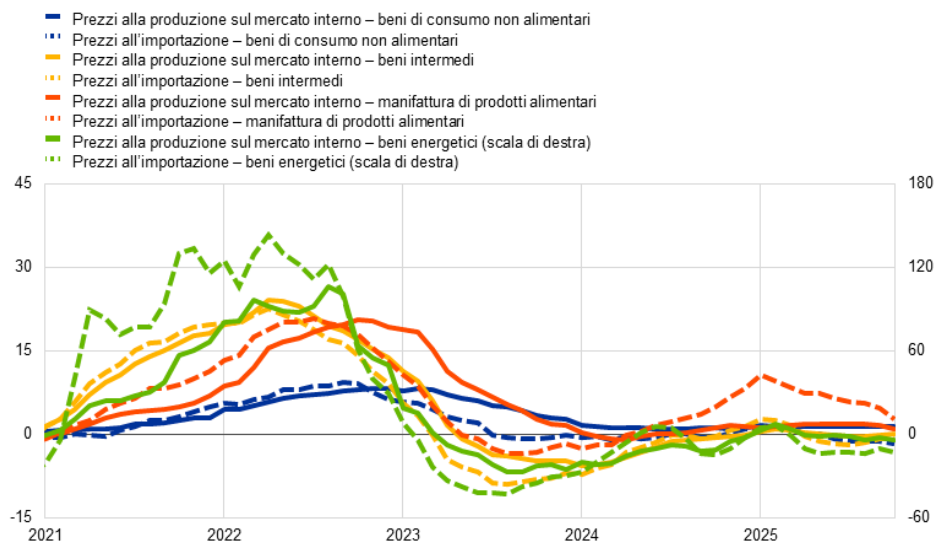
### Le misure delle pressioni inflazionistiche segnalano un graduale allentamento delle stesse (cfr. il grafico 10).

Nelle fasi iniziali della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni energetici è scesa notevolmente, al -3,9 per cento di ottobre, dal -2,4 di settembre, ben al di sotto del picco del 7,8 per cento di febbraio. Nello stesso periodo, per i beni intermedi, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione sul mercato interno è salito allo 0,1 per cento, dal -0,1, mentre quello dei prezzi all'importazione è rimasto invariato al -0,8 per cento. Negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, per i beni di consumo non alimentari, l'inflazione dei prezzi alla produzione sul mercato interno è rimasta invariata all'1,5 per cento a ottobre, mentre l'inflazione dei prezzi all'importazione è scesa al -1,6 per cento, dal -1,2 di settembre. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni alimentari processati è sceso dall'1,7 all'1,1 per cento, mentre quello dei prezzi all'importazione ha continuato a diminuire dal picco del 10,6 per cento di gennaio 2025, arrivando al 2,8 per cento a ottobre dal 4,9 di settembre. Nel complesso, i dati suggeriscono che le pressioni inflazionistiche sia per i beni di consumo sia per i beni alimentari si siano attenuate, di riflesso all'apprezzamento dell'euro e, probabilmente, alla maggiore attenzione della Cina nei confronti dell'area dell'euro come mercato di esportazione, che ha esercitato pressioni al ribasso sui prezzi all'importazione.

## Grafico 10

### Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2025.

**Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono rimaste sostanzialmente stabili al 2,4 per cento nel terzo trimestre del 2025 (cfr. il grafico 11).** Ciò ha riflesso un aumento del

contributo del costo del lavoro per unità di prodotto, compensato da un contributo stabile dei profitti per unità di prodotto e da un calo di quello delle imposte nette per unità di prodotto. Il lieve incremento del tasso di crescita annuale del costo del lavoro per unità di prodotto è riconducibile a una moderata flessione del tasso di crescita della produttività del lavoro, sceso allo 0,7 per cento nel terzo trimestre dallo 0,8 del secondo, e a un tasso di crescita stabile del costo del lavoro per dipendente, collocatosi al 4,0 per cento nel terzo trimestre. Quest'ultimo ha rispecchiato un calo della crescita delle retribuzioni contrattuali, scesa all'1,9 per cento nel terzo trimestre dal 4,0 del trimestre precedente che è stato compensato da un aumento sostanziale della componente retributiva eccedente i minimi contrattuali, registrato nello stesso periodo. Il brusco calo della crescita delle retribuzioni contrattuali riflette l'impatto meccanico degli ingenti pagamenti *una tantum* effettuati nel 2024 che, allo stesso tempo, ha determinato anche la volatilità della componente retributiva eccedente i minimi contrattuali. In prospettiva, l'indice salariale della BCE, che incorpora i dati sugli accordi salariali negoziati fino alla fine di novembre 2025, continua a segnalare che le pressioni sulla crescita salariale rimarranno moderate sia nel quarto trimestre del 2025 sia nella prima metà del 2026, per poi stabilizzarsi gradualmente nella seconda metà del 2026<sup>7</sup>. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2025 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che la crescita del costo del lavoro per dipendente si collochi in media al 4,0 per cento nel 2025, per

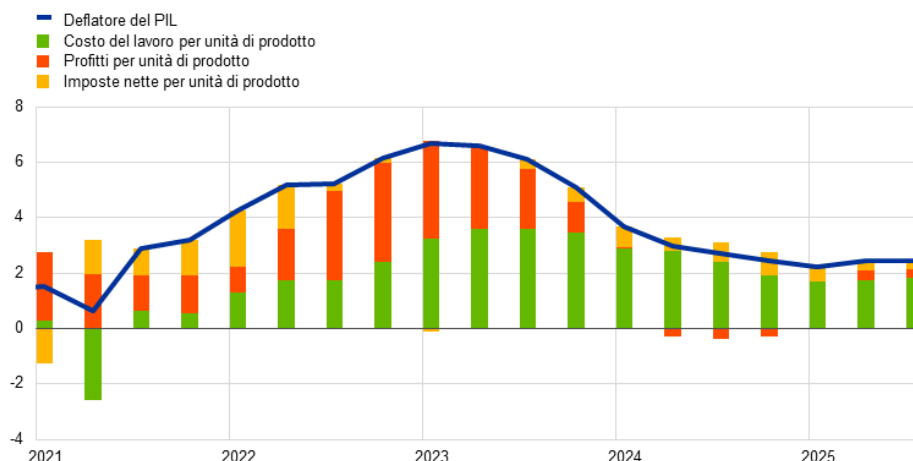
<sup>7</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BCE [New data release: ECB wage tracker suggests lower wage growth and gradual normalisation of negotiated wage pressures in 2026](#) del 19 dicembre 2025.

poi subire una moderazione al 3,2 nel 2026, al 2,9 nel 2027 e al 3,0 per cento nel 2028.

### Grafico 11

#### Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo del lavoro per dipendente apporta un contributo positivo alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto. Il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025.

**Nel periodo in esame, compreso tra l'11 settembre e il 17 dicembre 2025, le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (cfr. il pannello a) del grafico 12) sono rimaste per lo più invariate, così come le aspettative di inflazione a più lungo termine formulate dai previsori professionali e dagli analisti monetari.**

Il tasso swap a termine a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale, una misura della compensazione dell'inflazione a breve termine ricavata dai mercati, è rimasto sostanzialmente stabile intorno all'1,8 per cento. Non è sembrato che i mercati indicizzati all'inflazione reagissero con vigore alla decisione del Consiglio europeo del 5 novembre 2025 di rinviare di un anno, dal 2027 al 2028, l'attuazione del sistema dell'UE per lo scambio di quote di emissione (ETS2). Analogamente, la compensazione per l'inflazione si è mantenuta stabile per le scadenze a medio e a lungo termine. I tassi swap a termine a cinque anni indicizzati all'inflazione su un orizzonte quinquennale, corretti per i premi per il rischio di inflazione, si sono mantenuti su livelli prossimi al 2 per cento.

Ciò suggerisce che le aspettative a più lungo termine basate sui mercati siano rimaste ben ancorate all'obiettivo di inflazione del Consiglio direttivo.

Sia nell'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il quarto trimestre del 2025, sia nell'edizione di dicembre 2025 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), la media e la mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono mantenute sul 2 per cento.

**A novembre 2025 le percezioni dei consumatori riguardo all'inflazione passata, nonché le loro aspettative di inflazione a breve e medio termine, sono rimaste stabili (cfr. il pannello b) del grafico 12).** Secondo l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori di novembre 2025, il tasso mediano dell'inflazione

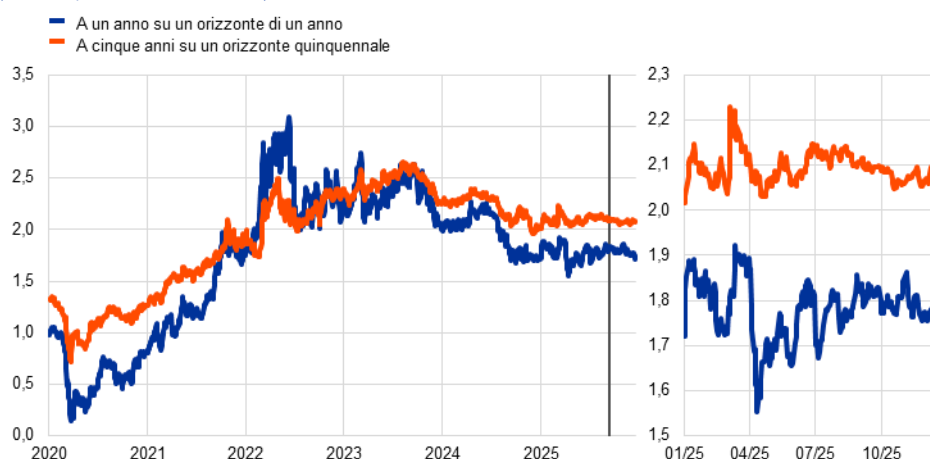
percepita nei dodici mesi precedenti è rimasto stabile al 3,1 per cento, invariato da febbraio 2025. Anche le aspettative mediane per l'inflazione complessiva nei successivi 12 mesi (2,8 per cento) e su un orizzonte di tre anni (2,5 per cento) sono rimaste invariate da ottobre e luglio, rispettivamente.

## Grafico 12

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

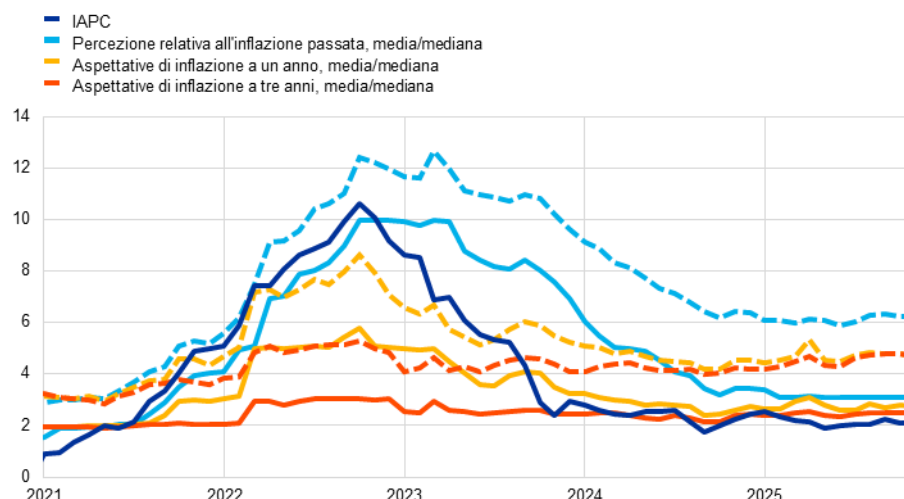
### a) Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il pannello a) mostra i tassi swap a termine indicizzati all'inflazione su diversi orizzonti temporali per l'area dell'euro. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 settembre 2025). Nel pannello b) le linee tratteggiate indicano il tasso medio e le linee continue quello mediano. Le ultime osservazioni si riferiscono al 17 dicembre 2025 per il pannello a) e a novembre 2025 per le misure nel pannello b).

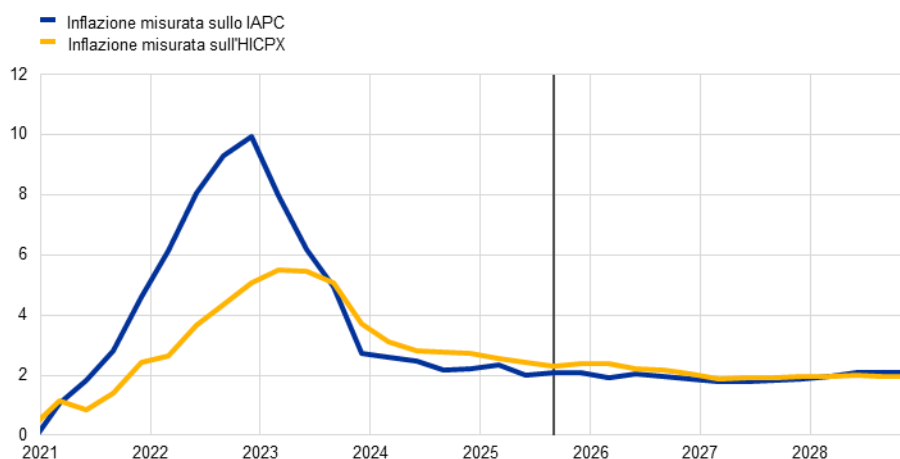
**Dalle proiezioni di dicembre 2025 ci si attende che l'inflazione complessiva si collochi in media al 2,1 per cento nel 2025, all'1,9 nel 2026 e all'1,8 nel 2027, prima di ritornare all'obiettivo a medio termine del Consiglio direttivo del 2 per cento nel 2028 (cfr. il grafico 13). L'inflazione dovrebbe rimanere prossima**

al 2,1 per cento nell'ultimo trimestre del 2025, prima di scendere lievemente al di sotto del 2 per cento nel 2026 e mantenersi su tali bassi livelli nel 2027. Il tasso medio più basso previsto per il 2026 è connesso agli effetti base legati ai beni energetici nel primo trimestre, alla più debole inflazione dei beni alimentari e a un calo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovuto a una moderazione della componente dei servizi. L'ulteriore diminuzione dell'inflazione complessiva nel 2027 rispecchia la perdurante flessione del tasso calcolato sull'HICPX, che è parzialmente compensata da un ritorno dell'inflazione dei beni energetici a tassi nulli, mentre la componente dei beni alimentari dovrebbe rimanere invariata. L'inflazione complessiva dovrebbe poi aumentare nel 2028, principalmente per effetto di un significativo rialzo dell'inflazione dei beni energetici, dovuto alle misure di bilancio legate alla transizione climatica e, in particolare, all'introduzione del sistema ETS2. Da un confronto con le proiezioni di settembre 2025 emerge che le prospettive per l'inflazione complessiva sono rimaste invariate per il 2025, mentre sono state riviste verso l'alto di 0,2 punti percentuali per il 2026 e verso il basso di 0,1 punti percentuali per il 2027. La revisione al rialzo nel 2026 riflette principalmente prospettive più favorevoli per l'inflazione dei servizi, mentre la revisione al ribasso per il 2027 è in particolar modo dovuta all'atteso rinvio dell'ETS2, in parte compensato da una maggiore inflazione dei servizi. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe diminuire dal 2,4 per cento nel 2025 al 2,2 nel 2026, per poi stabilizzarsi in corrispondenza o in prossimità del 2 per cento verso la fine dell'orizzonte di proiezione, in ragione del venir meno delle pressioni esercitate dal costo del lavoro sull'inflazione dei servizi. Rispetto alle proiezioni di settembre 2025, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è rimasta invariata per il 2025, mentre è stata rivista al rialzo di 0,3 punti percentuali per il 2026 e di 0,1 punti percentuali per il 2027.

### Grafico 13

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2025*.

Note: la linea verticale grigia indica l'ultimo trimestre prima dell'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2028 (proiezioni). Le proiezioni di dicembre 2025 sono state finalizzate il 3 dicembre 2025 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 26 novembre 2025. Le serie storiche e i dati relativi alle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX sono registrati con frequenza trimestrale.

*I tassi a breve e a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati durante il periodo in esame, dall'11 settembre al 17 dicembre 2025, e i mercati hanno di fatto escluso ulteriori riduzioni dei tassi di interesse. Al termine di tale periodo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine erano più elevati, ma i differenziali rispetto ai tassi privi di rischio si sono ridotti. L'aumento dei tassi privi di rischio e dei rendimenti dei titoli di Stato è stato in linea con una tendenza più ampia, che ha visto le curve dei rendimenti accentuarsi a livello mondiale, principalmente a seguito di un incremento dei tassi reali. Nel periodo in esame i mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato un aumento, nonostante temporanee battute d'arresto connesse ai timori circa le valutazioni delle società statunitensi legate al settore dell'intelligenza artificiale (IA). I differenziali nei mercati delle obbligazioni societarie si sono ulteriormente ridotti e attualmente si collocano su minimi storici, sostenuti dall'elevata propensione al rischio. Sui mercati dei cambi l'euro è rimasto stabile sia nei confronti del dollaro statunitense (+0,3 per cento), sia su base ponderata per l'interscambio (+0,4 per cento). La stabilità rispetto al dollaro ha rispecchiato andamenti macroeconomici migliori delle attese sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, mentre la stabilità ponderata per l'interscambio è stata determinata da variazioni compensative dei tassi di cambio rispetto ai partner commerciali.*

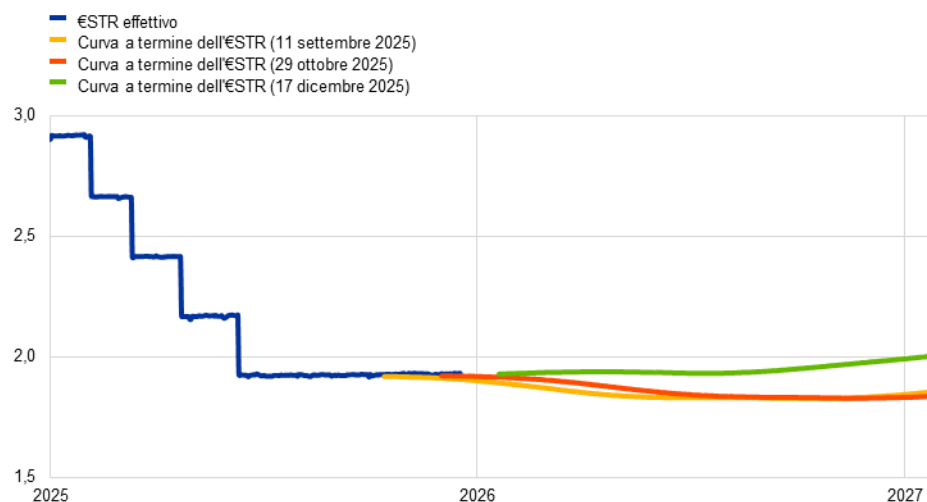
**Durante il periodo in esame i tassi a breve e a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati (cfr. il grafico 14).** Al termine del periodo in esame il tasso di riferimento €STR si è collocato all'1,93 per cento, in seguito alla decisione di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, adottata dal Consiglio direttivo in occasione delle riunioni di settembre e ottobre. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 164 miliardi di euro, a 2.486 miliardi, principalmente per effetto del continuo calo nei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria. Nel periodo in esame i tassi a termine sulle scadenze di brevissimo periodo sono aumentati, in quanto i mercati hanno escluso aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi di interesse. Nel corso del mese di ottobre il riemergere dell'incertezza legata al commercio mondiale, dovuta principalmente alle accresciute tensioni tra Stati Uniti e Cina, ha determinato un breve periodo in cui i tassi privi di rischio sono diminuiti. Tale andamento discendente ha successivamente subito un'inversione, in ragione del migliore clima di fiducia nel settore commerciale, determinato dagli accordi sugli scambi stipulati dagli Stati Uniti con una serie di paesi asiatici e dall'affievolirsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Dopo la riunione del Consiglio direttivo del 30 ottobre 2025 le aspettative sui tassi di riferimento a breve termine sono aumentate, a seguito delle pubblicazioni di dati più recenti che hanno evidenziato ancora capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro. Alla fine del periodo in esame la curva a termine dell'€STR stava incorporando nei prezzi incrementi cumulati dei tassi di interesse per 6 punti base entro la fine del 2026: un'inversione di tendenza rispetto alle riduzioni cumulate dei tassi, pari a 8 punti base, incorporate nei prezzi all'inizio del periodo. Guardando oltre il 2027, la curva a termine dell'€STR si è spostata verso l'alto su tutte le scadenze, in linea con l'aumento globale dell'inclinazione delle curve dei rendimenti, dovuto principalmente ai tassi reali più elevati. Nel complesso, il tasso nominale degli

overnight index swap (OIS) a dieci anni è salito al 2,7 per cento nel periodo in esame.

#### Grafico 14

##### Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg Finance L.P. ed elaborazioni della BCE.

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

**Al termine del periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine erano più elevati, mentre i differenziali rispetto ai tassi privi di rischio si erano ridotti (cfr. i grafici 15 e 16).** Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato

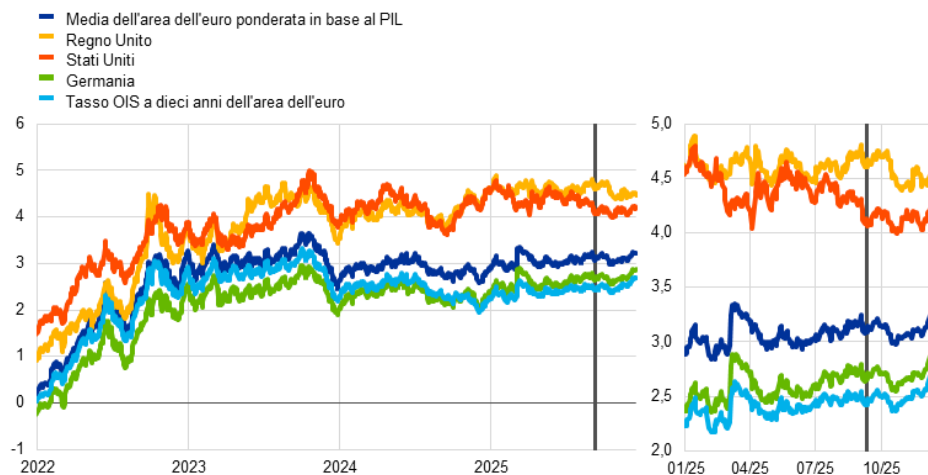
decennali dell'area dell'euro è cresciuto di 14 punti base nel periodo in esame, collocandosi al 3,2 per cento, circa. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto ai tassi OIS privi di rischio si sono ridotti, riflettendo una forte propensione al rischio tra le diverse classi di attività e una rivalutazione favorevole da parte dei mercati delle prospettive di bilancio di alcuni paesi, come Spagna e Italia. Con l'attenuarsi dell'incertezza politica in Francia, i rendimenti dei relativi titoli di Stato hanno mostrato risultati analoghi a quelli di altri paesi dell'area dell'euro. Nel contempo, il declassamento del merito di credito sovrano francese ha provocato soltanto una reazione di breve durata sui mercati finanziari. La dispersione fra paesi dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani rispetto ai tassi privi di rischio è diminuita durante tutto il periodo in esame, raggiungendo livelli storicamente bassi.



### Grafico 15

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



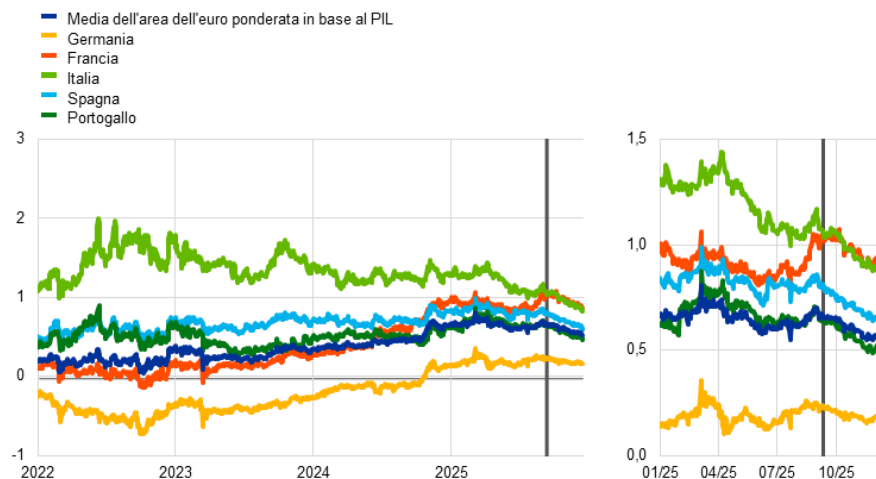
Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 settembre 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 17 dicembre 2025.

### Grafico 16

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

(punti percentuali)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 settembre 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 17 dicembre 2025.

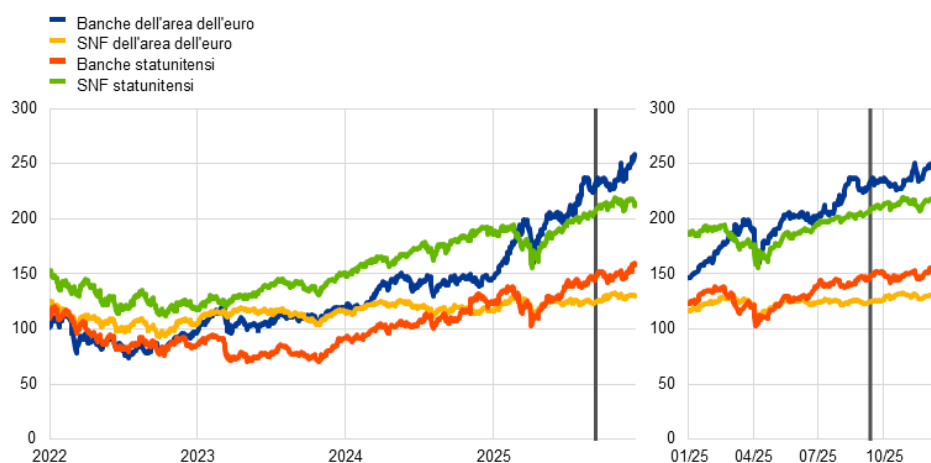
**Nel periodo in esame gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro sono stati più elevati, nonostante temporanee battute d'arresto che hanno rispecchiato timori per le valutazioni legate all'IA (cfr. il grafico 17).** Nel periodo in esame gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro hanno guadagnato il 4,9 per cento, con aumenti del 4 per cento del sottoindice per le società non finanziarie (SNF) e del 10,6 delle quotazioni bancarie. I titoli finanziari dell'area dell'euro hanno registrato un incremento per effetto di un aumento duraturo delle valutazioni nei mercati azionari, sostenute da bilanci solidi e da un'elevata redditività.

Gli indici dei mercati azionari statunitensi si sono rafforzati dell'1,3 per cento, circa, con incrementi dell'1,5 per le SNF e del 6,8 per le banche. L'indice generale delle società finanziarie statunitensi è aumentato dell'1,1 per cento. Nonostante i complessivi guadagni sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, il disagio espresso dagli investitori circa le valutazioni delle azioni statunitensi legate all'IA hanno innescato un periodo di vendite massicce a novembre. Tuttavia, i risultati positivi desunti dai successivi rapporti sugli utili di alcune delle principali società collegate all'IA hanno contribuito ad attenuare tali preoccupazioni. Nel complesso, i titoli azionari dell'area dell'euro hanno conseguito risultati migliori rispetto a quelli statunitensi, in parte a causa delle riserve espresse dal mercato circa valutazioni elevate, del calo dei livelli di liquidità e delle crescenti interdipendenze finanziarie tra le società statunitensi legate all'IA.

### Grafico 17

#### 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 (11 settembre 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 17 dicembre 2025.

**Nei mercati delle obbligazioni societarie i differenziali sulle obbligazioni di qualità elevata (investment grade) e ad alto rendimento (high yield) si sono ulteriormente ridotti, collocandosi attualmente su minimi storici.** Nel periodo in esame la propensione al rischio è rimasta elevata, sostenendo condizioni favorevoli di finanziamento nei mercati delle obbligazioni societarie, con una riduzione dei differenziali nel segmento investment grade e in quello ad alto rendimento di circa 2 e 15 punti base, rispettivamente. I differenziali sulle obbligazioni di qualità più elevata si sono ridotti di 4 punti base per le SNF e sono rimasti sostanzialmente invariati per le società finanziarie. Nel segmento ad alto rendimento i differenziali si sono ristretti di 19 punti base per le SNF e si sono ampliati di circa 35 punti base per le società finanziarie.

**Sui mercati dei cambi l'euro si è mostrato stabile sia nei confronti del dollaro statunitense sia su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 18).**

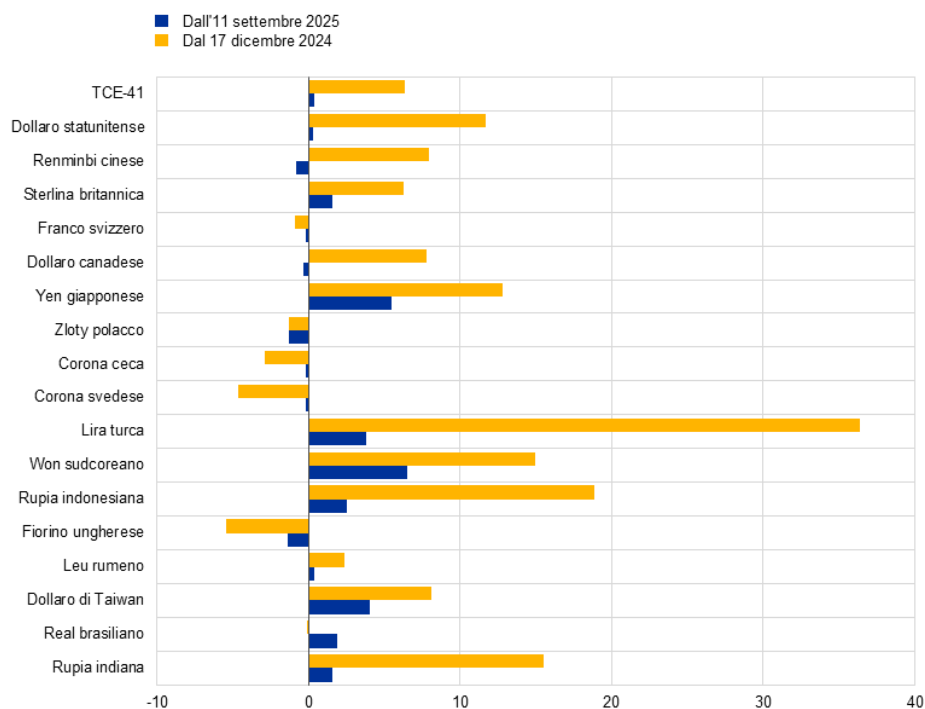
Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è mantenuto stabile

(+0,4 per cento). Tale stabilità ha rispecchiato variazioni di segno opposto nei confronti di diversi partner commerciali. In particolare, l'euro si è apprezzato nei confronti dello yen giapponese (+5,5 per cento) e della sterlina britannica (+1,6 per cento), riflettendo le incertezze circa le prospettive di politica monetaria e di bilancio in Giappone e nel Regno Unito. La pressione al rialzo sull'euro è stata compensata da un deprezzamento nei confronti del renminbi cinese (-0,8 per cento) e dello zloty polacco (-1,3 per cento). Nel periodo in esame l'euro è rimasto stabile rispetto al dollaro statunitense (+0,3 per cento), oscillando in prossimità della sua media storica, pari a 1,18, giacché il significativo rafforzamento osservato all'inizio del 2025 si è stabilizzato. Tale stabilità ha rispecchiato gli andamenti macroeconomici migliori del previsto registrati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, oltre alle relative aspettative di politica monetaria, sostanzialmente invariate.

### Grafico 18

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 17 dicembre 2025.

*I tassi sul credito bancario alle imprese si sono mantenuti sostanzialmente stabili dall'estate, dopo la flessione attribuibile alla riduzione dei tassi di riferimento della BCE. A ottobre i tassi di interesse medi sui nuovi prestiti alle imprese e sui nuovi mutui ipotecari si sono mantenuti rispettivamente al 3,3 e al 3,5 per cento. La crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie è aumentata ulteriormente, pur rimanendo nel complesso moderata. Nel periodo di riferimento, compreso tra l'11 settembre e il 17 dicembre 2025, è aumentato il costo per il finanziamento sia mediante ricorso al mercato sia mediante capitale di rischio, determinato da tassi privi di rischio più elevati. A ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è rimasto invariato al 2,8 per cento.*

**I costi della provvista bancaria sono rimasti sostanzialmente stabili a**

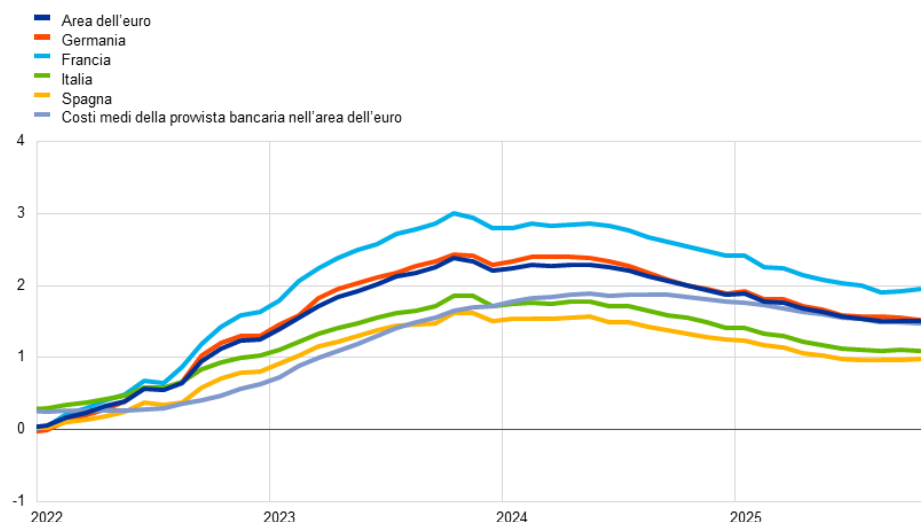
**ottobre 2025.** A ottobre il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro si è collocato all'1,5 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 19). I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono rimasti prossimi al 3 per cento, come indicato dai dati disponibili a metà dicembre (cfr. il pannello b) del grafico 19). I tassi di interesse sui depositi a vista e sui depositi rimborsabili con preavviso, nonché i tassi interbancari, non hanno subito variazioni di rilievo a ottobre, mentre i tassi sui depositi a termine per le famiglie sono lievemente aumentati. Il divario tra i tassi di interesse sui depositi a termine e quelli sui depositi overnight sia per le imprese sia per le famiglie è rimasto sostanzialmente invariato a ottobre. Nello stesso mese il tasso composito sui depositi è rimasto stabile allo 0,9 per cento, circa 60 punti base al di sotto del massimo di maggio 2024.

## Grafico 19

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

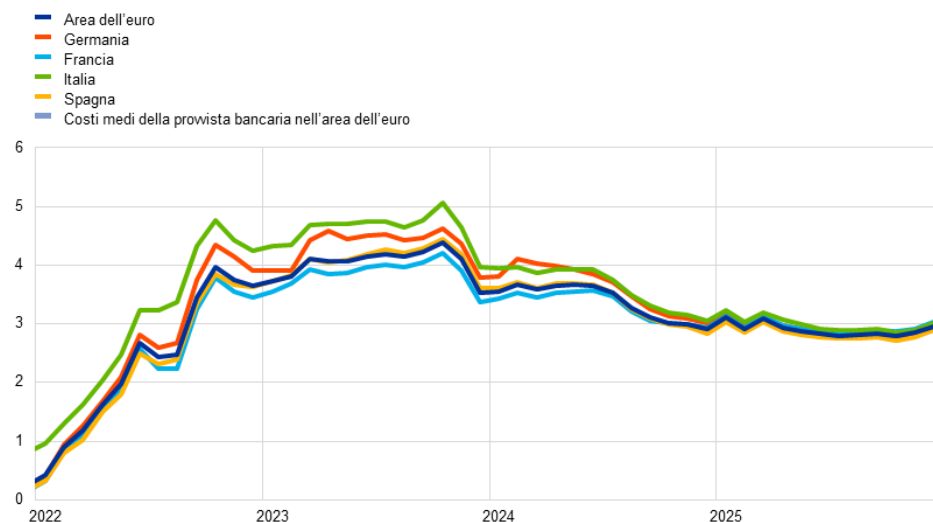
#### a) Costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche

(valori percentuali sui dodici mesi)



#### b) Rendimenti delle obbligazioni bancarie

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media dei costi delle nuove operazioni per depositi a vista, depositi rimborsabili con preavviso, depositi a termine, obbligazioni e prestiti interbancari, ponderati per i rispettivi importi in essere. I costi medi della provvista bancaria utilizzano le stesse ponderazioni, ma si basano sui tassi per i depositi in essere e per la provvista interbancaria, oltre che sul rendimento a scadenza stabilito al momento dell'emissione per le obbligazioni. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2025 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche (pannello a) e al 17 dicembre 2025 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b)).

**I tassi sui prestiti bancari a imprese e famiglie si sono stabilizzati da settembre, in un contesto caratterizzato da tassi di riferimento invariati e da limitate variazioni dei tassi a più lungo termine.** Il costo dei prestiti bancari per le società non finanziarie (SNF) a ottobre è rimasto invariato al 3,5 per cento, circa 1,8 punti percentuali in meno rispetto al picco di ottobre 2023, con minime variazioni tra i maggiori paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico 20).

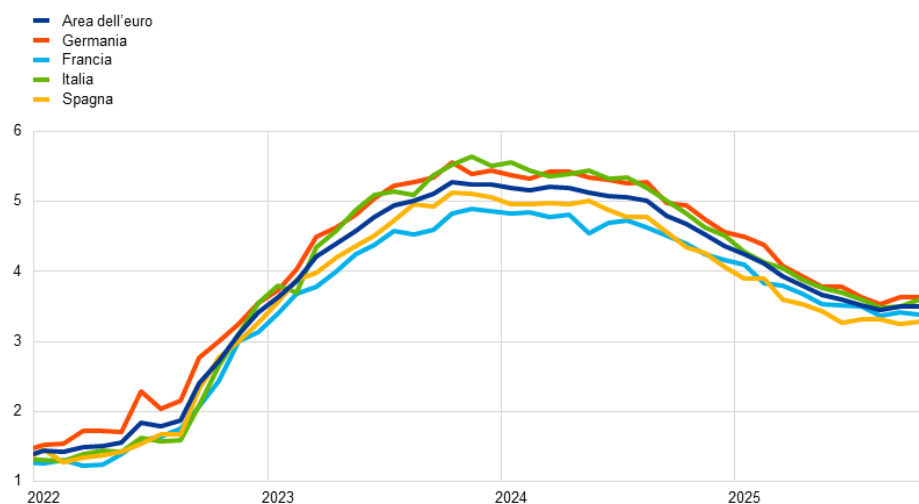
Il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese è rimasto sostanzialmente stabile a ottobre, con andamenti disomogenei tra le maggiori economie dell'area dell'euro. Il costo dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto invariato al 3,3 per cento, circa 70 punti base al di sotto del picco di novembre 2023, con alcune variazioni tra i maggiori paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico 20). Il divario tra i tassi sui prestiti alle famiglie e quelli alle imprese, che aveva raggiunto un picco di 140 punti base a marzo 2024, è rimasto stabile a 20 punti base. La portata di tale divario riflette sostanzialmente il fatto che in molti paesi dell'area i prestiti alle famiglie solitamente hanno periodi di determinazione del tasso più lunghi e pertanto sono meno sensibili alle oscillazioni dei tassi di mercato a breve termine.

## Grafico 20

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

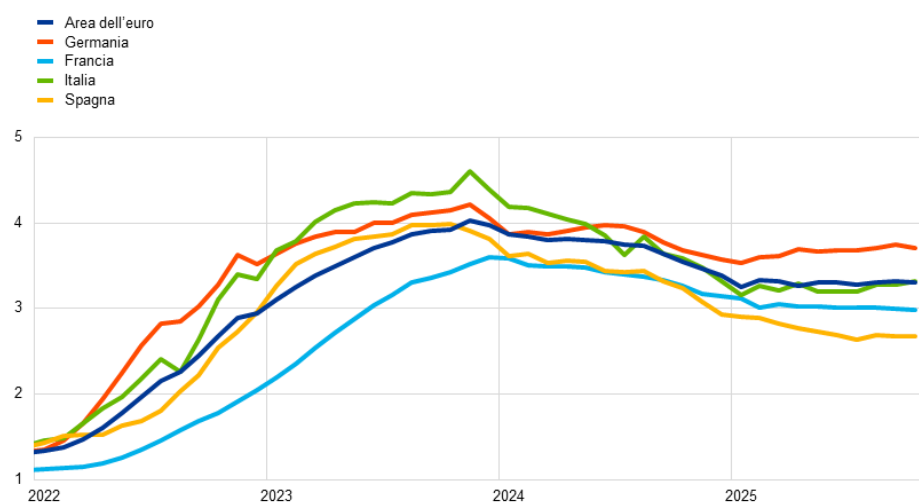
### a) Tassi sui prestiti alle SNF

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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 a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2025. Nel pannello a) la voce "SNF" indica le società non finanziarie.

**Nel periodo di riferimento compreso tra l'11 settembre e il 17 dicembre 2025 è aumentato il costo per il finanziamento sia mediante ricorso al mercato sia mediante capitale di rischio.** A ottobre, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ovvero il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, è rimasto stabile al 5,7 per cento, invariato rispetto al mese precedente (cfr. il grafico 21)<sup>8</sup>. Tale stabilità riflette un maggiore costo del capitale di

<sup>8</sup> A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a ottobre 2025.

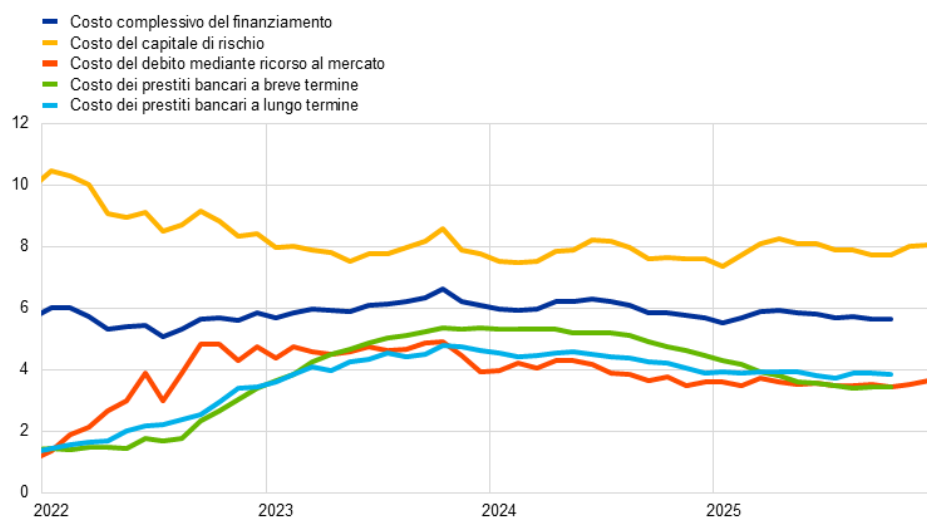
rischio, sostanzialmente compensato da un calo del costo delle emissioni di debito sul mercato registrato a ottobre rispetto al mese precedente. Nel contempo, il costo dei prestiti bancari è rimasto quasi invariato. I dati giornalieri relativi all'intero periodo in esame, compreso tra l'11 settembre e il 17 dicembre 2025, mostrano andamenti al rialzo sia per il costo del debito emesso sul mercato sia, in misura minore, per costo del finanziamento mediante capitale di rischio. L'aumento del costo del debito emesso sul mercato è ascrivibile a un incremento dei tassi privi di rischio, mentre i differenziali sulle obbligazioni societarie sono calati lievemente.

Analogamente, l'aumento del tasso privo di rischio, approssimato dal tasso sugli overnight index swap a dieci anni, ha determinato il rialzo del costo del capitale di rischio, nonostante il lieve calo del premio per il rischio azionario.

### Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata dei costi dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili), di quello del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 17 dicembre 2025 per il costo del debito mediante ricorso al mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri) e a ottobre 2025 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

**La crescita dei prestiti a imprese e famiglie è rimasta moderata e inferiore alle medie storiche.** A ottobre 2025 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è stato pari al 2,9 per cento, invariato da settembre. Tale tasso era gradualmente aumentato dall'inizio del 2025, ma è ancora al di sotto della sua media storica del 4,3 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 22). A ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento del debito societario è aumentato lievemente al 3,2 per cento, rimanendo tuttavia molto al di sotto della media storica del 4,8 per cento. L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dalla BCE a ottobre 2025 ha mostrato un incremento dell'avversione al rischio da parte delle banche. Ha evidenziato un lieve e inatteso irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e un lieve incremento netto della domanda di nuovi finanziamenti, che tuttavia è rimasta complessivamente debole. I prestiti alle famiglie hanno continuato a recuperare gradualmente, con un tasso di crescita sui



dodici mesi in rialzo al 2,8 per cento a ottobre, dopo il 2,6 di settembre, sebbene tale valore sia ancora significativamente inferiore alla media storica del 4,1 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 22). Sia i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sia la crescita del credito al consumo hanno sostenuto tale tendenza al rialzo. Le altre tipologie di prestiti alle famiglie, inclusi quelli alle imprese individuali, sono rimaste deboli. Secondo l'ultima [indagine sulle aspettative dei consumatori \(Consumer Expectations Survey, CES\)](#) condotta dalla BCE, a ottobre le famiglie hanno percepito un lieve peggioramento dell'accesso al credito, anche se si attendono che esso rimanga stabile nei prossimi dodici mesi. Il ritmo di espansione dei prestiti, ancora relativamente lento, riflette in parte i più elevati livelli di incertezza sulle politiche economiche mondiali. Tale fattore è stato particolarmente significativo nella prima metà del 2025, come conseguenza, tra l'altro, dell'andamento delle politiche commerciali negli Stati Uniti<sup>9</sup>.

---

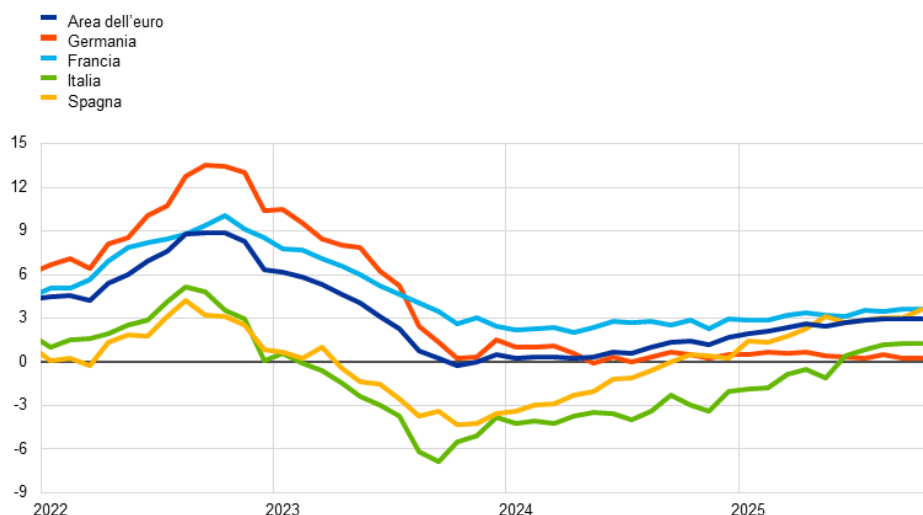
<sup>9</sup> Cfr. "More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe", *Il Blog della BCE*, 2 ottobre 2025.

## Grafico 22

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

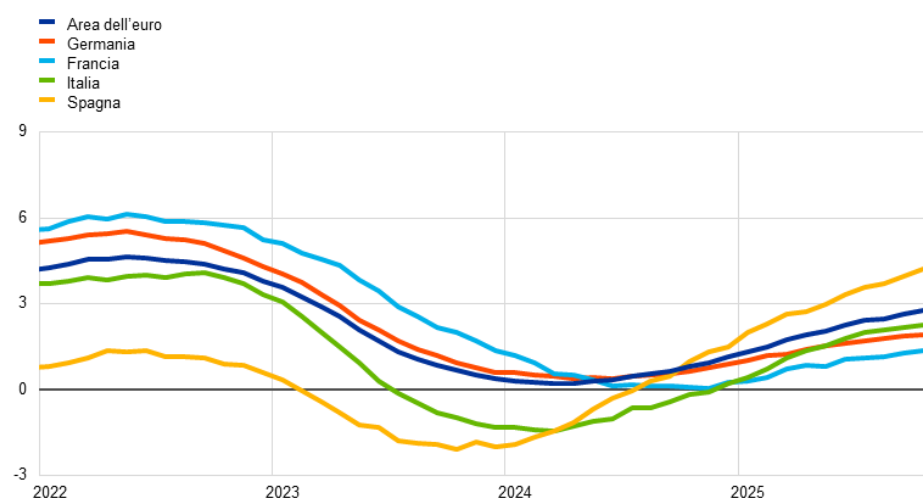
#### a) Prestiti delle IFM alle SNF

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



#### b) Prestiti delle IFM alle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie (SNF), il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2025.

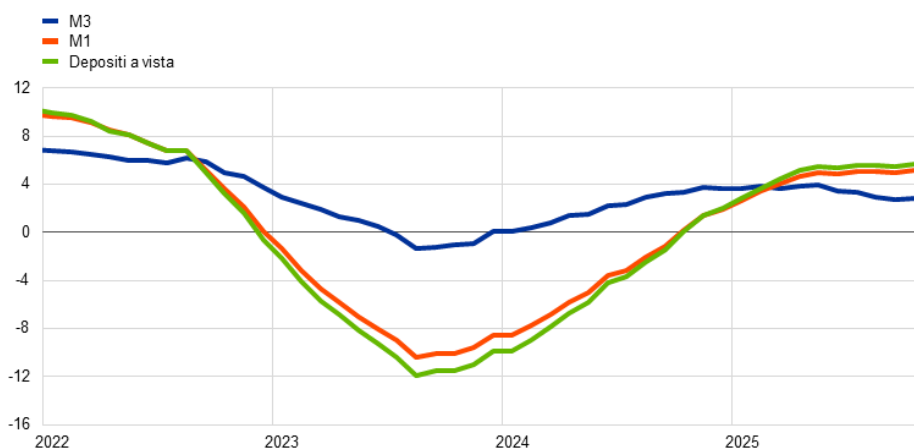
**La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) si è stabilizzata a ottobre, sostenuta dalla stabile dinamica dei prestiti e dei depositi delle famiglie e delle imprese (cfr. il grafico 23).** Il progressivo calo della crescita di M3 osservato da febbraio 2025 si è arrestato a ottobre, quando la crescita sui dodici mesi di M3 è rimasta invariata al 2,8 per cento. Si tratta di un tasso molto inferiore al 4 per cento raggiunto nella prima parte del 2025 e alla sua media di lungo periodo del 6,1 per cento. La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è aumentata a un tasso relativamente stabile, collocandosi al 5,2 per cento a ottobre, dal 5,0 di settembre.

La crescita di M1 ha continuato a essere trainata dai depositi a vista, riflettendo la forte preferenza per le attività liquide da parte di imprese e famiglie. Dal punto di vista delle contropartite, i prestiti a famiglie e imprese hanno continuato a fornire un contributo moderato alla creazione di moneta. Gli afflussi monetari netti dall'estero sembrano aver perso vigore e sono divenuti più volatili rispetto al 2024. Gli acquisti di titoli di Stato da parte delle banche hanno sostenuto la crescita della moneta in un contesto di robusta offerta obbligazionaria. Ciò si è verificato nel contesto della perdurante contrazione del bilancio dell'Eurosistema con una riduzione passiva del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica che ha continuato a pesare sulla crescita di M3.

### Grafico 23

#### M3, M1 e depositi a vista

(variazioni percentuali sui dodici mesi, dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2025.

*Le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2025 dagli esperti dell'Eurosistema indicano un calo del disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dal 3,1 per cento del PIL nel 2024 al 3,0 nel 2025 e un successivo aumento al 3,5 per cento del PIL nel 2027, cui farà seguito una diminuzione al 3,4 nel 2028. Sostanzialmente in linea con questi andamenti, è previsto un orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro leggermente restrittivo nel 2025, un allentamento nel 2026 e successivamente di nuovo una restrizione nel 2027 e nel 2028. Tuttavia, le ipotesi e le proiezioni relative alle politiche di bilancio continuano a essere caratterizzate da un elevato grado di incertezza<sup>10</sup>. La Commissione europea ha adottato il pacchetto d'autunno 2026 e prevede che la maggior parte degli Stati membri rispetti i propri impegni o presenti rischi limitati di non conformità, in considerazione dell'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale. Allo stesso tempo, è soddisfacente che gli investimenti finanziati a livello nazionale siano in espansione nell'insieme dell'area dell'euro. I governi dovrebbero dare priorità alla sostenibilità delle finanze pubbliche, agli investimenti strategici e a riforme strutturali che favoriscano la crescita.*

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2025 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro migliorerà gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione (cfr. il grafico 24)<sup>11</sup>.** Dopo il leggero calo atteso nel 2025, il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe aumentare in misura piuttosto marcata nel 2027, portandosi al 3,5 per cento del PIL e, successivamente, registrare una moderazione solo lieve nel 2028, al 3,4 per cento del PIL. Tale aumento riflette la crescita della spesa per interessi (dall'1,9 per cento del PIL nel 2024 al 2,3 nel 2028), compensata in misura solo marginale dall'impatto del ciclo economico. Pertanto, la componente ciclica rimane sostanzialmente neutrale nell'orizzonte temporale di proiezione, divenendo lievemente positiva nel 2028, e il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo rimane pressoché invariato (ove si considerino le sovvenzioni del Next Generation EU). Rispetto alle proiezioni di settembre elaborate dagli esperti della BCE, il profilo del saldo di bilancio è stato rivisto lievemente al ribasso nel periodo 2025-2027 per motivi principalmente riconducibili al saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo, che più che compensa il leggero miglioramento della componente ciclica.

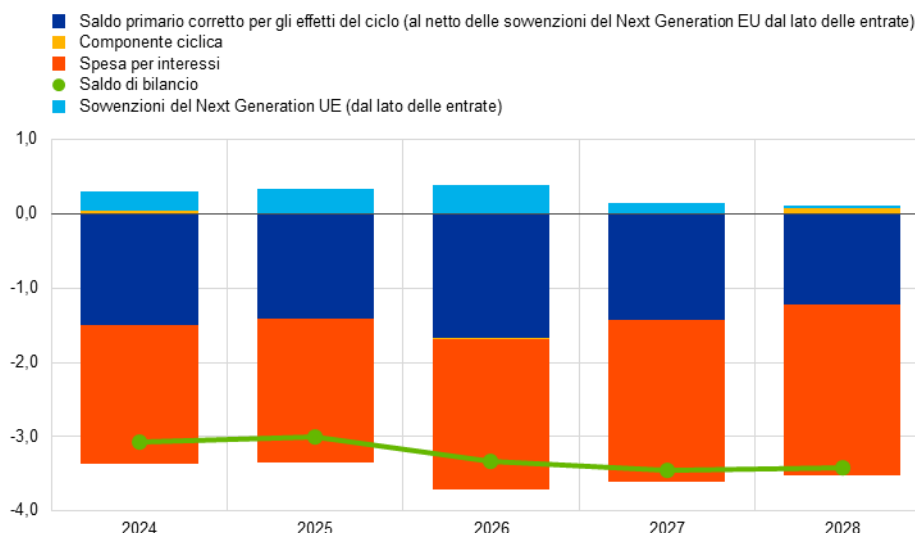
<sup>10</sup> I piani di bilancio di alcuni grandi paesi dell'area dell'euro non sono stati ancora ultimati oppure sono già obsoleti, data l'attuale situazione politica.

<sup>11</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2025](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 18 dicembre 2025.

## Grafico 24

### Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: elaborazioni della BCE e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2025*.

Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 21 paesi dell'area dell'euro.

**Dopo essersi lievemente inasprito nel 2025, l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe allentarsi nel 2026 e tornare a essere restrittivo nel 2027 e nel 2028<sup>12</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 modesto inasprimento nei prossimi anni, a eccezione del 2026. Nel 2025 esso è perlopiù ascrivibile a provvedimenti discrezionali dal lato delle entrate, compresi gli aumenti dei contributi previdenziali e, in misura inferiore, delle imposte dirette e indirette. Tali incrementi sono stati in parte compensati dalla continua espansione della spesa pubblica. Per il 2026 le proiezioni indicano un allentamento dell'orientamento di bilancio, dovuto soprattutto alla crescita degli investimenti pubblici. Nel 2027 gli interventi di risanamento dei conti pubblici in molti paesi (a seguito, tra l'altro, della scadenza dei finanziamenti nel quadro del Next Generation EU) sono compensati da provvedimenti di stimolo, soprattutto in Germania. In tale anno, inoltre, la spesa finanziata dal programma è rinviata, principalmente in Spagna e in Italia, attenua l'orientamento restrittivo. Nel 2028 l'orientamento delle politiche di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe continuare a inasprirsi, seppure a un ritmo in certa misura più lento rispetto al 2027. La modesta restrizione, tuttavia, cela differenze tra i vari paesi, dal momento che un orientamento fortemente espansivo in Germania controbilancia il significativo inasprimento in Francia, Spagna e Italia. In questi ultimi due paesi l'inasprimento è in

<sup>12</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito da queste 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 esercitano una contrazione della domanda, tale componente delle entrate è esclusa 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.

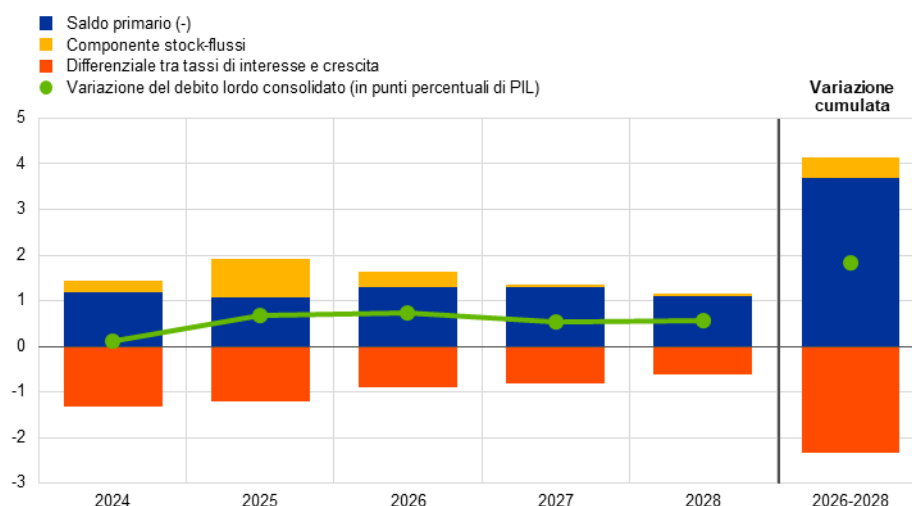
larga misura determinato da un più basso livello di spesa, principalmente per trasferimenti in conto capitale e investimenti precedentemente finanziati dal Next Generation EU.

**Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro segue un andamento crescente (cfr. il grafico 25).** Le proiezioni indicano un aumento del rapporto tra il debito pubblico e il PIL dell'area dell'euro dall'86,6 per cento nel 2024 all'89,2 nel 2028, in un contesto in cui i disavanzi primari e i valori positivi della componente stock-flussi più che compensano gli effetti favorevoli, ancorché in calo, dei differenziali tra tasso di interesse e tasso di crescita. Rispetto alle proiezioni di settembre 2025, l'andamento del debito pubblico è stato corretto verso il basso. La correzione riflette effetti base legati a revisioni statistiche nel 2024 e differenziali più favorevoli fra tasso di interesse e tasso di crescita.

### Grafico 25

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

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: elaborazioni della BCE e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2025*.

Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 21 paesi dell'area dell'euro.

**Il 25 novembre la Commissione europea ha adottato il pacchetto d'autunno 2026, che definisce le priorità di politica economica e occupazionale.** Il pacchetto contiene la valutazione della Commissione sul rispetto da parte degli Stati membri del quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell'UE e fornisce orientamenti per le loro politiche di bilancio nel 2026. Include, inoltre, i pareri della Commissione sui documenti programmatici di bilancio per il 2026 dei paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, non tutti avevano presentato tali documenti alla Commissione, principalmente a causa dello svolgimento di tornate elettorali<sup>13</sup>. È incoraggiante rilevare che, secondo l'analisi della Commissione, la maggioranza degli Stati membri dovrebbe rispettare gli impegni assunti o

<sup>13</sup> Belgio e Spagna non hanno ancora presentato i propri documenti programmatici di bilancio. A maggio l'Austria ne ha presentato uno relativo al 2025 e al 2026, che la Commissione ha valutato in linea con le disposizioni del Patto di stabilità e crescita.

presentare rischi limitati di non conformità, in considerazione dell'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale. È inoltre confortante che nel complesso dell'area dell'euro stiano crescendo gli investimenti finanziati a livello nazionale. I governi dovrebbero dare priorità alla sostenibilità delle finanze pubbliche, agli investimenti strategici e a riforme strutturali che favoriscano la crescita.

# Riquadri

## 1 L'adozione dell'euro in Bulgaria

a cura di Matteo Falagiarda, Christine Gartner e Steffen Osterloh

**Il 1° gennaio 2026 la Bulgaria ha adottato la moneta unica divenendo il 21° membro dell'area dell'euro.**

Le valutazioni espresse negli ultimi rapporti sulla convergenza della Commissione europea (2025) e della Banca centrale europea (cfr. BCE, 2025) hanno aperto la strada all'adozione dell'euro in Bulgaria, e quindi all'ulteriore allargamento dell'area dell'euro dopo l'adesione della Croazia nel 2023<sup>1</sup>. L'8 luglio 2025 il Consiglio dell'Unione europea ha formalmente approvato l'adesione della Bulgaria all'area, fissando il tasso di conversione del lev bulgaro a 1,95583 per euro. Tale tasso corrisponde alla parità centrale della stessa valuta durante il periodo di adesione del paese agli Accordi europei di cambio (AEC II)<sup>2</sup>. L'adozione della moneta unica in Bulgaria dimostra che l'adesione all'area dell'euro rimane una prospettiva appetibile in un periodo caratterizzato da elevata incertezza e tensioni geopolitiche.

**La Bulgaria è ben integrata nell'area dell'euro in virtù di legami commerciali e finanziari.** Ha una popolazione di circa 6,5 milioni di abitanti e il suo PIL rappresenta circa lo 0,7 per cento di quello dell'area dell'euro. La sua struttura economica è sostanzialmente analoga a quella dell'area dell'euro nel suo insieme: l'industria (incluse le costruzioni) e i servizi contribuiscono rispettivamente per il 29 e il 68 per cento circa al valore aggiunto lordo, a fronte di circa il 26 e il 72 per cento nell'area dell'euro. L'area dell'euro è il principale partner commerciale e finanziario della Bulgaria (cfr. il pannello a) del grafico A). Prima dell'adozione della moneta unica, l'economia bulgara mostrava un grado relativamente elevato di "eurizzazione". Circa il 70 per cento del debito pubblico, assieme a una quota significativa del debito delle società non finanziarie, era già denominato in euro, rispecchiando la composizione per valuta del risparmio delle famiglie e delle attività liquide delle imprese, che sono in larga misura detenute sotto forma di depositi (cfr. il pannello b) del grafico A). Per oltre 25 anni la politica monetaria della Bulgaria è stata allineata a quella della BCE attraverso un regime di currency board, che ha mantenuto un tasso di cambio fisso lev bulgaro/euro. La profonda integrazione della Bulgaria nell'area dell'euro si riflette nel forte allineamento del suo ciclo economico a quello dell'area nei quindici anni precedenti l'adozione della moneta unica. Inoltre, le banche facenti capo a istituzioni finanziarie domiciliate in altri paesi dell'area dell'euro svolgono un ruolo preponderante nel sistema bancario bulgaro.

<sup>1</sup> Cfr. Falagiarda e Gartner (2022).

<sup>2</sup> Cfr. Dorrucci et al. (2020).

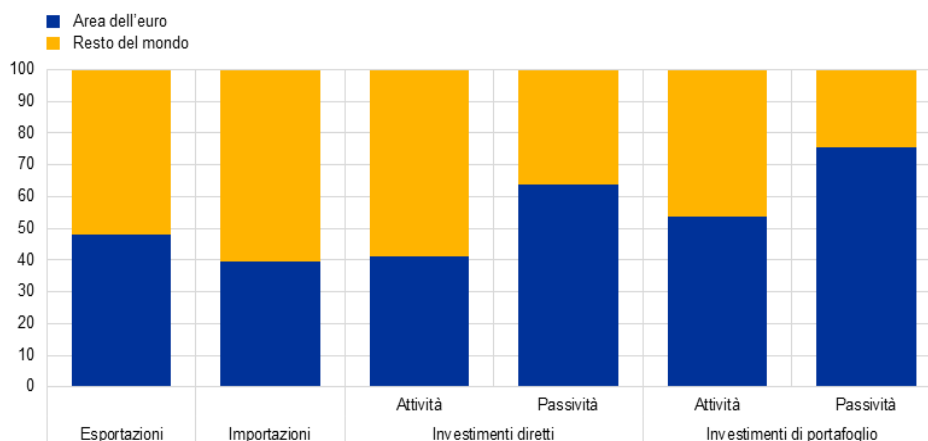


## Grafico A

### Legami della Bulgaria con l'area dell'euro

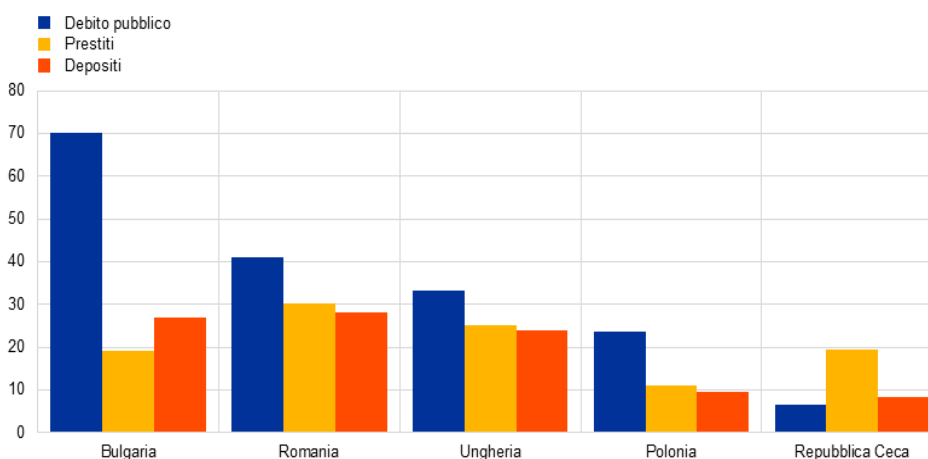
#### a) Legami commerciali e finanziari

(in percentuale sul totale)



#### b) Quota di debito pubblico, prestiti e depositi denominati in euro

(in percentuale sul totale)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: pannello a): i dati si riferiscono al 2024. Le esportazioni e le importazioni sono riferite al solo commercio di beni. Pannello b): i dati si riferiscono all'ammontare di prestiti e depositi dei settori privati nazionali (diversi dalle istituzioni finanziarie e monetarie) in essere a fine ottobre 2025 e alla consistenza del debito delle amministrazioni pubbliche alla fine del 2024.

#### Analogamente agli altri paesi che hanno adottato l'euro, anche la Bulgaria

#### dovrebbe beneficiare di minori costi di transazione e di finanziamento.

Data la profonda integrazione della Bulgaria nell'area dell'euro e il suo impegno a mantenere politiche di bilancio, strutturali e finanziarie solide, l'adozione dell'euro dovrebbe apportare una serie di vantaggi economici. Tra questi: a) l'aumento dell'interscambio e degli investimenti esteri, determinato dai minori costi di transazione; b) la maggiore trasparenza e comparabilità dei prezzi; c) l'accresciuta fiducia da parte degli investitori<sup>3</sup>. L'economia dovrebbe inoltre beneficiare dei minori costi di indebitamento dovuti al saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione e a minori oneri regolamentari per le banche, ad esempio requisiti meno stringenti di riserva obbligatoria. Inoltre, l'adozione dell'euro da parte della Bulgaria le consente di

<sup>3</sup> Alcuni di questi vantaggi sono già resi evidenti dai recenti miglioramenti del merito di credito del paese.

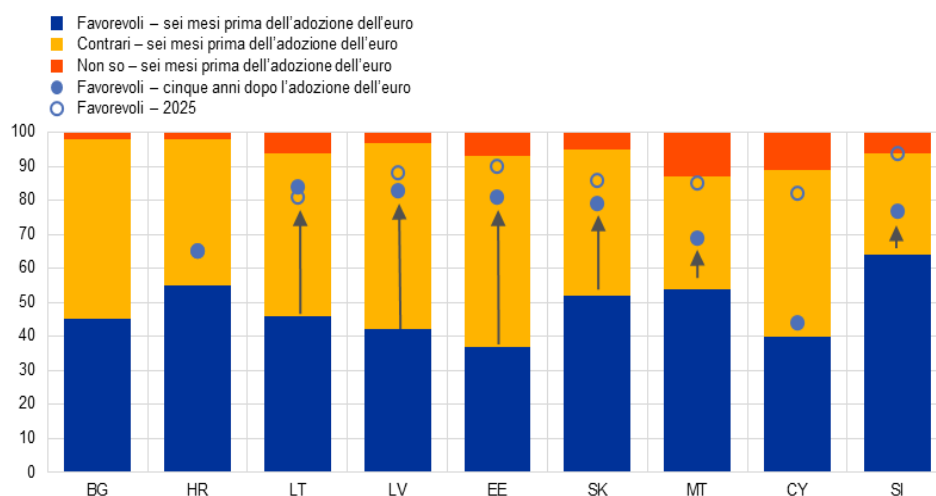
partecipare al processo decisionale dell'area dell'euro e di definirne le politiche economiche.

**I costi e i rischi legati all'adozione dell'euro dovrebbero essere contenuti e “una tantum”.** Quando un paese entra a far parte dell'area dell'euro, le principali fonti di preoccupazione sono i costi legati al passaggio alla nuova moneta e l'eventualità di aumenti ingiustificati dei prezzi al momento della loro conversione in euro<sup>4</sup>. Per attenuare tali preoccupazioni, le autorità bulgare hanno adottato diverse misure, fra cui il potenziamento del monitoraggio dei prezzi e delle ispezioni per far fronte a pratiche abusive, nonché un lungo periodo obbligatorio in cui vige la duplice denominazione dei prezzi, che è iniziato l'8 agosto 2025 e terminerà l'8 agosto 2026. Tuttavia, il sostegno pubblico all'euro in Bulgaria rimane relativamente debole per il timore di possibili aumenti dei prezzi. Lo stesso è avvenuto anche in occasione dei precedenti passaggi all'euro, nei quali solo in seguito si è registrato un sostegno di norma crescente (cfr. il grafico B)<sup>5</sup>. Considerando l'elevato livello di integrazione economica e finanziaria della Bulgaria nell'area dell'euro e il suo tasso di cambio lev bulgaro/euro, rimasto fisso per un lungo periodo, la perdita di flessibilità del tasso di cambio come strumento di stabilizzazione è sostanzialmente irrilevante.

## Grafico B

### Atteggiamenti nei riguardi dell'euro

(in percentuale sul totale)



Fonte: Commissione europea (Eurobarometro).

Note: le barre mostrano le risposte alla domanda "In generale, è personalmente favorevole o contrario all'idea di introdurre l'euro nel suo paese?" (traduzione non ufficiale) nell'indagine Eurobarometro "Introduzione dell'euro negli Stati membri che non hanno ancora adottato la moneta unica". I punti pieni mostrano le risposte alla domanda "È favorevole o contrario a un'unione economica e monetaria europea con una moneta unica, l'euro?" (traduzione non ufficiale) nell'indagine Eurobarometro standard autunnale (della primavera 2025 per la Croazia). I punti vuoti mostrano le risposte alla stessa domanda nell'indagine Eurobarometro Standard della primavera 2025.

**Dal suo ingresso nell'UE nel 2007, la Bulgaria ha compiuto progressi significativi nella convergenza verso l'area dell'euro.** Gli eccessivi squilibri macroeconomici esistenti prima della pandemia di COVID-19, quali una posizione esterna negativa, le fragilità nel settore finanziario e gli elevati indebitamenti

<sup>4</sup> Per maggiori dettagli sull'impatto stimato sui prezzi del passaggio all'euro in Croazia e in occasione delle precedenti transizioni alla moneta unica, cfr. Falagiarda et al. (2023).

<sup>5</sup> Cfr. anche Dreher e Hernborg (2025).

societari, sono stati gradualmente corretti mediante azioni di politica economica credibili e politiche di bilancio prudenti. La Bulgaria ha compiuto progressi considerevoli sul fronte della convergenza anche in termini reali: il PIL pro capite è aumentato da circa il 35 per cento della media dell'area dell'euro nel 2006 a poco più del 60 per cento nel 2025 (cfr. il pannello a) del grafico C). Ha inoltre conseguito una maggiore integrazione finanziaria, grazie al quadro di cooperazione stretta istituito nel 2020, che ha contribuito sia ad allineare gli standard di vigilanza a quelli dell'area dell'euro sia a rafforzare la stabilità finanziaria.

**Benché l'economia bulgara abbia reagito relativamente bene ai recenti shock, permangono rischi per la convergenza dell'inflazione.** L'economia bulgara ha mostrato una buona capacità di tenuta nel corso dell'intera pandemia e in un contesto segnato da recenti picchi inflazionistici dei beni energetici e da tensioni geopolitiche. Tuttavia, essendo un'economia poco estesa e naturalmente aperta essa rimane esposta agli shock esterni<sup>6</sup>. L'inflazione resta vulnerabile alle oscillazioni esterne dei prezzi a causa dell'elevata intensità energetica della produzione e dell'ampia quota di beni energetici e alimentari nei consumi delle famiglie<sup>7</sup>. Le vigorose dinamiche di salari e credito, benché in via di moderazione, pongono ulteriori rischi al rialzo. Nel lungo periodo, il livello relativamente basso dei redditi e dei prezzi della Bulgaria, se confrontato con altri paesi che hanno adottato l'euro (cfr. il pannello b) del grafico C), suggerisce che la convergenza reale e nominale verosimilmente proseguirà.

---

<sup>6</sup> Cfr., ad esempio, Bijsterbosch et al. (2025).

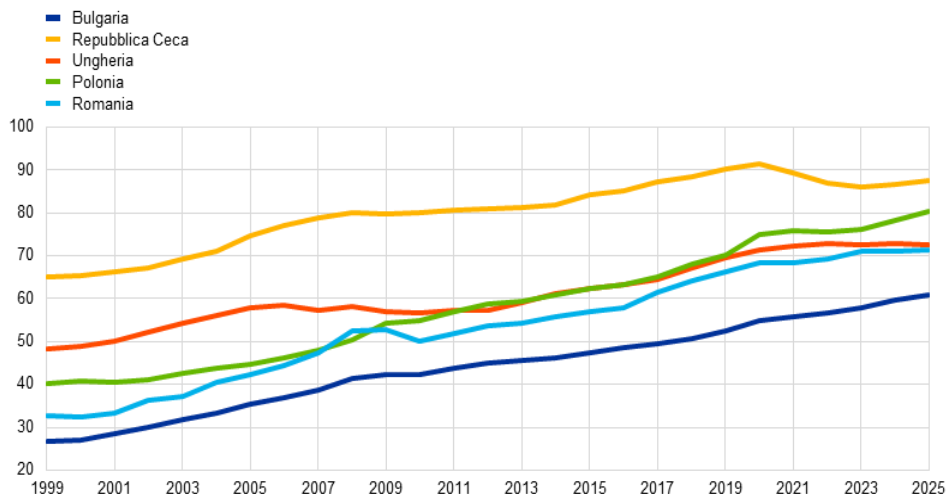
<sup>7</sup> Cfr. Falagiarda (2024) per ulteriori dettagli sulle cause e sulle implicazioni dell'elevata inflazione negli ultimi anni nei paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO) dell'area dell'euro, le cui economie presentano caratteristiche strutturali simili a quelle delle economie dei PECO non appartenenti all'area, come la Bulgaria.

## Grafico C

### PIL pro capite in termini reali rispetto alla media dell'area dell'euro

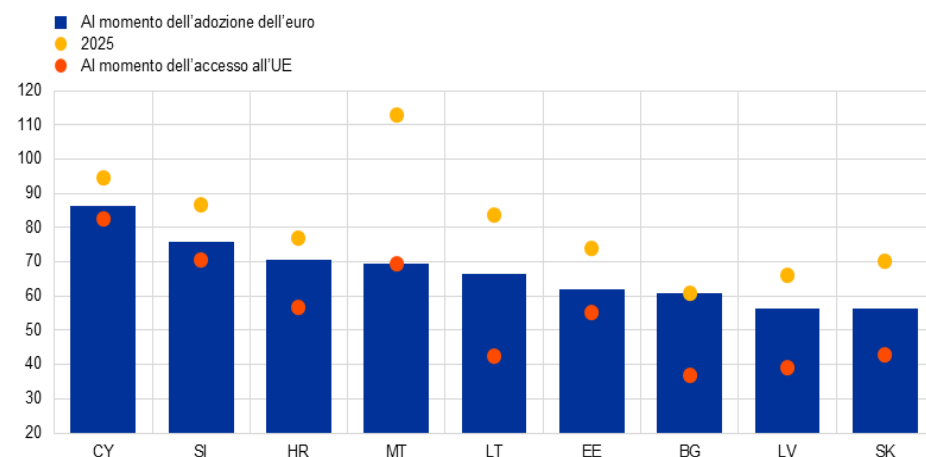
#### a) Evoluzione nel tempo e confronto con gli altri paesi della regione

(indice: area dell'euro = 100)



#### b) Confronto con altri paesi che hanno adottato l'euro

(indice: area dell'euro = 100)



Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il PIL pro capite in termini reali è espresso in unità di potere d'acquisto. I dati relativi al 2025 sono tratti dalle previsioni economiche formulate dalla Commissione europea nell'autunno dello stesso anno. Pannello b): le barre blu mostrano il PIL pro capite in termini reali nell'anno precedente l'adozione dell'euro (ad esempio: 2007 per Cipro e 2025 per la Bulgaria) rispetto alla media dell'area dell'euro (EA20). I punti rossi indicano il PIL pro capite in termini reali nell'anno precedente l'adesione alla UE (ad esempio: 2003 per Cipro, 2006 per la Bulgaria) rispetto alla media EA20, mentre i punti gialli indicano il livello stimato per il 2025 rispetto alla media EA20.

### La Bulgaria ha mantenuto un assetto di bilancio solido, ma potrebbe subire pressioni al rialzo del livello di spesa pubblica attualmente relativamente basso.

Nel quadro del regime di currency board, il paese ha registrato avanzi di bilancio in 13 degli ultimi 27 anni, ha mantenuto il rapporto tra debito pubblico e PIL ben al di sotto del 60 per cento (23,8 per cento nel 2024, il secondo livello più basso nell'UE) e dal 2012 ha scongiurato l'attivazione della procedura per i disavanzi eccessivi. Tale dinamica solida dei conti pubblici è stata sostenuta da una politica di bilancio prudente, necessaria per sostenere la credibilità del regime di currency board. Con l'adozione dell'euro da parte della Bulgaria e il venir meno dei vincoli posti da tale regime, gli incentivi alla politica di bilancio potrebbero mutare.

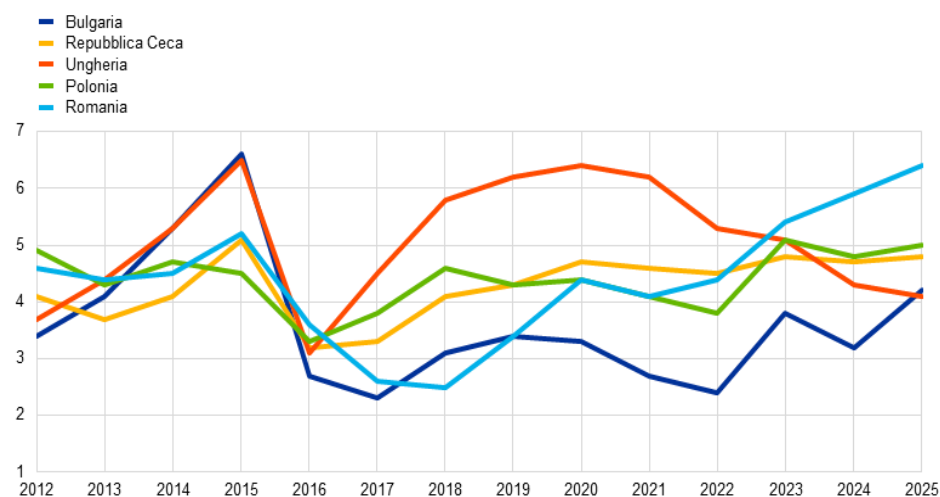
Qualora emergesse la percezione che la disciplina di bilancio possa ammorbidirsi, nel tempo ciò potrebbe comportare pressioni sulla spesa, con particolare riguardo alle funzioni economiche per le quali la quota di spesa è attualmente relativamente bassa. In particolare, è questo il caso degli investimenti pubblici, rimasti su livelli costantemente inferiori rispetto ad altri PECO (cfr. il pannello a) del grafico D), in parte a causa dell'utilizzo più lento rispetto a quanto inizialmente previsto dei fondi del Next Generation EU. Anche la spesa per previdenza sociale, sanità e istruzione è contenuta rispetto a quella dell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico D). Se le pressioni al rialzo per tali settori dovessero tradursi in un aumento della spesa pubblica, per mantenere la stabilità del rapporto debito-PIL sarebbe necessario un aumento del gettito fiscale. In prospettiva, per conseguire una convergenza economica sostenibile nel lungo periodo ed evitare indebite pressioni inflazionistiche e perdite di competitività che potrebbero ostacolare il potenziale di crescita della Bulgaria a lungo termine, l'approccio migliore sembra essere il mantenimento di finanze pubbliche sane e favorevoli alla crescita, in linea con le regole di governance economica dell'UE, sostenute da un solido quadro di riferimento nazionale per le politiche di bilancio e, contestualmente, da continue riforme strutturali volte a rafforzare la produttività.

## Grafico D

### Investimenti e spesa pubblica

#### a) Investimenti pubblici

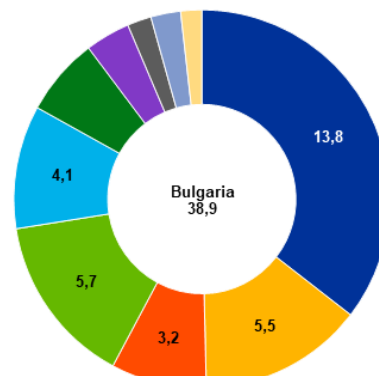
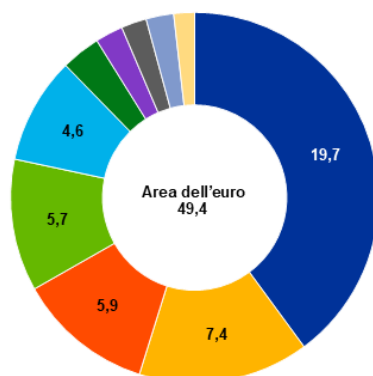
(in percentuale sul PIL)



#### b) Spesa delle amministrazioni pubbliche per funzione economica

(in percentuale del PIL)

- Previdenza sociale
- Sanità
- Servizi generali delle amministrazioni pubbliche
- Affari economici
- Istruzione
- Ordine pubblico e sicurezza
- Difesa
- Attività ricreative, culturali e di culto
- Abitazioni e assetto territoriale
- Protezione dell'ambiente



Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO), Eurostat (COFOG) ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
 Note: pannello a): i dati relativi al 2025 sono tratti dalle previsioni economiche formulate dalla Commissione europea nell'autunno 2025. Pannello b): i dati si riferiscono al 2023. I numeri mostrati nei cerchi bianchi indicano il totale.

## Riferimenti bibliografici

Banca centrale europea (BCE) (2025), [Rapporto sulla convergenza](#), BCE, giugno.

Bijsterbosch, M., Falagiarda, M. e Žideková, L. (2025), [“From headlines to hard data: mapping the uneven impact of geopolitical risk in Europe”](#), *Il Blog della BCE*, BCE, 28 novembre.

Commissione europea (2025), [“Convergence report 2025 on Bulgaria”](#), *European Economy Institutional Papers*, n. 320, Commissione europea, 4 giugno.

Dorrucci, E., Fidora, M., Gartner, C. e Zumer, T. (2020), [Gli accordi europei di cambio \(AEC II\) come fase preparatoria in vista dell'adozione dell'euro: il caso di Bulgaria e Croazia](#), articolo 1 nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

Dreher, F. e Hernborg, N. (2025), [“Love at second sight: support for the euro before and after adoption”](#), *Il Blog della BCE*, BCE, 4 novembre.

Falagiarda, M. (2024), [“Inflation in the eastern euro area: reasons and risks”](#), *Il Blog della BCE*, BCE, 10 gennaio.

Falagiarda, M. e Gartner, C. (2022), [L'adozione dell'euro da parte della Croazia](#), riquadro 2 nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

Falagiarda, M., Gartner, C., Mužić, I. e Pufnik, A. (2023), [“Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?”](#), *Il Blog della BCE*, BCE, 7 marzo.

## Dal testo al problema: comprendere i limiti delle misure di incertezza della politica commerciale ricavate dai testi

a cura di Maximilian Schröder

**L'incertezza sulle politiche commerciali è notevolmente aumentata in connessione con l'innalzamento dei dazi e le minacce di ulteriori inasprimenti, aggiungendo un nuovo livello di complessità alla valutazione delle prospettive economiche mondiali.** I cambiamenti delle politiche tariffarie e commerciali, l'imprevedibilità della comunicazione e l'abbandono del multilateralismo basato su regole in favore di meccanismi di negoziazione bilaterale hanno accresciuto l'incertezza tra imprese e investitori. Ciò ha influenzato le decisioni di approvvigionamento, produzione e investimento, e potrebbe gravare sulla dinamica dell'interscambio, sugli investimenti e sugli andamenti macroeconomici complessivi. L'incertezza può inoltre incidere sulle aspettative e frenare l'attività anche in assenza di variazioni effettive delle politiche. Il suo monitoraggio è diventato quindi essenziale per la valutazione delle prospettive economiche. L'incertezza sulle politiche commerciali è stata una componente importante delle ipotesi tecniche alla base delle recenti proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE<sup>1</sup>.

**Tuttavia, tale incertezza non è osservabile ed è difficile da catturare con modelli analitici.** Al fine di coglierla, indicatori come l'indice di incertezza della politica commerciale (trade policy uncertainty, TPU) descritto in Caldara et al. (2020) contano gli articoli di stampa in cui parole chiave afferenti al commercio e all'incertezza figurano ravvicinate. Questo indice, illustrato nel grafico A per il periodo 1990-2025, è rimasto su livelli contenuti tra il 1990 e il 2016, per poi aumentare nel corso della prima campagna elettorale e presidenza di Trump, nonché durante il primo conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina negli anni 2018-2020. Ad aprile 2025 ha raggiunto il massimo storico quando la seconda amministrazione Trump ha imposto un dazio base del 10 per cento su gran parte delle importazioni e dazi aggiuntivi specifici per paese fino al 50 per cento. Pur essendo diminuito da allora, l'indice TPU resta elevato in prospettiva storica.

**Riguardo alla misurazione dell'impatto macroeconomico dell'incertezza relativa alle politiche commerciali, per gli ultimi due trimestri i modelli lineari standard spesso implicano effetti di entità significativa e non plausibile.**

Un motivo è che tali modelli si basano su estrapolazioni di relazioni storiche che potrebbero non essere più valide. Un'altra ragione è legata alla costruzione dello stesso indice TPU: il valore massimo osservato ad aprile implica che una quota molto elevata (circa il 10 per cento) di tutti gli articoli di stampa nel sottostante corpus di dati testuali contenga parole chiave legate all'incertezza sulle politiche commerciali; ciò suggerisce che l'indice possa essere stato gonfiato da

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro 2 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2025* e il riquadro 1 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2025*.

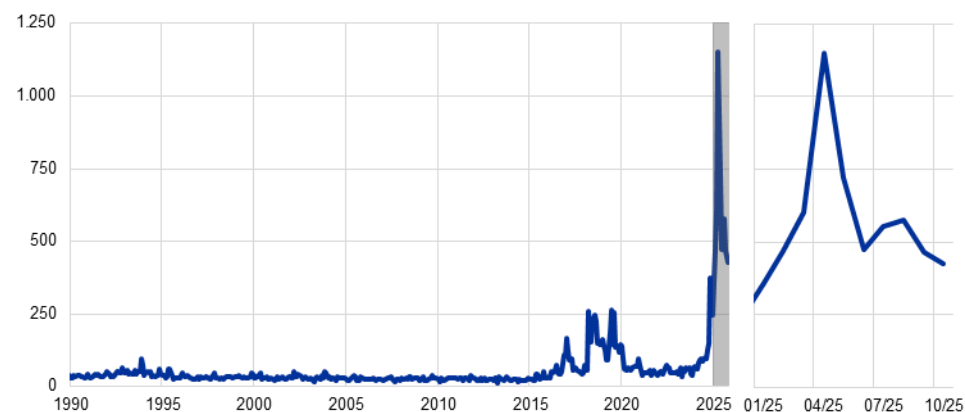


un'accresciuta attenzione dei media o dall'utilizzo di parole chiave relative alla politica commerciale nel contesto di altri argomenti.

### Grafico A

#### Indice di incertezza della politica commerciale

(percentuali di articoli di stampa contenenti parole chiave legate all'incertezza della politica commerciale, moltiplicate per 100)



Fonti: Caldara et al. (2020) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il grafico mostra l'indice TPU grezzo riportato da Caldara et al. (2020).

**La contaminazione degli indicatori TPU ricavati dai testi è probabilmente legata al fatto che la copertura mediatica della politica commerciale può in parte coincidere con quella di temi economici o politici più ampi.** Una criticità è che gli interventi di politica economica abbiano accresciuto l'incertezza non solo sul fronte commerciale ma anche in altri ambiti. Ne consegue che la misura dell'incertezza della politica commerciale possa sovrapporsi ad altre forme di incertezza. Ad esempio, un articolo pubblicato da Reuters a giugno (cfr. Saphir, 2025) cita la politica commerciale, ma principalmente nel contesto del rischio geopolitico: "a fronte di un rallentamento economico già atteso per l'economia statunitense, messa sotto pressione dagli elevati dazi all'importazione dell'amministrazione Trump, un aumento dei prezzi del petrolio dovuto al conflitto [attacco all'Iran] 'potrebbe esercitare una vigorosa pressione al ribasso sulla capacità di spesa delle famiglie...' (traduzione non ufficiale). Contenuti di questo tipo mettono in luce anche un altro caso limite: articoli che trattano dell'incertezza economica relativa agli effetti dei dazi piuttosto che dell'incertezza della politica commerciale stessa, come nel caso dell'espressione "e sebbene da un lato ci si attenda che per lo scorso mese l'inflazione si sia approssimata all'obiettivo del 2 per cento fissato dalla Federal Reserve, dall'altro molti funzionari della Fed si aspettano che i dazi determinino un aumento dei prezzi..." (traduzione non ufficiale) riportata nello stesso testo. Di conseguenza le informazioni dei media possono gonfiare il conteggio delle parole chiave connesse all'incertezza della politica commerciale quando l'indice è interpretato in senso strettamente economico. In tale contesto il presente riquadro richiama alla cautela nell'interpretare meccanicamente i valori dell'indicatore TPU come shock da incertezza veri e propri e propone una misura alternativa da utilizzare nei modelli macroeconomici standard.

**La misura TPU standard può essere perfezionata eliminando i fattori contaminanti.** Tali fattori diventano problematici quando l'analisi econometrica

cerca di distinguere tra i diversi canali di incertezza, ad esempio nell'analisi di scenario, e possono determinare un doppio conteggio se i valori ricavati dalla misura TPU grezza sono trattati come uno shock strutturale di incertezza della politica commerciale. Il presente riquadro propone pertanto una misura TPU alternativa, che utilizza l'indice grezzo depurato per i casi di riferimenti concomitanti determinati da parole chiave, come quelli citati nel paragrafo precedente. Aniché essere costruita da zero, la serie non corretta viene indirettamente depurata tramite una regressione su un insieme di proxy, una costante e una dummy per la pandemia di COVID-19. Ciò elimina la variazione riconducibile ai comovimenti storici delle parole chiave legate all'incertezza, preservando al contempo i cambiamenti che vanno oltre quelli. Il primo insieme di proxy tiene conto dei casi in cui la trattazione dell'incertezza in senso ampio gonfia i conteggi riguardanti l'incertezza della politica commerciale e include: gli indici categorici di incertezza della politica economica sviluppati da Baker et al. (2016), esclusa la politica commerciale; l'indice di rischio geopolitico elaborato da Caldara e Iacoviello (2022); il Volatility Index (VIX) del Chicago Board Options Exchange (CBOE) e la volatilità dei prezzi del petrolio. Il secondo insieme è mirato agli episodi in cui le tensioni finanziarie o lungo le catene di approvvigionamento influenzano l'informazione giornalistica sui rischi legati al commercio: il National Financial Conditions Index (NFCI) statunitense e il Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI). Infine, il dazio effettivo, definito come il rapporto tra le entrate doganali e le importazioni, tiene conto dei casi in cui la copertura informativa da parte dei mezzi di comunicazione riflette variazioni reali della politica commerciale anziché l'incertezza sulle misure future<sup>2</sup>.

#### **L'indicatore depurato mostra valori massimi significativamente più contenuti per tutto il 2025.**

Il pannello a) del grafico B presenta l'indicatore TPU depurato a confronto con l'indicatore grezzo<sup>3</sup>. Sebbene la misura conservi le principali caratteristiche dell'indicatore originario, i valori massimi osservati nel 2025 raggiungono solo il 20 per cento dell'ampiezza dei corrispondenti valori dell'indicatore grezzo e superano i livelli registrati durante il primo conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina di un margine inferiore<sup>4</sup>. Gli andamenti recenti sono generalmente paragonabili a quelli tracciati dalle misure di incertezza della politica economica (economic policy uncertainty, EPU), come l'indice EPU statunitense basato sulle notizie, l'indice EPU statunitense a tre componenti e l'indice EPU mondiale riportati nel pannello b) del grafico B. In assenza di variabili di controllo, la coincidenza dei picchi tra le diverse misure di incertezza spiega in parte il valore straordinariamente elevato dell'indicatore TPU grezzo. Al tempo stesso, l'indicatore TPU depurato continua a evidenziare un picco durante il primo conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina, in linea con l'indice TPU grezzo. Nel complesso ciò suffraga la tesi secondo cui l'indicatore TPU non corretto possa essere interpretato in modo fuorviante nell'attuale contesto di elevata incertezza, a meno

<sup>2</sup> Il dazio effettivo è corretto per escludere i valori anomali.

<sup>3</sup> L'indice depurato è centrato sulla propria media storica di lungo periodo. Valori negativi indicano, pertanto, livelli dell'indice TPU depurato al di sotto di tale media, mentre valori positivi indicano un'incertezza superiore alla media.

<sup>4</sup> L'indicatore corretto risulta leggermente più volatile, determinando un potenziale aumento del rumore nell'analisi.

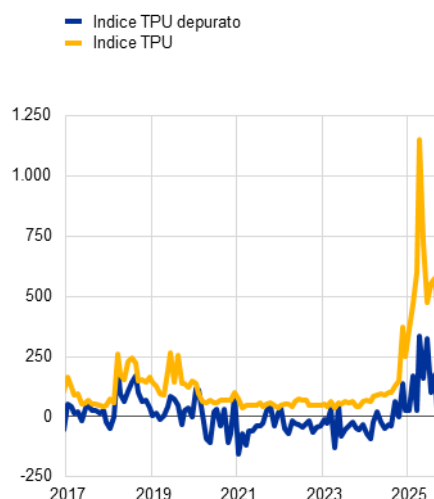
che non si adotti un'interpretazione restrittiva degli shock da incertezza della politica commerciale.

## Grafico B

### Indice TPU e altre misure di incertezza

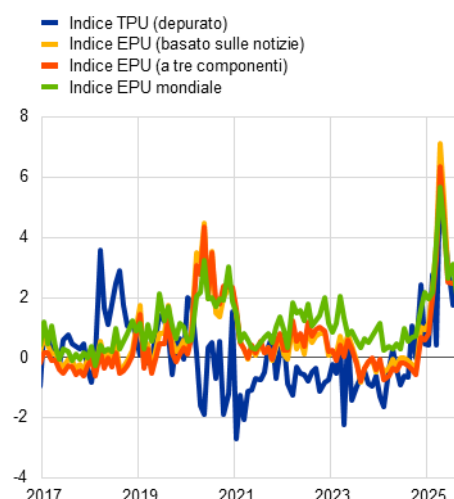
a) Indice TPU e indice TPU depurato

(indici di diffusione)



b) Indice TPU depurato e misure di incertezza della politica economica

(indici di diffusione, valori standardizzati)



Fonti: pannello a): Caldara et al. (2022) ed elaborazioni degli esperti della BCE. Pannello b): Baker et al. (2016), Davis (2016) ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: ultime osservazioni: settembre 2025.

### L'indice TPU corretto consente di costruire scenari controfattuali che producono stime più plausibili degli impatti macroeconomici.

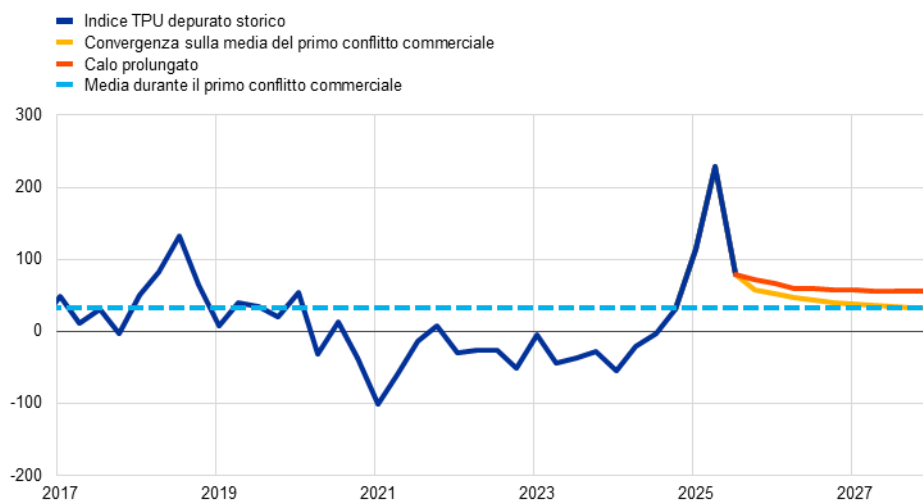
Sulla base dell'indice corretto, è possibile definire e aggiornare profili alternativi del grado di incertezza della politica commerciale, man mano che si rendono disponibili nuovi dati, fornendo un input flessibile per gli esercizi di proiezione e di previsione condizionale. Il pannello a) del grafico C) illustra due scenari: uno in cui l'incertezza della politica commerciale scende dai livelli attuali alla media osservata durante il primo conflitto commerciale e un altro che ipotizza una flessione più prolungata. Il pannello b) del grafico C mostra i corrispondenti effetti sul PIL statunitense e sul PIL mondiale (esclusi gli Stati Uniti), tenendo conto degli shock impliciti nell'incertezza della politica commerciale a partire dall'inizio dell'anno. Sulla base di queste ipotesi, entro il 2027 il PIL degli Stati Uniti e del resto del mondo diminuirebbe di circa 0,1 punti percentuali se l'incertezza dovesse nuovamente scendere ai livelli del primo conflitto commerciale, ma di circa 0,2 punti percentuali se tale incertezza rimanesse elevata per un periodo più lungo.

## Grafico C

### Impatto dell'incertezza della politica commerciale sulla crescita

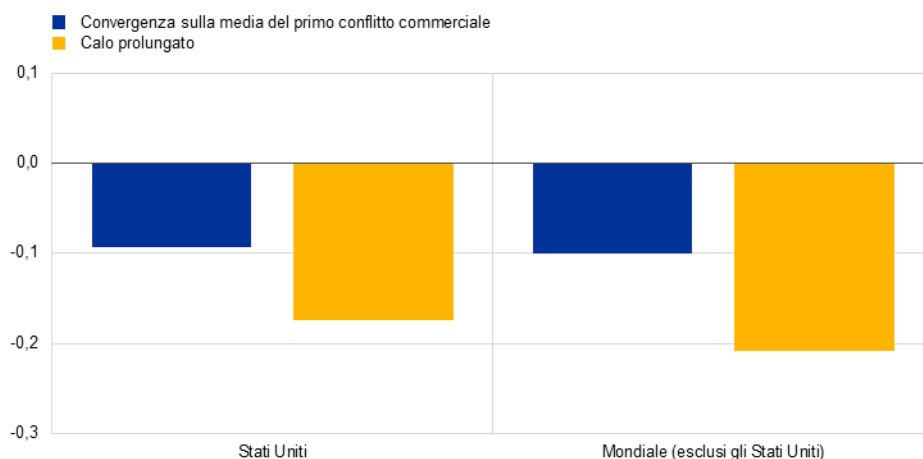
#### a) Evoluzione dell'incertezza della politica commerciale

(indice, medie mobili di tre mesi)



#### b) Impatto cumulato dell'incertezza sulla crescita del PIL, 2025-2027

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: pannello a): ultime osservazioni: luglio 2025, in seguito estrapolazioni. Pannello b): gli impatti sono calcolati a partire da previsioni basate su modelli di autoregressione vettoriale bayesiani, dipendenti dal profilo ipotizzato dell'indice TPU depurato. I modelli includono, per una regione alla volta, l'indice TPU depurato; i logaritmi di PIL, investimenti e IPC; una dummy per la pandemia di COVID-19. Lo shock da incertezza della politica commerciale è individuato con l'identificazione di Cholesky.

### In conclusione, correggere le misure di incertezza della politica commerciale può renderle indicatori più efficaci e più facilmente interpretabili.

Il presente riquadro sostiene che le misure ricavate dai testi potrebbero cogliere un concetto di incertezza più ampio rispetto a quella riguardante soltanto gli annunci e l'attuazione delle politiche commerciali. Una volta rimossi i fattori di disturbo e gli effetti del ciclo mediatico, le misure corrette di incertezza della politica commerciale evidenziano effetti macroeconomici di entità inferiore rispetto a quanto comunemente rilevato in letteratura. Inoltre, se si adotta una definizione più restrittiva di incertezza della politica commerciale, questi indicatori alternativi possono essere prontamente utilizzati per elaborare scenari da utilizzare nelle previsioni condizionate e negli esercizi di proiezione. In tale contesto, l'indice TPU corretto è stato utilizzato come

punto di partenza per analizzare l'impatto dell'incertezza sulle politiche commerciali nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE, sia per le proiezioni di base sia per l'analisi di scenario.

## Riferimenti bibliografici

Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J. (2016), "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, numero 4, novembre, pagg. 1593-1636.

Caldara, D. e Iacoviello, M. (2022), "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, vol. 112, n. 4, aprile, pagg. 1194-1225.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. e Raffo, A. (2020), "The economic effects of trade policy uncertainty", *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, gennaio, pagg. 38-59.

Davis, S.J. (2016), "An Index of Global Economic Policy Uncertainty", *NBER Working Papers*, n. 22740, National Bureau of Economic Research, ottobre.

Saphir, A. (2025), "US attack on Iran adds to economic uncertainty", Reuters, 23 giugno.

### 3 Indicatori in tempo reale del commercio: integrazione degli strumenti di stima a brevissimo termine con i dati satellitari

a cura di Rinalds Gerinovics e Baptiste Meunier

**Gli shock recenti hanno messo in evidenza quanto sia importante e complicato fornire rilevazioni tempestive del commercio mondiale.** Il grande impatto delle strozzature dal lato dell'offerta conseguenti alla pandemia di COVID-19 (2021-2022), delle interruzioni al traffico nel Canale di Panama (2003) e nel mar Rosso (2024-2025), nonché dei recenti bruschi aumenti dei dazi ha sottolineato l'esigenza di rilevazioni tempestive del commercio. Il presente riquadro mostra come l'integrazione dell'indice standard con indicatori in tempo reale ottenuti tramite i dati satellitari sui movimenti delle navi possa offrire delle informazioni tempestive sulle dinamiche commerciali internazionali. L'indice integrato attualmente indica andamenti dell'interscambio contenuti, seppur in miglioramento.

**Nel 2020, per la prima volta, gli esperti della BCE hanno realizzato un indice del commercio mondiale, allo scopo di rilevare la crescita delle importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro), avvalendosi di indicatori finanziari legati al commercio; si trattava, tuttavia, di un indice dall'accuratezza limitata<sup>1</sup>.**

Tale prima versione si basava principalmente sui dati dei mercati finanziari, quali i corsi azionari per le aziende internazionali di logistica. Sulla base della metodologia illustrata in Lewis et al. (2022), è stata impiegata un'analisi delle componenti principali per estrarre la tendenza di fondo di un set di dati di input che combina informazioni ad alta frequenza (giornaliere e settimanali) con indicatori mensili<sup>2</sup>. Sebbene più tempestivo rispetto ai dati di contabilità nazionale, che vengono pubblicati non prima di 30-45 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento, l'indice in questa versione mostrava scarsa accuratezza al di fuori del campione.

**I nuovi indicatori, basati sui movimenti delle navi rilevati dai satelliti, forniscono informazioni in tempo reale sul commercio per paese e materia prima.** Il sistema di identificazione automatica (automatic identification system, AIS) è un sistema di rilevazione basato sulla trasmissione ai satelliti da parte delle navi di informazioni chiave, quali identità, posizione, velocità, direzione e stato della navigazione (ad esempio in corso o in rada). I dati derivati dal sistema di identificazione automatica, concepiti in origine per evitare collisioni, sono poi diventati di ampio impiego in economia, trattandosi di dati giornalieri pubblicati già il giorno seguente. Ai fini della rilevazione degli scambi commerciali, si utilizzano quattro indici: 1) indice degli scambi (importazioni ed esportazioni) aggregati per paese, costruito sulla base dei volumi di carico che arrivano al porto di un paese; 2) indice dell'attività marittima presso i principali colli di bottiglia (choke point), basato sullo stesso metodo; 3) indice dei flussi commerciali per materie prime

<sup>1</sup> Cfr. Delle Chiaie e Perez-Quirós (2020).

<sup>2</sup> Le serie mensili contribuiscono ad attenuare la volatilità insita nei dati ad alta frequenza. Verifiche di tipo empirico mostrano che i dati mensili migliorano la correlazione all'interno del campione e l'accuratezza predittiva al di fuori di esso.

fondamentali, quali petrolio, gas naturale liquefatto (GNL), ferro, carbone, bauxite, sulla base del tracciamento di petroliere e portarinfuse; 4) indice delle esportazioni nel settore automobilistico, sulla base delle rilevazioni delle navi ro-ro (mercantili per il trasporto di veicoli).

**Gli indicatori basati sui dati satellitari ben riflettono eventi chiave nel commercio mondiale.**

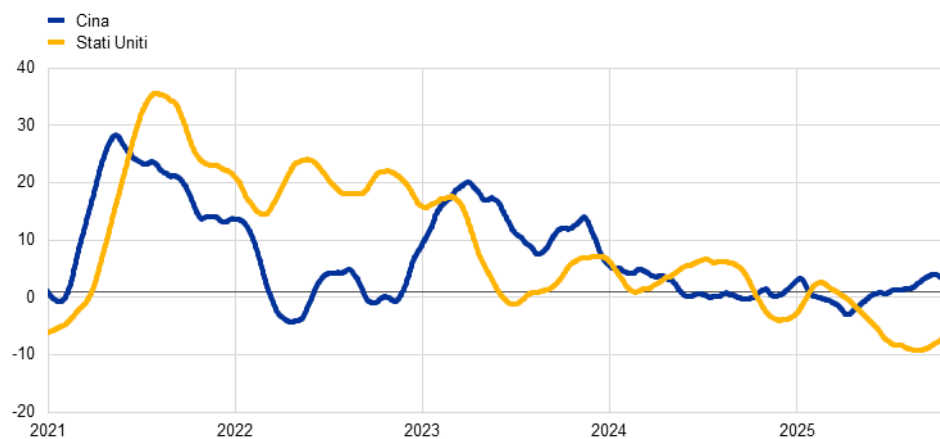
Ad esempio, l'impennata dell'interscambio di beni a seguito della pandemia è stata rispecchiata da un marcato incremento del traffico marittimo (cfr. il pannello a) del grafico A). Nel secondo trimestre del 2025 gli stessi dati hanno mostrato un pronunciato rallentamento degli scambi con gli Stati Uniti, in un contesto caratterizzato dall'innalzamento di barriere commerciali, a fronte della capacità di tenuta del commercio in Cina. Allo stesso modo, le diffuse strozzature dal lato dell'offerta conseguenti alla pandemia si sono mostrate in modo evidente nella congestione superiore alla media osservata nei principali porti statunitensi (cfr. il pannello b) del grafico A). Un altro esempio è rappresentato dagli attacchi condotti nel 2024 dai ribelli Huthi al trasporto marittimo nel Mar Rosso, che hanno indotto le compagnie di navigazione a dirottare i mercantili verso il Capo di Buona Speranza (cfr. il pannello c) del grafico A).

## Grafico A

### Indici del commercio basati su dati satellitari

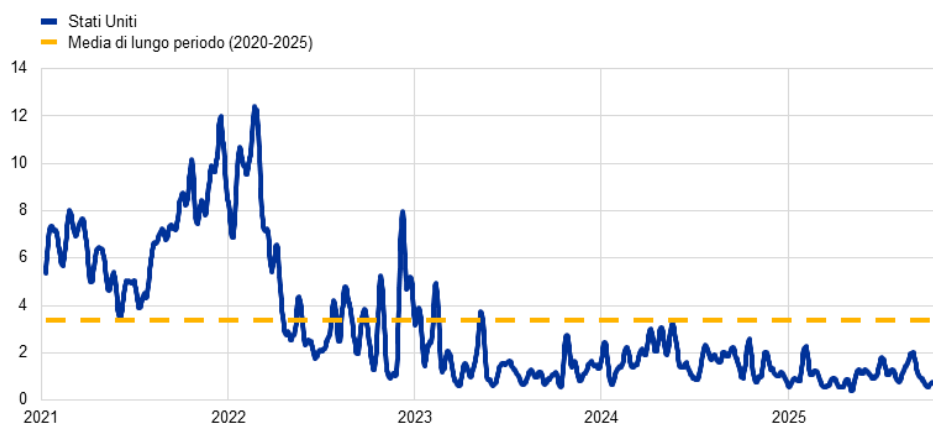
#### a) Commercio via mare

(variazioni percentuali sui dodici mesi, medie mobili di tre mesi)



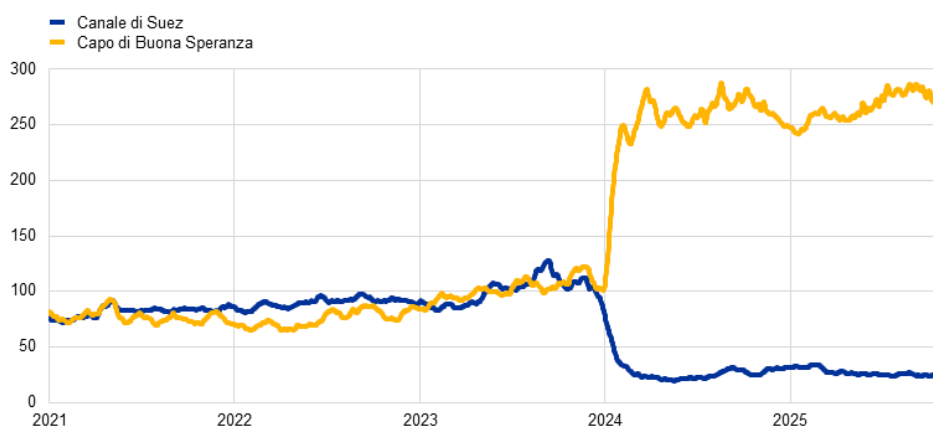
#### b) Congestione nei principali porti

(numero di giorni trascorsi nella zona di ancoraggio)



#### c) Attività marittima ai principali colli di bottiglia

(medie mobili di 30 giorni; indice: da gennaio a ottobre 2023 = 100)



Fonti: QuantCube ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello b) l'indice si basa su navi portacontainer nei porti di Los Angeles e Long Beach. Le ultime osservazioni si riferiscono al 30 ottobre 2025.



**Gli indicatori che si basano sui dati satellitari mostrano una maggiore correlazione con il commercio mondiale rispetto agli indicatori finanziari e ciò li rende particolarmente adatti a integrare l'indice del commercio.** Verifiche di tipo statistico (cfr. Efron et al., 2004; Fan e Lv, 2008), che valutano il potere predittivo dei vari indicatori giornalieri e settimanali relativi alle importazioni internazionali, mostrano che le serie basate su dati satellitari forniscono risultati migliori degli indicatori desunti dai mercati (ad esempio: corsi azionari, noli marittimi, quotazioni delle materie prime) e di quelli basati su fonti alternative di dati (ad esempio: Google Trends, dati sui voli). Per esempio, alcuni indici basati sui satelliti (come i dati sulle esportazioni di automobili dell'UE) mostrano una correlazione di Pearson con le importazioni mondiali superiore a 0,7 nel periodo 2016-2024, a fronte di una correlazione media di 0,4 degli indicatori finanziari.

**L'indice del commercio mondiale integrato si basa sui dati satellitari con la massima capacità predittiva<sup>3</sup>.** La selezione è conforme alla letteratura, che mostra un'accuratezza significativamente maggiore dei modelli fattoriali se si scelgono predittori meno numerosi, ma più informativi (cfr. Bai e NG, 2008). L'indice integrato è composto da 47 serie, di cui 25 settimanali (4 corsi azionari delle compagnie di navigazione e 21 indicatori basati sui dati satellitari) e 22 mensili (ad esempio, l'indice dei responsabili degli acquisti relativo ai nuovi ordinativi dall'estero e i dati doganali). Tra gli indicatori specifici per paese, relativi a 12 nazioni, che rappresentano il 64 per cento del commercio mondiale, la selezione delle variabili desunte dai dati riflette il ruolo centrale della Cina, con molti degli indicatori selezionati connessi all'interscambio cinese (esportazioni di automobili, interscambio complessivo, nonché importazioni di GNL, ferro e petrolio).

**I dati satellitari migliorano in modo sostanziale la capacità predittiva dell'indice del commercio, sia in termini di accuratezza della tendenza (che aumenta dal 50 all'80 per cento), sia in termini di accuratezza delle segnalazioni puntuali (si dimezza l'errore fuori dal campione).** La precisione della previsione della tendenza al di fuori del campione dell'indice precedente era inferiore al 50 per cento: ciò significa che il segno previsto della crescita del commercio mondiale era esatto meno di una volta su due. A titolo di confronto, l'indice rivisto avrebbe previsto il segno della tendenza correttamente nell'80 per cento dei casi, circa, nel periodo 2021-2024 (cfr. il pannello a) del grafico B)<sup>4</sup>. Sono stati osservati risultati analoghi per quanto riguarda l'accuratezza delle previsioni puntuali, dove la radice dell'errore quadratico medio (REQM) si riduce del 50 per cento circa (cfr. il pannello b) del grafico B).

<sup>3</sup> Al fine di garantire coerenza nelle trasformazioni, nei punti di partenza e nella sequenza dell'analisi delle componenti principali, la metodologia è stata affinata. L'insieme di regressori è stato ampliato con delle correzioni ad alta frequenza, come in Wegmüller e Glocker (2023). Le modifiche tecniche hanno avuto un impatto limitato sulle prestazioni al di fuori del campione.

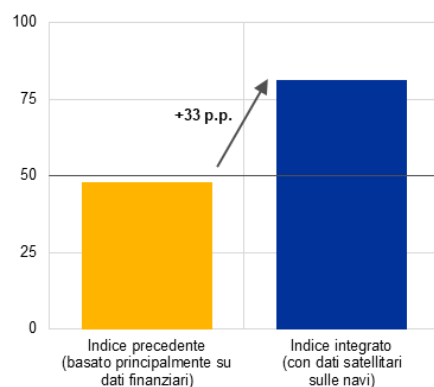
<sup>4</sup> Le previsioni sono in pseudo tempo reale, cioè tengono conto dei ritardi di pubblicazione, ma non delle relative revisioni.

## Grafico B

### Accuratezza previsiva fuori dal campione

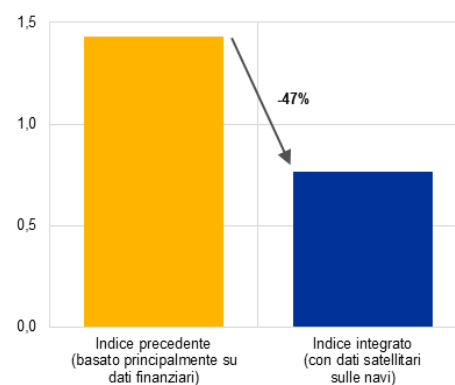
a) Accuratezza della tendenza

(valori percentuali)



b) REQM

(variazioni percentuali trimestrali)



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

Note: accuratezza nel periodo 2021-2024. Nel pannello a) l'accuratezza della tendenza è la proporzione dei periodi in cui il segno della variazione della crescita effettiva delle importazioni mondiali (positiva o negativa) ha coinciso con la tendenza prevista dall'indice.

### L'indice integrato si rivela migliore del precedente in particolare in periodi caratterizzati da un divario tra le variabili dei mercati finanziari e le dinamiche del commercio mondiale.

Il commercio mondiale di norma presenta una buona correlazione con gli andamenti dei mercati finanziari (cfr. Barhoumi e Ferrara, 2015), ma tale relazione può condurre a segnali erronei in caso di ampia divergenza tra gli andamenti dei mercati finanziari e le dinamiche commerciali. Ciò si è verificato nel 2022, quando l'impennata inflazionistica e gli shock geopolitici hanno causato un crollo dei mercati azionari, mentre il commercio mondiale ha mostrato capacità di tenuta, in ragione della graduale attenuazione delle strozzature dal lato dell'offerta (cfr. il pannello a) del grafico C). Anche nel primo trimestre del 2025 si è verificata una situazione analoga: da un lato il calo dei mercati finanziari, legato all'incertezza del contesto politico, e dall'altro un forte sviluppo del commercio mondiale, grazie all'anticipazione delle importazioni in vista dei dazi (cfr. il pannello b) del grafico C). In entrambi gli episodi, l'indice precedente indicava una crescita del commercio mondiale molto inferiore al tasso effettivo, mentre l'indice integrato forniva rilevazioni più precise.

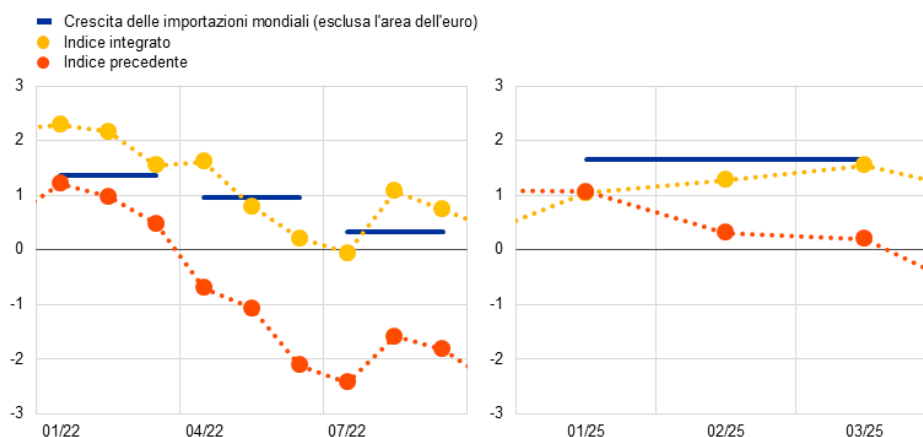
## Grafico C

### Previsioni fuori dal campione

(variazioni percentuali di tre mesi sui tre mesi precedenti)

a) Strozzature dal lato dell'offerta

b) 1° trim. 2025



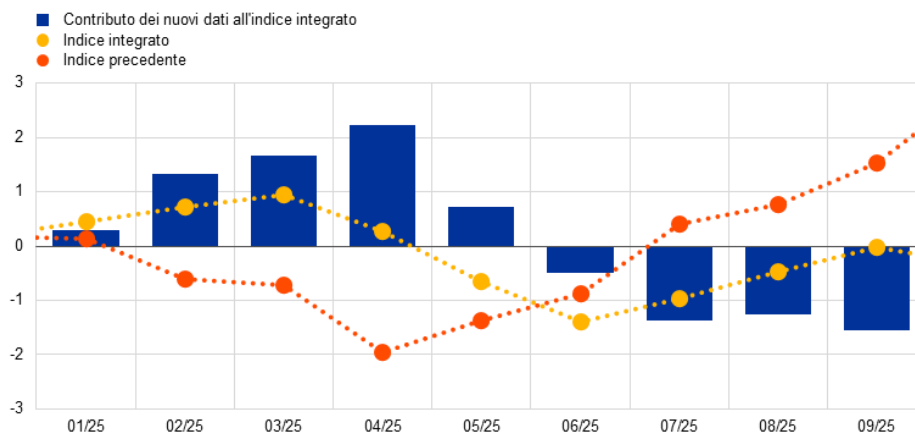
Fonti: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube ed elaborazioni degli esperti della BCE.

**L'indice integrato attualmente indica andamenti dell'interscambio contenuti, seppur in miglioramento (cfr. il grafico D).** Secondo l'indice integrato il commercio mondiale ha raggiunto il punto minimo nel secondo trimestre del 2025, in linea con il brusco calo delle importazioni statunitensi (-8 per cento sul trimestre precedente), per poi migliorare nel terzo trimestre. Tale ripresa è coerente con gli ottimi risultati relativi alle esportazioni dalla Cina e dalla Corea del Sud pubblicati di recente nei dati di contabilità nazionali. Nel caso della Corea del Sud tale tendenza è stata sostenuta dalle numerose spedizioni connesse all'intelligenza artificiale (IA), che hanno in parte compensato il freno esercitato dai dazi. Laddove l'indice precedente avrebbe mostrato un quadro significativamente più ottimistico, sostenuto dalla vivacità dei mercati finanziari, nell'indice integrato i nuovi dati satellitari agiscono da moderatori di tali segnali, restituendo quindi una crescita dell'interscambio inferiore alla media.

## Grafico D

### Indice del commercio mondiale

(variazioni percentuali trimestrali sui tre mesi precedenti, deviazione dalla media osservata nel periodo 2016-2024)



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

Note: il grafico mostra la deviazione dalla crescita media, pari allo 0,8 per cento, osservata nel periodo 2016-2024. La voce "Contributo dei nuovi dati all'indice integrato" è calcolata come differenza fra l'indice precedente e l'indice integrato.

### L'indice del commercio mondiale si aggiunge ad altri strumenti di previsione del commercio, contribuendo a ottenere una valutazione di tipo top-down delle prospettive a breve termine.

L'indice integra i modelli fattoriali dinamici e le equazioni commerciali basate sulla correzione dell'errore, al fine di costituire un punto di partenza per l'analisi dell'interscambio. Fornisce evidenza tempestiva, perché si basa su dati ad alta frequenza, che, rispetto ai modelli basati su dati mensili o trimestrali, consentono una maggiore reazione ai cambi repentini delle dinamiche commerciali. Ciò nonostante, l'indice ha una funzione complementare, non sostitutiva, degli altri strumenti, considerando che in tempi normali i dati ad alta frequenza, per loro natura soggetti a distorsioni, acquisiscono minore rilevanza.

## Riferimenti bibliografici

Bai, J. e Ng, S. (2008), "Forecasting economic time series using targeted predictors", *Journal of Econometrics*, vol. 146, n. 2, ottobre, pagg. 304-317.

Barhoumi, K. e Ferrara, L. (2015), "[A World Trade Leading Index \(WTLI\)](#)", *IMF Working Papers*, n. 2015/020, Fondo monetario internazionale, gennaio.

Delle Chiaie, S. e Perez-Quirós, G. (2020), "Nowcasting economic activity and trade in times of COVID-19: are high frequency data useful?", non pubblicato.

Efron, B., Hastie, T., Johnstone, I. e Tibshirani, R. (2004), "[Least angle regression](#)", *The Annals of Statistics*, vol. 32, n. 2, aprile, pagg. 407-499.

Fan, J., e Lv, J. (2008), "[Sure Independence Screening for Ultrahigh Dimensional Feature Space](#)", *Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology*, vol. 70, n. 5, ottobre, pagg. 849-911.

Lewis, D., Mertens, K., Stock, J. e Trivedi, M. (2022), "Measuring real activity using a weekly economic index", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n. 4, novembre, pagg. 667-687.

Wegmüller, P. e Glocker, C. (2023), "US weekly economic index: Replication and extension", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 38, n. 6, settembre/ottobre, pagg. 977-985.

## Il tasso di risparmio delle famiglie riesaminato: andamenti recenti e fattori sottostanti

a cura di Maria Dimou, Marco Flaccadoro e Johannes Gareis

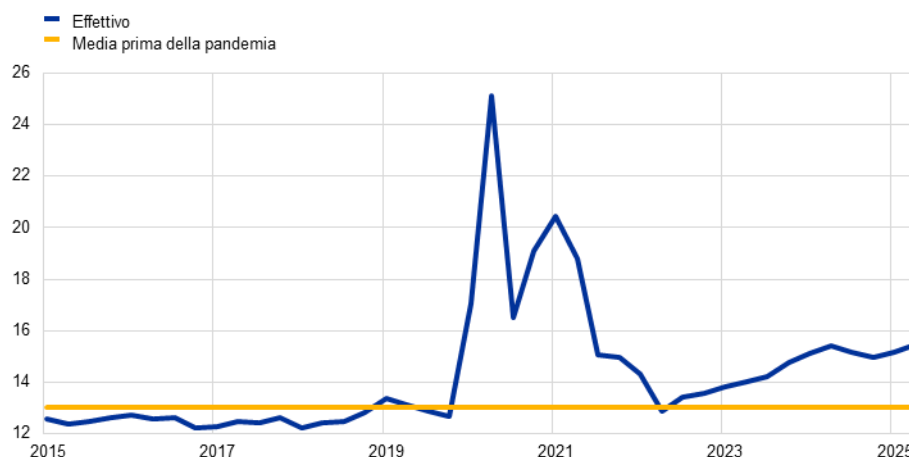
**Il tasso di risparmio delle famiglie, dopo essere diminuito dal picco legato alla pandemia, è tornato ad aumentare dalla metà del 2022 alla metà del 2024, e da allora è rimasto sostanzialmente stabile su livelli elevati (cfr. il grafico A).**

Il tasso di risparmio delle famiglie destagionalizzato rilevato nei conti settoriali trimestrali dell'Eurostat si è collocato in media intorno al 13 per cento tra il 1999 e il 2019. Dopo essere aumentato durante la pandemia, nel secondo trimestre del 2022 tale tasso è tornato su livelli prossimi alla media storica, per poi iniziare a risalire e portarsi al 15,4 per cento a metà del 2024. Da allora, è rimasto sostanzialmente stabile su tale livello elevato. Il presente riquadro fornisce evidenze aggiornate sull'andamento del tasso di risparmio delle famiglie e sulle sue recenti determinanti<sup>1</sup>.

### Grafico A

#### Tasso di risparmio delle famiglie

(in percentuale del reddito disponibile lordo)



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

Note: dati destagionalizzati. La media precedente la pandemia è calcolata sul periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il quarto trimestre del 2019. L'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2025.

**Dalla metà del 2024 il reddito disponibile reale e i consumi delle famiglie sono aumentati a tassi sostanzialmente analoghi, stabilizzando così il tasso di risparmio su un livello più elevato rispetto al periodo precedente la pandemia.**

Secondo una scomposizione statistica, l'aumento del reddito reale, in particolare quello da lavoro, ha sostenuto il tasso di risparmio prima della pandemia, mentre i maggiori consumi reali hanno esercitato un effetto di compensazione (cfr. il grafico B). Rispetto al periodo precedente la pandemia, la crescita del reddito ha registrato una marcata accelerazione dalla metà del 2022 alla metà del 2024, trainata principalmente dai contributi più elevati dei redditi diversi da quelli derivanti

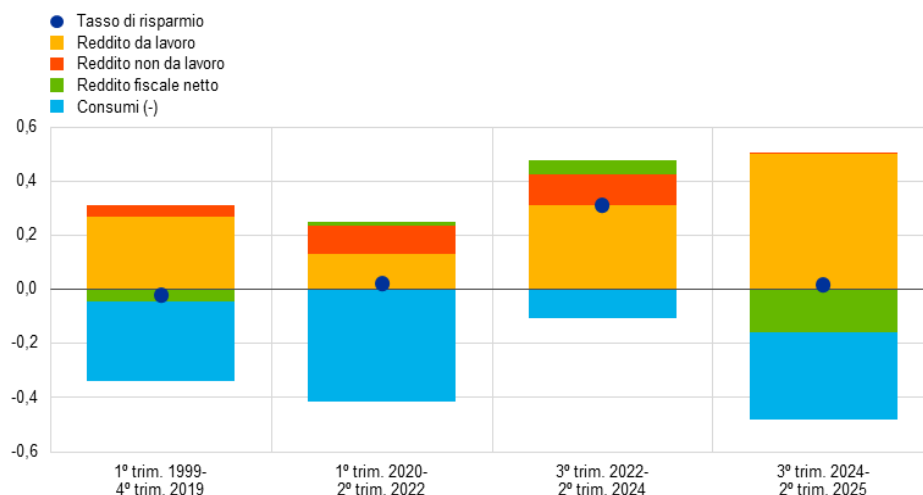
<sup>1</sup> Per un'analisi dei fattori alla base dell'aumento del tasso di risparmio delle famiglie nell'area dell'euro tra la metà del 2022 e la metà del 2024, cfr. Bobasu et al. (2024).

dal lavoro (in particolare redditi da lavoro autonomo, redditi netti da interessi, dividendi e canoni di locazione) e dai redditi fiscali netti connessi alle misure di bilancio introdotte in risposta allo shock sui prezzi dell'energia, comprese le misure di sostegno non mirate. Tali fattori hanno verosimilmente dato impulso al tasso di risparmio, in quanto i redditi non da lavoro si concentrano in misura sbilanciata sulle famiglie a reddito più elevato, che hanno una maggiore propensione al risparmio<sup>2</sup>. Dalla metà del 2024, a seguito della normalizzazione degli andamenti del reddito reale e dei consumi, il tasso di risparmio è rimasto sostanzialmente stabile, con una crescita più vigorosa dei redditi da lavoro, conseguente al recupero dei salari reali e a un'occupazione durevole, tale da compensare il calo dei redditi non da lavoro e la graduale revoca delle misure fiscali di sostegno.

### Grafico B

Contributo della crescita di reddito e consumi alle variazioni del tasso di risparmio delle famiglie

(variazioni percentuali trimestrali e contributi in punti percentuali; valori medi)



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

Note: la variazione trimestrale del tasso di risparmio è approssimativamente uguale alla differenza fra la crescita trimestrale del reddito disponibile reale e quella dei consumi reali. Il reddito è scomposto in reddito da lavoro (costo del lavoro per dipendente), non da lavoro (reddito da lavoro autonomo, reddito netto da interessi, dividendi e canoni di locazione) e reddito fiscale netto (trasferimenti e imposte sul reddito e sul patrimonio). Le componenti del reddito e i consumi sono espressi in termini reali utilizzando il deflatore dei consumi privati ricavato dalla contabilità nazionale.

**Le stime empiriche indicano che nell'anno appena concluso il tasso di risparmio è rimasto elevato, in quanto il contributo negativo derivante dal calo dei tassi di interesse reali e dal miglioramento delle posizioni di ricchezza netta reale non ha interamente controbilanciato il sostegno fornito dal forte aumento dei redditi da lavoro reali.** Un modello empirico dei consumi reali delle famiglie mostra che, prima della pandemia, l'aumento del reddito in termini reali, in particolare quello da lavoro, aveva innalzato il tasso di risparmio, in quanto i consumi non si adeguavano univocamente al reddito, mentre l'aumento della ricchezza reale netta ne aveva determinato un calo, riducendo gli incentivi al risparmio delle famiglie e, di conseguenza, incoraggiando consumi più elevati (cfr. il grafico C). L'aumento del tasso di risparmio tra la metà del 2022 e la metà del 2024 ha rispecchiato il rapido aumento dei redditi da lavoro, ma un significativo contributo positivo è stato

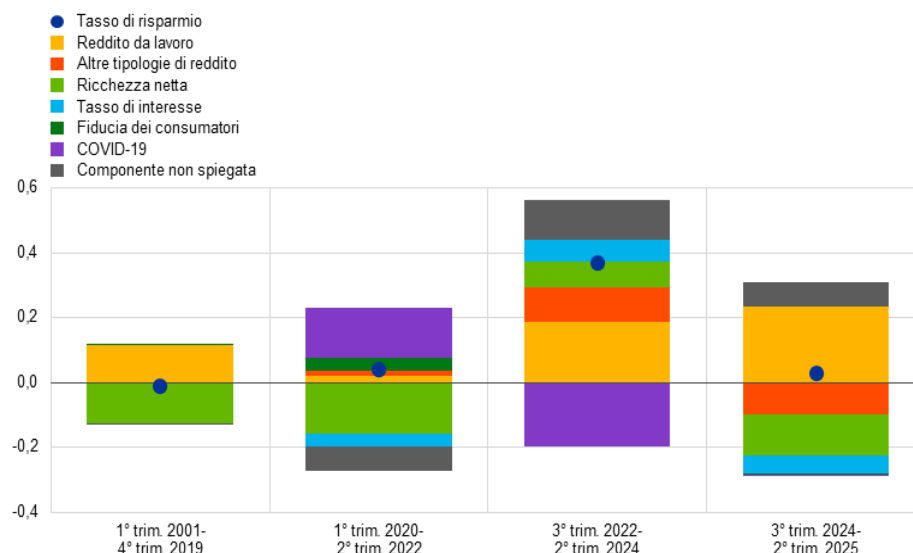
<sup>2</sup> Per una panoramica delle misure di politica di bilancio adottate nell'area dell'euro durante il periodo di inflazione elevata, cfr. Bankowski et al. (2023).

originato anche da una crescita superiore al consueto delle altre tipologie di reddito (ossia la somma dei redditi non da lavoro e di quelli fiscali)<sup>3</sup>. Il calo della ricchezza netta reale a seguito dell'impennata dell'inflazione e l'aumento dei tassi di interesse reali indotto dall'inasprimento della politica monetaria hanno fornito ulteriori contributi al rialzo, mentre gli strascichi della pandemia hanno gravato sul tasso di risparmio con la normalizzazione dei consumi. Dalla metà del 2024 la crescita del reddito da lavoro in termini reali è aumentata ancora una volta, fornendo una forte spinta al rialzo al tasso di risparmio. Ciò è stato tuttavia compensato dall'aumento della ricchezza netta reale (il cui contributo al tasso di risparmio è ritornato sulla sua media storica), dal calo dei tassi di interesse reali e dall'inversione di tendenza dei precedenti aumenti delle altre tipologie di reddito.

### Grafico C

Contributi alla variazione del tasso di risparmio delle famiglie: una scomposizione ottenuta tramite un modello

(variazioni percentuali trimestrali e contributi in punti percentuali; valori medi)



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

Note: il grafico mostra i contributi del lavoro e delle altre tipologie di reddito in termini reali (ossia la somma dei redditi non da lavoro e di quelli fiscali), della ricchezza netta reale, dei tassi di interesse reali, del clima di fiducia dei consumatori, della pandemia di COVID-19 e di una componente residua alle variazioni medie del tasso di risparmio delle famiglie in archi temporali distinti. La scomposizione è basata su un modello di correzione dell'errore (error-correction model) stimato per la crescita dei consumi delle famiglie, assumendo come data la crescita del loro reddito in termini reali. Le componenti del reddito e della ricchezza netta sono deflazionate utilizzando il deflatore dei consumi privati ricavato dalla contabilità nazionale. Il tasso di interesse reale è misurato dall'Euribor a tre mesi corretto per le attese di inflazione al consumo sui dodici mesi desunte dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori. Il modello è stimato per il periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il secondo trimestre del 2025. Per i dettagli di un modello simile senza dummy relative al COVID-19 e senza suddivisione tra redditi da lavoro e di altra natura, cfr. Bobasu et al. (2024).

### Anche l'incertezza delle famiglie riguardo alla propria situazione finanziaria sembra svolgere un ruolo importante nelle decisioni di risparmio.

Le informazioni a livello di famiglie ricavate dall'[indagine sulle aspettative dei consumatori \(Consumer Expectations Survey, CES\)](#) sono utilizzate per far luce sui fattori non colti dalle determinanti macroeconomiche standard, come indicato dalla componente positiva non spiegata nella scomposizione basata sul modello dalla metà del 2022 (cfr. il grafico C). In particolare, l'analisi è incentrata sull'incertezza

<sup>3</sup> Per un'analisi dei recenti andamenti del reddito da lavoro e di altra natura delle famiglie nell'area dell'euro e del loro ruolo nella debole crescita dei consumi nel periodo post-pandemico, cfr. Ceci e Flaccadoro (2026).



relativa alle politiche e ai singoli individui, come riflesso dalle motivazioni *ricardiane* e *precauzionali* del risparmio<sup>4</sup>. Una nuova domanda posta nel questionario dell'indagine CES di novembre 2025 rivela che sia le motivazioni precauzionali sia quelle ricardiane sono rilevanti, nelle decisioni di risparmio, per circa il 50 per cento degli intervistati, mentre il 25-30 per cento di questi annovera l'una o l'altra motivazione tra le ragioni più importanti per risparmiare (cfr. il pannello a) del grafico D)<sup>5</sup>. Un esame più approfondito delle differenze fra i partecipanti mostra che l'importanza di queste due motivazioni dipende soprattutto dai vincoli economici cui sono soggetti gli intervistati e dal grado di incertezza circa la loro situazione finanziaria, mentre le differenze tra reddito ed età sembrano svolgere un ruolo più modesto (cfr. il pannello b) del grafico D). È più probabile che le famiglie dichiaratamente non soggette a vincoli di liquidità attribuiscono un'importanza significativamente maggiore a entrambe le motivazioni, coerentemente con la loro migliore capacità di pianificare e risparmiare ("assenza di vincoli"). Al tempo stesso, gli intervistati che dichiarano di avere un grado elevato di certezza riguardo alla propria situazione finanziaria futura ("certezza") attribuiscono un'importanza significativamente inferiore alle due motivazioni rispetto alle famiglie che devono far fronte a una maggiore incertezza. Le analogie nelle determinanti delle due motivazioni suggerirebbero che esse siano concettualmente assimilabili, e gli intervistati tendono a percepire l'azione del governo come un'ulteriore fonte di incertezza riguardo al reddito. Ciò è in linea con la precedente analisi, che ha messo in luce l'importanza dell'incertezza geopolitica e delle politiche economiche per la spesa per consumi<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Le motivazioni *ricardiane* si riferiscono al risparmio in previsione di variazioni della tassazione o dei benefici governativi conseguenti all'indebitamento della pubblica amministrazione (cfr. Barro, 1974). Le motivazioni *precauzionali* si riferiscono al risparmio finalizzato a proteggere i consumi da oscillazioni imprevedibili del reddito (preferenza di prudenza rispetto all'impazienza) (cfr. Carroll, 1997).

<sup>5</sup> Agli intervistati è stato chiesto di valutare su una scala da 0 (nessun ruolo) al 100 per cento (ruolo molto importante) il modo in cui determinate motivazioni hanno influenzato le loro decisioni di risparmio. Tra queste motivazioni figuravano l'appetibilità relativa del risparmio attuale (sostituzione intertemporale), motivazioni precauzionali, preoccupazioni circa le modifiche nella tassazione/benefici governativi (motivazione ricardiana) e il risparmio abitudinario.

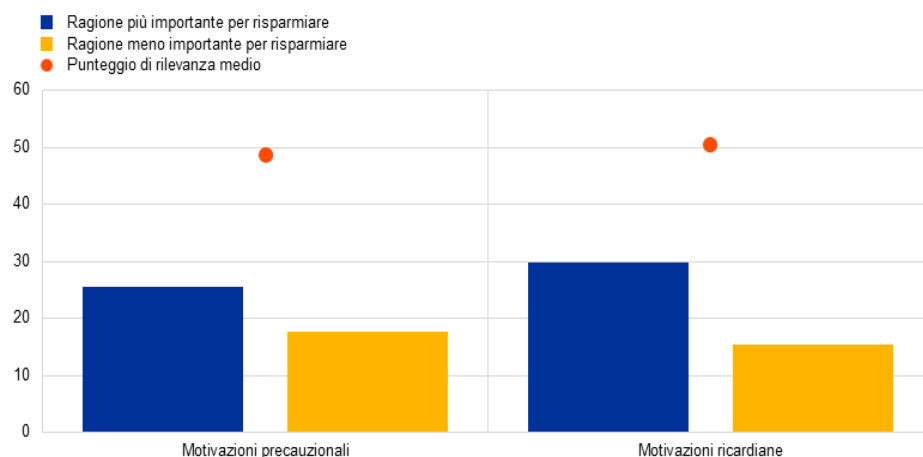
<sup>6</sup> Cfr., ad esempio, Andersson et al. (2024).

## Grafico D

### Prevalenza delle motivazioni precauzionali e ricardiane tra gli intervistati e relative determinanti

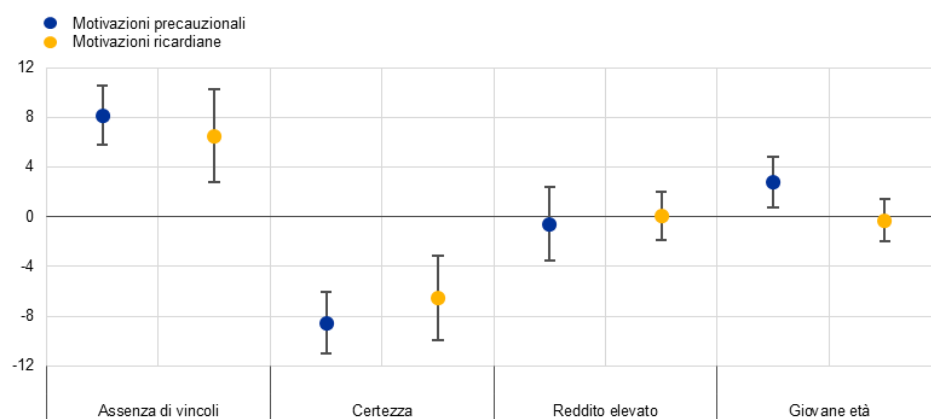
#### a) Prevalenza delle motivazioni precauzionali e ricardiane tra gli intervistati

(punteggio di rilevanza (0-100) e percentuali di intervistati)



#### b) Determinanti della prevalenza delle motivazioni precauzionali e ricardiane

(variazione del punteggio di rilevanza medio, punti percentuali)



Fonti: dati ponderati desunti dall'indagine CES ed elaborazioni della BCE.

Note: pannello b): la variabile dummy *Assenza di vincoli* è pari a 1 per gli intervistati che dichiarano di disporre di risorse finanziarie sufficienti a coprire un pagamento imprevisto pari al reddito mensile della famiglia. La variabile dummy *Certezza* è pari a 1 per gli intervistati che trovano facile o moderatamente facile prevedere la propria situazione finanziaria futura, e a 0 per tutti gli altri casi. La variabile dummy *Reddito elevato* è pari a 1 per gli intervistati con redditi superiori alla mediana. La variabile dummy *Giovane età* è pari a 1 per gli intervistati di età fino a 49 anni. Le regressioni includono gli effetti fissi per paese e sono ponderate utilizzando pesi composti, definiti come risparmi nominali individuali a partire da ottobre 2025 moltiplicati per i pesi desunti dalle indagini. Si utilizzano errori standard raggruppati a livello di paese.

**Nel complesso, le evidenze ricavate da modelli e indagini suggeriscono che fattori sia congiunturali sia comportamentali abbiano contribuito a mantenere il tasso di risparmio su livelli elevati, ma sostanzialmente stabili.** Sebbene gli andamenti del reddito e della ricchezza siano in gran parte tornati sui livelli precedenti la pandemia, l'accresciuta incertezza e le motivazioni precauzionali hanno verosimilmente continuato a esercitare pressioni al rialzo sui risparmi.

## Riferimenti bibliografici

Andersson, M., Bobasu, A. e De Santis, R.A. (2024), *Quali segnali economici possono essere desunti misurando l'incertezza?*, riquadro 3 nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

Bankowski, K., Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Freier, M., Jacquinot, P. e Muggenthaler, P. (2023), *Politiche di bilancio e inflazione elevata*, articolo 1 nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

Barro, R.J. (1974), "Are government bonds net wealth?", *Journal of Political Economy*, vol. 82, n. 6, pagg. 1095-1117.

Bobasu, A., Gareis, J. e Stoevsky, G. (2024), *Le determinanti dell'elevato tasso di risparmio delle famiglie nell'area dell'euro*, riquadro 4 nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

Carroll, C.D. (1997), "Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n. 1, pagg. 1-55.

Ceci, D. e Flaccadoro, M. (2026), "The recent weakness in household consumption: evidence from the euro area and Italy", *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, di prossima pubblicazione.

## 5 L'edilizia residenziale ha riconquistato la sua appetibilità? Evidenze da un nuovo indice di Sharpe relativo alle abitazioni basato sulle indagini

a cura di Niccolò Battistini, Adam Baumann, Johannes Gareis e Desislava Rusinova

**Gli investimenti in edilizia residenziale sono indicativi delle tendenze dell'economia e l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) offre indicazioni tempestive sul modo in cui le famiglie ne percepiscono l'attrattiva.** Gli investimenti in abitazioni sono importanti a livello sia individuale sia aggregato<sup>1</sup>. Per molte persone rappresentano la decisione finanziaria più importante nella loro vita, mentre a livello macroeconomico servono principalmente come indicatore anticipatore dell'attività economica complessiva<sup>2</sup>. Nell'insieme, queste due prospettive suggeriscono che le percezioni delle famiglie contengano informazioni importanti per il monitoraggio delle fluttuazioni degli investimenti in edilizia residenziale e, potenzialmente, anche per anticipare gli andamenti economici più ampi. L'indagine CES fornisce una misura qualitativa diretta del clima di fiducia delle famiglie nei confronti dell'acquisto di abitazioni come investimento, ovvero la quota di intervistati che attualmente considerano un buon investimento l'acquisto di un immobile nel proprio quartiere. A integrazione di tale misura, il presente riquadro introduce un indicatore quantitativo indiretto sull'appetibilità degli investimenti in edilizia residenziale per le famiglie: l'indice di Sharpe, una metrica finanziaria ampiamente utilizzata che mette in relazione il rendimento di un investimento con il suo rischio<sup>3</sup>.

**L'indice di Sharpe relativo all'edilizia residenziale deriva dalle aspettative delle famiglie sui prezzi delle abitazioni, insieme a una misura del tasso di interesse privo di rischio.** Nello specifico, l'indice assume la media delle aspettative medie delle famiglie circa la crescita dei prezzi delle abitazioni un anno in avanti e sottrae un rendimento privo di rischio, approssimato dal tasso di interesse osservato sui depositi a un anno. Tale differenza è poi divisa per una misura dell'incertezza delle

<sup>1</sup> Cfr. Piazzesi e Schneider (2016) per una rassegna della letteratura sulle caratteristiche dell'edilizia residenziale e dei mercati delle abitazioni e sul loro legame con la politica monetaria.

<sup>2</sup> Pur essendo a loro volta una componente di spesa, gli investimenti in edilizia residenziale presentano implicazioni significative anche per le altre componenti. Ad esempio, i consumi di accessori per la casa aumentano in presenza di abitazioni nuove o ristrutturate. Le decisioni legate all'edilizia residenziale tendono a essere fortemente correlate tra le famiglie, giacché sono influenzate da variabili aggregate quali le transizioni demografiche e le condizioni di credito e di finanziamento. Esse agiscono pertanto come un importante meccanismo di propagazione degli shock sottostanti. Per questo l'andamento degli investimenti in edilizia residenziale può avere un impatto più ampio sull'economia. In particolare, è stato riscontrato che esso può anticipare l'andamento del PIL, soprattutto prima dei periodi di recessione. Cfr., tra gli altri, Leamer (2007) e Leamer (2015) per il ruolo degli investimenti in edilizia residenziale nel ciclo economico degli Stati Uniti, nonché Battistini et al. (2018) per il suo ruolo di predittore delle recessioni nell'area dell'euro.

<sup>3</sup> L'indice di Sharpe misura la quantità di rendimento aggiuntivo che un investitore riceve per l'ulteriore volatilità implicita nel detenere un'attività più rischiosa. Un rapporto più elevato implica un rendimento più elevato rispetto al rischio associato. L'indice di Sharpe è qui utilizzato come indicatore ciclico dell'appetibilità degli investimenti residenziali sulla base delle aspettative delle famiglie, anziché come strumento di confronto del loro profilo di rischio-rendimento con quello di altre classi di attività. Valgono per questo strumento le usuali cautele, dato che i rendimenti degli immobili residenziali differiscono da altre attività in termini di liquidità, leva finanziaria e caratteristiche distributive.

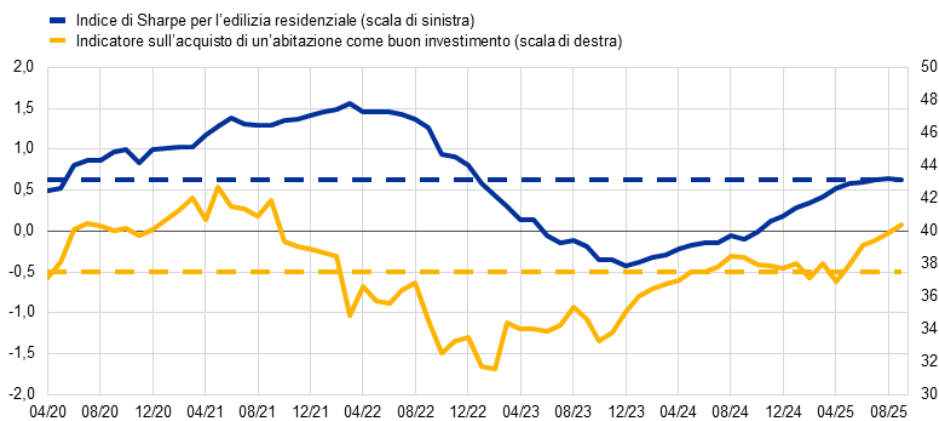
famiglie riguardo alla crescita dei prezzi delle abitazioni, calcolata come media delle deviazioni standard delle aspettative delle famiglie circa la crescita dei prezzi delle abitazioni un anno in avanti<sup>4</sup>. Il rapporto aumenta quando le famiglie si aspettano una maggiore crescita dei prezzi delle abitazioni rispetto ai tassi privi di rischio prevalenti (ovvero un più elevato rendimento aggiuntivo degli investimenti immobiliari), o quando hanno maggiore certezza sulle proprie aspettative; e diminuisce nelle circostanze opposte. In tal modo, coglie le variazioni nella percezione dell'appetibilità finanziaria degli investimenti in abitazioni.

**L'indice di Sharpe relativo all'edilizia residenziale ha registrato un netto miglioramento nell'ultimo anno, pur rimanendo al di sotto del picco raggiunto agli inizi del 2022 (cfr. il grafico A).** A seguito della pandemia di COVID-19, ha raggiunto un picco all'inizio del 2022, per poi diminuire bruscamente. Il punto di svolta ha avuto luogo alla fine del 2023, quando l'indice ha iniziato una ripresa stabile. A settembre 2025 era salito lievemente al di sopra della media storica, pur rimanendo ben al di sotto del picco precedente. Un andamento sostanzialmente simile si osserva per l'indicatore che vede l'“edilizia residenziale come buon investimento” (la percentuale di intervistati che ritengono che acquistare un immobile nel proprio quartiere attualmente sia un buon investimento). Tale andamento ha iniziato sia a diminuire sia a risalire un po' prima dell'indice di Sharpe riferito all'edilizia residenziale, registrando, a settembre 2025, valori lievemente al di sopra della media, sebbene ancora al di sotto del picco del 2021.

### Grafico A

Indice di Sharpe riferito all'edilizia residenziale e indicatore sull'acquisto di un'abitazione come buon investimento

(scala di sinistra: indicatore medio; scala di destra: percentuale degli intervistati)



Fonti: CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'indicatore riguardante l'acquisto di un'abitazione come un buon investimento misura la quota di intervistati che attualmente considera l'acquisto di un immobile nel proprio quartiere un investimento "buono" o "molto buono". Le linee tratteggiate blu e gialle rappresentano la media storica dell'indice di Sharpe riferito all'edilizia residenziale (0,62) e l'edilizia residenziale come indicatore di un buon investimento (37,5 per cento), rispettivamente. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2025.

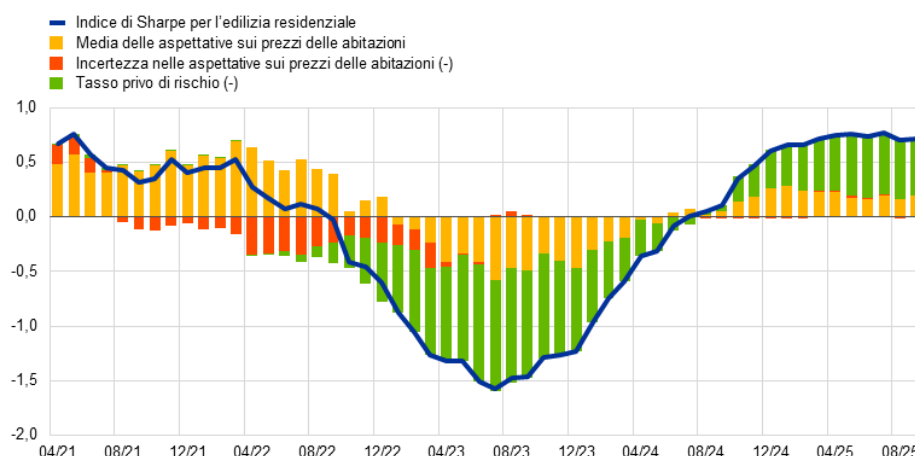
<sup>4</sup> Le distribuzioni individuali delle aspettative delle famiglie sono ricavate da una domanda dell'indagine CES in cui gli intervistati assegnano le probabilità (fino a raggiungere il 100 per cento) a dieci intervalli per la crescita attesa dei prezzi delle abitazioni su un orizzonte di un anno, che vanno da -12 per cento a +12 per cento su base annua. Tali dati consentono di elaborare una funzione di densità della probabilità empirica per ciascuna famiglia del pannello, da cui è possibile calcolare la media e la deviazione standard individuali.

Quanto alle sue componenti, negli ultimi anni l'indice di Sharpe per l'edilizia residenziale ha riflesso principalmente le oscillazioni delle aspettative di crescita dei prezzi delle abitazioni e del tasso di interesse privo di rischio (cfr. il grafico B). Tra la fine del 2021 e la metà del 2023, (il tasso di crescita sul periodo corrispondente del) l'indice di Sharpe relativo all'edilizia residenziale ha registrato una marcata flessione. Dapprima l'incertezza relativa alla crescita dei prezzi delle abitazioni e, successivamente, le aspettative di crescita media degli stessi hanno inciso negativamente sulla percezione delle famiglie circa l'appetibilità dell'edilizia residenziale. Inoltre, anche l'aumento del tasso privo di rischio durante la fase di inasprimento della politica monetaria della BCE ha esercitato pressioni al ribasso sull'indice di Sharpe per l'edilizia residenziale dalla metà del 2022 alla fine del 2023. La crescita dell'indice di Sharpe da luglio 2023 è stata sostenuta da un aumento delle aspettative delle famiglie circa la crescita delle quotazioni immobiliari, con un contributo solo marginale dell'incertezza<sup>5</sup>. Ha inoltre riflesso il calo del tasso privo di rischio, dato che la politica monetaria è tornata a normalizzarsi in risposta all'allentamento delle pressioni inflazionistiche.

### Grafico B

#### Scomposizione dell'indice di Sharpe relativo all'edilizia residenziale

(variazioni sui dodici mesi dell'indice medio e contributi delle sue componenti)



Fonti: CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2025.

La media dell'indice di Sharpe riferito all'edilizia residenziale nel periodo compreso tra aprile 2020 e settembre 2025 varia notevolmente tra le famiglie a seconda delle loro caratteristiche demografiche ed economiche, in quanto variano le valutazioni sia sui prezzi futuri delle abitazioni sia sull'incertezza che li circonda (cfr. il grafico C). In media, famiglie composte da persone più anziane, di sesso maschile, più ricche, con un impiego e con una maggiore educazione finanziaria registrano un indice di Sharpe più elevato dei rispettivi gruppi di riferimento. Ciò è dovuto in larga misura alla minore incertezza riguardo alle

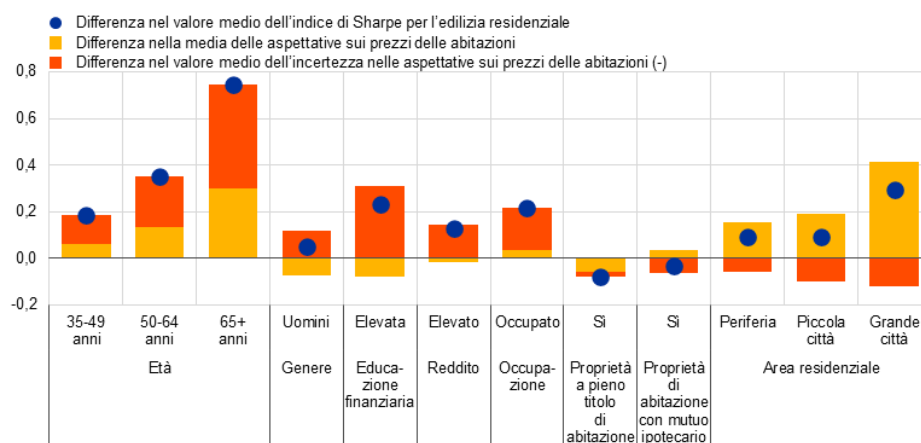
<sup>5</sup> L'incertezza relativa alle quotazioni immobiliari ha mostrato una lieve tendenza al ribasso dagli inizi del 2022, nonostante la significativa volatilità delle aspettative delle famiglie sulla crescita dei prezzi delle abitazioni, che hanno inizialmente perso e poi ripreso slancio. Ciò suggerisce che, mentre le famiglie hanno rivisto considerevolmente le proprie aspettative medie, è diminuita l'incertezza circa l'entità della crescita dei prezzi delle abitazioni, limitando il ruolo dell'incertezza nell'indice di Sharpe relativo all'edilizia residenziale.

aspettative sui prezzi delle abitazioni, sebbene anche le differenze nelle aspettative medie sui prezzi delle abitazioni svolgano un ruolo per alcune categorie. In termini di scelte abitative, le famiglie che vivono nelle città o nei dintorni dei centri urbani registrano indici più elevati rispetto a quelli nelle aree rurali, riflettendo principalmente aspettative medie di crescita dei prezzi delle abitazioni più elevate. Inoltre, l'indice di Sharpe relativo all'edilizia residenziale è di norma inferiore per i proprietari di case rispetto agli affittuari, in ragione di aspettative medie più basse. Tra i proprietari di case, tuttavia, non differisce in misura significativa tra i proprietari a pieno titolo e quelli con mutui ipotecari<sup>6</sup>.

### Grafico C

Indice di Sharpe relativo all'edilizia residenziale per caratteristiche economiche e demografiche delle famiglie

(differenza tra le categorie base della media dell'indicatore medio e i contributi delle componenti)



Fonti: CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i gruppi di riferimento (nell'ordine) sono definiti come segue: 18-34 anni; sesso femminile; educazione finanziaria bassa; basso reddito; disoccupato; non proprietario di abitazione; non titolare di mutuo ipotecario; residente in un piccolo centro. I redditi bassi si riferiscono al 50 per cento inferiore e quelli elevati al 20 per cento superiore. Il livello di educazione finanziaria è suddiviso in due gruppi: gli individui che hanno registrato 3 o 4 su 4 nel quiz di educazione finanziaria dell'indagine CES (elevata educazione) e quelli che hanno registrato un punteggio inferiore (bassa educazione). Proprietà di abitazione= "no" se gli intervistati sono affittuari o occupano l'abitazione a titolo gratuito e "si" se dichiarano di possederla (con o senza ipoteca). Proprietà di abitazione con mutuo ipotecario = "no" se gli intervistati hanno dichiarato di possedere la propria casa a pieno titolo e "si" se hanno dichiarato di possederla con mutuo ipotecario. Le categorie dell'area abitativa sono: 1) grande città con più di 500.000 abitanti; 2) periferia o area appena fuori una grande città; 3) città che conta fino a 500.000 abitanti; 4) paese o zona rurale. Gli indici medi di Sharpe e i contributi delle componenti sono calcolati per il periodo compreso tra aprile 2020 e settembre 2025. Da questi calcoli è escluso il tasso privo di rischio, in quanto è identico per tutte le famiglie.

### L'indice di Sharpe relativo all'edilizia residenziale segnala un'ulteriore moderata ripresa degli investimenti nel settore.

Un confronto tra gli andamenti dell'indice Sharpe per l'edilizia residenziale e delle vendite effettive di abitazioni mostra una stretta correlazione tra le due serie, e suggerisce che esso sia un indicatore rilevante per il monitoraggio degli andamenti più ampi del mercato degli immobili residenziali (cfr. il grafico D). In particolare, l'aumento del rapporto fino a settembre 2025 indica la probabilità che le compravendite di abitazioni continuino ad aumentare, dopo il lieve calo del secondo trimestre. Ciò, a sua volta, dovrebbe sostenere prospettive positive a breve termine per gli investimenti in edilizia

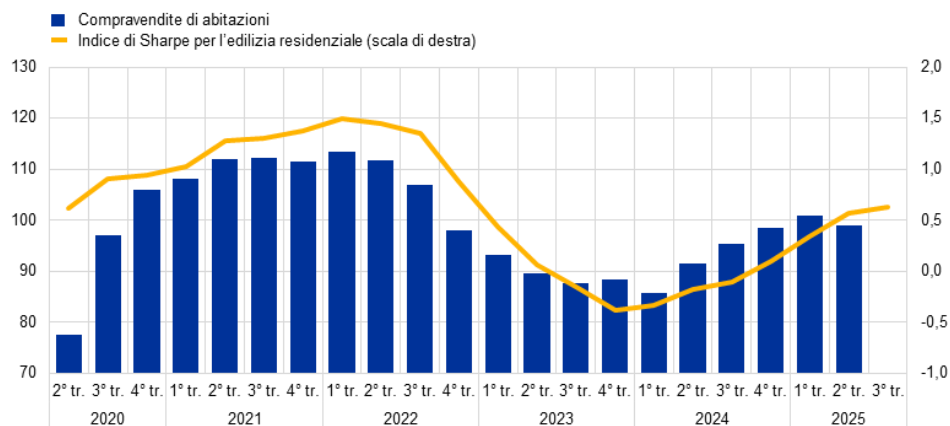
<sup>6</sup> Tali andamenti dell'indice di Sharpe per l'edilizia residenziale nelle scelte di abitazioni differiscono considerevolmente da quelli dell'indicatore qualitativo delle abitazioni come buon investimento. Secondo quest'ultimo, i proprietari percepiscono le abitazioni come un buon investimento molto più spesso degli affittuari, e questo vale soprattutto per coloro che hanno un mutuo ipotecario. Cfr. Battistini et al. (2023).

residenziale e per il consumo di beni accessori per la casa, dato che tendono entrambi a seguire gli andamenti delle compravendite di abitazioni<sup>7</sup>.

## Grafico D

### Compravendite di abitazioni e indice di Sharpe relativo all'edilizia residenziale

(scala di sinistra: indice, 2019 = 100; scala di destra: medie trimestrali dell'indicatore medio)



Fonti: Eurostat, indagine CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le compravendite di abitazioni si basano sull'aggregato dei dati Eurostat e delle fonti nazionali di dati per i paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni per le compravendite di abitazioni e per l'indice di Sharpe relativo all'edilizia residenziale si riferiscono al secondo trimestre del 2025 e a settembre 2025, rispettivamente.

## Riferimenti bibliografici

Battistini, N., Charalampakis, E., Gareis, J. e Rusinova, D. (2023), *Perché è diminuito l'interesse per il settore immobiliare? Evidenze dall'indagine sulle aspettative dei consumatori della BCE*, riquadro 1 nel numero 5/2023 di questo Bollettino.

Battistini, N. e Gareis, J. (2025), "The ripple effects of monetary policy on housing and consumption", *Il Blog della BCE*, BCE, 31 luglio.

Battistini, N., Le Roux, J., Roma, M. e Vourdas, J. (2018), *Lo stato del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro*, articolo 2 nel numero 7/2018 di questo Bollettino.

Leamer, E. (2007), "Housing IS the business cycle", *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pagg. 149-233.

Leamer, E. (2015), "Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, n. S1, marzo/aprile 2015, pagg. 43-50.

Piazzesi, M. e Schneider, M. (2016), "Housing and Macroeconomics", *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2, pagg. 1547-1640.

<sup>7</sup> Cfr. Battistini e Gareis (2025).



## In attesa: accumulo di manodopera e aspettative delle imprese

a cura di Katalin Bodnár, Vasco Botelho, Laura Lebastard e Marco Weissler

**Le imprese con attività che hanno dovuto fronteggiare shock avversi possono decidere se ridurre i posti di lavoro oppure trattenere i propri dipendenti, ovvero “accumulare manodopera”.** L'accumulo di manodopera si verifica quando le imprese sono disposte a trattenere la forza lavoro anche a fronte di un indebolimento delle condizioni correnti e/o attese dell'attività di impresa, ad esempio a causa di una domanda più bassa o di una minore redditività. L'indicatore della BCE relativo all'accumulo di manodopera misura la quota di imprese che non hanno ridotto la forza lavoro (margine di occupazione) nonostante un recente peggioramento delle proprie condizioni operative (margine di attività), utilizzando i dati dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the access to finance of enterprises, SAFE) nell'area dell'euro (cfr. il grafico A)<sup>1</sup>. Il mantenimento dei livelli occupazionali ha rappresentato un fenomeno significativo nel 2022, a seguito della crisi energetica<sup>2</sup>. Sebbene dal periodo di elevata inflazione il relativo indicatore sia diminuito gradualmente (con un picco di quasi il 30 per cento nel terzo trimestre del 2022), esso risulta ancora superiore al suo valore medio precedente alla pandemia, pari al 13 per cento. Nel terzo trimestre del 2025 il 17 per cento delle imprese ha adottato strategie di accumulo di manodopera. Il recente calo di tale tendenza è principalmente connesso alla normalizzazione della situazione economica delle imprese, in quanto una quota inferiore ha segnalato un deterioramento delle condizioni specifiche della propria attività negli ultimi tre o sei mesi. Tuttavia, rispetto al periodo antecedente la pandemia, più imprese si trovano ad affrontare shock avversi, ossia il margine di attività si trova ancora al di sopra del livello osservato nel quarto trimestre del 2019.

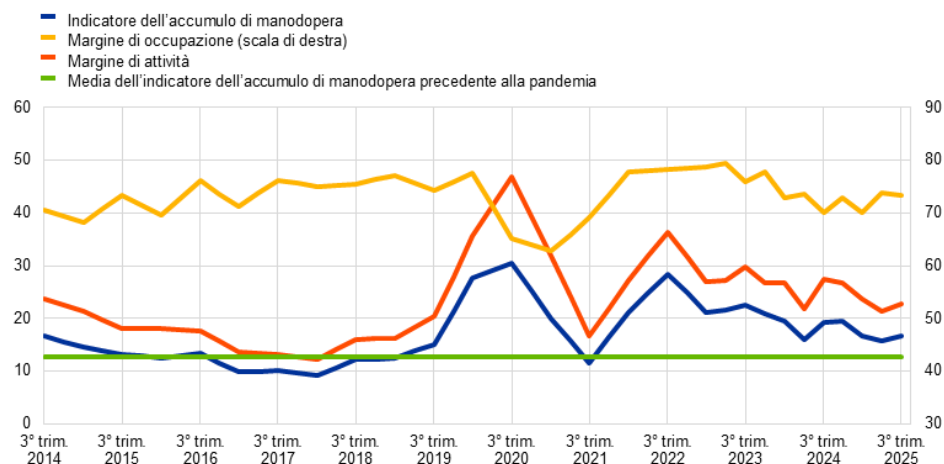
<sup>1</sup> L'indicatore della BCE relativo all'accumulo di manodopera e la relativa connessione con la recente ripresa ciclica della produttività del lavoro sono discussi in [Botelho \(2024\)](#) e [Arce e Sondermann \(2024\)](#).

<sup>2</sup> Il periodo eccezionale di accumulo di manodopera verificatosi durante la pandemia e il contributo di fattori unici, quali il diffuso ricorso a misure di integrazione salariale all'epoca, non sono trattati nel presente riquadro.

## Grafico A

### Accumulo di manodopera e margini di aggiustamento delle imprese

(quote di imprese, in percentuali)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, elaborazioni della BCE.

Note: il margine di attività riflette la quota di imprese che ha riferito di aver fronteggiato un deterioramento delle condizioni specifiche della propria attività nel trimestre precedente oppure in quello attuale, mentre il margine di occupazione si riferisce alla quota di imprese, tra tutte quelle che hanno segnalato un deterioramento delle condizioni della propria attività, che non ha ridotto la propria forza lavoro. L'indicatore della BCE relativo all'accumulo di manodopera è il prodotto di entrambi i margini. La media precedente alla pandemia di tale indice si riferisce al periodo dal 2014 al 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025.

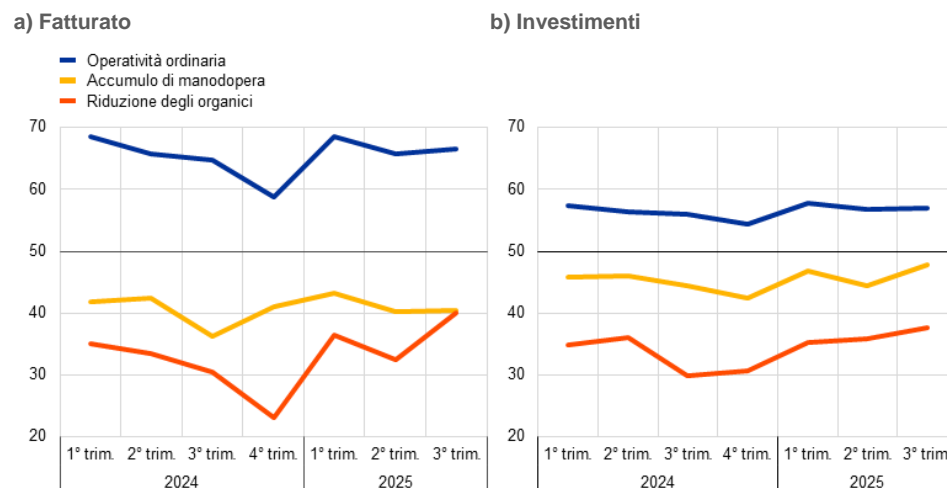
### Le decisioni delle imprese di mantenere i livelli di occupazione riflettono le loro aspettative sulle condizioni future dell'attività (cfr. il grafico B).

Le imprese vengono suddivise in tre gruppi: 1) quelle che non hanno segnalato un deterioramento delle precedenti condizioni della propria attività ("operatività ordinaria"); 2) quelle che hanno dovuto fronteggiare shock avversi, che tuttavia non hanno ridotto la forza lavoro ("accumulo di manodopera"); 3) quelle che hanno dovuto fronteggiare shock avversi e hanno ridotto il numero di dipendenti ("riduzione degli organici") nell'ultimo trimestre. Le imprese appartenenti alla categoria "operatività ordinaria" non si attendono un deterioramento delle vendite o degli investimenti nei prossimi tre mesi. Quelle negli altri due gruppi prevedono un calo delle vendite e degli investimenti, ma le imprese che stanno accumulando manodopera tendono a essere meno pessimiste riguardo al prossimo futuro rispetto alle aziende che hanno ridotto il numero di dipendenti. Ciò suggerisce che le decisioni di mantenimento dei livelli occupazionali dipendano dalle aspettative delle imprese circa le condizioni future della propria attività, almeno nel breve periodo.

## Grafico B

### Aspettative a breve termine delle imprese in merito a fatturato e investimenti

(indice di diffusione; 50 = territorio neutro)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, elaborazioni della BCE.

Note: la categoria "operatività ordinaria" include le imprese che non hanno segnalato un precedente peggioramento delle condizioni specifiche della propria attività; le imprese nel gruppo di "accumulo di manodopera" hanno dovuto affrontare shock avversi, ma non hanno ridotto la forza lavoro nell'ultimo trimestre; quelle nella categoria "riduzione degli organici" hanno dovuto affrontare shock avversi e hanno ridotto il numero dei dipendenti. Le aspettative delle imprese sono relative al trimestre successivo. I livelli sopra a 50 ne segnalano un aumento, mentre quelli al di sotto ne indicano una diminuzione. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025.

### Le imprese che stanno accumulando manodopera prevedono una crescita del costo del lavoro più elevata rispetto ad altre imprese che hanno dovuto far fronte a un deterioramento dell'attività, principalmente a causa delle aspettative di una maggiore crescita dell'occupazione (cfr. il grafico C).

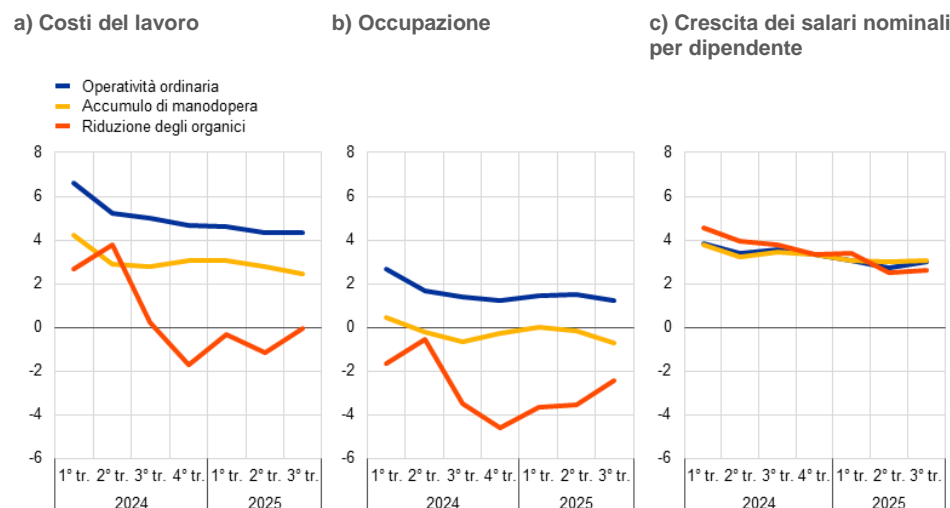
Le aspettative delle imprese in merito alla crescita del costo del lavoro nel gruppo che sta accumulando manodopera sono lievemente inferiori a quelle delle imprese nella categoria "operatività ordinaria", ma in genere superiori a quelle delle imprese che hanno ridotto i livelli occupazionali. Scomponendo tale crescita attesa del costo del lavoro in aspettative di crescita dell'occupazione e dei salari emerge che le imprese nella categoria "operatività ordinaria" prevedono un aumento dell'occupazione nel prossimo anno. Le imprese appartenenti al gruppo che sta accumulando manodopera prevedono che l'occupazione rimarrà sostanzialmente invariata, mentre quelle che hanno già ridotto il numero di dipendenti si attendono che la crescita dell'occupazione rimanga negativa. Tuttavia, in tutti i gruppi, le imprese tendono ad aspettarsi una simile moderazione della crescita dei salari nominali per dipendente. Tale quadro suggerisce che la contrattazione collettiva e i meccanismi centralizzati di fissazione dei salari potrebbero svolgere un ruolo importante<sup>3</sup>. Pertanto, le differenze nelle aspettative di crescita del costo del lavoro sono dovute principalmente alle diverse attese di crescita dell'occupazione tra i diversi gruppi di imprese.

<sup>3</sup> La similarità della crescita salariale è inoltre coerente con un mercato del lavoro concorrenziale del tutto decentrato, dal momento che le retribuzioni si collocano sullo stesso livello in un mercato del lavoro concorrenziale. Cfr. Bates et al. (2025) per una rassegna dei recenti andamenti della crescita salariale. Inoltre, Bates et al. (2024) forniscono un'analisi dei contratti collettivi.

## Grafico C

Aspettative delle imprese circa la crescita del loro costo totale del lavoro, della loro occupazione e dei loro salari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, elaborazioni della BCE.

Note: i grafici mostrano le aspettative delle imprese per i successivi 12 mesi. La crescita del costo del lavoro totale è calcolata come la crescita dell'occupazione moltiplicata per la crescita dei salari nominali. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025.

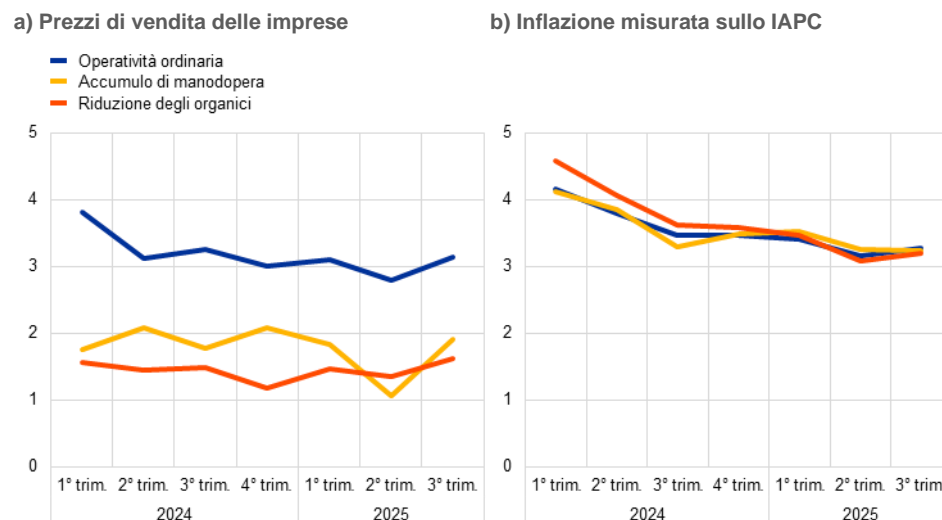
**Le imprese che segnalano un deterioramento dell'attività economica tendono ad avere minori aspettative circa i futuri aumenti dei propri prezzi di vendita su un orizzonte di un anno (cfr. il grafico D).** Le imprese appartenenti alla categoria "operatività ordinaria" si attendono che i propri prezzi di vendita continuino ad aumentare a un ritmo più rapido (del 3,1 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre del 2025) rispetto alle imprese che in passato hanno risentito negativamente degli shock alla propria attività imprenditoriale (1,9 per cento per le imprese che stanno accumulando manodopera e 1,6 per cento per le imprese che non lo hanno fatto nel terzo trimestre del 2025). Tali differenze non sono determinate dalle aspettative delle imprese sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), in quanto tutte le categorie hanno, in media, simili aspettative di inflazione misurata sullo IAPC. Ciò suggerisce che, indipendentemente dalla decisione di accumulare manodopera, le imprese colpite dal deterioramento dell'attività non prevedono di essere in grado di aumentare i prezzi tanto quanto i loro omologhi, il che suggerisce una domanda più debole per i loro prodotti o maggiori pressioni concorrenziali. Tale minor potere delle imprese nel determinare i prezzi, pur in presenza di una crescita salariale simile, potrebbe erodere i margini di profitto, costringendole a esplorare altre vie per ridurre il costo del lavoro<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Ferrando et al. (2025) collegano le aspettative di inflazione basata sullo IAPC con le aspettative di crescita dell'occupazione, sebbene tale canale contribuisca in misura limitata all'andamento delle aspettative di inflazione nel tempo.

## Grafico D

### Aspettative delle imprese sui prezzi di vendita e sull'inflazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, elaborazioni della BCE.

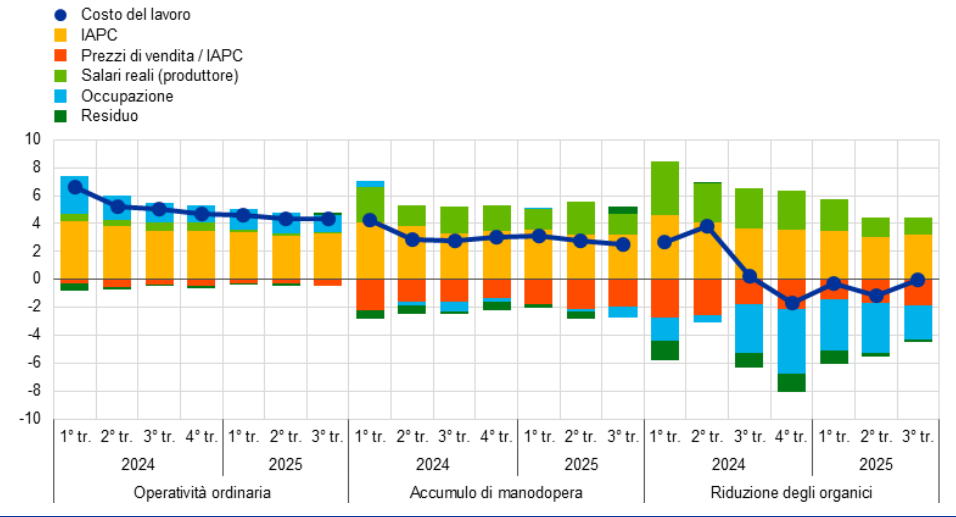
Note: i grafici mostrano le aspettative delle imprese per i successivi 12 mesi. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025.

**Nel complesso, vi sono evidenze di un collegamento tra le decisioni delle imprese in materia di accumulo di manodopera e le loro future aspettative di crescita del costo del lavoro.** Il grafico E illustra i fattori alla base delle aspettative di crescita del costo del lavoro totale delle imprese per i diversi gruppi. Le più alte aspettative di crescita del costo del lavoro delle imprese nella categoria “operatività ordinaria” possono essere spiegate dalle loro maggiori aspettative di occupazione (barre blu). Per contro, le imprese nei gruppi di accumulo di manodopera e di riduzione degli organici prevedono una minore crescita dell’occupazione, ma maggiori costi salariali una volta deflazionati con i propri prezzi di vendita (barre verde chiaro). Tale indicatore dei salari reali è il prezzo pertinente del lavoro per le imprese, in quanto riflette la loro capacità di finanziare il costo del lavoro aumentando i prezzi di vendita. Poiché le imprese nei gruppi di accumulo di manodopera e di riduzione degli organici si aspettano di riuscire ad aumentare i prezzi di vendita in misura minore in futuro, esse prevedono che la forza lavoro attuale diventi relativamente più costosa nel prossimo anno. Di conseguenza, le aspettative di crescita del costo del lavoro delle imprese offrono informazioni preziose per valutare le decisioni di accumulo di manodopera. Aiutano inoltre a comprendere meglio la ripresa ciclica della produttività del lavoro, che di solito segue periodi caratterizzati da un deciso accumulo di manodopera.

Grafico E

Scomposizione delle aspettative di crescita del costo del lavoro per gruppo di imprese

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



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, elaborazioni della BCE.  
Note: il grafico scompone l'evoluzione del costo del lavoro atteso dalle imprese in termini di componenti: occupazione, salari reali e inflazione dei prezzi di vendita. L'indicatore dei salari reali riflette la capacità dell'impresa di finanziare il costo del lavoro aumentando i propri prezzi di vendita. A parità di aumento salariale, un lavoratore diventa più costoso se l'impresa non è altrettanto in grado di aumentare i prezzi rispetto ai propri omologhi. La componente dell'inflazione dei prezzi è stata riformulata in termini di aspettative delle imprese sullo IAPC. Pertanto, la componente "Prezzi di vendita / IAPC" è il rapporto tra le aspettative di inflazione dei prezzi di vendita e le aspettative di inflazione misurata sullo IAPC, e fornisce un'indicazione di come le imprese si attendono che i propri prezzi di vendita evolvano rispetto all'inflazione misurata sullo IAPC. La scomposizione è cumulativa, con le componenti che si sommano per ottenere il costo totale del lavoro atteso. Il residuo tiene conto di possibili distorsioni di aggregazione, in quanto tutte le risposte sono aspettative riguardanti l'anno successivo riferite dalle imprese e sono ricavate dall'indagine SAFE. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025.

Riferimenti bibliografici

Arce, Ó. e Sondermann, D. (2024), [“Low for long? Reasons for the recent decline in productivity”](#), *Il Blog della BCE*, BCE, 6 maggio.

Bates, C., Bodnár, K., Healy, P. e Roca I Llevadot, M. (2025), [La dinamica salariale durante e dopo il periodo di inflazione elevata](#), articolo 2 nel numero 1/2025 di questo Bollettino.

Bates, C., Botelho, V., Holton, S., Roca I Llevadot, M. e Stanislaw, M. (2024), [“The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments”](#), *Il Blog della BCE*, BCE, 18 dicembre.

Botelho, V. (2024), [L'aumento dei margini di profitto ha aiutato le imprese ad accumulare manodopera](#), riquadro 3 nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

Ferrando, A., Lamboglia, S. e Rariga, J. (2025), [Determinanti delle aspettative di inflazione delle imprese nell'indagine SAFE](#), riquadro 6 nel numero 4/2025 di questo Bollettino.

## Nel paniere alimentare: cosa c'è dietro alla recente inflazione dei beni alimentari?

a cura di Colm Bates, Friderike Kuik, Elisabeth Wieland e Zivile Zekaite

**Comprendere la persistenza dell'inflazione dei beni alimentari nel 2025 è importante, non da ultimo perché la dinamica dei prezzi di tali prodotti svolge un ruolo significativo nella percezione e nelle aspettative di inflazione a breve termine da parte dei consumatori.** Le persone prestano particolare attenzione agli andamenti dei prezzi dei beni alimentari, in quanto essi vengono acquistati frequentemente, rappresentano una quota considerevole dei loro bilanci e sono caratterizzati da un limitato margine di sostituzione. Ciò significa che gli acquisti di beni alimentari possono influenzare in modo sproporzionato le opinioni delle persone sull'inflazione complessiva<sup>1</sup>. Tramite l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), a partire dal 2022 la Banca centrale europea (BCE) ha raccolto con cadenza pressoché regolare informazioni dettagliate circa la percezione e le aspettative di inflazione relative alle principali voci del paniere dei consumi. Dall'analisi emerge che l'inflazione dei beni alimentari, sia percepita sia attesa, ha un'influenza relativamente forte sulla percezione e sulle aspettative di inflazione complessiva a un anno (cfr. il pannello a) del grafico A). Su orizzonti più lunghi, i beni alimentari non hanno un ruolo così rilevante. Inoltre, quasi due terzi degli intervistati hanno dichiarato che i prezzi di tali beni influenzano le loro aspettative di inflazione, una percentuale superiore rispetto a qualsiasi altra voce del paniere (cfr. il pannello b) del grafico A). Tale quota di intervistati aveva maggiori probabilità, rispetto al resto del campione, di attendersi per i successivi dodici mesi un'inflazione al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento fissato dalla BCE. Comprendere le recenti dinamiche dei prezzi dei beni alimentari è quindi importante sia per monitorare l'inflazione complessiva sia per valutare le aspettative dei consumatori.

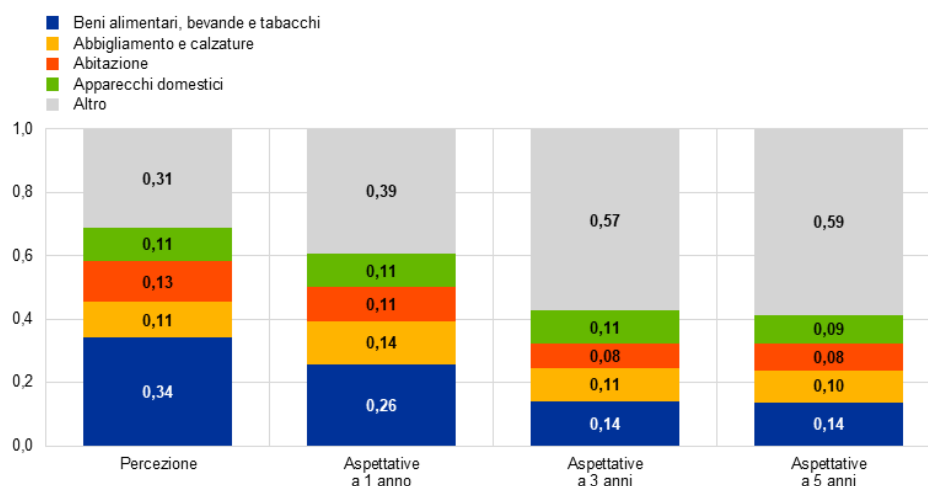
<sup>1</sup> Cfr. D'Acunto et al. (2025) e i riferimenti ivi contenuti.

## Grafico A

### Importanza dei prezzi dei beni alimentari per le aspettative di inflazione

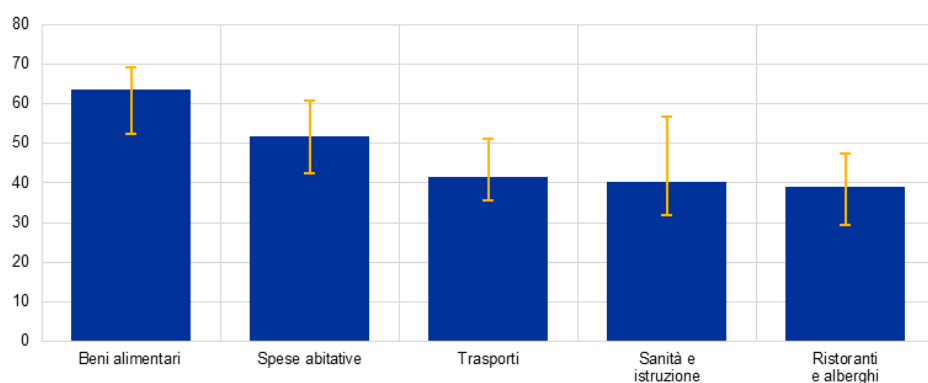
#### a) Importanza relativa dell'inflazione dei beni alimentari per la percezione e le aspettative di inflazione

(pesi relativi)



#### b) Principali cinque determinanti delle aspettative di inflazione dei consumatori

(percentuali, in percentuale degli intervistati)



Fonti: BCE (indagine CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: Il grafico nel pannello a) mostra i pesi relativi degli articoli nel paniere dei consumi sulla base del rispettivo potenziale esplicativo aggiuntivo nelle regressioni relative alla percezione (prima barra) e alle aspettative (tenendo conto della percezione, barre rimanenti) di inflazione in una regressione che utilizza solo effetti fissi. La categoria "Altro" include i contributi delle voci "Sanità", "Trasporti", "Comunicazioni", "Ricreazione e cultura", "Istruzione" e "Ristoranti e alberghi". I dati dell'indagine CES si riferiscono a dicembre 2022, gennaio, luglio e dicembre 2023, gennaio 2024, maggio e giugno 2025. Il pannello b) indica le risposte date al seguente quesito dell'indagine CES: *Quando pensa a come i prezzi in generale si modificheranno nei prossimi dodici mesi nel paese in cui attualmente vive, quali delle voci elencate di seguito influenzano le sue aspettative?* (traduzione non ufficiale) Gli intervalli gialli indicano le quote minime e massime riportate nei vari paesi. La voce "Beni alimentari" si riferisce a beni alimentari e bevande, inclusi i tabacchi.

### L'inflazione dei beni alimentari è rimasta elevata nello scorso anno, tuttavia prevalentemente a causa solo di alcune voci<sup>2</sup>. Il tasso sui dodici mesi

dell'inflazione dei beni alimentari misurata sullo IAPC nell'area dell'euro era sceso al 2,4 per cento a novembre 2025, dopo aver raggiunto un picco del 15,5 a marzo 2023. Nel 2025 (da gennaio a novembre) si è collocato mediamente al 2,9 per cento e da dicembre 2021 è rimasto al di sopra della sua media di lungo periodo precedente la pandemia, pari al 2,2 per cento. Tra le diverse componenti alimentari dello IAPC, le principali determinanti del tasso di inflazione al di sopra della media nel 2025 sono state "caffè, tè e cacao", "zucchero, confetture, miele, cioccolato e

<sup>2</sup> Cfr. anche Bobeica, Koester e Nickel (2025).



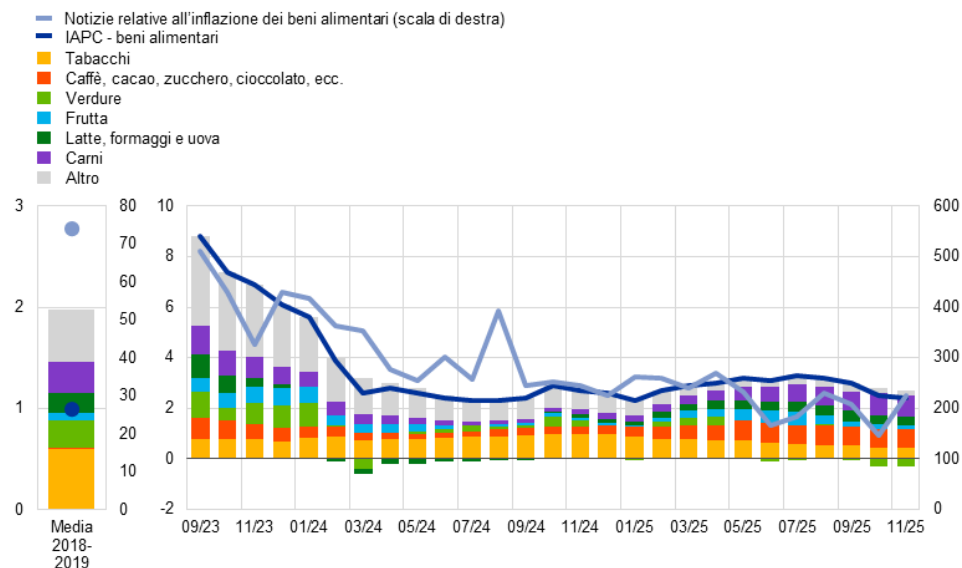
dolciumi” e “carni”. Nei mesi recenti, il caffè, il tè, il cacao, i dolciumi e le carni hanno rappresentato oltre il 50 per cento del tasso di inflazione annuo dei beni alimentari, pur avendo un peso inferiore al 25 per cento nella componente alimentare dello IAPC. Per contro, i contributi dei restanti prodotti alimentari si sono ampiamente normalizzati dopo l’impennata dell’inflazione nel 2022-2023. Anche l’attenzione rivolta dai media all’inflazione dei beni alimentari si è attenuata, rimanendo tuttavia più elevata rispetto al 2019 (cfr. il pannello a) del grafico B). Più di recente, i tassi di crescita sul mese precedente suggeriscono un allentamento delle pressioni sui prezzi di alcune voci, quali ad esempio caffè, tè, cacao e dolciumi (cfr. il pannello b) del grafico B), e i tassi sui dodici mesi hanno iniziato a riavvicinarsi alle rispettive medie di lungo periodo.

## Grafico B

### Inflazione dei beni alimentari misurata sullo IAPC

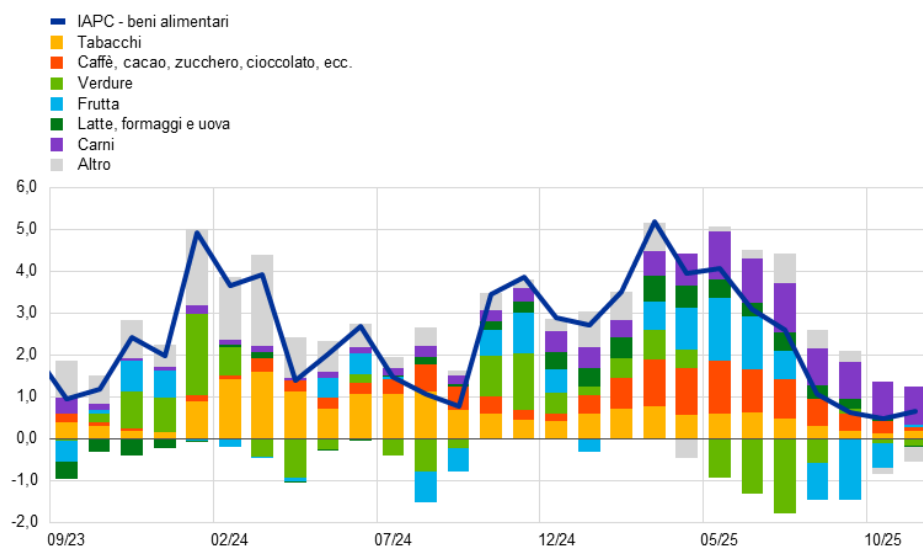
#### a) Inflazione dei beni alimentari misurata sullo IAPC e attenzione dei media

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente, contributi in punti percentuali; scala di destra: indice)



#### b) Dinamica di breve periodo dei prezzi dei beni alimentari nello IAPC

(media mobile di tre mesi delle variazioni percentuali mensili annualizzate; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Factiva ed elaborazioni della BCE.

Note: sulla base di 15 categorie COICOP (in prevalenza con livello di classificazione a quattro cifre). La voce "Altro" comprende "Pane e cereali", "Pesci", "Oli e grassi", "Prodotti alimentari n.c.a.", "Acque minerali, bibite analcoliche, succhi di frutta e di verdura", "Alcolici", "Vini" e "Birre". La voce "Notizie dedicate all'inflazione dei beni alimentari" è la media mensile di un sostanziale indice giornaliero aggiornato come descritto da Aarab et al. (2025). Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2025.

**I prezzi delle materie prime alimentari hanno rappresentato un fattore determinante nei recenti rincari dei beni alimentari, di riflesso a eventi meteorologici estremi unitamente ad altri fattori strutturali.** All'inizio del 2025 i prezzi del cacao e del caffè hanno raggiunto nuovi massimi, essendo più che raddoppiati da gennaio 2024 (cfr. il pannello a) del grafico C). Mentre i prezzi del cacao e del caffè sono lievemente scesi dai rispettivi picchi, i rincari precedenti si sono trasmessi ai prezzi al consumo dei beni alimentari con ritardo. Tali aumenti

possono essere in parte attribuiti alle condizioni meteorologiche estreme (cfr. Kotz et al., 2025). Analogamente, i risultati dei recenti contatti della BCE con società non finanziarie suggeriscono che l'andamento dei prezzi dei beni alimentari è influenzato anche dai cambiamenti climatici (cfr. Kuik et al., 2025). Ad esempio, si stima che nell'area dell'euro l'ondata di caldo estiva del 2025 possa far aumentare, a distanza di un anno, i prezzi dei beni alimentari non trasformati tra gli 0,4 e gli 0,7 punti percentuali<sup>3</sup>. D'altro canto, i prezzi delle carni in Europa (in particolare carne di manzo) sono stati sospinti dal protratto calo strutturale dell'offerta, in presenza di una domanda vigorosa<sup>4</sup>. Pertanto, a giugno 2025 i prezzi europei alla produzione di carne hanno raggiunto il valore massimo, risultando superiori del 17 per cento rispetto a gennaio 2024, prima di attenuarsi leggermente in seguito.

---

<sup>3</sup> Sulla base di un aggiornamento dell'analisi pubblicata in Kotz et al. (2024).

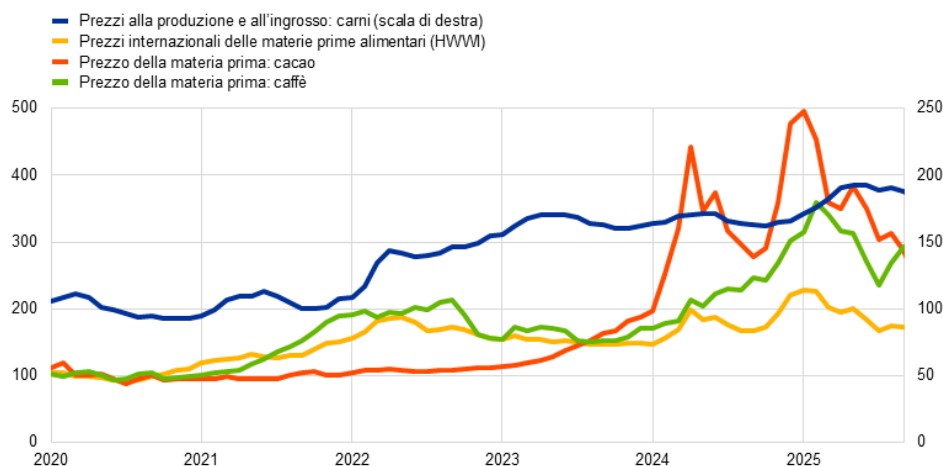
<sup>4</sup> Per maggiori dettagli, cfr. la [scheda informativa della Commissione europea sul mercato delle carni](#).

## Grafico C

### Determinanti dell'inflazione dei beni alimentari misurata sullo IAPC

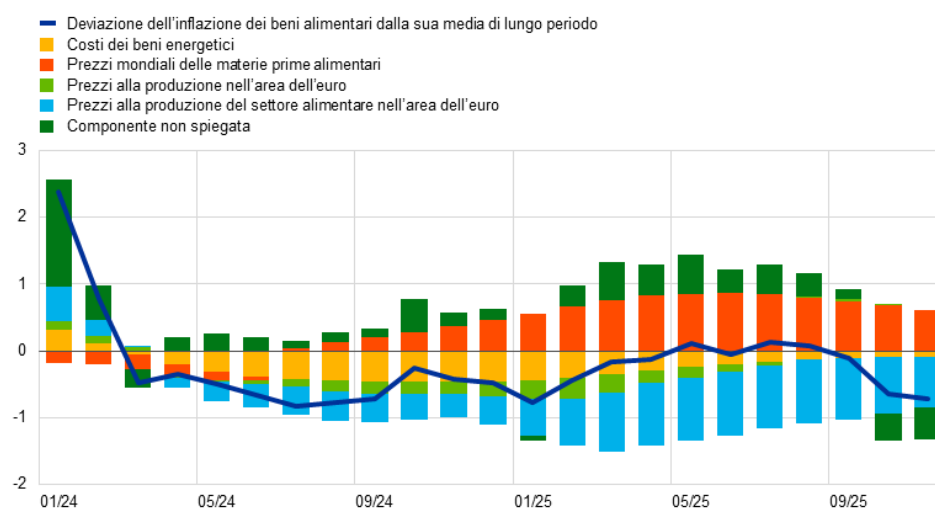
#### a) Andamenti dei prezzi delle materie prime alimentari

(indici, 2020 = 100)



#### b) Scomposizione basata su modelli dell'inflazione dei beni alimentari misurata sullo IAPC

(contributi in punti percentuali alle deviazioni dalle medie di lungo periodo)



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

Note: nel pannello a) le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2025. Nel pannello b) il grafico mostra la scomposizione, basata su un modello autoregressivo vettoriale bayesiano, dei fattori alla base della deviazione della componente alimentare dell'inflazione dell'area dell'euro dalla sua media di lungo periodo (e condizione di partenza), utilizzando lo strumento BEAR della BCE.

L'identificazione delle determinanti segue la scomposizione di Cholesky delineata in Ferrucci et al. (2012), che impone il seguente ordine di innovazioni: prezzi mondiali delle materie prime alimentari (in euro, dall'HWWI), prezzi alla produzione dei beni energetici nell'area dell'euro, prezzi alla produzione, prezzi alla produzione nel settore alimentare, prezzi al consumo. Tale ordinamento è coerente con l'ipotesi della catena di formazione dei prezzi. Il campione utilizzato per la stima va da dicembre 1996 a novembre 2025.

**Una scomposizione basata su un modello dell'inflazione dei beni alimentari nelle sue determinanti suggerisce inoltre che i prezzi delle materie prime abbiano svolto un ruolo più importante di recente (cfr. il pannello b) del grafico C)<sup>5</sup>. La scomposizione mostra una moderazione delle pressioni dal lato dei costi negli ultimi mesi, sulla scia di un contributo lievemente inferiore dei prezzi internazionali delle materie prime e di un contributo inferiore (attualmente negativo) di una componente "non spiegata" che potrebbe essere collegata alla trasmissione**

<sup>5</sup> Per dettagli sulla scomposizione basata sul modello, cfr. Kuik et al. (2024).

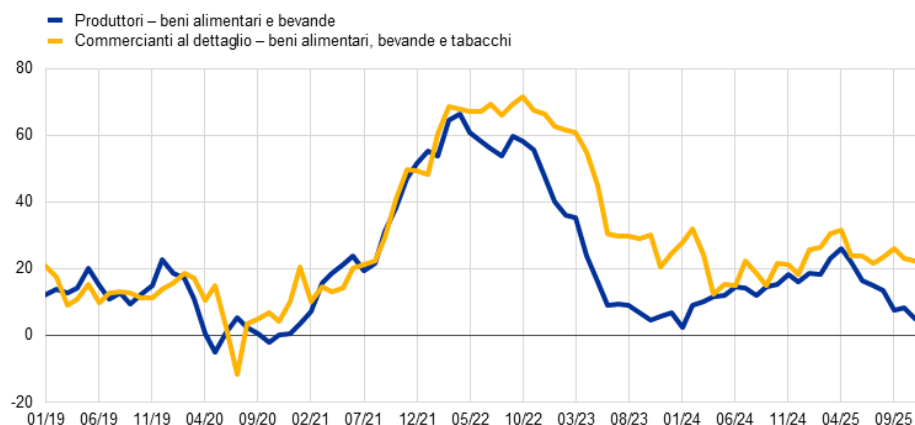
al settore del commercio al dettaglio della precedente crescita delle retribuzioni<sup>6</sup>. Ad esempio, gli ultimi dati sui costi settoriali del lavoro per dipendente mostrano che la crescita delle retribuzioni nel comparto del commercio, dei trasporti e dei servizi ricettivi, che include quello del commercio al dettaglio di beni alimentari, è rimasta elevata nella prima metà del 2025, al di sopra della media precedente la pandemia.

**In prospettiva, l'inflazione dei beni alimentari dovrebbe diminuire ulteriormente, sostenuta nel breve periodo dall'allentamento delle aspettative sui prezzi di vendita.** Le [proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2025 dagli esperti dell'Eurosistema](#) prevedono che l'inflazione dei beni alimentari diminuisca nel breve periodo, raggiungendo il 2,1 per cento nel terzo trimestre del 2026, per poi mantenersi su livelli moderati per tutto il resto dell'orizzonte temporale di proiezione. Nel brevissimo termine tale prospettiva è supportata dai risultati dell'indagine della Commissione europea presso le imprese, secondo cui le aspettative dei produttori di alimentari e bevande sui prezzi di vendita per i tre mesi successivi sono diminuite da aprile, portandosi al di sotto della media di lungo periodo osservata fra il 1999 e il 2019 (cfr. il grafico D). Per contro, le aspettative sui prezzi di vendita dei commercianti al dettaglio di prodotti alimentari, bevande e tabacchi hanno subito una moderazione meno marcata e si sono inoltre mantenute al di sopra della rispettiva media di lungo periodo, andamento che potrebbe in parte riflettere la crescita salariale ancora elevata in tale settore.

### Grafico D

Aspettative dei produttori e dei commercianti al dettaglio di beni alimentari sui prezzi di vendita nei tre mesi successivi

(punti percentuali, saldi destagionalizzati)



Fonte: Commissione europea.

Note: i saldi sono calcolati come differenza tra le percentuali di intervistati che hanno fornito risposte positive e negative. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2025.

<sup>6</sup> Si noti che il modello considera implicitamente le retribuzioni nel settore produttivo attraverso i prezzi alla produzione.

## Riferimenti bibliografici

Aarab, I., Bańbura, M., Bobeica, E. e Leguay, E. (2025), [Monitoraggio dell'attenzione rivolta all'inflazione nelle notizie](#), riquadro 5 nel numero 6/2025 di questo Bollettino.

Bobeica, E., Koester, G. e Nickel, C. (2025), [“When groceries bite: the role of food prices for inflation in the euro area”](#), *Il Blog della BCE*, BCE, 25 settembre.

D’Acunto, F., De Fiore, F., Sandri, D. e Weber, M. (2025), [“A global survey of household perceptions and expectations”](#), *BIS Quarterly Review*, settembre 2025.

Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. e Onorante, L. (2012), [“Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy”](#), *International Journal of Central Banking*, vol. 8, marzo 2012, pagg. 179-218.

Kotz, M., Donat, M.G., Lancaster, T., Parker, M., Smith, P., Taylor, A. e Vetter, S.H. (2025), [“Climate extremes, food price spikes, and their wider societal risks”](#), *Environmental Research Letters*, vol. 20, n. 8.

Kotz, M., Kuik, F., Lis, E. e Nickel, C. (2024), [“Global warming and heat extremes to enhance inflationary pressures”](#), *Nature Communications Earth & Environment*, vol. 5, n. 115.

Kuik, F., Lis, E.M., Paredes, J. e Rubene, I. (2024), [Determinanti dell’inflazione dei beni alimentari nell’area dell’euro negli ultimi due anni](#), riquadro 4 nel numero 2/2024 di questo Bollettino.

Kuik, F., Morris, R., Roma, M. e Slavík, M. (2025), [Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie](#), riquadro 5 nel numero 7/2025 di questo Bollettino.

## Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 30 luglio al 4 novembre 2025

a cura di Kristian Tötterman e Samuel Bieber

**Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento delle riserve del 2025.** Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'intervallo di tempo dal 30 luglio al 4 novembre 2025 ("periodo di riferimento").

**La liquidità in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a diminuire gradualmente.** L'offerta di liquidità si è ridotta nel periodo di riferimento, principalmente a causa delle minori consistenze detenute dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), a seguito della cessazione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA all'inizio di luglio 2023 e di quelli nell'ambito del PEPP a fine dicembre 2024. Tale calo è stato in parte compensato dalla continua riduzione dell'assorbimento di liquidità attraverso i fattori autonomi netti.

### Analisi di liquidità dei fattori autonomi

**A partire dal numero corrente di questo Bollettino, viene introdotta una lieve modifica alla classificazione delle voci di bilancio dell'Eurosistema ai fini del presente riquadro. Ciò ha lo scopo di migliorare la comprensione dei fattori che determinano le variazioni dei fattori autonomi e delle relative implicazioni per la liquidità.** Ai fini dell'analisi delle condizioni di liquidità dell'Eurosistema, i fattori autonomi sono classificati come segue: a) attività nette denominate in euro, b) attività nette sull'estero, c) depositi delle amministrazioni pubbliche, d) banconote, e) altri fattori autonomi (netti). I primi due sono fattori di immissione della liquidità in termini netti, mentre i restanti tre sono fattori di assorbimento della liquidità in termini netti. Ora è stata lievemente modificata l'attribuzione delle voci di bilancio a queste categorie. In primo luogo, i conti di rivalutazione delle consistenze in valute diverse dall'euro, finora appartenenti alla categoria "Altri fattori autonomi (netti)", sono stati integrati nella categoria "Attività nette sull'estero", per rendere più evidente l'impatto sulla liquidità, in genere minimo, delle variazioni in quella categoria. Inoltre, la categoria "Attività nette denominate in euro" ora comprende tutte le principali attività di raccolta di depositi e di investimento denominate in euro, non collegate alla politica monetaria. Finora, soltanto alcune delle attività elencate appartenevano a tale categoria, mentre le restanti voci erano incluse tra gli "Altri fattori autonomi (netti)". Infine, la categoria residuale "Altri fattori autonomi (netti)" ora include un numero significativamente inferiore di voci di bilancio, quali capitale, riserve e accantonamenti dell'Eurosistema. Le serie storiche, che riflettono questa nuova scomposizione, sono disponibili sul Portale dati della BCE nella [tavola sulla liquidità](#) della sezione Pubblicazioni.

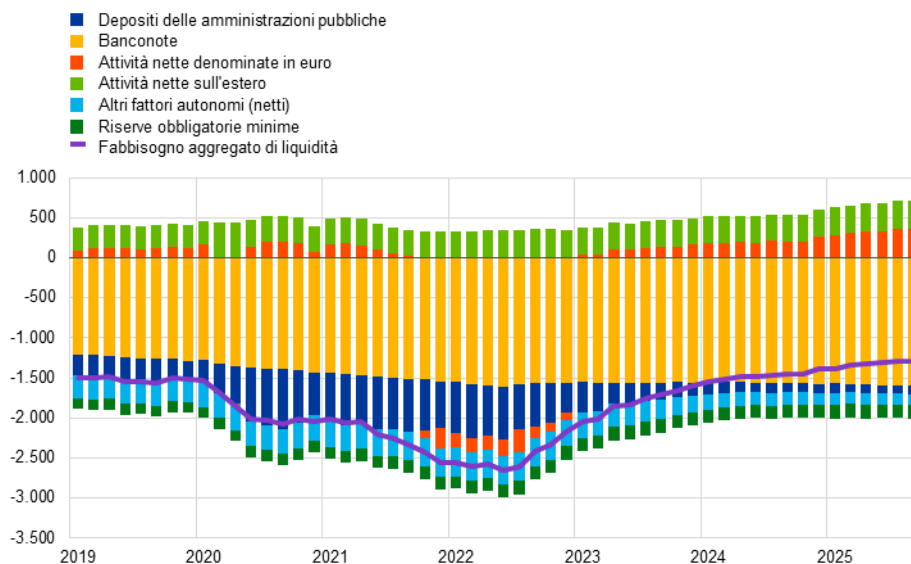
## Fabbisogno di liquidità

**Nel periodo di riferimento il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 30 miliardi di euro, scendendo a 1.288 miliardi (cfr. il grafico A).** Tale calo è stato determinato da un aumento dei fattori autonomi di immissione della liquidità e da una lieve riduzione dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità. Le riserve obbligatorie minime si sono mantenute pari a 168 miliardi di euro, senza alcun impatto sul fabbisogno aggregato di liquidità (cfr. la tavola A).

### Grafico A

#### Variazioni del fabbisogno aggregato di liquidità

(migliaia di miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al sesto periodo di mantenimento del 2025.

**Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di immissione di liquidità sono aumentati di 28 miliardi di euro, principalmente per effetto di un aumento di 25 miliardi di euro delle attività nette denominate in euro.** Questo incremento complessivo è principalmente attribuibile al perdurante calo dei depositi denominati in euro destinati a finalità diverse dalla politica monetaria. Gli investimenti in titoli denominati in euro non collegati alla politica monetaria sono aumentati lievemente, contribuendo anche all'incremento delle attività nette denominate in euro. Allo stesso tempo, le attività nette sull'estero hanno registrato un incremento marginale di 3 miliardi di euro, con un impatto soltanto minimo sulle condizioni di liquidità complessive.

**Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono diminuiti di 3 miliardi di euro, principalmente a causa di un calo degli altri fattori autonomi.** In media, gli altri fattori autonomi netti sono diminuiti di 18 miliardi di euro, riflettendo principalmente una riduzione dal lato delle passività. I depositi delle amministrazioni pubbliche hanno registrato un lieve incremento, di 6 miliardi di



euro, raggiungendo 110 miliardi, determinato da maggiori emissioni delle amministrazioni pubbliche in autunno e, di conseguenza, riserve di liquidità più ingenti detenute dalle tesorerie nazionali. Nel periodo di riferimento il valore medio delle banconote in circolazione è lievemente aumentato, di 8 miliardi di euro, salendo a 1.591 miliardi.

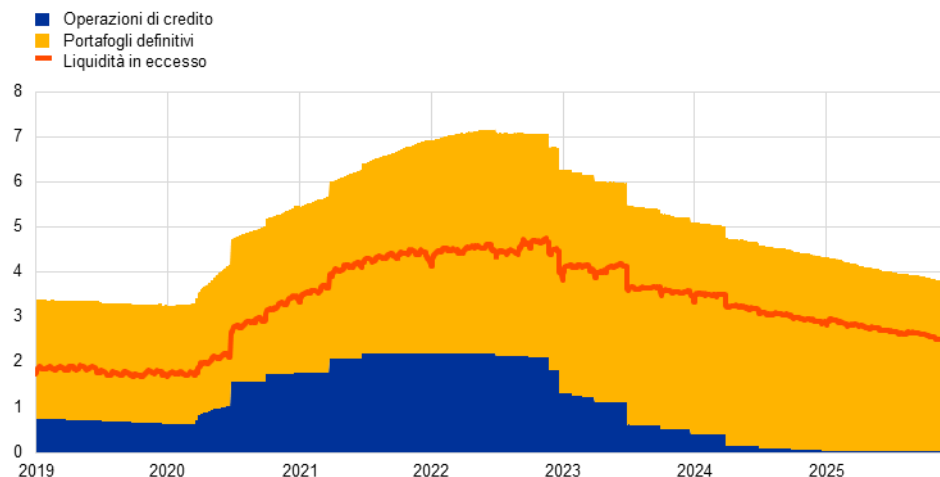
## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 127 miliardi di euro, collocandosi a 3.901 miliardi (cfr. il grafico B).** La contrazione dell'offerta di liquidità è stata determinata principalmente da un calo dei portafogli definitivi dell'Eurosistema.

### Grafico B

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

(migliaia di miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al sesto periodo di mantenimento del 2025.

**L'ammontare medio della liquidità offerta tramite i portafogli definitivi detenuti con finalità di politica monetaria è diminuito di 125 miliardi di euro nel periodo di riferimento, portandosi a 3.881 miliardi.** Tale flessione è riconducibile al fatto che i titoli in scadenza detenuti nell'ambito del PAA e del PEPP non sono stati reinvestiti.

**Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 3 miliardi di euro, collocandosi a 21 miliardi.** Gli importi medi in essere delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi hanno subito una contrazione di circa 1 e 2 miliardi di euro, rispettivamente. Il calo della partecipazione delle banche a queste operazioni regolari riflette la loro adeguata posizione di liquidità e la disponibilità di fonti alternative di finanziamento a tassi di mercato e scadenze appetibili.

## Liquidità in eccesso

**Nel periodo di riferimento la liquidità in eccesso è diminuita di 97 miliardi di euro, raggiungendo 2.614 miliardi (cfr. il grafico B).** La liquidità in eccesso è calcolata come somma tra le disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario mediante strumenti di politica monetaria 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 in eccesso è diminuita costantemente.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Nel corso del periodo di riferimento il Consiglio direttivo ha mantenuto invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, incluso il tasso sui depositi presso la banca centrale, attraverso il quale orienta la politica monetaria.** I tassi sui depositi presso la banca centrale, sulle ORP e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono rimasti, rispettivamente, al 2,00, al 2,15 e al 2,40 per cento (cfr. la tavola B).

**Nel periodo di riferimento la media dell'€STR (euro short-term rate) è lievemente aumentata, continuando a mantenere un differenziale negativo con il tasso sui depositi presso la banca centrale.** In media, nel periodo di riferimento l'€STR è stato inferiore di 7,5 punti base al tasso sui depositi presso la banca centrale, con una lieve diminuzione di tale differenziale dai 7,9 punti base segnati durante il terzo e il quarto periodo di mantenimento del 2025.

**Il tasso medio sui pronti contro termine per l'area dell'euro, misurato dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index), si è mantenuto più vicino al tasso sui depositi presso la banca centrale che all'€STR.** In media, nel periodo di riferimento il tasso sulle operazioni pronti contro termine è stato uguale a quello sui depositi presso la banca centrale, così come avvenuto anche nel terzo e nel quarto periodo di mantenimento del 2025.

## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 30 luglio - 4 novembre 2025						Periodo di riferimento precedente: 23 aprile - 29 luglio 2025	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 30 luglio - 16 settembre 2025		Sesto periodo di mantenimento: 17 settembre - 4 novembre 2025		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
<b>Fattori di immissione della liquidità</b>								
Fattori autonomi	713	(+28)	711	(+24)	715	(+4)	685	(+43)
- Attività nette sull'estero	356	(+3)	354	(+0)	358	(+5)	353	(+6)
- Attività nette denominate in euro	357	(+25)	358	(+24)	357	(-1)	332	(+37)
Operazioni di politica monetaria	3.901	(-127)	3.931	(-57)	3.871	(-60)	4.028	(-156)
- ORP	9	(-1)	8	(-0)	10	(+2)	10	(+0)
- ORLT	12	(-2)	12	(-1)	11	(-1)	13	(-3)
- Portafogli definitivi	3.881	(-125)	3.911	(-56)	3.850	(-61)	4.005	(-154)
- Altri fattori di immissione della liquidità	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
<b>Fattori di assorbimento della liquidità</b>								
Fattori autonomi	1.844	(-3)	1.838	(-7)	1.850	(+12)	1.847	(+6)
- Banconote in circolazione	1.591	(+8)	1.593	(+5)	1.590	(-2)	1.583	(+14)
- Depositi delle amministrazioni pubbliche	110	(+6)	104	(+1)	116	(+11)	104	(-5)
- Altri fattori autonomi (netti)	143	(-18)	141	(-13)	144	(+3)	161	(-2)
Operazioni di politica monetaria								
- Altri fattori di assorbimento della liquidità	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
<b>Liquidità e operazioni attivabili su iniziativa delle controparti</b>								
- Conti correnti degli enti creditizi	174	(+1)	173	(+1)	175	(+1)	172	(+0)
- Riserve obbligatorie minime <sup>1)</sup>	168	(+1)	168	(+1)	168	(-0)	167	(+0)
- Operazioni di rifinanziamento marginale	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)
- Depositi presso la banca centrale	2.608	(-98)	2.643	(-28)	2.573	(-70)	2.705	(-120)
- Liquidità in eccesso <sup>2)</sup>	2.614	(-97)	2.648	(-28)	2.579	(-69)	2.711	(-120)
<b>Altre informazioni basate sulla liquidità</b>								
- Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>3)</sup>	1.288	(-30)	1.283	(-30)	1.292	(+8)	1.318	(-36)
- Fattori autonomi netti <sup>4)</sup>	1.120	(-31)	1.116	(-31)	1.124	(+8)	1.151	(-37)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al miliardo 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 e per ORLT le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine.

1) Voce per memoria che non compare nel bilancio dell'Eurosistema e non dovrebbe quindi essere inclusa nel calcolo delle passività totali.

2) Calcolata come somma fra 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.

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

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

**Tavola B**  
**Andamenti dei tassi di interesse**

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 30 luglio - 4 novembre 2025				Periodo di riferimento precedente: 23 aprile - 29 luglio 2025			
	Quinto periodo di mantenimento: 30 luglio - 16 settembre 2025		Sesto periodo di mantenimento: 17 settembre - 4 novembre 2025		Terzo periodo di mantenimento: 23 aprile - 10 giugno 2025		Quarto periodo di mantenimento: 11 giugno - 29 luglio 2025	
ORP	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,40	(-0,25)	2,15	(-0,25)
Operazioni di rifinanziamento marginale	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,65	(-0,25)	2,40	(-0,25)
Depositi presso la banca centrale	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,25	(-0,25)	2,00	(-0,25)
€STR	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)	2,17	(-0,25)	1,92	(-0,25)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	1,99	(-0,01)	2,00	(+0,00)	2,25	(-0,24)	2,00	(-0,24)

Fonti: BCE, CME Group e Bloomberg Finance L.P.  
 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.

# Articoli

## 1 In cosa consiste il potenziale non sfruttato del mercato unico dell'UE?

a cura di Roberto Bernasconi, Naïm Cordemans, Vanessa Gunnella, Giacomo Pongetti e Lucia Quaglietti

### 1 Introduzione

#### **Il mercato unico dell'UE riunisce 450 milioni di persone e 26 milioni di imprese.**

È uno dei cardini dell'integrazione europea, e svolge il ruolo di motore dinamico per il miglioramento di benessere, competitività e resilienza. Facilitando la libera circolazione di beni, servizi, capitale e lavoro, ha migliorato l'efficienza economica attraverso economie di scala, maggiore innovazione e una concorrenza più forte. Una ricerca della BCE indica che, tra il 1993 e il 2014, il mercato unico ha aumentato il PIL pro capite reale tra il 12 e il 22 per cento negli Stati membri fondatori (cfr. Lehtimäki e Sondermann, 2020), mentre gli studi di Mion e Ponattu (2019) stimano guadagni medi annui in termini di benessere pari a circa 840 euro pro capite, espressi in prezzi del 2016.

#### **Il mercato unico offre ampi vantaggi economici e strategici all'UE e ai suoi Stati membri.**

Un mercato unico ben funzionante migliora la produttività e la resilienza, perché fornisce alle imprese la dimensione per innovare e crescere. Promuove inoltre la convergenza dei prezzi e rafforza la trasmissione della politica monetaria, che rivestono particolare importanza per la BCE. Inoltre, come sottolineato da Letta (2024) e Draghi (2024), rappresenta la prima linea di difesa dell'Europa a fronte di un panorama geopolitico in rapida evoluzione.

#### **Tuttavia, il mercato unico è ancora soggetto a ostacoli strutturali che impediscono la realizzazione del suo pieno potenziale.**

Le barriere residue, in particolare alla fornitura transfrontaliera di servizi, ma anche alla circolazione di beni e al libero spostamento di forza lavoro e capitali, limitano la profondità dell'integrazione e la portata dei potenziali guadagni in termini di benessere<sup>1</sup>. Il superamento di tali limiti è essenziale per rafforzare ulteriormente la resilienza dell'UE, promuovere la competitività, migliorare le capacità di difesa e salvaguardare la stabilità economica.

#### **Il presente articolo valuta parte del potenziale non sfruttato del mercato unico, in particolare la circolazione di beni e servizi.**

La prima sezione passa brevemente in rassegna l'evoluzione storica del mercato unico ed esamina l'attuale grado di integrazione commerciale. La seconda sezione descrive gli ostacoli che impediscono la libera circolazione di beni e servizi all'interno dell'UE. La terza sezione quantifica la portata delle barriere attraverso un modello gravitazionale.

<sup>1</sup> Cfr. Commissione europea (2025a).

Infine, la quarta sezione valuta i potenziali vantaggi in termini di benessere, conseguibili attraverso un'ulteriore integrazione.

## 2 Attuale livello di integrazione di beni e servizi nel mercato unico

### **Il Trattato di Roma, con cui è stata creata la Comunità economica europea (CEE), ha gettato le basi per un mercato comune e un'unione doganale.**

Il Trattato del 1957 ha introdotto le “quattro libertà”: la libera circolazione di beni, servizi, capitali e persone. Inizialmente l'accento è stato posto sulla riduzione dei dazi e delle quote sulle merci, interamente eliminate entro il 1968 con la creazione dell'unione doganale della CEE. L'Atto unico europeo del 1986 ha stabilito l'obiettivo di un mercato interno pienamente integrato occupandosi delle barriere non tariffarie, ponendo le basi per l'avvio ufficiale del mercato unico nel gennaio 1993. Per quanto riguarda le merci, ha rimosso le formalità doganali, ridotto le barriere tecniche mediante il mutuo riconoscimento e ha sostituito i controlli di frontiera sull'IVA con regole armonizzate. Per quanto riguarda i servizi, la direttiva relativa ai servizi adottata nel dicembre 2006 ha affrontato gli ostacoli alla prestazione transfrontaliera, con l'obiettivo di rimuovere pratiche discriminatorie basate su nazionalità o residenza e promuovere la cooperazione amministrativa<sup>2</sup>.

### **La rimozione delle barriere alla circolazione dei beni ha determinato una rapida integrazione dell'interscambio dei beni nell'UE, mentre i mercati dei servizi rimangono meno integrati.**

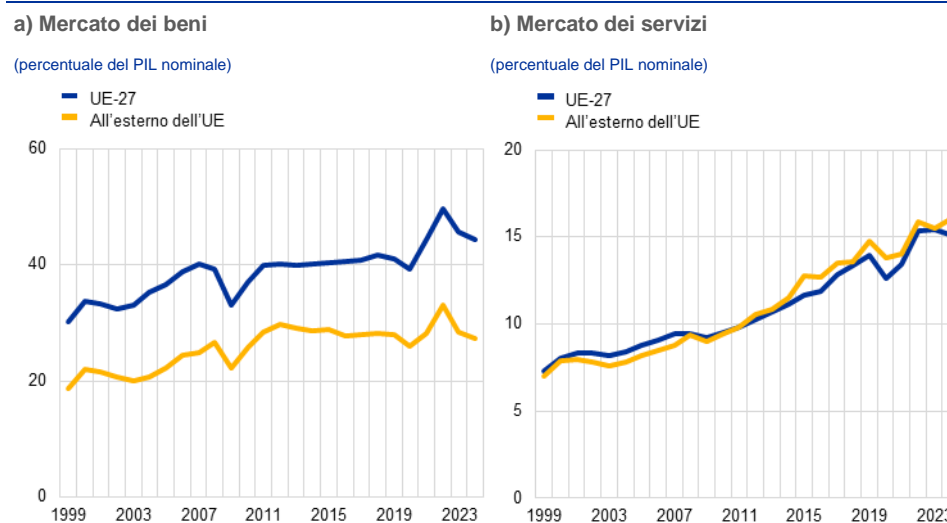
Il grafico 1 mette a confronto il commercio all'interno e all'esterno dell'UE, utilizzati come indicatori del grado di integrazione, rispettivamente, all'interno e all'esterno del mercato unico. L'interscambio di beni ha chiaramente tratto beneficio da una maggiore integrazione all'interno dell'UE, cosa che non è avvenuta per i servizi. Nel 2024 il commercio transfrontaliero di beni all'interno dell'UE rappresentava oltre il 40 per cento del suo PIL, contro il 30 per cento del 1999, nonché circa 16 punti percentuali in più rispetto all'interscambio tra l'UE e il resto del mondo. Nello stesso periodo, l'interscambio di servizi all'interno dell'UE è salito dall'8 per cento del PIL nel 1999 al 16 per cento nel 2024, un livello molto simile a quello degli scambi di servizi con i paesi esterni all'Unione. Tale contrasto fra l'integrazione dei beni e quella dei servizi risulta particolarmente evidente se si considera che i servizi rappresentano quasi i tre quarti dell'attività economica dell'UE.

---

<sup>2</sup> Tuttavia, l'ambito di applicazione della direttiva era limitato a determinati settori, escludendo quelli dell'energia, dei servizi finanziari, dei trasporti, delle telecomunicazioni e della sanità.

## Grafico 1

### Interscambio all'interno e all'esterno dell'UE



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Il grado relativamente ridotto di integrazione del commercio dei servizi può essere in parte attribuito alla natura localizzata degli stessi.** Molti servizi, quali sanità, istruzione, consulenza legale o immobiliare, possono richiedere la vicinanza al consumatore o l'adattamento a contesti culturali, giuridici o linguistici locali, rendendo più difficile l'offerta transfrontaliera. In una certa misura, ciò riflette anche il fatto che una quota significativa dell'erogazione di servizi avviene attraverso la creazione di filiali o succursali<sup>3</sup>.

**La profondità dell'integrazione del mercato unico varia in modo significativo a seconda dei settori.** Settori manifatturieri altamente armonizzati, come quelli di autoveicoli, prodotti chimici ed elettronica, traggono beneficio dagli standard a livello di UE, dagli accordi di mutuo riconoscimento e dalle ampie catene di approvvigionamento transfrontaliere. Ad esempio, il settore automobilistico si basa su catene di approvvigionamento transfrontaliere per parti e assemblaggio, mentre i prodotti chimici e l'elettronica beneficiano degli standard armonizzati dell'UE che agevolano il commercio tra i vari Stati membri. Per contro, i beni primari, come prodotti alimentari e farmaceutici, rimangono decisamente meno integrati per effetto di una combinazione di normative nazionali, differenze negli standard e barriere logistiche, nonché di determinanti non legate alle politiche quali fattori culturali, preferenze dei consumatori e una limitata commerciabilità di alcuni prodotti (cfr. il grafico 2)<sup>4</sup>. Il settore dei servizi si dimostra altrettanto disomogeneo. I servizi alle imprese e di supporto raggiungono un'integrazione piuttosto elevata nel quadro della

<sup>3</sup> Molti servizi richiedono l'istituzione di filiali o succursali locali, classificate come investimenti diretti esteri (IDE) anziché esportazioni transfrontaliere di servizi. Il valore dei servizi forniti attraverso tali strutture locali non compare nelle statistiche sul commercio transfrontaliero. Ciò significa che i dati ufficiali sugli scambi di servizi all'interno dell'UE potrebbero sottostimare il livello effettivo di integrazione, poiché non colgono il volume significativo di servizi forniti attraverso canali IDE.

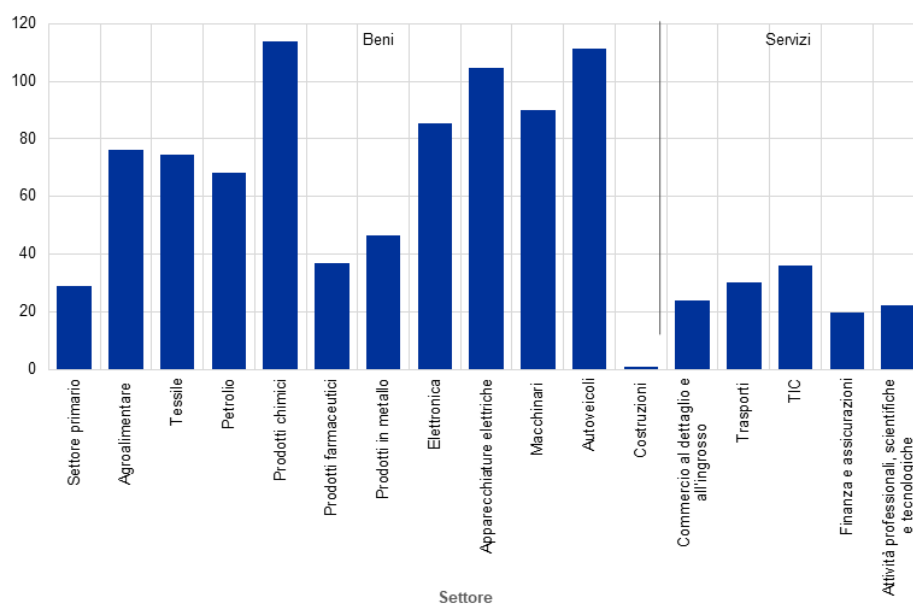
<sup>4</sup> Il grafico 2 riporta i dati sul commercio all'interno dell'UE, basati sulle esportazioni lorde, che comprendono sia i prodotti finali sia quelli intermedi. Sebbene ciò determini un certo grado di doppio conteggio a causa dei beni intermedi che attraversano le frontiere più volte prima della produzione finale, evidenzia anche la profondità dell'integrazione economica e l'importanza dei legami lungo la catena del valore all'interno dell'UE.

direttiva relativa ai servizi, mentre il commercio al dettaglio, il settore delle costruzioni, le attività professionali e il settore immobiliare devono affrontare persistenti barriere nazionali e locali.

## Grafico 2

### Interscambio all'interno dell'UE per settore

(percentuale del valore aggiunto per ciascun settore)



Fonti: tavole TIVA 2025 dell'OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al 2022. I dati sugli interscambi settoriali dalle tavole input-output includono il commercio finale e intermedio lordo.

## 3 Quali sono le barriere che ostacolano l'integrazione del mercato unico dell'UE?

**Permangono le barriere all'interno del mercato unico dell'UE<sup>5</sup>.** Esse sono generate da una moltitudine di fonti, tra cui: a) differenze nelle norme o nei regolamenti nazionali; b) procedure amministrative macchinose; c) applicazione non omogenea delle regole dell'UE e sovraregolamentazione; d) pratiche nazionali anticoncorrenziali che pongono in svantaggio le imprese estere. Inoltre, le barriere possono anche differire da settore a settore. I mercati dei beni sono spesso soggetti a standard tecnici divergenti, barriere non tariffarie ed elevati costi legati al rispetto delle normative. I servizi sono esposti alle sfide derivanti dai vincoli alla mobilità del lavoro e dalle differenze normative, che rendono complicata l'attività transfrontaliera. La frammentazione normativa può ostacolare l'interscambio e gli investimenti in beni e servizi. La presente sezione descrive brevemente le principali barriere che incidono sugli scambi commerciali all'interno dell'UE, suddivise per categoria in base alla relativa fonte.

<sup>5</sup> Cfr. Draghi (2024) e Letta (2024).



## A. Barriere normative

**Le barriere normative riguardano regolamenti o requisiti frammentati che limitano la libera circolazione di beni e servizi oltre i confini nazionali.** Regole e standard che differiscono tra gli Stati membri possono limitare l'accesso al mercato transfrontaliero o aumentare i costi per l'adempimento degli obblighi da parte delle imprese. Permangono significative disparità in termini di standard di prodotto e requisiti tecnici in tutta l'UE. Anche un regime di imposta sul valore aggiunto frammentato, con 27 distinti quadri di riferimento nazionali, è un ostacolo al commercio transfrontaliero. Per quanto riguarda i servizi, il riconoscimento delle qualifiche professionali ostacola la mobilità dei lavoratori.

## B. Barriere amministrative

**Le barriere amministrative in genere comprendono procedure lunghe, macchinose o poco chiare, che rendono complicati il rispetto degli obblighi e le consegne.** Generalmente, le barriere di natura amministrativa derivano dalle procedure che disciplinano l'attuazione e l'applicazione della regolamentazione. Fra queste figurano procedure di autorizzazione complesse, requisiti di documentazione eccessiva, ritardi nel reperimento delle autorizzazioni o mancanza di coordinamento tra le autorità nazionali. Gli esportatori possono necessitare di licenze di importazione, valutazioni di conformità e documentazione specifica per le normative nazionali; inoltre, un lungo processo di registrazione dei prodotti e una mancanza di sistemi di segnalazione digitale complicano l'adempimento degli obblighi. Nel settore dei servizi, i requisiti di residenza e nazionalità, sebbene siano per lo più limitati dal diritto dell'UE, possono comunque derivare da norme nazionali come l'obbligo di residenza per la responsabilità giuridica.

## C. Barriere applicative

**Le barriere applicative consistono nell'applicazione non omogenea delle norme dell'UE o nella mancanza di meccanismi di sorveglianza.** Differenze nell'interpretazione e nell'applicazione delle direttive dell'UE tra gli Stati membri compromettono il mercato unico, poiché le autorità nazionali spesso attribuiscono priorità agli standard interni rispetto alla legislazione dell'UE, creando incertezza giuridica o non soddisfacendo requisiti minimi. La sovraregolamentazione (gold-plating), ovvero la pratica di aggiungere requisiti nazionali oltre il minimo richiesto per attuare la legislazione dell'UE, aumenta ulteriormente costi e oneri, costringendo le imprese ad adattarsi a diversi obblighi.

## D. Barriere legate alla concorrenza

**Le barriere legate alla concorrenza si riferiscono a pratiche discriminatorie o trattamenti diseguali che pongono le imprese estere in condizioni di svantaggio.** Sia per i beni sia per i servizi, i vincoli giuridici, quali i requisiti linguistici locali, i controlli sui prezzi e gli incentivi fiscali limitati a livello nazionale o i sussidi mirati, accrescono i costi operativi o limitano l'accesso dei concorrenti esteri. Nel settore dei servizi, la frammentazione deriva dai requisiti di contenuti locali, formalmente proibiti ma spesso introdotti in maniera indiretta. In settori quali l'energia, la difesa e le telecomunicazioni, le procedure di appalto del settore

pubblico tendono a favorire le imprese nazionali. Studi indicano che solo il 5 per cento circa dei contratti di appalto del settore pubblico è assegnato a imprese non nazionali<sup>6</sup>.

#### **E. Altre barriere**

**Ai diversi ostacoli all'efficace funzionamento del mercato unico si aggiungono molteplici strati di barriere strutturali e pratiche.** L'accesso a informazioni chiare ed esaustive rimane una sfida importante all'interno del mercato unico, in quanto le imprese incontrano spesso difficoltà nel reperire orientamenti aggiornati sulle norme e sui requisiti nazionali. La lunghezza dei processi di applicazione e i sistemi giudiziari inefficienti frammentano ulteriormente il panorama normativo e minano la certezza del diritto. Nel settore finanziario la mancanza di un'unione dei mercati dei capitali pienamente realizzata, dotata di un'unica autorità di vigilanza e di meccanismi di risoluzione armonizzati, pregiudica gli investimenti transfrontalieri e l'integrazione finanziaria. Tali questioni sono ulteriormente aggravate dalla disomogeneità nelle infrastrutture dei trasporti e delle comunicazioni digitali, che limitano l'efficienza dei collegamenti.

**I dati sulle barriere che ostacolano il funzionamento del mercato unico sono limitati.** Vincoli regolamentari, requisiti amministrativi e altre barriere possono essere difficili da rilevare e complessi da quantificare. Gli indicatori esistenti si basano spesso su stime soggettive, valutazioni di esperti o coperture parziali, con una coerenza limitata tra i diversi settori e nel tempo. Alcuni indicatori si basano su valutazioni, da parte di esperti, dei quadri normativi per quantificare i vincoli nel settore dei servizi, mentre altri registrano e classificano sistematicamente le misure di politica economica ritenute dannose per gli scambi. I dati a livello di UE sono incentrati sull'attuazione e il rispetto delle regole dell'Unione. Per contro, alcune indagini presso le imprese rilevano la percezione, da parte di queste ultime, degli oneri amministrativi, degli ostacoli nell'accesso al mercato e dell'incertezza normativa. La Commissione europea (2025a) indica che, sebbene nel corso degli anni l'UE abbia rimosso molte barriere commerciali nel mercato unico, continuano a emergere nuove fonti di frammentazione. Da ciò deriva un quadro caratterizzato da maggiori barriere. In particolare, la Commissione ha individuato una serie di “dieci terribili” barriere che frammentano costantemente l'attività transfrontaliera, nonostante l'armonizzazione delle norme dell'Unione (cfr. Commissione europea, 2025a). Queste includono procedure di autorizzazione discriminatorie, requisiti di qualifica professionale eccessivi, vincoli territoriali ingiustificati all'offerta, limiti all'insediamento transfrontaliero, barriere alla mobilità digitale e dei dati, nonché restrizioni all'offerta di servizi oltre i confini nazionali.

**I dati disponibili suggeriscono che vi sono ancora ostacoli al più efficiente funzionamento del mercato unico.** La banca dati del Global Trade Alert (GTA) segnala che gli Stati membri continuano a realizzare interventi distorsivi per l'interscambio, dimostrando che il mercato unico è ancora caratterizzato da barriere al suo interno. Impedendo o disincentivando gli scambi commerciali, tali misure potrebbero tradursi in costi materiali. Una parte considerevole di queste misure

---

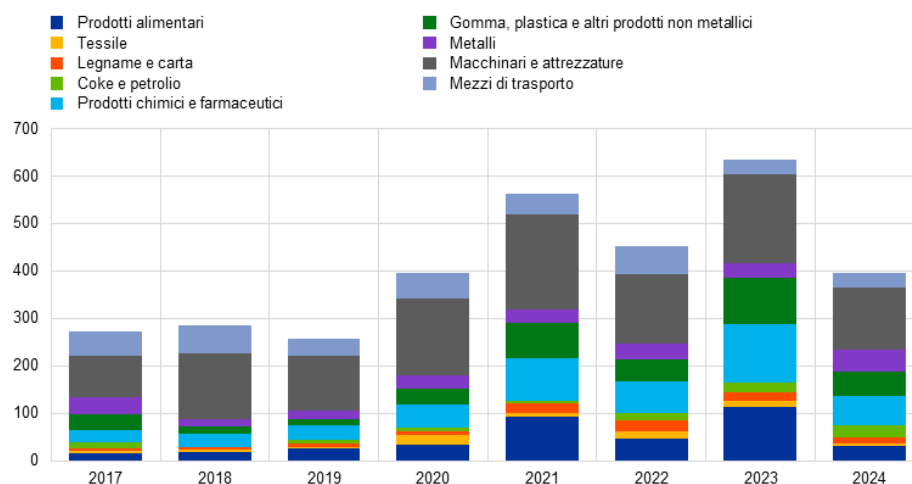
<sup>6</sup> Cfr. European Centre for International Political Economy (2021).

comporta sovvenzioni e politiche a sostegno delle esportazioni, che spesso creano squilibri competitivi all'interno del mercato unico. I macchinari e i prodotti alimentari figurano costantemente tra i settori più colpiti nell'industria manifatturiera (cfr. il grafico 3).

### Grafico 3

#### Interventi che ostacolano il commercio all'interno dell'UE per settore

(numero di interventi)



Fonti: GTA ed elaborazioni della BCE.

Nota: vengono segnalati gli interventi classificati come dannosi.

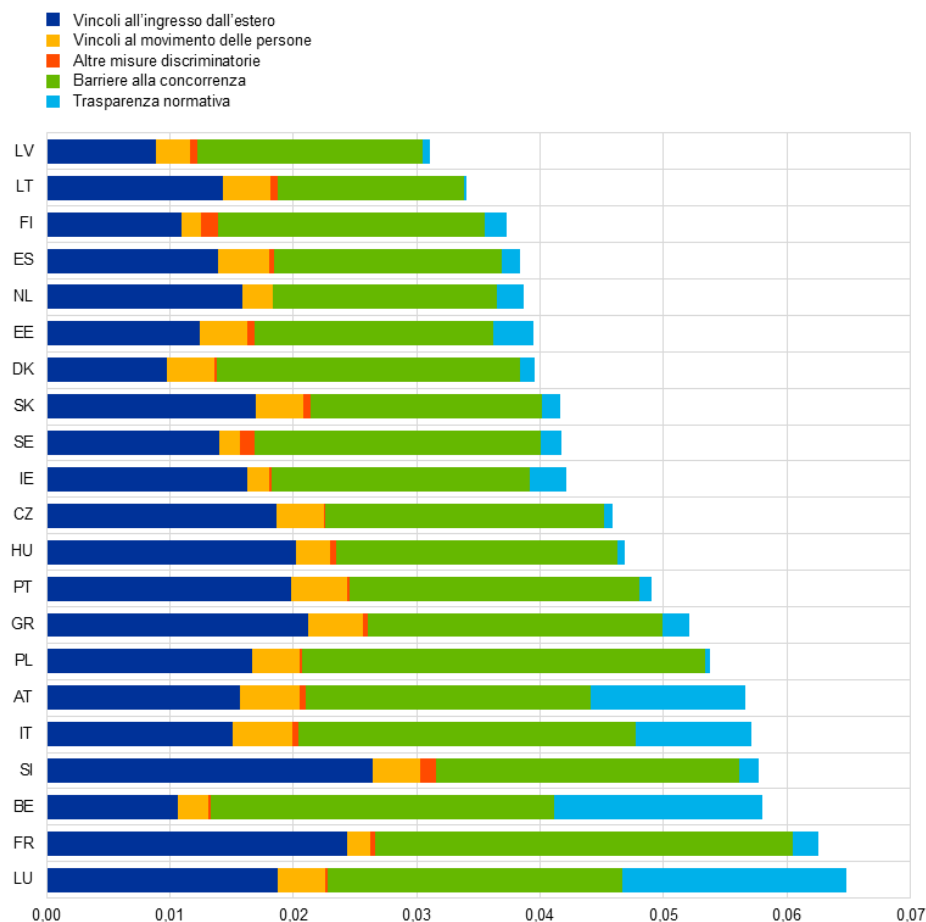
**I dati indicano inoltre che i vincoli alla concorrenza e all'ingresso di imprese dall'estero rappresentano la maggior parte delle barriere all'interno del mercato unico per i servizi.** I dati sulle barriere che ostacolano il funzionamento del mercato unico sono limitati anche nel caso dei servizi. Ciò nonostante, l'indice STRI dell'OCSE può fornire un'utile approssimazione. In particolare, il grafico 4 illustra la distribuzione delle barriere per ambito di intervento nei paesi dell'UE, evidenziando l'importanza relativa delle diverse tipologie di barriere. I dati indicano una significativa variazione nel livello di restrizione dei servizi tra i vari Stati membri dell'UE e le diverse categorie. Alcuni paesi, come Lussemburgo e Belgio, mostrano livelli complessivamente più restrittivi, principalmente per effetto delle barriere all'ingresso e alla concorrenza dall'estero, mentre altri, quali Lettonia e Lituania, mantengono contesti normativi relativamente aperti<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> L'indice STRI segue il principio della nazione più favorita (most-favoured nation, MFN), documentando i regimi applicati ai paesi che non beneficiano di un trattamento preferenziale. Gli indici STRI dello Spazio Economico Europeo (SEE) rivelano che i restanti vincoli commerciali ai servizi all'interno del SEE sono considerevolmente inferiori rispetto alle barriere per i paesi terzi, a indicare che l'introduzione del mercato unico dell'UE ha ridotto significativamente le barriere commerciali per i servizi, rispetto alle politiche applicate dall'MFN.

## Grafico 4

### Vincoli al commercio dei servizi nel 2023

(punti dell'indice)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al 2023. Un valore più elevato indica un mercato maggiormente vincolato. Dal punto di vista dell'importatore, l'indice offre un raffronto strutturato tra paesi delle barriere normative che incidono sul commercio di servizi. Si tratta di un indice composito, con punteggi compresi tra 0, che indica un'economia completamente aperta, e 1, che indica un'economia completamente chiusa. L'indice sintetizza le barriere normative in cinque specifici ambiti di intervento: l'ingresso dall'estero, il movimento delle persone, le misure discriminatorie, la concorrenza e la trasparenza normativa.

## 4 Quantificare il potenziale economico non utilizzato del mercato unico

### Quantificare l'entità delle barriere commerciali è fondamentale per valutarne l'impatto economico e identificare le politiche atte ad affrontarle.

La misurazione della portata delle barriere commerciali, tuttavia, pone delle difficoltà. Come illustrato nella sezione 2, gli ostacoli al commercio variano da uno Stato membro all'altro e da un settore all'altro e si evolvono al variare delle leggi e delle prassi nazionali. Gli indicatori esaustivi e comparabili sono limitati, giacché molte barriere, come la sovraregolamentazione, la complessità nel rilascio delle licenze o le differenze nell'applicazione, sono difficili da osservare direttamente o da quantificare sistematicamente.

**Per ovviare alla mancanza di dati sulle barriere commerciali, la letteratura ha adottato un approccio indiretto, basato su modelli, per dedurre l'entità.**

Le poche analisi esistenti fanno affidamento sulla stima dei modelli gravitazionali, l'approccio standard utilizzato nell'analisi del commercio internazionale<sup>8</sup>. Tali modelli considerano le determinanti dei flussi commerciali tra due paesi, quali dimensione economica, distanza, lingua e frontiere condivise. Incorporando tali determinanti, il modello gravitazionale permette di quantificare altri costi aggiuntivi associati al commercio transfrontaliero tra gli Stati membri dell'UE, rispetto all'interscambio interno, compresi i possibili attriti, osservabili e non osservabili, che influiscono su di esso. Questi riflettono un'ampia gamma di influenze, fra cui costi e barriere, legati al commercio, che possono variare per effetto di azioni politiche, quali differenze normative e vincoli alla concorrenza, ma anche fattori come disallineamenti culturali e preferenze nazionali.

**Le stime dei costi commerciali sono generalmente espresse rispetto al commercio interno e come equivalenti tariffari ad valorem, come se fossero un dazio percentuale sul valore dei prodotti scambiati.** Nella pratica, quantificare i costi che influenzano il commercio transfrontaliero rispetto al commercio interno significa stimare quanto si verifichi, in misura minore o maggiore, uno scambio economico attraverso un confine internazionale rispetto al commercio all'interno dello stesso paese. Le stime sono spesso espresse come equivalenti tariffari per fornire una metrica di confronto intuitiva. Tuttavia, ciò non dovrebbe lasciar intendere che siano direttamente confrontabili con i dazi applicati alle frontiere doganali. L'equivalente tariffario, invece, fornisce una semplice indicazione numerica dell'entità delle frizioni che limitano gli scambi oltre i confini nazionali: quanto è più elevato, tanto più grandi sono le frizioni commerciali implicite rispetto all'interscambio interno.

**Gli studi basati su tali metodi suggeriscono il persistere di costi considerevoli per l'integrazione, sebbene l'intervallo delle stime sia molto ampio.**

Impiegando un quadro di riferimento gravitazionale, studi recenti rivelano che, se da un lato i costi commerciali all'interno dell'UE sono diminuiti nel tempo, dall'altro permangono notevoli ostacoli, soprattutto per i servizi, che a loro volta variano significativamente. Il costo stimato dell'equivalente tariffario per il commercio di beni era del 13 per cento per l'UE15 e dell'8 per cento per l'UE28 nel 2017 (cfr. Head e Mayer, 2021), del 44 per cento per l'UE27 nel 2020 (cfr. FMI, 2025) e del 60 per cento per l'area dell'euro nel 2020 (cfr. Airaudo et al., 2025). Head e Mayer (2025) indicano che tale dispersione riflette differenze nelle strategie di stima, nelle fonti di dati, nelle variabili utilizzate come controlli, nelle scelte circa la stima e periodi considerati. Per quanto riguarda i servizi, i costi commerciali rimangono significativamente più elevati. Adilbish et. al. (2025) stimano un equivalente tariffario del 110 per cento per i servizi, sottolineando la portata degli ostacoli alla piena

---

<sup>8</sup> Il modello gravitazionale è un quadro di riferimento ampiamente utilizzato nell'economia internazionale per spiegare i flussi commerciali tra due regioni o paesi. Si basa su un'analogia con la legge di gravità di Newton: gli scambi tra due economie aumentano parallelamente alla loro "massa" economica (generalmente misurata dal PIL) e diminuiscono in base alla "distanza" tra di esse; ciò coglie i costi commerciali come le spese di trasporto, le differenze culturali o le barriere normative.

integrazione<sup>9</sup>. Fontagné e Yotov (2025) rilevano che, finora, solo metà dei potenziali benefici derivanti dall'adesione all'UE sono stati realizzati<sup>10</sup>.

**L'analisi nella presente sezione impiega una specificazione gravitazionale simile.** Essa si avvale della metodologia proposta da Head e Mayer (2021) per fornire una risposta a due interrogativi principali: a) come si è sviluppata l'integrazione del mercato unico negli ultimi 20 anni? b) in che misura esso resta incompleto? L'evoluzione dei costi commerciali all'interno del mercato unico è stimata nel tempo, separatamente per beni e servizi, utilizzando un modello gravitazionale, e le barriere sono espresse in termini di equivalenti tariffari<sup>11</sup>. Inoltre, l'analisi fornisce una stima delle barriere fra i vari settori<sup>12</sup>.

**Le stime forniscono un limite superiore per il livello dei costi commerciali all'interno del mercato unico.** L'ampio intervallo di stime evidenzia la significativa complessità della misurazione dei costi commerciali. Una sfida importante consiste nel distinguere gli attriti che possono essere alleviati attraverso interventi di politica mirati (ad esempio attraverso i cambiamenti normativi) da altri costi strutturali o comportamentali che influenzano a loro volta i flussi commerciali. Nell'ambito del quadro di riferimento gravitazionale i costi commerciali sono stimati come misura onnicomprensiva per i costi degli scambi, una volta prese in considerazione le determinanti standard. Tuttavia, tali stime colgono anche fattori non legati alle politiche che riducono l'interscambio, quali diversità di gusti, distorsioni interne, limitata sostituibilità tra prodotti o limitata commerciabilità intrinseca di alcuni beni e servizi. Di conseguenza, le stime basate sul modello gravitazionale esagerano l'entità effettiva delle barriere commerciali indotte dalle politiche e, di conseguenza, la misura in cui le barriere all'interno del mercato unico possono essere ridotte attraverso riforme delle stesse<sup>13</sup>. Pertanto, è auspicabile considerare tali stime come un limite superiore dei costi associati specificamente alle barriere commerciali.

<sup>9</sup> Head e Mayer (2021) forniscono stime significativamente inferiori rispetto a quelle riportate in altri studi. Tale differenza è attribuita al ricorso a un approccio di stima cross-section, che si basa sui flussi commerciali all'interno dell'UE e sui flussi commerciali nazionali desunti. Applicando una metodologia coerente ai dati sia dell'UE sia degli Stati Uniti, il loro approccio garantisce la comparabilità tra le regioni degli Stati Uniti e dell'UE.

<sup>10</sup> Per quantificare i potenziali vantaggi derivanti da un'ulteriore integrazione all'interno del mercato unico, Fontagné e Yotov (2025) hanno confrontato, per ciascuna coppia paese-settore, i vantaggi ottenuti finora rispetto alla più ampia riduzione storica dei costi commerciali bilaterali osservata all'interno del mercato unico.

<sup>11</sup> Il presente articolo fornisce stime delle variazioni sia dei costi commerciali sia del livello complessivo di tali costi. Tutti i modelli sono stimati utilizzando il metodo di stima Pseudo-Maximum Likelihood di Poisson (PPML). I dati sui beni sono tratti dalle tavole TIVA 2025 dell'OCSE (1995-2022) e quelli sui servizi dal BaTIS dell'OCSE (2005-2023). Le variazioni dei costi commerciali sono stimate utilizzando un panel annuale a coppia di paesi che include i flussi interni, come in Head e Mayer (2021). La specificazione include effetti fissi per esportatore-tempo, importatore-tempo e coppia. Le frontiere variano nel tempo e sono raggruppate in tre categorie: UE-UE, EU-RDM (Resto del mondo) e RDM-RDM. Di conseguenza, le variazioni stimate dei costi commerciali sono interpretate rispetto ai costi commerciali dell'inizio dell'anno per i flussi RDM-RDM. Per stimare i livelli dei costi commerciali si utilizza un panel di dati annuali per paese-coppia-settore, che comprende ancora una volta i flussi interni. Tale specificazione mantiene gli effetti fissi per esportatore-tempo e importatore-tempo, ma sostituisce gli effetti fissi per coppia con controlli standard del modello gravitazionale quali distanza, lingua in comune, contiguità, religione in comune e legami coloniali.

<sup>12</sup> Tutte le stime sono riportate utilizzando l'UE in composizione variabile. Le stime sono sostanzialmente simili se il modello viene invece stimato con una costante di appartenenza all'UE.

<sup>13</sup> Head e Mayer (2025) utilizzano dati dei social network ricavati da Facebook per analizzare l'impatto delle connessioni sociali sul commercio all'interno dell'UE. I loro risultati dimostrano che tenere conto della connettività sociale riduce significativamente gli effetti frontiera stimati.

**Alla luce dei timori per una corretta valutazione della misura in cui le barriere commerciali possono essere ridotte mediante gli interventi delle politiche, il presente articolo adotta anche un approccio comparativo, valutando i costi commerciali all'interno dell'UE a fronte di un paese di riferimento con "attriti minori".** Diversi studi presenti in letteratura analizzano isolatamente la stima della portata dei costi commerciali, il che, come si è detto, comporta il rischio di sovrastimare la misura in cui gli interventi delle politiche possono ridurli. Per contro, l'analisi mira a confrontare le barriere commerciali stimate con quelle di un paese di riferimento, definito come uno Stato membro dell'UE con bassi costi commerciali stimati e un elevato grado di integrazione commerciale. Ciò fornisce uno scenario controfattuale più realistico che possa dimostrare la possibilità di approfondimento dell'integrazione dell'UE se tutti gli Stati membri riducessero le barriere ai livelli del paese di riferimento<sup>14</sup>. L'utilizzo di un paese di riferimento nella stima aiuta ad attenuare alcune limitazioni legate alla stima dei livelli delle barriere sopra descritti<sup>15</sup>. Di fatto, ai fini delle azioni politiche, può essere più appropriato concentrarsi sull'integrazione già conseguita nel paese di riferimento prescelto piuttosto che sul livello assoluto delle barriere all'interno dell'UE, che in parte riflette fattori strutturali al di là della portata dei responsabili delle politiche.

## 5 Misurare le barriere commerciali nei mercati dei beni

**Negli ultimi decenni l'integrazione dei mercati dei beni dell'UE ha compiuto progressi costanti.** Il pannello a) del grafico 5 illustra l'evoluzione nel tempo dei costi commerciali stimati (espressi come equivalenti tariffari ad valorem) all'interno degli Stati membri dell'UE, tra partner appartenenti all'UE e non, nonché tra i paesi del resto del mondo. Nel 1995 i costi commerciali all'interno dell'UE erano già inferiori quasi del 19 per cento rispetto a quelli del commercio con paesi non membri, riflettendo i primi benefici dell'integrazione del mercato unico (cfr. il pannello a) del grafico 5). Nel 2022 il divario tra i costi commerciali interni all'UE e quelli esterni si era leggermente ridotto, mentre i primi erano diminuiti in termini assoluti di altri 7 punti percentuali. Le riduzioni più consistenti dei costi commerciali si sono verificate nei settori relativi a beni energetici, agricoltura e beni alimentari, che hanno beneficiato di continue riforme sul piano delle politiche e sforzi di armonizzazione all'interno del mercato unico. Ad esempio, la liberalizzazione del mercato dell'energia, compresi elettricità e gas, nonché le riforme della politica agricola comune hanno contribuito a ridurre i costi del commercio per tali settori.

<sup>14</sup> Il livello dei costi per il paese di riferimento prescelto è stimato utilizzando una specificazione simile a quella descritta nella nota 9, con ulteriori variabili dummy per le frontiere, incluse per individuare il confine tra il paese di riferimento e il resto dell'UE. L'approccio empirico segue Larch et al. (2023).

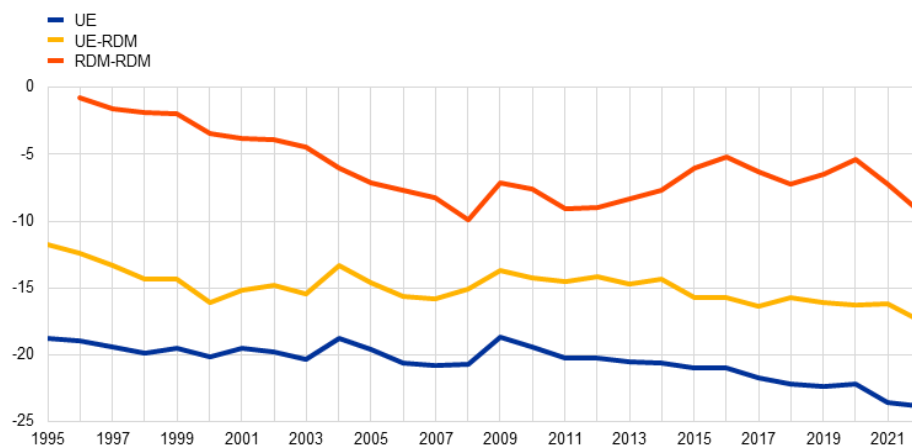
<sup>15</sup> L'utilizzo di un paese di riferimento contribuisce ad attenuare tali timori, in quanto rispecchia un paese che opera in base a requisiti normativi, strutture di mercato e caratteristiche di prodotto simili a quelli di altri Stati membri dell'UE. Nella misura in cui tali fattori sottostanti sono comparabili, le differenze nei costi commerciali stimati fra il paese di riferimento e gli altri riflettono con maggiore probabilità frizioni dovute alle politiche piuttosto che determinanti strutturali o non legate alle politiche. Ciò attenua pertanto il rischio di sovrastimare l'ambito di intervento della riduzione delle barriere commerciali determinata dalle politiche.

## Grafico 5

### Costi commerciali stimati per il mercato unico dei beni

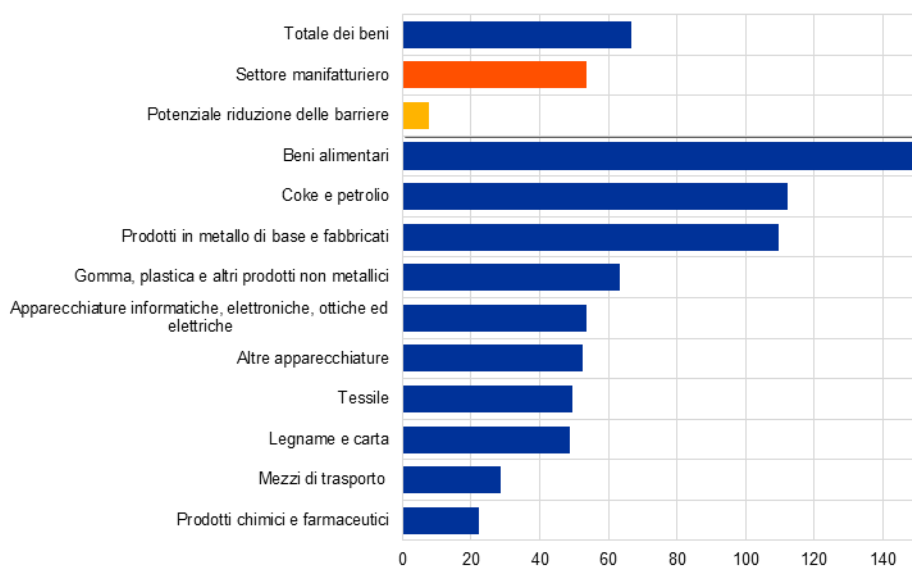
#### a) Variazioni dei costi commerciali

(punti percentuali)



#### b) Livello stimato dei costi commerciali nell'UE per settore nel 2022

(percentuali, punti percentuali)



Fonti: tavole TIVA 2025 dell'OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: pannello a): il grafico si basa su una stima gravitazionale (cfr. la nota 11 a piè di pagina) e mostra la variazione delle barriere per il commercio all'interno dell'UE (linea blu), in quelle tra i paesi dell'UE e il resto del mondo (RDM, linea gialla) e tra i paesi del resto del mondo (linea rossa). Ciascun punto rappresenta una differenza nelle barriere commerciali rispetto a quelle per la serie del 1995 tra i paesi del resto del mondo. Pannello b): il grafico si basa su una stima gravitazionale (cfr. la nota 11 a piè di pagina) e mostra un livello di equivalenti tariffari ad valorem delle barriere commerciali all'interno dell'UE nei vari sottosettori, per il totale dei beni e per una regressione che include solo i settori manifatturieri. I coefficienti di regressione sono convertiti in equivalenti tariffari ad valorem utilizzando le elasticità specifiche del settore da Fontagné et al. (2022). La potenziale riduzione delle barriere (barra gialla) segnala la differenza nei costi commerciali stimati nel mercato unico tra il resto dell'UE e i Paesi Bassi (il paese che mostra la maggiore integrazione all'interno dell'UE). La differenza è calcolata come in Yotov e Larch (2023).

#### Ciononostante, le stime empiriche indicano che i costi commerciali

**dell'interscambio di beni all'interno dell'UE rimangono elevati.** I risultati della regressione (cfr. il pannello b) del grafico 5) indicano che nel 2022 le frizioni commerciali all'interno dell'UE per i beni (ossia i costi degli scambi con altri paesi dell'UE rispetto allo scambio a livello nazionale) rimangono significative, pari al 67 per cento sul totale dei beni e al 54 per cento se si considera il solo settore



manifatturiero<sup>16</sup>. Nel settore manifatturiero i costi all'interno dell'UE per i prodotti alimentari sono i più elevati, con equivalente tariffario ad valorem pari al 150 per cento, che potrebbe rispecchiare la complessità del commercio alimentare all'interno dell'UE e i limiti nell'ambito di applicazione della politica agricola comune. Per contro, i costi del commercio all'interno dell'UE nei settori chimico e farmaceutico sono inferiori, il che potrebbe riflettere i significativi sforzi compiuti in tali settori verso l'armonizzazione e l'introduzione di strumenti di mutuo riconoscimento.

**I confronti con il paese di riferimento con gli attriti minori (in questo caso i Paesi Bassi) suggeriscono che vi è un margine per rafforzare l'integrazione dell'interscambio di beni.** Come già osservato, da sole le ipotesi sul livello dei costi commerciali possono sovrastimare l'entità delle barriere all'interno del mercato unico che possono essere ridotte mediante riforme politiche. Al contrario, il confronto con un paese di riferimento che ha già raggiunto un'elevata integrazione potrebbe rivelarsi più istruttivo. Tra le varie nazioni, i Paesi Bassi sono lo Stato membro con i costi commerciali stimati minori per l'interscambio di beni con gli altri paesi dell'UE. Per quantificare il potenziale di riduzione delle barriere, l'analisi di regressione gravitazionale confronta il livello dei costi commerciali tra i Paesi Bassi e gli altri Stati membri dell'UE con quello degli altri Stati membri. Tale approccio calcola la differenza tra il livello di integrazione commerciale del paese di riferimento e quello medio nell'Unione. L'analisi di regressione suggerisce che, se altri paesi dovessero raggiungere livelli di integrazione simili a quelli del paese di riferimento, le frizioni all'interno dell'UE per lo scambio di beni potrebbero essere ridotte in media di circa 8 punti percentuali (cfr. il pannello b) del grafico 5). Ciò suggerisce che sussistano margini per miglioramenti relativamente sostanziali all'integrazione nei paesi che raggiungono tale riferimento: una riduzione aggregata di barriere commerciali di 8 punti percentuali sarebbe sostanzialmente simile ai progressi raggiunti nel rafforzamento dell'integrazione negli ultimi vent'anni (cfr. il pannello a) del grafico 5).

## 6 Misurare le barriere commerciali nei mercati dei servizi

**Anche l'integrazione dei mercati dei servizi dell'UE ha compiuto progressi graduali negli ultimi decenni.** Nel 2005 i costi dell'interscambio di servizi all'interno dell'UE sono stati lievemente superiori a quelli per i paesi del resto del mondo. È stato stimato che per il 2023 i costi per lo scambio di servizi all'interno dell'UE fossero diminuiti di circa 7 punti percentuali (cfr. il pannello a) del grafico 6). L'integrazione più rapida è avvenuta nei servizi finanziari e nel settore di informazione e comunicazione, dove le frizioni sono scese rispettivamente di 10 e 9 punti percentuali tra il 2005 e il 2023. Per contro, i progressi nei settori del

<sup>16</sup> La scelta dell'elasticità commerciale di sostituzione svolge un ruolo importante nella stima degli equivalenti tariffari ad valorem. Le elasticità vengono utilizzate come in Fontagné et al. (2022) e poi aggregate utilizzando quote di valore aggiunto. Head e Mayer (2021) hanno utilizzato un'elasticità di 5. Al contrario, utilizzare questo valore di elasticità nel presente articolo aumenterebbe al 78 per cento la stima dei costi commerciali equivalenti a una tariffa. Risultati precedenti dell'FMI (2024) stimavano barriere commerciali all'interno dell'UE pari al 44 per cento per il settore manifatturiero. Pur basandosi anch'essa sulle elasticità di Fontagné et al. (2022), l'analisi dell'FMI utilizza dati doganali per i flussi commerciali e le tavole di input-output per i flussi interni ai paesi dal 1995 al 2020. Il risultato aggregato è la media ponderata per il prodotto del livello stimato delle barriere a livello settoriale.

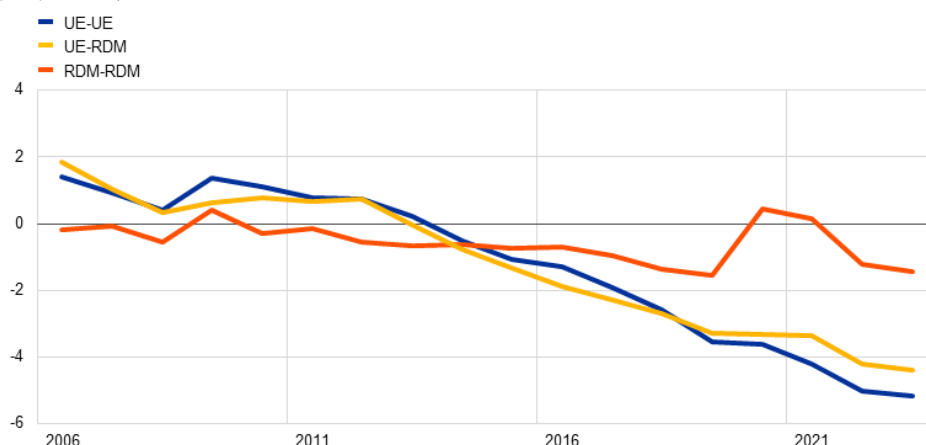
commercio all'ingrosso e al dettaglio, dei servizi professionali e di quelli relativi a trasporti e costruzioni sono stati più lenti.

## Grafico 6

### Costi commerciali stimati per il mercato unico dei servizi

#### a) Variazioni delle barriere – imposta equivalente

(punti percentuali)



#### b) Livello stimato dei costi commerciali nell'UE per settore – equivalente tariffario nel 2023

(percentuali, punti percentuali)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: pannello a): il grafico si basa su una stima gravitazionale (cfr. la nota 11 a piè di pagina) e mostra la variazione dei costi per il commercio all'interno dell'UE (linea blu), per il commercio tra i paesi dell'UE e il resto del mondo (RDM, linea rossa) e per il commercio tra i paesi del resto del mondo (linea gialla). I coefficienti sono convertiti in equivalenti tariffari ad valorem con un'elasticità di 7,8 (in linea con Freeman et al., 2025)<sup>17</sup>. Ciascun punto è ottenuto differenziando rispetto al coefficiente di frontiera del resto del mondo nel 2004. Pannello b): anch'esso si basa su una stima gravitazionale (cfr. la nota 11 a piè di pagina) e mostra il coefficiente di livello di una dummy interna all'UE per i diversi sottosettori e per il settore dei servizi nel suo insieme. I coefficienti sono inoltre convertiti in equivalenti tariffari ad valorem. La barra rossa mostra la differenza ipotizzata tra le barriere interne all'UE stimate e il parametro di riferimento. La differenza è calcolata come in Yotov e Larch (2023).

**Nonostante i progressi compiuti, permangono forti attriti che ostacolano l'interscambio transfrontaliero di servizi.** Il pannello b) del grafico 6 mostra stime

<sup>17</sup> Studi precedenti, tra cui quello condotto dall'FMI (2024), impiegano un'elasticità di sostituzione analoga per beni e servizi. A causa della notevole differenza di commerciabilità tra i servizi rispetto ai beni, nel presente articolo si utilizza un'elasticità specifica per i servizi come stimato da Freeman et al. (2025). Un'elasticità di sostituzione simile a quella usata nello studio dell'FMI comporterebbe barriere a un livello di equivalenti tariffari pari a circa il 115 per cento.

del livello dei costi commerciali nel 2023, espresse in termini di equivalenti tariffari ad valorem. Sebbene negli ultimi decenni abbia avuto luogo una graduale liberalizzazione, permangono ostacoli significativi, soprattutto nel settore delle costruzioni, dove si stima che i costi commerciali ammontino a un dazio di oltre il 120 per cento. In media, i costi del commercio all'interno dell'UE si avvicinano a un dazio ad valorem di circa il 95 per cento rispetto al commercio interno. Ciò significa che l'interscambio transfrontaliero di servizi all'interno dell'UE costa quasi il doppio rispetto a uno scambio all'interno dei confini nazionali<sup>18</sup>.

**L'analisi evidenzia inoltre il potenziale non sfruttato per un'ulteriore integrazione (cfr. il pannello b) del grafico 6).** Proprio come per il mercato dei beni, se considerate isolatamente, le stime presentate nel paragrafo precedente sovrastimano l'entità delle barriere all'interno del mercato unico che possono essere ridotte mediante riforme politiche. L'esercizio di analisi comparata fornisce una valutazione più realistica del potenziale non sfruttato del Mercato unico. Le stime empiriche suggeriscono ancora una volta che i Paesi Bassi costituiscano il parametro di riferimento per valutare le opportunità di maggiore integrazione dell'UE nei mercati dei servizi. Ciò è sostanzialmente in linea con le indicazioni fornite dal Service Trade Restrictiveness Index elaborato dall'OCSE, che suggerisce un livello relativamente basso di vincoli normativi nei Paesi Bassi (cfr. il grafico 4). I costi commerciali stimati per l'indice rimangono ben al di sotto della media dell'UE. Se altri paesi dovessero raggiungere livelli di integrazione simili, le stime indicano una riduzione dei costi commerciali di circa 9 punti percentuali. Come per il mercato dei beni, tali stime suggeriscono che vi siano margini per miglioramenti relativamente sostanziali dell'integrazione nel caso in cui i paesi possano raggiungere questo valore di riferimento: una riduzione di 9 punti percentuali è simile alla diminuzione delle barriere conseguita negli ultimi vent'anni.

## 7 Rimuovere le barriere al mercato unico: qual è l'impatto economico?

**Per valutare i potenziali vantaggi economici derivanti dalla riduzione delle barriere all'interno del mercato unico, vengono condotte simulazioni controfattuali basate su modelli.** Le simulazioni si basano su un modello di equilibrio generale computabile del commercio (cfr. Antràs e Chor, 2018), che coglie il modo in cui le variazioni dei costi commerciali influiscono sull'economia. Il modello considera diversi canali economici attraverso i quali la riduzione delle barriere influisce sul commercio e sul benessere. L'effetto di sostituzione fa emergere che, man mano che il commercio transfrontaliero diventa più facile e meno costoso in tutta Europa, imprese e consumatori sostituiscono beni e servizi più costosi prodotti internamente con importazioni più economiche da altri paesi dell'UE. Inoltre, minori barriere determinano un calo dei prezzi dei beni intermedi e finali, riducendo i costi di produzione per le imprese e aumentando il potere d'acquisto reale dei consumatori.

<sup>18</sup> Secondo le stime dell'FMI (2024), un equivalente tariffario pari a circa il 110 per cento per i servizi. La differenza è principalmente riconducibile all'utilizzo di una più elevata elasticità di sostituzione dell'interscambio nel presente articolo.

Insieme, tali meccanismi aumentano l'efficienza complessiva, stimolano la concorrenza e accrescono le opportunità di mercato nei vari Stati membri.

**Ridurre le barriere commerciali all'interno del mercato unico, come individuato nelle analisi comparate delle sezioni precedenti, potrebbe portare considerevoli vantaggi in termini di benessere nel lungo periodo, in particolare nei servizi.** L'analisi nel grafico 7 valuta i potenziali miglioramenti che si otterrebbero colmando il divario con il paese di riferimento nei mercati dei beni e dei servizi.

In pratica, un esercizio controfattuale valuta i vantaggi in termini di incremento del commercio e del benessere derivanti dalla riduzione delle barriere commerciali quantificate nell'analisi comparata: 8 punti percentuali per i beni e 9 punti percentuali per i servizi all'interno dell'UE. Per i beni, ridurre le barriere comporterebbe un aumento degli scambi commerciali interni all'UE pari al 4,4 per cento e un incremento stimato del benessere economico dell'1,3 per cento. Peraltro, barriere commerciali più basse per i servizi comporterebbero un maggiore incremento degli scambi (14,5 per cento) e un più ampio aumento del benessere economico (1,8 per cento). I vantaggi più considerevoli relativi ai servizi riflettono il loro notevole potenziale per un'ulteriore integrazione (in quanto i settori dei servizi si trovano ad affrontare barriere commerciali iniziali più elevate). Ciò riflette anche l'importanza dei servizi nell'economia nel suo complesso, giacché rappresentano una quota maggiore della spesa interna e presentano legami a valle. Pertanto, una simile riduzione dei costi genera un'integrazione molto più efficace e vantaggi di equilibrio generale più ampi.

**Una modesta riduzione delle barriere nel mercato unico potrebbe compensare le probabili perdite commerciali derivanti dall'aumento dei dazi statunitensi.**

Nell'attuale contesto geopolitico rafforzare l'integrazione nell'UE è particolarmente importante per attenuare gli effetti avversi delle tensioni commerciali esterne, come quelle causate dai recenti dazi statunitensi<sup>19</sup>. Nelle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE si stima che l'aumento dei dazi e dell'incertezza ridurrebbe il PIL in termini cumulati di circa 0,7 punti percentuali nel periodo dal 2025 al 2027<sup>20</sup>. La presente simulazione mostra che il raggiungimento di una riduzione di appena il 2 per cento delle barriere per beni e servizi all'interno del mercato unico potrebbe, nel lungo periodo, compensare completamente l'impatto previsto sul PIL dei più elevati dazi statunitensi. Ciò comporterebbe un aumento degli scambi interni all'UE di circa il 3 per cento. Naturalmente, sarebbe improbabile che ciò sostituisse immediatamente la perdita del commercio statunitense, in quanto qualsiasi aggiustamento strutturale all'interno del mercato unico richiederebbe tempo per concretizzarsi. Sarebbe necessario protrarre gli sforzi sul piano normativo, amministrativo e applicativo. Nondimeno, le stime mettono in luce le opportunità di sfruttare le vaste dimensioni del mercato interno dell'UE. Gli scambi all'interno dell'UE rappresentano oltre la metà delle esportazioni totali sia all'interno sia all'esterno dell'area. Anche un lieve aumento del commercio interno all'UE potrebbe compensare in misura significativa le perturbazioni nell'interscambio con l'estero, a dimostrazione del potenziale economico del mercato unico.

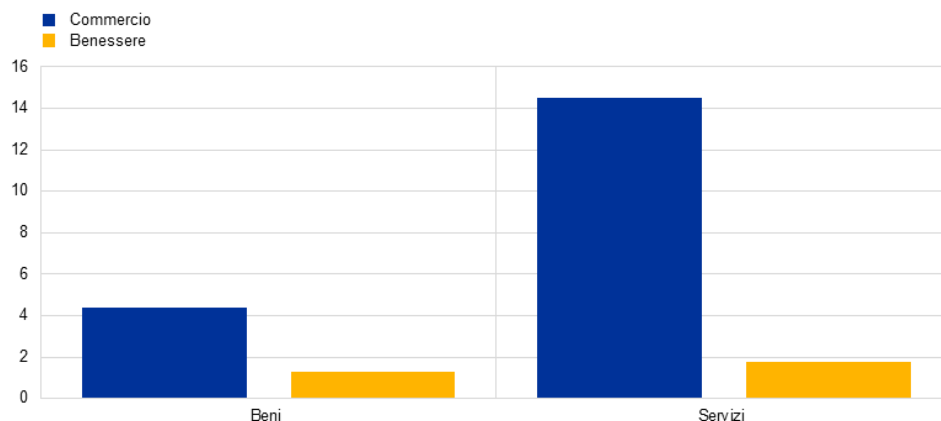
<sup>19</sup> Cfr. Lagarde (2025).

<sup>20</sup> Cfr. le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2025 per maggiori dettagli sulle perdite stimate derivanti dai dazi statunitensi per l'area dell'euro.

## Grafico 7

### Effetti sul benessere della riduzione delle barriere commerciali nel mercato unico

(variazione percentuale dovuta alla riduzione dei costi commerciali)



Fonti: tavole TIVA 2025 dell'OCSE, Antràs e Chor (2018) ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'effetto aggregato sul benessere dell'UE è calcolato come media ponderata per il valore aggiunto degli effetti ottenuti per gli Stati membri.

## 8 Osservazioni conclusive

**Il mercato unico è un bene essenziale per l'Unione europea e i suoi Stati membri, che sostiene la prosperità sia all'interno dell'UE sia nelle sue relazioni con il resto del mondo.** Nell'attuale contesto di elevata incertezza a livello mondiale il completamento del mercato unico è più che mai fondamentale per portare avanti i principali programmi dell'UE: migliorare il tenore di vita, rafforzare la capacità di tenuta e la competitività, sviluppare le capacità di difesa e conseguire la sicurezza economica.

**Il presente articolo contribuisce a mostrare il potenziale non sfruttato del mercato unico.** In linea con le analisi precedenti, esso stima l'evoluzione dei costi commerciali nel mercato unico utilizzando un modello gravitazionale, con frizioni espresse in termini di valore di equivalenti tariffari. Tali stime empiriche indicano che le frizioni nel commercio interno all'UE rimangono elevate, con stime che indicano un equivalente tariffario (ossia i costi più elevati degli scambi con gli altri paesi dell'UE rispetto agli scambi commerciali nazionali) pari al 67 per cento per i beni e al 95 per cento per i servizi. Tuttavia, come discusso, tali cifre colgono un'ampia gamma di fattori, inclusi costi che potrebbero essere affrontati dalle politiche (ad esempio cambiamenti normativi o amministrativi), ma anche fattori che potrebbe non essere fattibile, o anche solo auspicabile, eliminare attraverso azioni di politica mirate, ad esempio i gusti, la cosiddetta "preferenza nazionale" ("home bias") e la commerciabilità limitata. Di conseguenza, è probabile che tali risultati empirici sovrastimino l'effettiva entità delle barriere indotte dalle politiche. Come per studi analoghi in letteratura, è meglio interpretare tali stime come limiti superiori per le frizioni commerciali che possono essere ridotte attraverso azioni di politica.

**Tali risultati sottolineano i considerevoli vantaggi per gli Stati membri nel raggiungere una maggiore integrazione.** Il confronto con un paese dell'UE che ha

già raggiunto un'integrazione relativamente elevata (i Paesi Bassi, nelle stime qui utilizzate) può fornire uno scenario controfattuale più realistico che può dimostrare la capacità di rafforzamento dell'integrazione dell'UE. L'analisi indica che le frizioni potrebbero essere ulteriormente ridotte di circa 8 punti percentuali per i beni e 9 punti percentuali per i servizi, qualora altri paesi dovessero raggiungere un grado analogo di integrazione. Ciò rappresenterebbe un notevole incremento dell'integrazione, sostanzialmente simile ai progressi compiuti nel miglioramento dell'integrazione nei mercati dei beni e dei servizi negli ultimi vent'anni. Le stime basate sui modelli suggeriscono che ciò potrebbe sbloccare un notevole potenziale economico, con un guadagno di benessere stimato fino all'1,3 per cento per la convergenza nel settore dei beni e fino all'1,8 per cento in quello dei servizi.

**Inoltre, l'UE potrebbe trarre benefici ancora maggiori completando il mercato unico e integrandolo con politiche di sostegno alla crescita.** Le stime del potenziale non sfruttato illustrate nel presente articolo sono conservative, in quanto riflettono solo i vantaggi che si otterrebbero se tutti gli Stati membri raggiungessero un grado di scambi interni all'UE pari a quello conseguito dal paese più integrato. Esse non esprimono la maggiore integrazione che potrebbe essere sbloccata grazie al pieno potenziale del mercato unico e all'implementazione di un più ampio programma europeo di competitività. Come sottolineato da Draghi (2024) e Letta (2024), per ottenere un mercato dei servizi davvero unificato è necessaria un'ambiziosa riduzione delle restanti barriere normative e amministrative nei vari Stati membri. La strategia della Commissione europea per il mercato unico (2025b), incentrata sull'eliminazione dei dieci ostacoli più significativi al mercato unico, sul rilancio del settore dei servizi e sul miglioramento del supporto alle piccole e medie imprese, rappresenta un passo nella giusta direzione e merita un forte sostegno.

**Per concludere, sarebbe utile raccogliere ulteriori dati sull'esatta natura e intensità delle restanti barriere.** Sulla base di dati più granulari, si potrebbe procedere a un'analisi più approfondita delle barriere esistenti e della loro entità relativa e ciò contribuirebbe ad alimentare ulteriormente il dibattito sulle specifiche misure.

## Riferimenti bibliografici

Adilbish, O.E., Cerdeiro, D.A., Duval, R.A., Hong, G.H., Mazzone, L., Rotunno, L., Toprak, H.H. e Vaziri, M. (2025): "Europe's Productivity Weakness: Firm-Level Roots and Remedies", *IMF Working Papers*, n. 040, Fondo monetario internazionale.

Airaud, F., Gaillard, A., Santacreu, A.M. e de Soyres, F. (2025), "Recent Evolutions in the Global Trade System: From Integration to Strategic Realignment", *Working Papers*, 2025-027, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Anderson, J.E. e Van Wincoop, E. (2003), "Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle", *American Economic Review*, 93(1), pagg. 170-192.

Arampatzi, A.S. et al. (2025), "[Capital Markets Union: A Deep Dive - Five Measures to Foster a Single Market for Capital](#)", *Occasional Paper Series*, n. 369, BCE.

Campos, N.F., Coricelli, F. e Moretti, L. (2014), "Economic Growth and Political Integration: Estimating the Benefits from Membership in the European Union Using the Synthetic Controfactuals Methods", *IZA Discussion Paper Series*, n. 8162, Institute for the Study of Labor (IZA).

Commissione europea (2025a), *The 2025 Annual Single Market and Competitiveness Report*, COM (2025) 26 final, Bruxelles, 29 gennaio.

Commissione europea (2025b), *The Single Market: Our European home market in an uncertain world – A Strategy for making the Single Market simple, seamless and strong*, COM(2025) 500 final, Bruxelles, 21 maggio.

Dahlberg, E. et al. (2020), *Legal obstacles in Member States to Single Market rules*, pubblicazione per la Commissione per il mercato interno e la protezione dei consumatori, Policy Department for Economic, Scientific and Quality Policies, Parlamento europeo, Lussemburgo.

Dorn, F., Flach, L. e Gourevich, I. (2024), "Building a Stronger Single Market: Potential for Deeper Integration of the Services Sector within the EU", *EconPol Policy Report*, n. 52, novembre.

Draghi, M. (2024), [The Future of European Competitiveness](#), Commissione europea, settembre.

European Centre for International Political Economy (2021), *Participation of foreign bidders in EU public procurement*, Commissione europea.

Filip, P. et al. (2025), "[Why a more competitive economy matters for monetary policy](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 11 febbraio.

Fontagné, L. e Yotov, Y.V. (2022), "Tariff-based product-level trade elasticities", *Journal of International Economics*, volume 137, 2022.

Fontagné, L. e Yotov, Y.V. (2025), "The Low-Hanging Fruit of the Single European Market: New Methods and Measures", *Working Paper* n. 202522, Center for Global Policy Analysis, LeBow College of Business, Drexel University.

Freeman, R. et al. (2025), "Unlocking New Methods to Estimate Country-Specific Effects and Trade Elasticities with the Structural Gravity Model", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 40 n. 6, pagg. 669-684.

Head, K. e Mayer, T. (2021), "The United States of Europe: A Gravity Model Evaluation of the Four Freedoms", *Journal of Economic Perspectives*, 35(2), pagg. 23-48.

Helliwell, J.F. (1998), *How Much Do National Borders Matter?*, Brookings Institution Press.



in 't Veld, J. (2019), "Quantifying the Economic Effects of the Single Market in a Structural Macromodel", *European Economy Discussion Papers*, n. 094, Commissione europea, Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea.

Fondo monetario internazionale (FMI) (2024), "Europe's Choice: Policies for Growth and Resilience", articolo in *IMF news*, 16 dicembre.

Lagarde, C. (2025), "[Remarks by Christine Lagarde, President of the ECB, at the panel on the 'Global Economic Outlook' at the 40th Annual G30 International Banking Seminar](#)", Washington DC, 18 ottobre.

Larch, M., Tan, S. e Yotov, Y. (2023), "A simple method to ex-ante quantify the unobservable effects of trade liberalization and trade protection", *Journal of Comparative Economics*, vol. 51, n. 4.

Lehtimäki, J. e Sondermann, D. (2020), "[Baldwin vs. Cecchini Revisited: The Growth Impact of the European Single Market](#)", *Working Paper Series*, n. 2392, BCE, aprile.

Letta, E. (2024), *Much more than a market: speed, security, solidarity*, Commissione europea, aprile.

McCallum, J. (1995), "National Borders Matter: Canada–U.S. Regional Trade Patterns", *American Economic Review*, 85(3), pagg. 615-623.

Mion, G. e Ponattu, D. (2019), "Estimating economic benefits of the Single Market for European countries and regions", *Bertelsmann Stiftung Policy Paper*.

Monteagudo, J., Rutkowski, A. e Lorenzani, D. (2012), "The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation", *Economic Papers*, n. 456, Commissione europea, Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea.

Nitsch, V. (2000), "National Borders and International Trade: Evidence from the European Union", *Canadian Journal of Economics*, 33(4), pagg. 1091-1105.

Parsons, C. e Smith, A. (2022), "The 'Completeness' of the EU Single Market in Comparison to the United States", *Single Market Economics Papers*, WP2022/7, Direzione generale Mercato interno, industria, imprenditoria e PMI (Commissione europea), gruppo di lavoro dell'economista capo.

Santamaria, M., Ventura, J. e Yeşilbayraktar, U. (2023), "Exploring European Regional Trade", *Journal of International Economics*, 146(C).

Tinbergen, J. (1962), *Shaping the World Economy: Suggestions for an International Economic Policy*, The Twentieth Century Fund.

Wolf, H.C. (2000), "Intranational Home Bias in Trade", *The Review of Economics and Statistics*, 82(4), pagg. 555-563.

Wolfmayr, Y. e Pfaffermayr, M. (2022), "The EU Services Directive: Untapped Potentials of Trade in Services", *FIW Research Reports*, n. 03, luglio.



## Previsioni di breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro in un mondo segnato da incertezze

a cura di Sercan Eraslan, Andrea Fabbri e Lorena Saiz

### 1 Introduzione

**La valutazione sulla base dei dati più recenti delle prospettive di crescita di breve termine e dei relativi rischi è fondamentale per le decisioni di politica monetaria.** Le banche centrali, pertanto, sviluppano e affinano costantemente i propri modelli di previsione del PIL di breve termine, studiati in modo specifico per fornire informazioni tempestive, affidabili e basate sui dati circa lo stato attuale dell'economia e le prospettive di crescita nel breve periodo. Ad esempio, dal 2015 la BCE utilizza una serie di modelli di riferimento proprio per le previsioni di crescita di breve termine del PIL in termini reali nell'area dell'euro (cfr. Bańbura e Saiz, 2020).

**Negli ultimi anni una serie di shock rilevanti ha notevolmente alterato la capacità previsiva dei metodi tradizionali, rendendo più difficile la formulazione di previsioni accurate.** Eventi quali la pandemia di COVID-19 e la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina hanno innescato notevoli oscillazioni delle variabili economiche e accresciuto i livelli di incertezza che caratterizzano tali previsioni. Questi eventi hanno accentuato le note difficoltà insite nelle previsioni economiche in tempo reale, che includono, tra l'altro, la necessità di combinare informazioni provenienti da dati raccolti con frequenze diverse (ad esempio mensile e trimestrale), tenendo altresì conto delle differenze nei calendari di pubblicazione, dei ritardi nella diffusione e delle revisioni dei dati.

**In tale contesto, il presente articolo esamina i recenti miglioramenti apportati ai modelli di previsione di breve termine utilizzati dalla BCE.** La valutazione della strategia di politica monetaria condotta nel 2025 ha messo in risalto l'importanza di affinare costantemente gli strumenti di previsione e mantenere un insieme di strumenti analitici ampio e versatile in un mondo caratterizzato da incertezza e in rapida evoluzione. Per soddisfare questa esigenza, è stata definita una strategia duplice atta ad aggiornare e affinare il quadro previsionale di breve termine. In primo luogo, gli attuali modelli di riferimento della BCE sono stati accuratamente testati e migliorati. Lo scopo di queste revisioni è stato quello di aumentare l'accuratezza e l'affidabilità sia delle previsioni puntuali sia di quelle dell'incertezza a esse relative (density forecast) con riferimento alla crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro. Le previsioni delle distribuzioni di probabilità contornanti le previsioni puntuali sono particolarmente importanti per quantificare l'incertezza predittiva e possono essere utilizzate per valutare i rischi a breve termine sottesi alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE. In secondo luogo, sono stati studiati approcci alternativi che si avvalgono di metodi avanzati di apprendimento automatico (machine learning) per integrare i tradizionali modelli di riferimento. Sebbene ancora in fase sperimentale,

tali strumenti innovativi possono contribuire ad affrontare le instabilità e a cogliere possibili non linearità nelle relazioni economiche.

**Il resto dell'articolo è strutturato come segue.** La sezione 2 valuta le principali sfide cui il processo di previsione dell'attività economica nell'area dell'euro ha dovuto far fronte dall'inizio della pandemia. La sezione 3 introduce il nuovo insieme di strumenti utilizzati per le previsioni di breve termine, compresi i modelli di riferimento, e fornisce una valutazione in tempo reale della loro capacità previsiva. La sezione 4 illustra un approccio complementare basato su metodi di machine learning. La sezione 5 espone le osservazioni conclusive.

## 2 Problematicità legate alle previsioni dall'inizio della pandemia

**Gli andamenti economici estremi durante la pandemia sono stati quasi impossibili da prevedere in tempo reale.** Man mano che i modelli standard venivano messi in discussione, la BCE ha impiegato diversi approcci innovativi per prevedere la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro, tenendo conto delle caratteristiche e delle implicazioni uniche della pandemia (cfr., ad esempio, Battistini et al., 2020).

**Dall'inizio della pandemia altri shock rilevanti hanno gravato ulteriormente sui modelli di previsione, i quali hanno faticato ad adattarsi a un contesto in cui i profili storici potrebbero aver perso la loro funzione di riferimento affidabile per analizzare il futuro.** Analogamente alla pandemia, shock come la guerra russa contro l'Ucraina, con la connessa crisi energetica e l'impennata dell'inflazione, nonché le tensioni geopolitiche e commerciali più recenti hanno fortemente inciso sull'economia dell'area dell'euro. Tali tensioni hanno inoltre provocato notevoli oscillazioni nei principali indicatori economici, mettendo in luce importanti criticità in fase di aggiornamento e rivalutazione dei modelli di previsione di breve termine e rendendo più difficile discernere le relazioni economiche. Le oscillazioni improvvise ed estreme dell'attività economica hanno alterato gli andamenti stagionali, creando problemi per i metodi tradizionali di destagionalizzazione e determinando potenziali distorsioni nei dati corretti. Inoltre, le revisioni del PIL e di altri dati economici sono state più frequenti e significative che in passato, aggiungendo un ulteriore livello di complessità<sup>1</sup>.

**Tali shock hanno avuto effetti estremamente eterogenei nei vari settori, che non sono facilmente colti dai modelli di previsione di breve termine.** Durante la pandemia i servizi ad alto livello di interazione, quali ricettività, viaggi e intrattenimento, sono stati particolarmente colpiti, a causa delle restrizioni alla circolazione e all'interazione sociale, mentre altri servizi, come quelli digitali e il commercio elettronico, hanno registrato una domanda elevata. La successiva crisi

---

<sup>1</sup> Un'altra sfida costante è la volatilità nell'ambito degli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale, soprattutto quelli connessi alle attività delle multinazionali in Irlanda. Ancor prima della pandemia, la volatilità di tali investimenti in questo paese ha inciso in misura sproporzionata sui dati del PIL dell'area dell'euro. A partire dalla pandemia, tale volatilità si è accentuata, distorcendo ulteriormente i dati aggregati e complicando la valutazione degli andamenti economici (cfr. Andersson et al., 2024).

energetica ha ulteriormente esacerbato le disparità settoriali, in quanto i comparti ad alta intensità energetica, come quello manifatturiero e dei trasporti, hanno dovuto far fronte a bruschi aumenti dei costi di produzione. Tali oscillazioni dell'attività economica specifiche per settore hanno posto sfide significative ai modelli di previsione del PIL di breve termine, accrescendo la divergenza tra dati basati sulle indagini e gli indicatori economici quantitativi. Pertanto, è parso evidente che i modelli di previsione richiedano maggiore flessibilità e adattabilità per tener conto dei rapidi cambiamenti nella composizione settoriale e del loro impatto sul prodotto aggregato.

**Hanno inoltre svolto un ruolo anche fattori strutturali e tendenze di medio e lungo periodo, quali i cambiamenti climatici, quelli demografici (ad es. l'invecchiamento della popolazione) e la crescita delle tecnologie digitali.**

Benché ci si attenda che questi fattori esercitino un impatto significativo sull'economia nel medio e lungo periodo, essi potrebbero influenzare anche gli andamenti economici di breve periodo. Tuttavia, la loro natura graduale e multidimensionale ne rende difficile l'integrazione nei modelli di previsione di breve termine.

**Nel complesso, tali problematiche hanno messo a dura prova la capacità predittiva degli attuali modelli di previsione di breve termine utilizzati dalla BCE.**

Sebbene il nuovo insieme di strumenti per produrre previsioni di breve termine descritto nel presente articolo non risolva tutte queste problematiche, esso affronta alcune delle principali sfide, quali le modifiche apportate alla relazione tra i dati delle indagini e gli indicatori quantitativi, l'accresciuta volatilità, l'incertezza della previsione (compresa quella sui parametri) e l'inclusione di ulteriori fonti di dati per cogliere in modo più esaustivo i diversi aspetti dell'economia. Tuttavia, questioni quali la destagionalizzazione, gli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale in Irlanda e i cambiamenti strutturali esulano dall'ambito di applicazione delle revisioni apportate.

### 3 L'aggiornamento del modello di previsione di breve termine

**Le banche centrali utilizzano una pluralità di modelli econometrici per l'analisi del ciclo economico e la previsione di breve termine dell'attività economica.**

Tra i più utilizzati figurano semplici modelli di regressione lineare (equazioni ponte (bridge)), modelli fattoriali dinamici (Dynamic Factor Models, DFM), modelli autoregressivi vettoriali (Vector Autoregressive models, VAR) e modelli misti di campionamento dei dati (Mixed Data Samples models, MIDAS). Ciascuna di queste tipologie di modelli presenta caratteristiche distinte, che li rendono adatti alla previsione di breve termine, e tutti sono stati ampiamente applicati da accademici, banche centrali e altri previsori<sup>2</sup>.

**La precedente generazione di modelli previsionali di breve termine per la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro era basata su un sistema di**

---

<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, Linzenich e Meunier (2024) riguardo all'insieme di strumenti sviluppati dalla BCE; Deutsche Bundesbank (2023); e Almuzara et al. (2023).

**regressioni lineari o su equazioni bridge**<sup>3</sup>. Tale quadro di riferimento (di seguito denominato “vecchi modelli della BCE”) faceva leva su un sistema di regressioni lineari (equazioni bridge) per prevedere la crescita trimestrale del PIL, utilizzando una serie di predittori trimestrali e mensili aggregati con frequenza trimestrale. Per la misurazione del PIL in termini reali, i vecchi modelli della BCE avevano adottato un approccio dal lato dell’offerta, caratterizzato da una copertura dei dati più completa e tempestiva e da una maggiore accuratezza rispetto alla disponibilità dei dati dal lato della domanda<sup>4</sup>. I predittori mensili inclusi nelle equazioni bridge per le previsioni di crescita del PIL erano a loro volta calcolati utilizzando modelli ausiliari (DFM e VAR), che incorporavano informazioni ricavate da altre variabili mensili. L’insieme di dati utilizzato era di medie dimensioni (30 indicatori) e combinava indicatori quantitativi (ad esempio produzione industriale, vendite al dettaglio) con dati qualitativi (indagini) e indicatori finanziari. In aggiunta alle previsioni puntuali, infine, tale insieme di strumenti ha fornito previsioni sulla loro distribuzione, per cogliere l’incertezza sottesa alle prime, nonché una scomposizione delle determinanti delle revisioni delle previsioni a seguito degli aggiornamenti (“analisi dell’impatto dei nuovi dati”).

**I vecchi modelli della BCE hanno fornito previsioni di crescita ragionevolmente accurate del PIL in termini reali dell’area dell’euro fino alla fine del 2019.** Tuttavia, la loro capacità previsiva è peggiorata nel periodo

successivo alla diffusione della pandemia. Sebbene tale capacità abbia segnato un lieve recupero, gli esperti della BCE hanno affinato questo insieme di strumenti, dando particolare risalto al miglioramento della capacità previsiva nel periodo successivo alla pandemia e allo sviluppo di approcci che garantissero una maggiore robustezza all’impatto di grandi shock. La sottosezione che segue descrive le caratteristiche di questo nuovo insieme di strumenti. Per facilitare il confronto, la tavola 1 delinea le caratteristiche dei vecchi e nuovi strumenti.

**Tavola 1**

**Caratteristiche dei modelli della BCE vecchi e nuovi**

	<b>Vecchi modelli della BCE</b>	<b>Nuovi modelli della BCE</b>
<b>Equazioni bridge</b>	Sei equazioni bridge di due tipi (dal lato dell’offerta, basato sulle indagini) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Predittori dal lato dell’offerta: produzione industriale e valore aggiunto dei servizi</li> <li>• Predittori basati sulle indagini: indice composito PMI e indice PMI nel settore delle costruzioni</li> </ul>	Due equazioni bridge di un solo tipo (dal lato dell’offerta) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Predittori dal lato dell’offerta: valore aggiunto dei servizi, valore aggiunto delle costruzioni e valore aggiunto dell’industria</li> </ul>
<b>Modelli ausiliari</b>	Tre VAR, due DFM Frequenza mensile Volatilità costante	Tre VAR, tre DFM Frequenza trimestrale e mensile Volatilità stocastica
<b>Previsioni puntuali</b>	Media	Mediana <sup>1)</sup>
<b>Previsioni di densità</b>	Combinazione di sei distribuzioni normali	Combinazione di due distribuzioni

<sup>1)</sup> A causa della maggiore volatilità dei dati, le previsioni puntuali nei nuovi modelli della BCE sono calcolate utilizzando la mediana della distribuzione dei possibili risultati. La mediana fornisce previsioni più stabili rispetto alla media, in quanto è meno influenzata da valori estremi.

<sup>3</sup> Cfr. Bańbura e Saiz (2020) per una rassegna dei vecchi modelli della BCE per la previsione di breve termine dell’attività economica nell’area dell’euro.

<sup>4</sup> Dal lato dell’offerta la misurazione del PIL si basa sulla produzione di beni e servizi (valore aggiunto dell’industria e dei servizi), mentre dal lato della domanda si considera l’importo totale speso per beni e servizi (consumi e investimenti).

### 3.1 Le nuove equazioni bridge

**Il nuovo quadro continua a utilizzare equazioni bridge, che sono relativamente flessibili nonostante la loro semplicità.** I nuovi modelli della BCE continuano a

impiegare un sistema di modelli di regressione lineare, concentrandosi sulle previsioni della crescita del PIL dal lato dell'offerta (ossia il valore aggiunto per settore). Questo approccio è stato preferito perché consente stime immediate, è facile da interpretare e comunicare e fornisce una migliore accuratezza delle previsioni rispetto ad altri modelli. Allo stesso tempo, nonostante la sua struttura semplice, il sistema delle equazioni bridge è flessibile, in quanto può tenere conto di una gamma di tipologie di modelli ausiliari.

**I nuovi modelli della BCE incorporano due tipologie di modelli ausiliari**

**all'avanguardia.** Come il suo predecessore, il nuovo modello si basa sulle stesse due tipologie di modelli ausiliari: DFM e VAR<sup>5</sup>. Tuttavia, questi modelli ausiliari sono stati ampiamente rivisti, combinando indicatori mensili e trimestrali e inserendo la volatilità variabile nel tempo per cogliere meglio le variazioni delle dinamiche dei dati economici (cfr. il riquadro 1 per i dettagli tecnici del nuovo approccio metodologico).

**Il set dei predittori è stato rivisto al fine di includere nuovi dati disponibili, quali la produzione di servizi, e di ottenere un maggiore bilanciamento tra indicatori basati sulle indagini e dati quantitativi.** Tale correzione consente di

superare i limiti dell'impiego di indicatori basati sulle indagini o qualitativi che, sebbene tempestivi e informativi, hanno mostrato negli ultimi anni una relazione più debole e meno stabile con l'attività economica. Inoltre, la mancanza di indicatori quantitativi per il settore dei servizi è stata identificata come uno dei fattori di deterioramento dell'efficacia dei vecchi modelli della BCE.

**Come i loro predecessori, i nuovi modelli della BCE sono in grado di formulare previsioni sia puntuali sia di distribuzioni di probabilità a esse associate.** Le

previsioni puntuali forniscono un'unica stima centrale della direzione attesa del PIL e sono le principali previsioni segnalate. Tuttavia, dall'inizio della pandemia, l'accresciuta incertezza ha reso sempre più importante guardare oltre le stime per singoli punti e concentrarsi sulla distribuzione delle probabilità associate alle previsioni. Queste offrono un intervallo di possibili dati del PIL e delle relative probabilità. In parole semplici, l'ampiezza della previsione in distribuzione indica l'incertezza sottesa alla previsione puntuale.

**Il nuovo sistema continua a identificare l'impatto dei dati più recenti sulle revisioni delle stime.** Oltre alle previsioni puntuali e in distribuzione, il nuovo

sistema fornisce anche una scomposizione delle revisioni delle stime di crescita del PIL (ovvero la differenza tra previsioni consecutive dello stesso) in andamenti inattesi desunti dal modello o contenuto di "novità" nelle pubblicazioni dei predittori mensili e trimestrali (oltre agli effetti delle revisioni dei dati storici e della rivalutazione

<sup>5</sup> Mentre modelli come i DFM e i VAR presentano caratteristiche distintive che li rendono adatti alla previsione, la loro accuratezza potrebbe variare nel tempo a fronte di un contesto economico in rapida evoluzione. L'integrazione di queste tipologie di modelli nel sistema di equazioni bridge consente di sfruttarne i rispettivi punti di forza, attenuandone al tempo stesso l'incertezza.

dei parametri)<sup>6</sup>. Di conseguenza, il segno dell'impatto (positivo o negativo) indica se i nuovi dati pubblicati siano stati migliori o peggiori rispetto alle previsioni formulate dal modello. Per maggior chiarezza, la scomposizione dell'impatto è suddivisa in ampie categorie di indicatori economici, come quelli dei servizi, dell'industria e delle indagini (cfr. il riquadro 2 per una descrizione dell'utilizzo pratico del nuovo quadro per l'analisi delle previsioni in tempo reale di breve termine).

## Riquadro 1

### Il nuovo sistema di equazioni ponte (bridge): sintesi tecnica

a cura di Sercan Eraslan e Lorena Saiz

Il nuovo insieme di strumenti continua a utilizzare un sistema di equazioni bridge, che è un modello di previsione di breve termine ampiamente utilizzato presso le banche centrali e altri previsori<sup>7</sup>.

Si tratta di una semplice regressione lineare in cui è stimato l'indicatore trimestrale di interesse (ad esempio, la crescita trimestrale del PIL in termini reali) utilizzando altri regressori trimestrali, quali le componenti del PIL dal lato dell'offerta (ad esempio, il valore aggiunto dei settori industriale, dei servizi e delle costruzioni). Di conseguenza, l'equazione bridge per la crescita trimestrale del PIL può essere definita come segue:

$$y_{m,t}^Q = \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i X_{i,t}^Q + \epsilon_t^Q$$

dove  $y_{m,t}^Q$  è l'indicatore obiettivo e  $X_{i,t}^Q$  è l'indicatore predittore  $i$  ( $i = 1, \dots, k$ ) alla stessa frequenza. L'intercetta è indicata da  $\alpha$ , mentre  $\beta_i$  rappresenta i coefficienti di regressione e  $\epsilon_t^Q$  coglie il residuo della stessa. Il sistema di equazioni bridge consta di due regressioni lineari. Entrambe includono lo stesso set di predittori trimestrali: valore aggiunto dell'industria, dei servizi e delle costruzioni ( $k = 3$ ), che sono stimati da due diversi modelli ausiliari ( $m = 1, 2$ ). Queste equazioni sono stimate utilizzando tecniche bayesiane, ipotizzando distribuzioni a priori di tipo normale-gamma inversa. Il campione di stima inizia nel 1995.

Ciascuno dei predittori trimestrali utilizzati per le stime di crescita del PIL è formulato mediante un modello fattoriale dinamico (DFM) e un modello autoregressivo vettoriale (VAR). Entrambi i modelli includono indicatori trimestrali e mensili (vale a dire frequenze miste), sono stimati utilizzando tecniche bayesiane e presentano volatilità stocastiche variabili nel tempo che consentono previsioni dell'attività economica migliori in periodi di elevata incertezza. Entrambi i modelli possono anche gestire in modo efficace diverse frequenze di dati e osservazioni mancanti. Inoltre, alcune proprietà del modello, quali la struttura fattoriale comune nei modelli DFM e la correzione dei valori anomali per le volatilità variabili nel tempo nei modelli VAR, contribuiscono a eliminare distorsioni nei dati.

Il modello DFM a frequenza mista segue perlopiù l'approccio proposto da Antolín-Díaz et al. (2017, 2024) e lo integra con il suggerimento di Camacho e Pérez-Quirós (2010) riguardo al

<sup>6</sup> Cfr. Bańbura e Modugno (2014) per una panoramica dettagliata della scomposizione dell'impatto delle novità e Bańbura e Saiz (2020) per la sua applicazione nelle previsioni di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro elaborate dalla BCE.

<sup>7</sup> Un'equazione bridge è solitamente una regressione lineare che collega una variabile obiettivo a bassa frequenza con uno o più indicatori ad alta frequenza, creando efficacemente un "ponte" tra questi.

trattamento degli indicatori basati sulle indagini<sup>8</sup>. Per ciascun predittore trimestrale del PIL viene stimato un DFM ausiliario separato, utilizzando un piccolo set di indicatori mensili. Ogni DFM include un solo fattore comune e una serie di componenti idiosincratiche che seguono un processo autoregressivo di secondo ordine. Il modello è specificato e stimato in forma spazio-stato (State Space Model) utilizzando tecniche bayesiane; i residui nelle equazioni di misurazione e di transizione mostrano volatilità stocastica e correzione dei valori anomali seguendo Carriero et al. (2024).

Il modello VAR a frequenza mista estende i modelli VAR bayesiani con volatilità stocastica e adeguamenti dei valori anomali a un mondo con dati a frequenza mista. In particolare, i modelli VAR ausiliari a frequenza mista tengono conto degli errori distribuiti secondo una  $t$ -di Student e della correzione delle anomalie della volatilità stocastica; ciò li rende più robusti a grandi shock e valori anomali. La stima VAR si basa su tecniche bayesiane, che utilizzano l'algoritmo sviluppato da Chan et al. (2023) per il campionamento delle osservazioni mancanti (ad esempio, a causa di frequenze miste o ritardi nella pubblicazione). In linea con l'approccio utilizzato per i DFM ausiliari, vengono stimati modelli VAR ausiliari separati per ciascun predittore trimestrale, utilizzando le stesse serie di dati dei DFM. Ogni VAR è specificato con tre ritardi e con una distribuzione a priori di tipo Minnesota per i coefficienti.

Infine, le previsioni trimestrali della crescita trimestrale del PIL sono elaborate in due fasi. In primo luogo, vengono formulate le previsioni relative ai predittori trimestrali (valore aggiunto dell'industria, dei servizi e delle costruzioni) utilizzando i modelli ausiliari. In secondo luogo, le previsioni per tali indicatori sono utilizzate nelle due equazioni ponte per generare le previsioni di crescita del PIL. Sulla base delle tecniche di stima bayesiane, tutte le distribuzioni di probabilità sono stimate per le due fasi. Le singole distribuzioni di probabilità per la crescita del PIL sono raggruppate per calcolarne previsioni sia puntuali sia in distribuzione. Le previsioni puntuali sono ottenute come mediana delle previsioni di densità combinate ricavate delle due equazioni bridge. Le densità predittive tengono conto di volatilità variabili nel tempo e, pertanto, prendono in considerazione modifiche sia dei parametri sia delle incertezze residue sottese alla tendenza centrale delle previsioni di crescita del PIL.

---

### 3.2 Qualità delle previsioni

**Per i nuovi modelli della BCE è stato condotto un esercizio di valutazione della bontà delle previsioni in tempo reale, incentrato in particolare sulla capacità predittiva nel periodo post-pandemico.** L'accuratezza predittiva dei modelli è stata messa a confronto sia con i vecchi modelli della BCE sia con le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE. A tal fine,

---

<sup>8</sup> Il modello originale proposto da Antolín-Díaz et al. (2017, 2024) consente anche oscillazioni graduali nella crescita a lungo termine. Tuttavia, un'analisi preliminare ha rilevato che tale caratteristica non è vantaggiosa per la capacità predittiva del modello nelle previsioni di crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro.



le versioni originali dei dati in tempo reale sono state costruite utilizzando le informazioni provenienti dal Portale dati della BCE<sup>9</sup>.

**La valutazione della sua capacità predittiva segue i calendari di pubblicazione dei dati statistici (come la produzione industriale) e degli indicatori del clima di fiducia desunti dalle indagini (come l'indice PMI).** Si viene a creare pertanto un calendario di previsione quindicinale, con un totale di 12 stime per ciascun trimestre di riferimento all'interno del campione di valutazione; poiché per ciascuna data nel calendario delle previsioni sono generate previsioni per i due trimestri di successiva pubblicazione. La prima previsione viene generata circa cinque mesi prima della fine del trimestre di riferimento e la previsione finale viene prodotta due settimane dopo la fine di tale trimestre. Per quanto riguarda le previsioni puntuali, se ne stima l'accuratezza avvalendosi della distorsione per misurare errori sistematici di previsione per eccesso o per difetto e dell'errore assoluto medio di previsione (mean absolute forecast error, MAFE), al fine di valutare la dimensione media degli errori previsivi, indipendentemente dal segno<sup>10</sup>. Il periodo di valutazione è compreso tra il primo trimestre del 2022 e il secondo del 2025, cioè il periodo successivo alla pandemia. Entrambe le misure sono calcolate sulla base della prima rilevazione (stima rapida preliminare) della crescita del PIL, pubblicata circa 30 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento.

**L'accuratezza previsiva dei nuovi modelli della BCE nel periodo successivo alla pandemia è notevolmente superiore a quella dei loro predecessori<sup>11</sup>.**

Il grafico 1 mostra la distorsione (cfr. il pannello a)) e l'errore assoluto medio di previsione (cfr. il pannello b)) per i modelli della BCE vecchi (barre gialle) e nuovi (barre blu), nonché per le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema o della BCE (linea rossa) per l'intero periodo di valutazione. Mentre le previsioni basate sui vecchi modelli della BCE mostravano una tendenza a sottostimare la crescita del PIL in termini reali, come indicato dalla loro distorsione negativa, i nuovi modelli in genere mostrano una distorsione più vicina all'essere nulla. I modelli nuovi della BCE presentano anche una maggiore accuratezza complessiva, come dimostrato dai valori dell'errore assoluto medio di previsione, più bassi rispetto ai modelli vecchi. Tuttavia, mentre con l'aumento delle informazioni disponibili in genere si riscontra un miglioramento dell'accuratezza previsiva, cioè una diminuzione degli errori assoluti medi di previsione, in questo caso la precisione delle previsioni si è mostrata più irregolare. Ciò potrebbe essere attribuito alla durata relativamente breve del campione di valutazione, che ha coinciso con un periodo di accresciuta incertezza, a causa del susseguirsi di shock all'attività economica dell'area dell'euro, quali la guerra russa contro l'Ucraina, con la successiva impennata dei prezzi dell'energia e dell'inflazione, e, più di recente, le incertezze legate al contesto commerciale. Sulla base di un confronto della capacità previsiva dei nuovi modelli della BCE con le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE, che ne includono le valutazioni, in nessuno dei

<sup>9</sup> Con riguardo agli indicatori per i quali non erano disponibili i dati nella loro versione in tempo reale, la serie storica più recente disponibile (finale) viene utilizzata per replicare il ritardo di pubblicazione delle serie passate (modalità in pseudo tempo reale).

<sup>10</sup> La distorsione misura gli errori medi di previsione considerandone il segno. Di conseguenza, una distorsione positiva (negativa) indica un errore di stima per eccesso (difetto) dell'obiettivo in media.

<sup>11</sup> Tuttavia, i modelli della BCE di vecchio tipo hanno mostrato una capacità previsiva migliore rispetto ai nuovi modelli durante il periodo antecedente la pandemia.



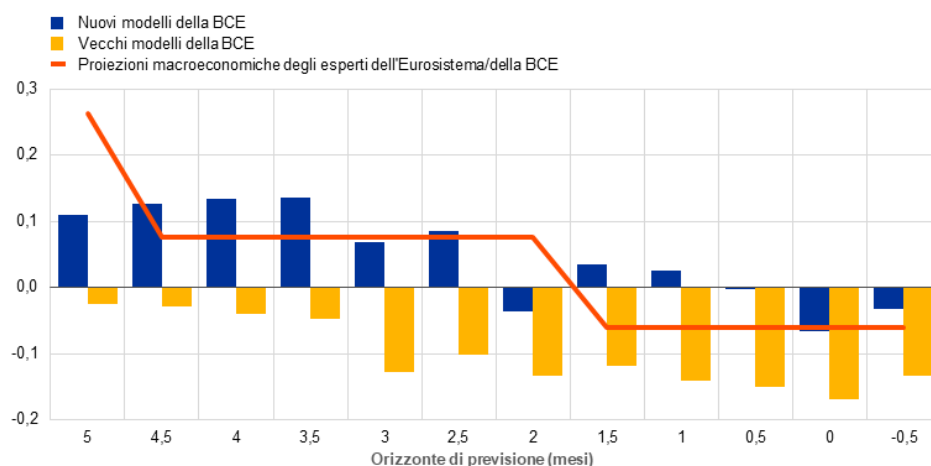
due casi si osserva una direzione sistematica della distorsione. Nel complesso, tuttavia, le proiezioni macroeconomiche si sono dimostrate più accurate.

### Grafico 1

Accuratezza previsiva dei modelli della BCE e delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e della BCE dal 2022

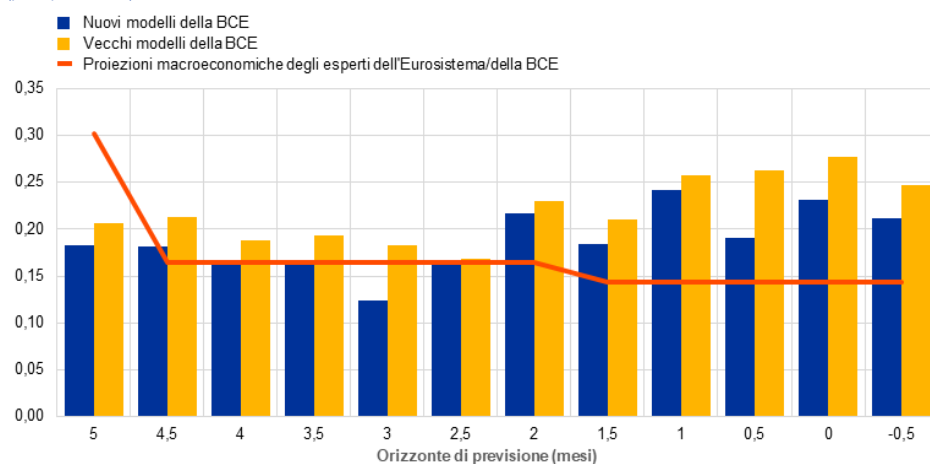
#### a) Distorsione

(punti percentuali)



#### b) Errore assoluto medio di previsione

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: per ogni trimestre viene valutata una sequenza di 12 aggiornamenti delle previsioni in tempo reale. L'orizzonte di previsione (asse delle ascisse) è definito come distanza (in mesi) tra la data della previsione e la fine del trimestre di riferimento. Si considera per convenzione che le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE siano finalizzate intorno alla metà del secondo mese di ciascun trimestre (1,5 o 4,5 mesi prima della fine del trimestre di riferimento). La distorsione è definita come differenza media tra la previsione e il dato effettivo. Una distorsione positiva (negativa) indica un errore di previsione per eccesso (per difetto). L'accuratezza previsiva è misurata dall'errore assoluto medio di previsione. Le previsioni del PIL sono valutate rispetto alla stima rapida preliminare della crescita del PIL (pubblicata alla fine del primo mese del trimestre successivo).

### I nuovi modelli della BCE forniscono anche previsioni in distribuzione più

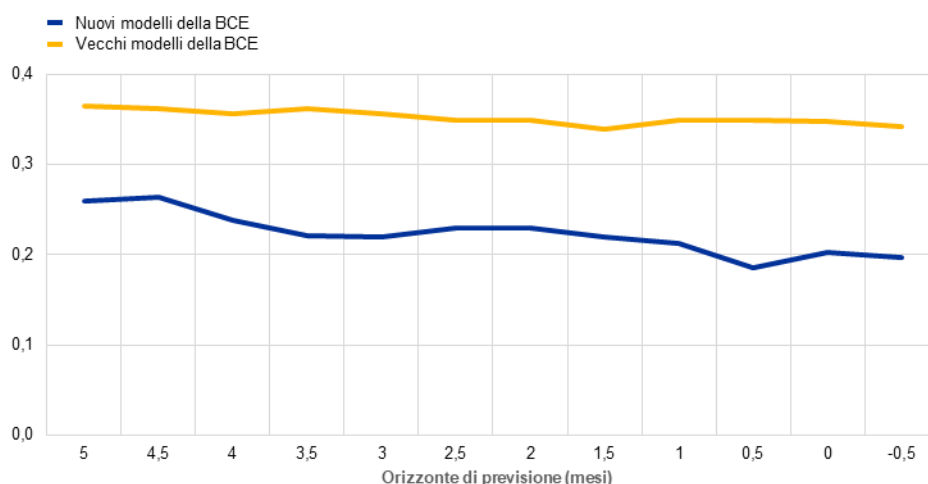
**accurate.** Oltre a valutare le previsioni puntuali, si misura l'accuratezza dell'intera distribuzione delle previsioni. A tal fine, si valutano le previsioni in distribuzione generate dai modelli della BCE vecchi e nuovi, avvalendosi del punteggio continuo di probabilità ordinata (continuous ranked probability score, CRPS), che mette a confronto distribuzioni previste e risultati effettivi. Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE non sono incluse in questa

valutazione, in quanto non forniscono previsioni di densità<sup>12</sup>. Il grafico 2 mostra che i nuovi modelli della BCE forniscono previsioni probabilistiche più accurate (un punteggio continuo di probabilità ordinata più basso) rispetto ai vecchi modelli della BCE su tutti gli orizzonti di previsione. Non si tratta di un risultato imprevisto, in quanto l'inclusione delle volatilità che variano nel tempo aumenta la calibrazione delle previsioni in distribuzione.

## Grafico 2

### Accuratezza delle previsioni di densità - punteggio continuo di probabilità ordinata

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: cfr. le note del grafico 1. Il punteggio continuo di probabilità ordinata misura l'accuratezza delle previsioni di densità avvalendosi della differenza assoluta attesa tra la distribuzione delle previsioni e il valore effettivo. Valori minori indicano previsioni più accurate e meglio calibrate.

## 4 Strumenti complementari: un modello a foresta per la regressione quantilica

**Per le previsioni economiche vengono utilizzati sempre più spesso modelli di machine learning, grazie alla loro flessibilità ed elevata efficacia predittiva.**

A differenza dei modelli tradizionali di previsione delle serie storiche, che si basano su modelli econometrici e ipotesi parametriche di tipo specifico, i modelli di machine learning individuano dei profili direttamente dai dati. In questo modo riescono a identificare delle relazioni complesse, anche non lineari, tra le variabili. Sebbene i modelli di machine learning generalmente considerino le osservazioni in modo indipendente e non tengano conto esplicitamente delle dipendenze temporali, questa caratteristica può rappresentare un vantaggio in contesti in rapida evoluzione, in cui gli intervalli temporali recenti potrebbero essere meno informativi o in cui è necessario del tempo perché le dinamiche di fondo divengano evidenti.

**Nella presente sezione si descrive in sintesi un modello specifico di machine learning, il modello a foresta per la regressione quantilica (quantile regression forest, QRF), che è stato valutato nella previsione di breve termine del PIL.**

<sup>12</sup> L'utilizzo del punteggio continuo di probabilità ordinata si basa su Panagiotelis e Smith (2008), pag. 719.

I modelli QRF costituiscono un metodo di machine learning consolidato, già impiegato alla BCE per le previsioni delle dinamiche inflazionistiche di breve termine con un livello di accuratezza relativamente elevato<sup>13</sup>. Tale modello associa il concetto di regressione quantilica, che stima specifici percentili della distribuzione della variabile obiettivo, con la capacità predittiva di un insieme di processi decisionali ad albero, cioè la foresta<sup>14</sup>. Aggregando le previsioni generate da molti processi ad albero, il modello QRF fornisce sia una previsione puntuale, sia una distribuzione predittiva della variabile obiettivo, rivelandosi particolarmente utile nella rilevazione di incertezza e rischio. Un ulteriore vantaggio di questo approccio consiste nella possibilità di valutare il contributo di ogni predittore all'analisi, utilizzando i valori di Shapley associati a ciascuna variabile<sup>15</sup>. Tale caratteristica consente di stimare l'impatto di nuove pubblicazioni di dati sulle revisioni delle previsioni (analogamente al ruolo svolto dall'analisi dell'impatto delle novità nel quadro per le equazioni bridge), aumentandone così la trasparenza e l'interpretabilità e riducendo la percezione che il modello rappresenti una "scatola nera".

**Il modello è stimato utilizzando relazioni contemporanee tra la crescita del PIL e un'ampia gamma di indicatori economici.** L'insieme dei dati utilizzati comprende la produzione industriale, gli scambi commerciali, le indagini, l'attività finanziaria e altri dati quantitativi, tutti disponibili con frequenza mensile. Tali indicatori vengono poi aggregati a frequenza trimestrale, usando medie semplici per allinearli ai dati del PIL, mentre per i valori mancanti si utilizza una proiezione ottenuta attraverso un modello integrato autoregressivo a media mobile (Autoregressive Integrated Moving Average, ARIMA). Si producono poi le previsioni utilizzando indicatori a frequenza trimestrale per il trimestre di riferimento. Il modello a foresta viene stimato utilizzando gli iperparametri raccomandati nella letteratura sulle regressioni, garantendo la stabilità del modello e un equilibrio tra distorsione e varianza<sup>16</sup>.

**Al fine di valutare l'efficacia del modello QRF, è stato condotto un esercizio di valutazione previsiva in tempo reale per il periodo successivo alla pandemia.**

Il periodo di valutazione è compreso tra il primo trimestre del 2022 e il secondo del 2025 (come nella sezione 3.2). Per ciascun trimestre sono state elaborate sei previsioni, con inizio cinque mesi prima della fine del trimestre di riferimento<sup>17</sup>. Il grafico 3 mostra l'accuratezza delle previsioni indicando la distorsione (cfr. il pannello a)) e l'errore assoluto medio di previsione (cfr. il pannello b)) sia per il modello QRF sia per i nuovi modelli della BCE. Il modello QRF mostra una distorsione di entità lievemente minore, ma con lo stesso segno su tutti gli orizzonti di previsione. In termini di errore assoluto medio di previsione, il modello QRF

<sup>13</sup> Cfr. Lenza et al. (2025).

<sup>14</sup> Un processo decisionale ad albero funziona suddividendo i dati in gruppi sempre più piccoli, sulla base dei valori delle variabili di input, quali produzione industriale, clima di fiducia dei consumatori e vendite al dettaglio. In ogni fase del processo ad albero si tenta di ottenere delle previsioni il più possibile accurate suddividendo i dati sulla base della variabile che spiega la variazione del valore obiettivo più marcata.

<sup>15</sup> I valori di Shapley attribuiscono il contributo di ciascuna caratteristica a una previsione specifica in modo equo e coerente (cfr. Lundberg et al., 2019).

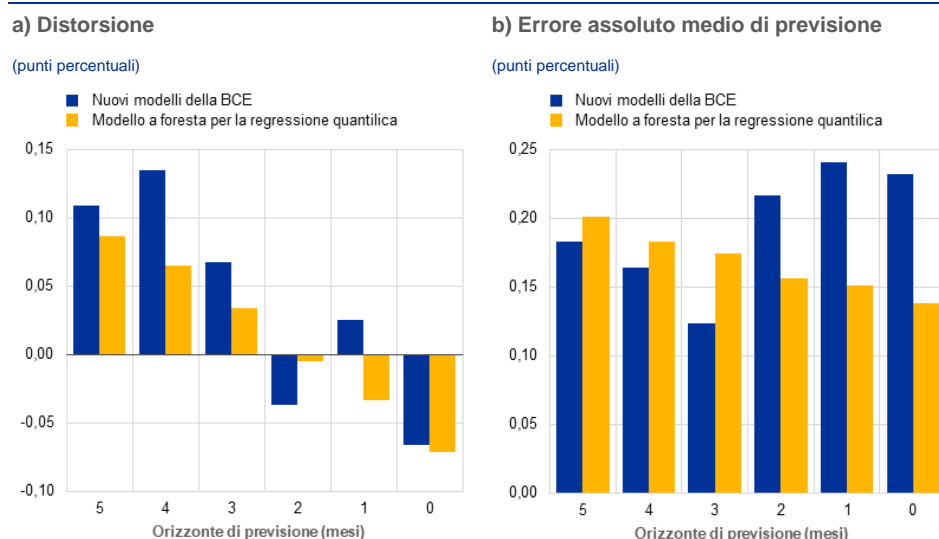
<sup>16</sup> Il modello considera 1.000 processi ad albero con un minimo di dieci osservazioni per foglia e un terzo dei predittori disponibili preso in considerazione a ogni suddivisione.

<sup>17</sup> Nel grafico 3 non sono mostrati i risultati delle previsioni di metà mese, che però seguono lo stesso andamento.

presenta errori più grandi rispetto ai nuovi modelli della BCE all'inizio del periodo di previsione, ma l'accuratezza migliora in misura costante con una maggiore disponibilità di dati, fino a superare quella dei nuovi modelli della BCE verso la fine del trimestre di riferimento. Tale miglioramento è stato più marcato nel 2022, quando il modello QRF ha mostrato una maggiore accuratezza previsiva, forse a causa di non linearità indotte dagli effetti persistenti della pandemia e dall'insorgere della crisi energetica (ad esempio la riapertura dell'economia e le tensioni lungo le catene di approvvigionamento). Tuttavia, su un campione di valutazione più lungo, con inizio nel 2017 (non mostrato nel grafico), i risultati del modello sono stati leggermente peggiori rispetto a quelli dei nuovi modelli della BCE. Nel complesso, il modello QRF è efficace come strumento di previsione di breve termine del PIL, in particolare durante periodi di instabilità economica, e può prestarsi a un'utile verifica incrociata con i principali modelli di riferimento.

### Grafico 3

#### Accuratezza previsiva del modello a foresta per la regressione quantilica



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: l'orizzonte di previsione (asse delle ascisse) è definito come distanza (in mesi) tra la data della previsione e la fine del trimestre di riferimento. La distorsione è definita come differenza media tra la previsione e il dato effettivo. Una distorsione positiva (negativa) indica un errore di previsione per eccesso (per difetto). L'accuratezza previsiva è misurata dall'errore assoluto medio di previsione. Le previsioni del PIL sono valutate rispetto alla stima rapida preliminare della crescita del PIL (pubblicata alla fine del primo mese del trimestre successivo).

## Riquadro 2

### Un caso di studio: previsioni di breve termine in tempo reale del PIL per il terzo trimestre del 2025

a cura di Sercan Eraslan, Andrea Fabbri e Lorena Saiz

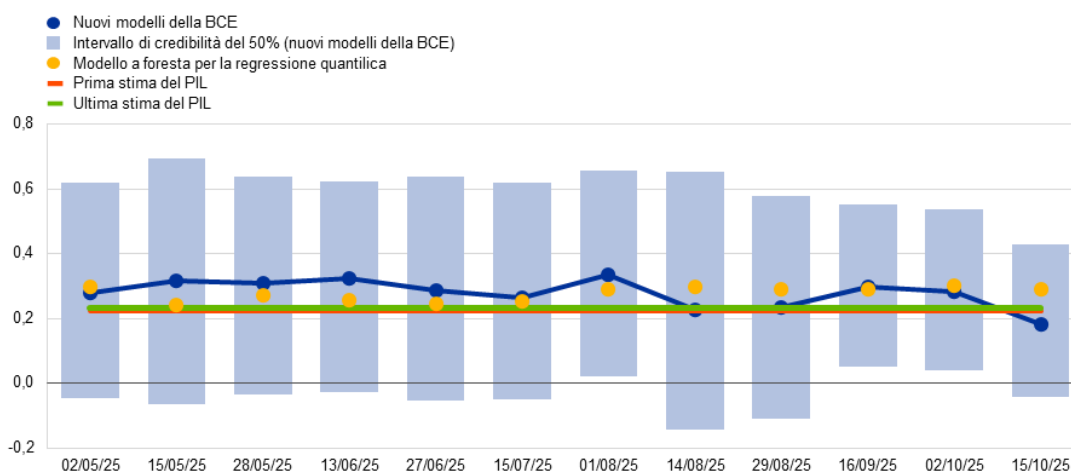
Avvalendosi di un caso di studio con finalità illustrative, il presente riquadro mostra l'utilizzo dei modelli di previsione di breve termine del PIL nell'operato quotidiano della BCE. Concentrandosi sul terzo trimestre del 2025, il presente riquadro mostra gli andamenti delle previsioni puntuali e in distribuzione di probabilità prodotte dai nuovi modelli della BCE e valuta l'impatto dei dati più aggiornati sulle revisioni delle previsioni.

Il grafico A mostra la sequenza di 12 previsioni in tempo reale della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro per il trimestre in esame, sulla base dei nuovi modelli della BCE. Oltre alle previsioni puntuali, il grafico mostra la distribuzione dei possibili risultati entro un intervallo di credibilità del 50 per cento. La prima previsione risale agli inizi di maggio 2025, cinque mesi prima della pubblicazione della stima rapida preliminare del PIL. Successivamente le previsioni sono state aggiornate con frequenza quindicinale e l'ultima previsione è stata prodotta due settimane prima della pubblicazione del PIL del 30 ottobre. Nell'orizzonte di previsione il dato predittivo mediano relativo alla crescita del PIL ha oscillato tra lo 0,2 e lo 0,3 per cento, collocandosi appena al di sotto dello 0,2 per cento a metà ottobre, nell'iterazione finale. Questa previsione finale era prossima alla stima rapida preliminare del PIL, che rientrava nell'intervallo di credibilità del 50 per cento della previsione di densità combinata dei nuovi modelli della BCE. Le previsioni prodotte dal modello complementare a foresta per la regressione quantilica hanno rispecchiato da vicino le previsioni generate dai nuovi modelli della BCE e la previsione finale si è collocata appena al di sopra del valore effettivo.

## Grafico A

### Previsioni della crescita del PIL in termini reali per il terzo trimestre del 2025

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea blu rappresenta le previsioni puntuali per la crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre del 2025 sulla base di diversi aggiornamenti delle previsioni (asse delle ascisse), ottenuti tramite i nuovi modelli della BCE. Le barre indicano l'intervallo di risultati possibili con una probabilità del 50 per cento (intervallo di credibilità del 50 per cento o intervallo interquartile), sulla base dei nuovi modelli della BCE. I punti gialli indicano le previsioni puntuali del modello complementare a foresta per la regressione quantilica. Le linee rosse e verdi si riferiscono, rispettivamente, alla stima rapida preliminare (30 ottobre) e alla stima rapida (14 novembre) della crescita del PIL pubblicate dall'Eurostat.

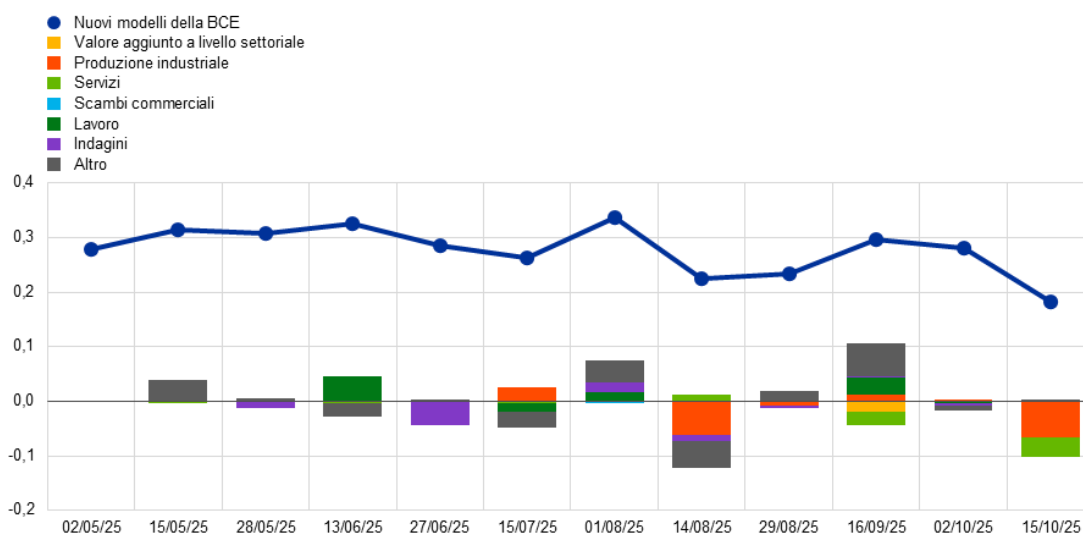
Il grafico B mostra l'analisi delle determinanti delle revisioni delle previsioni tra aggiornamenti consecutivi relative al terzo trimestre del 2025. Le barre rappresentano eventi inattesi, desunti dal modello, che determinano revisioni delle previsioni del PIL, raggruppati in varie categorie di indicatori. Ad esempio, dati negativi inattesi ricavati dalle indagini (barre viola) hanno contribuito alle revisioni al ribasso delle previsioni del PIL tra maggio e luglio 2025. Nello stesso periodo gli indicatori del mercato del lavoro (barre verde scuro) e i dati della produzione industriale (barre rosse) hanno mostrato segnali positivi inattesi, che hanno spinto al rialzo le previsioni del PIL. Le correzioni più significative sono state apportate alle previsioni prodotte più avanti nell'orizzonte temporale, in particolare sia quelle di metà agosto sia di metà ottobre. Entrambe le revisioni sono state in larga misura determinate da risultati negativi inattesi nei dati sulla produzione industriale, con una revisione al ribasso dell'aggiornamento finale che ha riflesso anche andamenti negativi inattesi nei dati relativi ai servizi (barre verde chiaro). Il grafico B evidenzia inoltre l'impatto delle correzioni dei dati storici sulle revisioni delle previsioni, indicate nel grafico con la categoria "Altro"

(barre grigio scuro). Ad esempio, la revisione al rialzo della previsione del 16 settembre 2025 è riconducibile principalmente a quest'ultima determinante, rispecchiando in larga misura il significativo effetto sulle previsioni di crescita del PIL causato dalle correzioni dei dati sulla produzione industriale.

## Grafico B

Impatto dei nuovi dati desunti dai modelli e revisioni delle previsioni della crescita del PIL in termini reali per il terzo trimestre del 2025

(variazioni percentuali sul trimestre e contributi in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la linea blu rappresenta le previsioni puntuali mediane dei nuovi modelli della BCE (dalla densità combinata di due equazioni ponte) per la crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre del 2025, sulla base di diversi aggiornamenti delle previsioni (asse delle ascisse). Le barre indicano la scomposizione delle revisioni delle previsioni tra aggiornamenti consecutivi di nuovi eventi ricavati da diversi gruppi di indicatori: "Valore aggiunto a livello settoriale" = componenti del valore aggiunto a livello settoriale del PIL; "Produzione industriale" = indicatori della produzione industriale; "Servizi" = servizi e indicatori al dettaglio; "Scambi commerciali" = indicatori relativi al commercio internazionale; "Lavoro" = indicatori del mercato del lavoro; "Indagini" = indicatori desunti dalle indagini; "Altro" = effetti delle revisioni dei dati storici e delle nuove stime dei parametri.

## 5 Osservazioni conclusive

**Negli ultimi cinque anni l'attività di modellizzazione economica e di previsione di breve termine del PIL è stata interessata da criticità significative, causate da una serie di gravi shock.** La pandemia e le relative tensioni lungo le catene di approvvigionamento, l'invasione russa dell'Ucraina e, successivamente, la crisi energetica e l'impennata dell'inflazione, nonché le più recenti incertezze collegate al commercio hanno tutte contribuito a generare oscillazioni considerevoli dell'attività economica e un contesto economico e politico più dinamico e imprevedibile. Di conseguenza, è cresciuta l'incertezza nell'elaborazione di modelli e previsioni.

**Per adattarsi al contesto economico in evoluzione, la BCE ha aggiornato in modo sostanziale gli strumenti impiegati per elaborare previsioni di breve termine del PIL.** Tale revisione si è concentrata principalmente sul miglioramento della capacità predittiva, per far fronte all'aumento della volatilità e dell'incertezza dei modelli. È stata definita una strategia duplice per aggiornare e affinare il quadro previsionale di breve termine del PIL. In primo luogo, sono stati ampiamente rivisti e migliorati i modelli di riferimento basati sul quadro per le equazioni bridge.

La revisione ha combinato modelli aggiuntivi all'avanguardia come DFM e VAR con volatilità variabile nel tempo. Inoltre, sono stati inclusi tra i dati nuovi indicatori disponibili, quali quelli relativi al settore dei servizi, come previsto nelle raccomandazioni di Bańbura e Saiz (2020). In secondo luogo, sono stati studiati approcci alternativi, che utilizzano metodi avanzati di machine learning, per integrare i tradizionali modelli di riferimento. In particolare, il modello a foresta per la regressione quantilica ha mostrato un'accuratezza previsiva paragonabile a quella dei modelli di riferimento per il periodo successivo alla pandemia per le previsioni di crescita del PIL riferite sia al trimestre in corso sia a quello successivo. Ciò è particolarmente degno di nota, data la natura esclusivamente guidata dai dati di questo modello di machine learning, a fronte della particolare accuratezza da parte dei modelli di riferimento nel selezionare le variabili e nel definire i parametri che li governano. Non è ancora chiaro, tuttavia, se la capacità predittiva, relativamente forte, del modello QRF sia specifica dell'attuale contesto, caratterizzato da volatilità elevata.

**Ciononostante, è importante riconoscere che il periodo successivo alla pandemia continua a essere contrassegnato da un'incertezza insolitamente marcata, che rende necessarie stime e revisioni frequenti e sistematiche dei modelli previsivi, per garantirne l'accuratezza.** Come sottolineato nella valutazione della strategia di politica monetaria della BCE, condotta nel 2025, la capacità predittiva sarà monitorata regolarmente e i modelli di previsione di breve termine del PIL saranno rivisti secondo necessità. Inoltre, al fine di migliorare ulteriormente le previsioni macroeconomiche di breve termine, si conferma la necessità di uno studio costante delle nuove fonti di dati e dei metodi avanzati di machine learning.

## Riferimenti bibliografici

Almuzara, M., Baker, K., O'Keeffe, H. e Sbordone, A. (2023), "[The New York Fed Staff Nowcast 2.0](#)", *New York Fed Staff Nowcast Technical Paper*, Federal Reserve Bank of New York, giugno.

Andersson, M., Blatnik, N., Byrne, S., Emter, L., González Pardo, B., Jarvis, V., Schmitz, M., Zorell, N. e Zwick, C. (2024), "[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#)", *Occasional Paper Series*, n. 350, BCE, giugno.

Antolín-Díaz, J., Drechsel, T. e Petrella, I. (2017), "[Tracking the Slowdown in Long-Run GDP Growth](#)", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99, n. 2, maggio, pagg. 343-356.

Antolín-Díaz, J., Drechsel, T. e Petrella, I. (2024), "[Advances in nowcasting economic activity: The role of heterogeneous dynamics and fat tails](#)", *Journal of Econometrics*, vol. 238, n. 2, gennaio.

- Bañbura, M. e Modugno, M. (2014), “[Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data](#)”, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 29, n. 1, pagg. 133-160.
- Bañbura, M. e Saiz, L., (2020), [Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro elaborate dalla BCE](#), articolo 2 nel numero 2/2020 di questo Bollettino.
- Battistini, N., de Bondt, G., de Santis, R.A. e Saiz, L. (2021), [Valutazione degli andamenti economici a breve termine al tempo del COVID-19](#), riquadro 3 nel numero 8/2020 di questo Bollettino.
- Camacho, M. e Pérez-Quirós, G. (2010), “[Introducing the euro-sting: Short-term indicator of euro area growth](#)”, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25, n. 4, giugno/luglio, pagg. 663-694.
- Carriero, A., Clark, T.E., Marcellino, M. e Mertens, E. (2024), “[Addressing COVID-19 Outliers in BVARs with Stochastic Volatility](#)”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 106, n. 5, settembre, pagg. 1403-1417.
- Chan, J.C., Poon, A. e Zhu, D. (2023), “[High-dimensional conditionally Gaussian state space models with missing data](#)”, *Journal of Econometrics*, vol. 236, n. 1, settembre.
- Deutsche Bundesbank (2023), “[Models for short-term economic forecasting during the recent crises](#)”, *Monthly Report*, vol. 75, n. 9, settembre, pagg. 61-78.
- Lenza, M., Moutachaker, I. e Paredes, J. (2025), “[Density forecasts of inflation: A quantile regression forest approach](#)”, *European Economic Review*, vol. 178, settembre.
- Linzenich, J. e Meunier, B. (2024), “[Nowcasting made easier: a toolbox for economists](#)”, *Working Paper Series*, n. 3004, BCE, dicembre.
- Lundberg, S.M., Erion, G.G. e Lee, S.I. (2019), “[Consistent Individualized Feature Attribution for Tree Ensembles](#)”, *arXiv*.
- Meinshausen, N. (2006), “[Quantile Regression Forests](#)”, *Journal of Machine Learning Research*, vol. 7, pagg. 983-999.
- Panagiotelis, A. e Smith M. (2008), “[Bayesian density forecasting of intraday electricity prices using multivariate skew t distributions](#)”, *International Journal of Forecasting*, vol. 24, n. 4, pagg. 710-727.
- Probst, P., Wright, M.N., e Boulesteix, A-L. (2019), “[Hyperparameters and tuning strategies for random forest](#)”, *WIREs Data Mining and Knowledge Discovery*, vol. 9, n. 3, maggio/giugno.



# Statistiche

## Indice

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

## Ulteriori informazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)				
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	3,5	2,5	5,1	1,3	3,1	3,6	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,4	2,9	0,3	0,7	5,4	0,4	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4
2024	3,2	2,8	1,1	-0,2	5,0	0,9	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 4° trim.	0,9	0,5	0,2	0,3	1,5	0,4	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2025 1° trim.	0,8	-0,2	0,7	0,4	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
2° trim.	0,9	0,9	0,3	0,5	1,0	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
3° trim.	.	.	0,1	-0,6	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
2025 giu.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,6	3,3	0,1	2,0
lug.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,8	3,1	0,0	2,0
ago.	-	-	-	-	-	-	2,9	3,8	2,7	-0,4	2,0
set.	-	-	-	-	-	-	3,0	3,8	2,9	-0,3	2,2
ott.	-	-	-	-	-	-	.	3,6	3,0	0,2	2,1
nov.	-	-	-	-	-	-	.	3,2	.	.	2,1

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'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)												
2022	13.757,9	13.486,6	7.258,1	2.941,9	3.017,6	1.555,4	871,5	584,5	269,0	-271,3	7.421,7	7.150,4
2023	14.663,7	14.137,7	7.750,7	3.097,3	3.214,9	1.641,8	929,2	637,6	74,8	-525,9	7.378,5	6.852,5
2024	15.231,4	14.563,9	8.029,7	3.259,8	3.209,9	1.648,3	922,9	632,4	64,5	-667,5	7.489,3	6.821,8
2024 4° trim.	3.866,3	3.705,1	2.032,0	830,6	815,5	416,4	232,2	165,3	27,0	-161,2	1.885,7	1.724,5
2025 1° trim.	3.905,6	3.745,9	2.055,0	835,8	836,9	421,3	232,0	182,0	18,2	-159,7	1.931,9	1.772,2
2° trim.	3.936,6	3.775,3	2.066,2	845,8	829,1	423,4	234,1	169,8	34,3	-161,3	1.911,9	1.750,6
3° trim.	3.969,1	3.813,9	2.080,5	856,6	840,7	426,2	237,4	175,4	36,1	-155,2	1.924,5	1.769,3
in percentuale del PIL												
2024	100,0	95,6	52,7	21,4	21,1	10,8	6,1	4,2	0,4	-4,4	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2024 4° trim.	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	0,2	-	-	0,1	0,1
2025 1° trim.	0,6	0,5	0,2	0,0	2,6	0,5	0,0	11,4	-	-	2,3	2,2
2° trim.	0,1	0,3	0,3	0,4	-1,7	0,0	0,5	-8,5	-	-	-0,4	-0,1
3° trim.	0,3	0,5	0,2	0,7	0,9	0,0	1,1	3,1	-	-	0,7	1,3
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2022	3,6	4,0	5,3	1,3	2,1	-0,1	4,1	4,9	-	-	7,3	8,4
2023	0,4	0,1	0,5	1,5	2,4	1,0	2,2	6,3	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,3	2,2	-2,0	-1,4	-2,0	-3,3	-	-	0,6	-0,1
2024 4° trim.	1,3	1,6	1,8	2,2	-2,1	-0,5	-1,0	-7,3	-	-	0,4	0,9
2025 1° trim.	1,6	2,3	1,5	2,1	2,4	0,4	-0,4	11,3	-	-	2,5	4,0
2° trim.	1,6	2,6	1,6	1,5	3,2	1,1	-0,7	15,8	-	-	0,5	2,7
3° trim.	1,4	1,7	1,1	1,7	2,5	1,4	2,6	5,3	-	-	2,7	3,6
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali												
2024 4° trim.	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-	-
2025 1° trim.	0,6	0,5	0,1	0,0	0,5	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,1	-	-
2° trim.	0,1	0,3	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,2	-	-
3° trim.	0,3	0,5	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,2	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2022	3,6	3,9	2,8	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	0,3	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,3	-1,0	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2024 4° trim.	1,3	1,5	1,0	0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,6	-0,2	-	-
2025 1° trim.	1,6	2,2	0,8	0,4	0,5	0,0	0,0	0,5	0,4	-0,5	-	-
2° trim.	1,6	2,5	0,8	0,3	0,7	0,1	0,0	0,6	0,7	-1,0	-	-
3° trim.	1,4	1,7	0,6	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,3	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 2 Attività economica

### 2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2022	12.365,4	217,8	2.423,2	647,7	2.360,6	638,7	543,7	1.340,4	1.491,1	2.319,4	382,8	1.392,5
2023	13.265,9	224,4	2.615,9	710,9	2.462,9	697,3	600,3	1.472,4	1.614,5	2.455,4	411,8	1.397,8
2024	13.715,2	233,5	2.579,1	731,4	2.550,1	734,1	633,3	1.536,5	1.690,4	2.595,0	431,9	1.516,1
2024 4° trim.	3.480,3	59,6	661,3	183,8	644,2	187,2	159,3	386,0	428,4	661,2	109,2	386,0
2025 1° trim.	3.508,8	60,3	665,6	186,9	648,5	188,9	160,9	387,7	431,1	668,4	110,5	396,8
2° trim.	3.541,8	62,0	666,4	189,6	654,6	191,1	161,9	390,6	436,1	677,4	112,3	394,8
3° trim.	3.567,8	63,2	666,1	190,6	658,3	193,5	164,7	393,0	441,2	684,2	113,0	401,3
in percentuale del valore aggiunto												
2024	100,0	1,7	18,8	5,3	18,6	5,4	4,6	11,2	12,3	18,9	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2024 4° trim.	0,3	0,7	0,2	0,1	0,2	0,9	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,1	1,6
2025 1° trim.	0,6	1,4	2,0	0,6	0,3	0,8	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,2
2° trim.	0,2	-1,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,4	0,0	0,3	0,2	0,3	0,0
3° trim.	0,3	0,5	0,0	0,0	0,4	0,9	1,0	0,2	0,4	0,3	0,3	-0,1
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2022	4,0	-0,5	0,7	-0,4	8,8	6,6	-2,1	2,4	5,9	2,8	17,3	0,7
2023	0,7	-2,7	-1,7	1,7	-0,2	6,7	-2,6	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,7
2024	0,9	-0,5	-0,7	-0,7	0,9	2,9	1,7	1,6	1,8	1,5	1,6	0,5
2024 4° trim.	1,0	0,3	-0,6	-0,9	1,1	2,7	2,1	1,5	1,0	1,8	1,9	5,0
2025 1° trim.	1,5	1,0	3,0	-0,4	0,9	3,4	0,0	0,9	1,2	1,7	1,3	2,7
2° trim.	1,4	1,1	2,9	0,2	1,1	3,6	-0,2	0,8	0,7	1,3	1,1	2,8
3° trim.	1,4	1,7	2,3	0,7	1,3	3,1	0,9	0,8	0,9	1,3	-0,2	1,2
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali												
2024 4° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2025 1° trim.	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2022	4,0	0,0	0,1	0,0	1,6	0,4	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 4° trim.	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	-
2025 1° trim.	1,5	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
2° trim.	1,4	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
3° trim.	1,4	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

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									
		Occupati dipendenti	Occupati 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>													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,5
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,2	24,8	6,6
2024	100,0	86,1	13,9	2,8	14,0	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,2	25,0	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2022	2,4	2,5	1,4	-0,7	1,2	3,6	3,3	5,8	0,1	3,5	3,9	1,5	1,1
2023	1,5	1,6	1,1	-1,1	0,8	1,6	2,0	4,1	0,7	2,0	1,8	1,3	1,7
2024	0,9	1,0	0,6	-0,9	0,3	0,9	1,1	2,0	1,5	-0,6	0,7	1,5	0,7
2024 4° trim.	0,7	0,8	0,3	-2,2	0,1	0,7	1,2	1,3	1,7	0,3	0,1	1,4	0,3
2025 1° trim.	0,8	0,9	0,1	-1,5	-0,2	0,8	0,6	1,0	1,5	3,0	0,7	1,4	1,0
2° trim.	0,7	0,7	0,8	-1,9	-0,3	1,1	0,9	0,5	1,3	3,4	1,0	1,1	0,3
3° trim.	0,6	0,6	0,5	-1,6	-0,2	1,5	0,5	-0,1	1,3	2,7	0,9	1,0	0,7
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,0	3,5	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,6	14,5	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	5,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2022	3,8	3,9	3,3	-1,0	1,3	4,3	7,6	6,2	-0,6	5,7	4,7	1,1	4,8
2023	1,7	2,0	0,6	-1,4	1,1	1,3	2,0	4,0	0,8	1,6	2,1	1,9	2,4
2024	1,1	1,2	0,6	-0,6	0,3	1,1	1,1	2,2	1,5	0,0	1,2	1,8	1,1
2024 4° trim.	1,0	1,2	0,2	-1,6	-0,1	0,8	1,2	1,6	0,9	1,9	0,8	1,9	1,2
2025 1° trim.	0,4	0,6	-0,7	-2,4	-0,8	0,6	0,2	1,0	1,0	2,4	0,3	1,2	1,7
2° trim.	0,3	0,5	-0,2	-2,6	-0,8	1,3	0,4	0,2	1,0	2,5	0,6	0,7	1,2
3° trim.	0,8	0,9	0,5	-2,3	0,0	1,5	0,8	-0,3	1,3	3,8	1,1	1,2	1,7
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2022	1,3	1,3	1,8	-0,3	0,1	0,7	4,2	0,4	-0,7	2,2	0,8	-0,4	3,7
2023	0,2	0,4	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,3	0,6	0,6
2024	0,2	0,2	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,3	0,4
2024 4° trim.	0,2	0,4	-0,1	0,7	-0,2	0,1	0,0	0,3	-0,8	1,6	0,6	0,6	0,9
2025 1° trim.	-0,4	-0,2	-0,8	-0,9	-0,6	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,6	-0,3	-0,2	0,6
2° trim.	-0,4	-0,2	-0,9	-0,7	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,9	-0,3	-0,4	0,8
3° trim.	0,2	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,0	0,2	-0,2	0,0	1,1	0,3	0,2	0,9

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 2024			100,0			78,7		21,3		51,2		48,8		
2022	167,404	3,1	11,369	6,8	2,7	9,124	6,0	2,245	14,6	5,718	6,4	5,651	7,2	3,2
2023	169,704	2,9	11,166	6,6	2,4	8,874	5,8	2,292	14,5	5,644	6,3	5,522	6,9	3,1
2024	171,293	2,8	10,918	6,4	2,1	8,596	5,5	2,322	14,6	5,592	6,1	5,326	6,6	2,6
2024 4° trim.	171,634	2,8	10,634	6,2	2,0	8,359	5,4	2,275	14,4	5,469	6,0	5,165	6,4	2,5
2025 1° trim.	172,628	2,8	10,988	6,4	2,1	8,630	5,5	2,358	14,8	5,609	6,1	5,379	6,6	2,4
2° trim.	173,027	2,8	11,092	6,4	2,1	8,756	5,6	2,336	14,7	5,735	6,2	5,357	6,6	2,3
3° trim.	173,021	2,8	11,110	6,4	2,0	8,750	5,6	2,360	14,9	5,694	6,2	5,416	6,7	2,1
2025 mag.	-	-	11,040	6,4	-	8,699	5,5	2,341	14,7	5,723	6,2	5,317	6,6	-
giu.	-	-	11,052	6,4	-	8,725	5,6	2,327	14,6	5,701	6,2	5,351	6,6	-
lug.	-	-	11,004	6,4	-	8,711	5,5	2,293	14,5	5,658	6,2	5,346	6,6	-
ago.	-	-	11,010	6,4	-	8,706	5,5	2,304	14,6	5,658	6,2	5,352	6,6	-
set.	-	-	11,046	6,4	-	8,704	5,5	2,342	14,8	5,668	6,2	5,378	6,6	-
ott.	-	-	11,033	6,4	-	8,681	5,5	2,352	14,8	5,652	6,1	5,381	6,6	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Ove non ancora pubblicati, i dati annuali e trimestrali desunti dall'indagine sulle forze di lavoro sono stimati come medie semplici di dati mensili. Serie temporali per l'area dell'euro e l'UE integralmente prive di interruzioni sono state pubblicate per la prima volta a febbraio 2022, a seguito dell'entrata in vigore del regolamento quadro sulle statistiche sociali europee integrate nel 2021. Per maggiori dettagli sulla correzione dell'interruzione, cfr. Eurostat (2024), "EU labour force survey – correction for breaks in time series", Statistics Explained, aggiornato il 13 settembre 2024.

2) Non destagionalizzati.

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

### 2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi <sup>1)</sup>	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie					Totale	Alimen- tari, be- vande, tabacchi	Non alimen- tari	Carbu- rante		
	1	2	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici	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													
2022	1,8	2,5	-1,3	3,7	5,9	-3,4	2,1	1,1	-2,7	3,5	4,5	10,0	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,2	3,1	-1,0	-5,0	2,1	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	-0,1	0,0	-1,0	1,2	0,5	1,7	0,7	1,6	-0,1
2024 4° trim.	-1,6	-1,9	-2,5	-4,0	2,2	0,3	-0,1	2,3	1,1	3,1	0,9	2,0	-2,2
2025 1° trim.	1,5	1,6	-1,0	-1,7	9,5	0,7	-0,3	2,4	1,4	3,1	1,6	2,8	-2,8
2° trim.	1,3	1,3	-1,3	0,5	6,0	1,2	0,8	3,0	2,2	3,6	3,9	2,4	-0,8
3° trim.	1,5	1,6	-0,6	1,1	5,0	0,5	0,5	1,9	1,0	2,8	1,4	2,7	6,1
2025 mag.	3,0	3,0	-1,6	2,9	9,2	2,3	0,7	2,3	1,0	3,0	2,8	2,4	5,8
giu.	0,6	0,5	-1,4	-0,6	4,4	3,0	-0,1	3,8	2,6	4,7	4,3	3,5	-11,6
lug.	1,9	2,2	-0,9	2,1	6,2	0,3	0,7	2,6	1,2	4,1	2,2	2,9	6,7
ago.	1,2	1,5	-1,6	-0,1	7,3	-0,7	1,0	1,8	0,9	2,7	0,8	2,4	7,7
set.	1,2	1,2	0,4	1,1	1,9	2,0	-0,4	1,2	0,9	1,5	1,1	2,7	4,0
ott.	2,0	1,5	0,5	0,5	4,5	4,5	0,5	1,5	0,9	2,1	1,8	.	5,3
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2025 mag.	1,0	0,6	-1,6	1,1	6,3	3,5	-1,4	-0,2	-0,5	0,0	-1,0	0,3	-1,4
giu.	-0,7	-0,7	0,0	-1,4	-3,9	1,4	0,2	0,5	0,5	0,6	0,8	0,1	-5,5
lug.	0,6	0,9	0,5	1,8	2,0	-1,9	0,6	-0,1	-0,7	0,6	-1,2	0,3	4,9
ago.	-1,0	-1,0	-0,2	-1,9	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,4	-0,5	-0,3	-0,1	0,8
set.	0,2	-0,3	0,3	0,1	-2,3	1,1	-0,6	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2
ott.	0,8	0,6	0,3	0,5	1,4	1,1	0,9	0,0	0,3	-0,2	0,3	.	0,7

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

## 2 Attività economica

### 2.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)							
	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	
		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
1999-2021	.	.	.	.	.	.	.	.
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1
2025	.	.	77,6	.	.	.	.	90,0
2025 1° trim.	95,5	-11,3	77,2	-14,1	-3,3	-5,8	4,4	90,3
2° trim.	94,4	-11,0	77,5	-15,7	-3,4	-7,8	2,4	89,8
3° trim.	95,6	-10,3	77,8	-15,0	-3,3	-6,9	4,1	89,9
4° trim.	.	.	78,0	.	.	.	.	90,1
2025 giu.	94,2	-11,8	.	-15,3	-2,9	-7,6	3,2	.
lug.	95,8	-10,4	77,8	-14,7	-3,1	-6,6	4,3	89,9
ago.	95,4	-10,2	.	-15,5	-3,5	-6,3	4,0	.
set.	95,7	-10,3	.	-14,9	-3,2	-7,7	3,9	.
ott.	96,8	-8,5	78,0	-14,2	-2,5	-6,9	4,2	90,1
nov.	97,0	-9,3	.	-14,2	-1,7	-5,7	5,7	.

Fonte: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea.

### 2.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo		Percentuale del PIL		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	13,5	90,7	0,8	2,1	12,5	2,5	8,1	37,9	5,2	72,6	4,9	9,9	3,4
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,2	1,8	37,1	5,9	68,5	1,6	3,6	0,8
2024	15,2	81,7	2,4	2,3	-2,8	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	-2,4	0,9
2024 3° trim.	15,1	82,1	2,7	2,3	-2,5	5,9	2,9	35,7	4,7	67,4	1,9	3,7	0,9
4° trim.	15,2	81,7	2,3	2,3	-1,6	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	2,6	0,9
2025 1° trim.	15,2	81,3	1,1	2,4	0,2	4,5	4,6	35,5	3,8	67,0	2,8	8,2	1,7
2° trim.	15,2	81,5	1,3	2,6	2,8	4,9	4,7	35,3	3,5	66,3	2,6	11,8	1,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni).

Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.

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

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

## 2 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2024 4° trim.	1.486,3	1.412,3	74,0	703,7	622,3	381,9	334,7	352,2	351,5	48,6	103,7	35,7	23,8
2025 1° trim.	1.552,7	1.485,4	67,3	758,1	644,1	391,8	363,4	354,3	390,8	48,5	87,1	31,9	26,6
2° trim.	1.498,1	1.408,2	89,9	713,8	627,5	387,4	346,2	348,3	339,0	48,5	95,5	18,6	17,3
3° trim.	1.485,8	1.410,6	75,2	708,3	628,3	387,6	349,3	341,0	335,9	48,9	97,1	22,7	14,1
2025 apr.	498,6	475,9	22,7	239,4	207,9	127,2	117,3	115,6	118,2	16,4	32,5	5,8	5,3
mag.	501,4	470,9	30,5	238,4	205,8	129,2	114,7	117,7	119,0	16,1	31,4	5,9	5,4
giu.	498,1	461,5	36,7	236,1	213,9	131,1	114,2	115,0	101,8	16,0	31,6	6,9	6,6
lug.	497,0	467,1	29,9	236,2	211,6	128,1	115,6	116,1	107,5	16,5	32,4	9,1	4,1
ago.	492,3	470,1	22,2	233,3	208,1	129,7	116,1	113,0	113,8	16,4	32,2	5,9	5,0
set.	496,5	473,4	23,1	238,9	208,6	129,7	117,7	111,9	114,6	16,0	32,5	7,7	5,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2025 set.	6.022,9	5.716,5	306,3	2.884,0	2.522,3	1.548,6	1.393,7	1.395,70	1.417,1	194,5	383,5	108,9	81,8
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2025 set.	38,4	36,5	2,0	18,4	16,1	9,9	8,9	8,9	9,0	1,2	2,4	0,7	0,5

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.)					
		Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria:			
				Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Industria manifattu- riera	Settore petroli- fero		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2024	4° trim.	1,3	2,5	716,2	335,9	139,8	226,7	594,5	687,5	382,2	113,8	172,8	496,8	71,0
2025	1° trim.	8,0	7,9	769,4	377,6	145,4	230,8	641,1	708,7	400,0	115,1	178,1	508,6	67,6
	2° trim.	0,1	1,8	725,7	338,6	139,6	229,7	604,7	692,1	383,0	117,4	176,3	505,9	59,4
	3° trim.	1,5	1,8	723,9	339,2	145,3	223,6	601,2	688,7	376,2	119,0	175,6	508,6	62,2
2025	mag.	1,3	-0,9	243,7	115,7	46,4	76,0	203,4	227,4	125,7	38,3	58,1	165,6	19,4
	giu.	0,7	6,9	237,7	108,7	46,6	76,0	197,2	234,8	128,4	40,4	60,3	172,9	19,1
	lug.	0,6	2,9	239,0	109,9	49,5	75,3	198,2	231,9	127,5	39,8	59,4	170,5	21,7
	ago.	-4,4	-3,5	237,1	109,1	47,8	74,1	195,8	226,9	123,9	39,1	57,7	167,4	20,3
	set.	7,7	5,7	247,8	120,3	48,0	74,2	207,2	229,8	124,9	40,1	58,6	170,7	20,2
	ott.	1,0	-3,6	236,3	.	.	.	192,6	222,3	.	.	.	163,2	.
	Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2024	4° trim.	-2,3	1,7	93,8	87,2	90,6	108,0	94,1	100,1	95,4	98,3	109,7	100,3	134,9
2025	1° trim.	0,6	2,1	98,0	93,3	94,4	108,3	98,7	100,7	96,2	98,3	110,8	101,1	129,1
	2° trim.	-2,7	1,2	94,1	87,3	90,6	109,0	94,4	101,0	95,5	101,5	111,3	101,5	134,9
	3° trim.	0,3	3,0	95,1	88,2	94,5	106,7	95,3	101,9	96,1	103,9	111,5	103,2	135,5
2025	apr.	-5,8	-2,5	93,6	87,2	89,5	108,1	93,8	99,6	94,8	100,0	108,5	100,2	134,4
	mag.	-0,7	0,0	95,6	89,7	91,7	109,3	96,1	100,1	94,9	99,4	110,3	100,1	135,9
	giu.	-1,4	6,4	93,2	85,1	90,7	109,6	93,2	103,2	96,8	105,2	115,3	104,3	134,3
	lug.	0,0	3,8	94,8	86,5	96,4	107,9	94,9	102,1	96,6	103,7	111,5	103,1	136,4
	ago.	-5,7	-1,4	93,8	86,2	94,5	106,3	93,7	101,5	95,8	103,9	110,5	103,0	135,1
	set.	6,0	6,2	96,7	91,8	92,6	105,9	97,4	102,1	95,8	104,1	112,4	103,6	135,1

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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



## 3 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
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
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 4° trim.	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,9	0,2	-0,6	0,7	2,0	4,3
2025 1° trim.	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7
2° trim.	128,9	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,5	1,3	0,1	-4,1	1,0	1,9	3,0
3° trim.	129,3	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,7	1,3	0,3	0,3	0,7	2,0	2,8
2025	giu.	129,1	2,0	2,3	0,9	3,3	0,2	0,1	0,5	0,0	0,2	1,9	2,8
	lug.	129,1	2,0	2,3	1,1	3,2	0,3	0,2	0,9	0,2	1,0	1,9	2,9
	ago.	129,3	2,0	2,3	1,1	3,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,7	2,0	2,7
	set.	129,4	2,2	2,4	1,4	3,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,1	2,2	2,7
	ott.	129,7	2,1	2,4	1,0	3,4	0,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	2,1	2,4
	nov.	129,3	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,1	0,0	0,9	2,1	2,4

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Totale	Di locazione				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
in perc. del totale nel 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
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
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0
2024 4° trim.	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0
2025 1° trim.	2,6	2,6	2,9	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,9	4,2	4,1
2° trim.	3,1	2,7	4,6	-0,5	0,6	-3,2	3,3	3,0	4,4	-2,1	3,8	3,9
3° trim.	3,2	2,6	5,2	0,1	0,8	-1,6	3,2	2,9	3,7	-1,2	3,2	3,8
2025 giu.	3,1	2,6	4,6	-0,3	0,5	-2,6	3,3	3,0	4,0	-1,9	3,5	3,7
lug.	3,3	2,7	5,4	-0,1	0,8	-2,4	3,2	2,9	4,1	-1,9	3,0	3,9
ago.	3,2	2,6	5,5	0,0	0,8	-2,0	3,2	2,9	3,6	-1,7	3,1	3,8
set.	3,0	2,6	4,7	0,5	0,8	-0,4	3,2	2,9	3,3	-0,1	3,4	3,7
ott.	2,5	2,3	3,2	0,2	0,6	-0,9	3,2	2,9	3,9	0,6	3,4	3,7
nov.	2,4	2,2	3,2	0,3	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,4	0,1	3,9	3,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifattu- raria	Totale	Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non ali- mentari					
	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			
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,3	0,4
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,3	2,2	2,0	-4,5
2024 4° trim.	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,4	1,2	-6,0	1,0	4,1	-1,3
2025 1° trim.	127,7	2,3	0,7	1,3	0,7	1,7	2,1	1,5	1,6	5,0	1,0	5,3	.
2° trim.	123,5	0,5	-0,1	1,0	0,2	1,7	2,2	1,9	1,4	-0,7	0,9	5,1	.
3° trim.	124,1	-0,2	0,4	1,0	-0,2	1,8	2,3	1,8	1,5	-2,5	1,5	.	.
2025 mag.	122,9	0,3	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,2	2,0	1,4	-1,5	-	-	-
giu.	124,0	0,6	0,1	0,9	-0,1	1,7	2,4	1,8	1,5	0,0	-	-	-
lug.	124,5	0,2	0,1	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,8	1,6	-1,0	-	-	-
ago.	124,0	-0,6	0,3	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,9	1,4	-4,1	-	-	-
set.	123,9	-0,2	0,8	0,9	-0,1	1,8	2,3	1,7	1,5	-2,4	-	-	-
ott.	124,0	-0,5	0,5	0,9	0,1	1,7	1,9	1,1	1,5	-3,9	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi del prodotto 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 (prezzo a pronti del Brent, in dollari statuni- tensi)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Espor- tazioni <sup>1)</sup>	Impor- tazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimen- tari	Totale	Alimentari	Non alimentari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
in perc. del totale										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2022	107,4	5,2	7,1	6,8	4,4	8,1	12,9	17,6	103,8	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9
2023	113,9	6,1	4,8	6,3	3,7	4,1	0,7	-2,2	83,7	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	117,3	3,0	2,4	2,3	2,9	1,9	0,9	-0,4	82,0	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5
2024 4° trim.	118,4	2,4	1,8	1,7	2,3	1,9	1,8	0,4	75,8	17,7	23,5	11,8	17,8	21,9	12,8
2025 1° trim.	119,0	2,2	2,1	2,0	2,7	1,7	2,2	2,0	76,7	20,0	28,2	11,4	19,2	24,8	12,2
2° trim.	119,7	2,4	2,1	1,9	2,7	2,1	0,5	-0,3	68,9	-2,0	1,9	-6,2	-2,3	0,6	-6,0
3° trim.	120,4	2,4	2,2	2,1	2,6	1,8	0,2	-0,5	69,9	-0,7	-0,2	-1,1	-1,8	-1,8	-1,9
2025 giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,9	-3,3	-1,0	-5,7	-3,3	-1,2	-6,0
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,2	-3,2	-3,8	-2,5	-3,3	-3,5	-3,1
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,1	1,2	2,4	-0,1	-0,4	-0,1	-0,8
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	0,1	0,8	-0,6	-1,7	-1,8	-1,6
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-2,1	-3,4	-0,8	-3,8	-5,3	-2,0
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-5,0	-8,8	-0,6	-6,4	-9,7	-2,1

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e LSEG (London Stock Exchange Group) (col. 9).

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

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

### 3 Prezzi e costi

#### 3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni	
	1	2	3	4	5
1999-2021	29,8	22,6	9,5	17,5	28,6
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6
2023	9,1	28,8	19,6	14,8	74,5
2024	6,0	14,5	15,2	4,5	55,1
2024 4° trim.	7,4	13,8	14,9	4,8	48,8
2025 1° trim.	10,1	16,7	14,7	4,6	50,3
2° trim.	8,2	16,2	14,0	3,2	49,3
3° trim.	7,8	16,8	13,7	2,8	47,7
2025 giu.	6,0	16,3	13,4	2,1	49,1
lug.	9,1	16,8	13,8	3,2	49,0
ago.	7,0	16,8	14,8	0,9	47,1
set.	7,3	16,9	12,6	4,4	47,1
ott.	7,8	16,2	12,2	6,6	48,0
nov.	9,9	18,4	13,3	7,9	47,5

Fonte: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea.

#### 3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,6	4,5	3,7	6,9	5,0	3,4	3,0
2023	110,4	4,6	4,5	4,8	4,9	4,0	4,4
2024	115,6	4,7	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2024 4° trim.	122,5	3,7	4,1	2,6	4,0	3,2	4,1
2025 1° trim.	112,3	3,7	3,6	3,9	4,2	2,6	2,5
2° trim.	124,2	3,9	3,8	4,3	4,4	3,0	4,0
3° trim.	115,5	3,3	3,0	4,0	3,3	3,1	1,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2020 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2022	102,8	3,2	4,2	4,5	8,4	0,7	2,1	5,4	6,0	3,7	2,1	-6,7
2023	109,4	6,4	6,4	8,3	4,6	7,7	2,4	9,7	3,3	5,5	5,1	3,4
2024	114,3	4,5	3,3	5,4	5,9	4,5	3,0	3,5	1,1	3,6	4,7	3,9
2024 4° trim.	115,4	3,5	2,1	4,6	5,7	4,3	3,0	1,7	1,5	3,7	3,7	2,7
2025 1° trim.	116,1	3,0	1,9	0,0	5,1	3,9	1,5	4,5	4,2	3,8	4,0	3,2
2° trim.	117,3	3,1	1,8	0,4	5,6	3,3	0,6	5,8	5,8	4,6	3,9	4,1
3° trim.	118,3	3,2	1,7	1,3	4,4	3,1	1,1	4,2	6,0	3,7	3,9	5,7
Redditi per occupato												
2022	109,0	4,5	4,5	3,9	4,2	6,1	2,8	3,0	4,8	5,7	3,4	8,3
2023	114,8	5,3	4,7	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3
2024	119,9	4,5	3,7	4,3	4,2	4,4	4,0	3,7	3,4	4,8	4,7	4,8
2024 4° trim.	121,6	4,1	4,8	3,9	4,0	4,2	4,3	2,2	2,8	4,5	4,1	4,4
2025 1° trim.	122,8	3,9	4,5	3,2	3,9	4,2	3,9	2,9	2,0	4,3	4,3	3,5
2° trim.	124,1	4,0	4,9	3,6	4,6	3,5	3,7	4,3	3,1	4,3	4,1	4,8
3° trim.	125,3	4,0	5,0	3,8	3,6	3,9	4,3	3,8	4,1	3,7	4,2	4,7
Produttività del lavoro per occupato												
2022	106,1	1,2	0,2	-0,5	-3,9	5,4	0,7	-2,2	-1,1	2,0	1,3	16,0
2023	104,9	-1,1	-1,6	-2,5	0,2	-2,1	2,5	-3,4	0,1	0,3	-0,3	1,8
2024	104,9	0,0	0,4	-1,0	-1,6	-0,1	0,9	0,2	2,2	1,1	0,0	0,9
2024 4° trim.	105,3	0,6	2,6	-0,6	-1,6	-0,1	1,3	0,4	1,2	0,8	0,4	1,7
2025 1° trim.	105,7	0,9	2,5	3,2	-1,1	0,3	2,3	-1,6	-2,0	0,5	0,3	0,3
2° trim.	105,7	0,8	3,0	3,2	-0,9	0,2	3,1	-1,4	-2,5	-0,3	0,2	0,7
3° trim.	105,8	0,7	3,3	2,5	-0,8	0,7	3,2	-0,4	-1,8	0,0	0,3	-0,9
Redditi per ora lavorata												
2022	103,4	3,2	5,8	3,9	4,0	1,7	2,5	3,6	3,3	4,4	3,8	4,9
2023	108,5	4,9	4,1	5,4	4,7	5,1	5,1	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5
2024	113,1	4,2	3,7	4,4	4,2	4,3	3,7	3,7	2,8	4,0	4,4	4,5
2024 4° trim.	114,2	3,7	3,7	4,0	3,9	3,8	4,0	2,8	2,7	3,7	3,5	4,0
2025 1° trim.	115,7	4,1	4,7	3,8	4,1	4,3	3,8	3,4	2,5	4,5	4,5	2,9
2° trim.	116,9	4,2	4,7	4,1	4,1	3,6	3,9	4,6	4,1	4,7	4,6	4,1
3° trim.	117,8	3,8	6,0	3,6	3,4	3,3	4,8	4,0	4,2	3,6	4,1	4,0
Produttività per ora lavorata												
2022	100,1	-0,1	0,5	-0,6	-4,6	1,2	0,3	-1,6	-3,2	1,2	1,7	11,9
2023	98,9	-1,3	-1,3	-2,7	0,4	-2,1	2,5	-3,4	0,5	0,0	-0,8	1,1
2024	98,7	-0,2	0,0	-1,0	-1,7	-0,1	0,7	0,3	1,6	0,6	-0,3	0,5
2024 4° trim.	98,7	0,3	1,9	-0,5	-1,7	-0,1	1,0	1,3	-0,3	0,2	-0,1	0,8
2025 1° trim.	99,5	1,2	3,5	3,8	-0,9	0,8	2,3	-1,1	-1,4	0,8	0,4	-0,4
2° trim.	99,5	1,2	3,7	3,8	-1,1	0,7	3,4	-1,2	-1,7	0,1	0,6	-0,1
3° trim.	99,4	0,6	4,1	2,3	-0,8	0,5	3,5	-0,3	-2,9	-0,3	0,1	-1,8

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
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025 giu.	2,01	1,93	1,98	2,05	2,08	4,32	0,48
lug.	1,92	1,89	1,99	2,06	2,08	4,34	0,48
ago.	1,92	1,89	2,02	2,08	2,11	4,34	0,48
set.	1,92	1,90	2,03	2,10	2,17	4,30	0,48
ott.	1,93	1,91	2,03	2,11	2,19	4,20	0,48
nov.	1,93	1,91	2,04	2,13	2,22	3,97	0,48

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	Giappone	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
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	0,41	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025 giu.	1,86	1,82	1,84	2,16	2,68	0,86	0,32	0,82	1,80	1,96	2,76	3,48
lug.	1,90	1,89	1,94	2,25	2,76	0,87	0,33	0,87	1,91	2,08	2,83	3,58
ago.	1,94	1,90	1,92	2,22	2,79	0,89	0,45	0,88	1,89	2,03	2,83	3,72
set.	1,94	1,94	1,99	2,27	2,78	0,83	0,58	0,82	1,97	2,12	2,82	3,63
ott.	1,90	1,90	1,95	2,23	2,72	0,82	0,45	0,89	1,93	2,08	2,76	3,56
nov.	1,95	1,96	2,01	2,28	2,77	0,81	0,47	1,02	1,99	2,13	2,80	3,64

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da Euro MTS Ltd e rating forniti da Fitch Ratings.

### 4.3 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice in punti percentuali; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2025 giu.	561,8	5.325,1	972,2	257,8	162,5	134,4	317,4	1.161,2	1.110,0	457,0	367,1	801,4	6.030,0	38.458,3
lug.	566,7	5.351,7	958,0	261,1	157,2	137,2	324,3	1.192,4	1.098,2	454,6	358,5	805,9	6.296,5	40.173,0
ago.	571,9	5.373,8	964,5	254,6	152,4	139,4	348,1	1.188,0	1.048,5	452,3	357,4	835,5	6.408,9	42.299,9
set.	572,8	5.408,0	947,6	257,8	148,6	138,8	344,7	1.198,6	1.083,0	445,8	350,4	840,5	6.584,0	44.218,5
ott.	594,4	5.641,1	940,9	266,6	150,6	143,2	345,2	1.246,9	1.194,5	478,4	354,1	905,0	6.735,7	48.521,1
nov.	593,5	5.634,1	927,2	266,6	152,1	150,5	353,1	1.210,9	1.153,6	499,4	340,0	913,0	6.740,9	50.111,1

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	Credito da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni					
		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>	Indicatore composto del costo del finanziamento
				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 fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2024	nov.	0,35	1,76	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
	dic.	0,35	1,76	2,45	2,51	7,91	16,84	6,76	7,48	8,26	4,36	4,15	3,57	3,36	3,09	3,64	3,39
2025	gen.	0,34	1,75	2,33	2,41	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,42	4,06	3,49	2,88	2,97	3,34	3,25
	feb.	0,32	1,55	2,20	2,35	7,75	16,69	6,79	7,66	8,38	4,45	4,00	3,52	3,37	3,09	3,61	3,33
	mar.	0,31	1,52	2,09	2,23	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,50	3,36	3,10	3,57	3,32
	apr.	0,29	1,50	1,96	2,28	7,53	16,58	6,95	7,59	8,31	4,29	3,85	3,48	3,32	3,04	3,52	3,27
	mag.	0,29	1,45	1,85	2,21	7,48	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30
	giu.	0,27	1,44	1,78	2,19	7,41	16,48	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30
	lug.	0,25	1,43	1,74	2,19	7,28	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28
	ago.	0,25	1,22	1,72	2,16	7,27	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31
	set.	0,25	1,21	1,76	2,14	7,35	16,42	6,74	7,46	8,18	4,14	3,53	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
	ott.	0,25	1,21	1,78	2,17	7,38	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31

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 compo- sito del costo del finanzia- mento
	A vista	Con durata prestabilita:			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
		1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2024 nov.	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52
dic.	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,78	5,08	4,47	4,13	3,76	4,31	4,06	3,63	4,36
2025 gen.	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,18	3,87	3,65	4,25
feb.	0,72	2,50	2,73	4,33	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,69	3,98	3,75	3,58	4,11
mar.	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,53	4,81	3,97	3,77	3,69	3,67	3,78	3,67	3,94
apr.	0,60	2,15	2,65	4,03	3,91	4,20	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80
mag.	0,58	2,06	2,56	3,91	3,78	4,22	4,88	3,67	3,49	3,68	3,30	3,48	3,66	3,66
giu.	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,19	4,89	3,54	3,40	3,63	3,29	3,41	3,54	3,60
lug.	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52
ago.	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,45
set.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,13	3,39	3,61	3,50
ott.	0,52	1,91	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,51	3,42	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine															
2022	1.393,4	489,2	142,9	81,2	94,4	666,8	621,7	499,1	199,7	116,9	90,3	48,1	134,3	96,8	
2023	1.574,3	622,7	164,1	105,0	85,7	701,8	659,1	537,2	242,1	117,5	91,3	49,1	128,5	104,6	
2024	1.600,4	581,3	207,0	122,1	70,3	741,9	674,7	522,5	207,6	137,8	107,7	39,8	137,3	110,2	
2025	giu.	1.610,4	602,7	213,5	129,9	90,0	704,1	633,9	544,3	229,7	147,7	118,3	43,6	123,3	94,7
	lug.	1.615,3	600,4	217,6	123,7	96,6	700,6	631,3	565,6	238,7	159,1	124,4	47,3	120,6	99,8
	ago.	1.660,6	632,2	220,4	123,5	98,2	709,9	640,6	534,6	240,4	136,1	109,9	30,9	127,3	103,3
	set.	1.633,1	603,5	221,0	131,7	92,6	716,0	635,0	590,0	235,6	159,1	128,5	46,2	149,1	111,6
	ott.	1.649,4	602,4	208,9	115,6	96,7	741,4	662,5	601,1	228,0	160,2	125,6	45,6	167,2	136,5
	nov.	1.647,6	613,8	195,7	106,1	91,8	746,3	660,3	518,9	215,3	138,1	114,2	37,2	128,3	104,6
A lungo termine															
2022	17.803,3	3.909,6	3.106,2	1.394,4	1.432,8	9.354,6	8.644,3	294,5	76,9	68,3	31,7	17,1	132,3	123,0	
2023	19.423,8	4.445,9	3.239,5	1.432,1	1.548,9	10.189,5	9.450,5	322,0	93,4	68,0	31,0	21,3	139,3	130,8	
2024	20.532,1	4.768,5	3.503,2	1.523,7	1.653,1	10.607,4	9.835,6	350,9	89,1	86,0	35,0	27,0	148,8	138,1	
2025	giu.	21.134,1	4.845,5	3.573,8	1.592,8	1.713,4	11.001,3	10.216,0	470,2	114,4	142,0	84,5	40,0	173,8	163,6
	lug.	21.206,4	4.874,9	3.620,0	1.604,2	1.721,2	10.990,2	10.201,3	352,9	83,9	97,8	37,6	25,4	145,8	136,5
	ago.	21.181,2	4.870,2	3.632,3	1.618,2	1.710,9	10.967,9	10.179,7	255,1	53,8	74,9	36,5	10,2	116,3	111,9
	set.	21.301,7	4.870,0	3.644,7	1.623,1	1.733,8	11.053,1	10.264,6	422,2	94,1	114,3	43,4	44,0	169,8	161,5
	ott.	21.460,2	4.913,7	3.691,0	1.638,3	1.743,5	11.112,0	10.312,1	392,3	89,0	115,6	44,5	35,8	151,9	141,1
	nov.	21.587,3	4.944,4	3.749,3	1.670,8	1.761,6	11.132,1	10.330,1	387,5	99,0	118,1	55,3	40,8	129,6	120,4

Fonte: BCE.

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

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale					di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2022	19.196,7	4.398,8	3.249,2	1.475,5	1.527,2	10.021,5	9.266,0	8.688,0	531,1	1.286,4	6.869,9
2023	20.998,1	5.068,7	3.403,6	1.537,1	1.634,6	10.891,2	10.109,6	9.673,3	625,3	1.418,9	7.628,6
2024	22.132,5	5.349,7	3.710,2	1.645,8	1.723,4	11.349,3	10.510,3	10.151,6	755,1	1.585,6	7.810,4
2025 giu.	22.744,4	5.448,2	3.787,3	1.722,7	1.803,5	11.705,4	10.849,9	10.914,2	1.012,8	1.802,3	8.098,7
lug.	22.821,7	5.475,3	3.837,7	1.727,9	1.817,8	11.690,9	10.832,6	11.056,7	1.097,7	1.814,0	8.144,6
ago.	22.841,8	5.502,3	3.852,7	1.741,7	1.809,0	11.677,8	10.820,2	11.086,0	1.119,5	1.838,4	8.127,6
set.	22.934,8	5.473,6	3.865,7	1.754,8	1.826,4	11.769,1	10.899,6	11.312,2	1.165,1	1.870,9	8.275,7
ott.	23.109,6	5.516,1	3.899,9	1.753,9	1.840,2	11.853,4	10.974,6	11.527,1	1.164,1	1.855,4	8.507,2
nov.	23.234,9	5.558,2	3.945,0	1.777,0	1.853,4	11.878,4	10.990,4	11.503,9	1.204,0	1.857,3	8.442,1
Tasso di crescita <sup>1)</sup>											
2025 apr.	4,4	1,8	8,1	9,6	2,1	4,8	4,7	-0,1	-2,0	-0,3	0,1
mag.	4,8	3,5	8,0	8,8	3,3	4,6	4,6	-0,1	-1,7	-0,2	0,1
giu.	5,2	4,7	9,2	11,0	3,2	4,6	4,5	-0,2	-0,9	-0,7	-0,1
lug.	5,5	4,9	9,3	11,0	3,9	4,8	4,8	-0,1	-0,7	-0,4	0,0
ago.	5,5	5,4	9,5	11,5	3,4	4,6	4,6	-0,1	-0,5	-0,5	0,0
set.	5,1	3,7	9,4	11,5	3,4	4,7	4,7	0,0	0,7	-0,6	0,0
ott.	5,2	4,0	9,5	10,0	3,2	4,7	4,6	-0,1	0,6	-0,7	0,0
nov.	5,7	5,0	9,7	9,7	3,7	5,0	4,7	-0,1	0,4	-0,7	-0,1

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-18						TCE-41	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95,3	90,8	93,2	84,2	63,9	82,3	116,1	90,8
2023	98,1	94,0	97,5	88,9	67,3	85,8	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,6	89,6	67,6	86,9	124,1	95,0
2024 4° trim.	97,6	93,6	96,7	88,9	66,1	86,1	123,6	94,1
2025 1° trim.	97,1	93,3	96,1	88,4	63,6	85,4	122,9	93,5
2° trim.	100,6	96,5	100,8	92,0	65,3	88,7	127,7	96,7
3° trim.	102,3	98,1	103,3	-	-	-	130,1	98,4
2025 giu.	101,3	97,0	101,7	-	-	-	128,5	97,2
lug.	102,3	98,1	102,9	-	-	-	129,9	98,4
ago.	102,2	98,0	103,2	-	-	-	129,9	98,3
set.	102,4	98,3	103,7	-	-	-	130,5	98,7
ott.	102,1	97,8	103,6	-	-	-	129,9	98,1
nov.	102,0	97,7	103,7	-	-	-	129,7	97,8
Variazione percentuale sul mese precedente								
2025 nov.	-0,1	-0,1	0,0	-	-	-	-0,2	-0,3
Variazione percentuale sull'anno precedente								
2025 nov.	4,6	4,4	7,3	-	-	-	5,0	4,0

Fonte: BCE.

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

### 4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu rumeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	7,079	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
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 4° trim.	7,675	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2025 1° trim.	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
2° trim.	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
3° trim.	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
2025 giu.	8,270	24,804	7,460	402,078	166,523	4,266	0,850	5,0454	11,009	0,938	1,152
lug.	8,375	24,625	7,463	399,192	171,531	4,254	0,865	5,0716	11,199	0,932	1,168
ago.	8,344	24,517	7,464	396,454	171,790	4,261	0,865	5,0651	11,161	0,939	1,163
set.	8,359	24,347	7,464	391,630	173,549	4,259	0,869	5,0740	11,000	0,935	1,173
ott.	8,281	24,315	7,468	389,912	176,153	4,249	0,872	5,0872	10,970	0,929	1,163
nov.	8,215	24,234	7,468	384,201	179,316	4,238	0,880	5,0867	10,991	0,929	1,156
Variazione percentuale sul mese precedente											
2025 nov.	-0,8	-0,3	0,0	-1,5	1,8	-0,3	1,0	0,0	0,2	0,0	-0,6
Variazione percentuale sull'anno precedente											
2025 nov.	7,2	-4,2	0,1	-6,1	9,9	-2,2	5,5	2,2	-5,1	-0,7	8,7

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
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2024 3° trim.	34.799,4	33.379,6	1.419,8	12.322,2	9.633,2	13.983,3	15.946,6	8,2	7.165,9	7.799,8	1.319,7	16.660,7
4° trim.	36.033,2	34.180,5	1.852,7	12.734,9	9.946,1	14.749,7	16.509,1	-2,1	7.155,8	7.725,4	1.394,8	16.712,7
2025 1° trim.	36.245,3	34.558,7	1.686,6	12.701,6	9.910,1	14.448,6	16.539,6	36,6	7.547,4	8.109,0	1.511,0	16.994,8
2° trim.	35.846,4	34.411,9	1.434,5	12.383,7	9.659,4	14.516,3	16.720,0	19,3	7.465,1	8.032,5	1.462,1	16.900,6
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2025 2° trim.	231,1	221,9	9,2	79,8	62,3	93,6	107,8	0,1	48,1	51,8	9,4	109,0
Transazioni												
2024 4° trim.	68,2	-23,1	91,3	56,8	55,1	239,9	178,9	9,7	-242,0	-257,2	3,7	-
2025 1° trim.	811,7	714,1	97,6	138,2	45,9	213,8	202,1	-8,3	468,8	466,1	-0,8	-
2° trim.	284,5	192,0	92,5	-66,0	-76,7	200,3	168,5	-2,4	143,8	100,2	8,8	-
3° trim.	260,1	221,2	39,0	32,4	51,9	214,0	179,9	1,9	5,8	-10,6	5,9	-
2025 apr.	98,8	79,2	19,5	6,5	15,7	28,4	-36,5	-13,2	72,0	100,0	5,1	-
mag.	67,5	31,5	36,1	-34,8	-54,7	59,8	76,2	11,1	29,1	10,0	2,3	-
giu.	118,2	81,3	36,9	-37,7	-37,7	112,1	128,8	-0,3	42,7	-9,8	1,4	-
lug.	23,5	20,3	3,1	28,9	23,4	51,0	55,5	-2,9	-53,6	-58,5	0,1	-
ago.	133,4	149,9	-16,5	-2,7	18,4	55,9	58,8	6,6	72,5	72,7	1,2	-
set.	103,3	50,9	52,4	6,2	10,2	107,2	65,7	-1,7	-13,0	-24,9	4,6	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2025 set.	1.424,5	1.424,5	320,4	161,4	76,2	868,1	729,4	0,9	376,5	298,5	17,6	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2025 set.	9,1	7,1	2,0	1,0	0,5	5,5	4,7	0,0	2,4	1,9	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					
	M1			M2-M1			Totale					
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2022	1.537,9	9.767,0	11.304,9	1.365,2	2.568,2	3.933,5	15.238,4	122,3	647,0	51,9	821,2	16.059,6
2023	1.534,0	8.821,3	10.355,2	2.295,2	2.462,7	4.757,9	15.113,1	183,5	740,3	72,8	996,6	16.109,7
2024	1.554,5	9.049,1	10.603,6	2.530,8	2.469,9	5.000,7	15.604,3	253,8	880,6	37,8	1.172,2	16.776,5
2024 4° trim.	1.554,5	9.049,1	10.603,6	2.530,8	2.469,9	5.000,7	15.604,3	253,8	880,6	37,8	1.172,2	16.776,5
2025 1° trim.	1.558,2	9.125,3	10.683,6	2.485,3	2.491,1	4.976,3	15.659,9	241,9	894,8	43,6	1.180,3	16.840,2
2° trim.	1.563,9	9.245,4	10.809,3	2.404,1	2.512,6	4.916,7	15.726,0	257,5	920,6	26,6	1.204,7	16.930,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.574,9	9.321,2	10.896,1	2.354,6	2.538,5	4.893,2	15.789,3	258,6	927,6	7,3	1.193,5	16.982,8
2025 mag.	1.561,3	9.211,0	10.772,3	2.448,2	2.504,1	4.952,3	15.724,5	247,4	910,1	35,2	1.192,7	16.917,2
giu.	1.563,9	9.245,4	10.809,3	2.404,1	2.512,6	4.916,7	15.726,0	257,5	920,6	26,6	1.204,7	16.930,7
lug.	1.567,0	9.247,0	10.814,0	2.405,7	2.519,4	4.925,1	15.739,0	242,8	918,0	24,9	1.185,7	16.924,7
ago.	1.570,5	9.270,9	10.841,5	2.388,8	2.526,0	4.914,8	15.756,3	240,6	914,8	16,1	1.171,5	16.927,8
set.	1.574,9	9.321,2	10.896,1	2.354,6	2.538,5	4.893,2	15.789,3	258,6	927,6	7,3	1.193,5	16.982,8
ott. <sup>(p)</sup>	1.579,2	9.415,7	10.994,9	2.363,7	2.543,1	4.906,8	15.901,7	247,7	911,3	25,1	1.184,2	17.085,8
Transazioni												
2022	68,8	-58,0	10,8	430,2	58,0	488,2	499,0	3,4	3,7	78,4	85,5	584,5
2023	-5,3	-966,3	-971,6	923,3	-100,1	823,2	-148,4	39,8	93,6	23,3	156,7	8,3
2024	21,2	181,3	202,5	202,2	9,8	212,0	414,4	75,6	129,8	-34,7	170,7	585,1
2024 4° trim.	12,1	170,7	182,8	-55,9	47,7	-8,2	174,6	17,4	21,5	-12,9	26,0	200,6
2025 1° trim.	3,7	95,0	98,7	-40,2	14,2	-26,0	72,7	-10,5	11,0	8,7	9,3	82,0
2° trim.	5,7	142,9	148,6	-71,0	21,1	-49,8	98,8	18,3	23,5	-16,9	25,0	123,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	11,0	79,4	90,4	-49,1	25,9	-23,2	67,2	1,4	4,4	-16,8	-11,1	56,2
2025 mag.	1,1	32,0	33,1	-9,8	7,8	-2,0	31,0	-8,3	10,3	-4,3	-2,3	28,8
giu.	2,6	43,7	46,3	-39,8	8,6	-31,2	15,2	11,4	9,8	-9,1	12,0	27,2
lug.	3,0	-2,2	0,9	-0,9	6,7	5,8	6,7	-15,5	-3,5	-0,8	-19,7	-13,1
ago.	3,6	29,2	32,7	-14,6	6,7	-8,0	24,8	-1,4	-4,1	-7,8	-13,4	11,4
set.	4,4	52,4	56,8	-33,6	12,6	-21,0	35,8	18,3	11,9	-8,2	22,0	57,8
ott. <sup>(p)</sup>	4,3	58,8	63,1	-10,5	4,5	-6,0	57,1	-17,4	-17,1	17,9	-16,6	40,5
Variazioni percentuali												
2022	4,7	-0,6	0,1	46,8	2,3	14,2	3,4	2,8	0,6	479,5	11,5	3,8
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-3,9	20,9	-1,0	32,6	14,5	42,7	19,1	0,1
2024	1,4	2,0	1,9	8,8	0,4	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,1	17,2	3,6
2024 4° trim.	1,4	2,0	1,9	8,8	0,4	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,1	17,2	3,6
2025 1° trim.	1,7	4,4	4,0	0,7	2,3	1,5	3,2	25,7	11,7	-40,5	10,7	3,7
2° trim.	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,2	11,1	3,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8
2025 mag.	1,9	5,5	5,0	-2,6	3,1	0,2	3,4	21,4	13,5	-45,8	11,3	3,9
giu.	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,2	11,1	3,5
lug.	1,9	5,6	5,1	-5,4	3,7	-0,9	3,1	8,6	9,9	-54,2	6,4	3,3
ago.	2,0	5,6	5,0	-6,3	3,9	-1,3	3,0	-0,1	7,7	-65,1	2,7	2,9
set.	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8
ott. <sup>(p)</sup>	2,1	5,7	5,2	-7,9	4,5	-1,8	2,9	0,5	5,4	-46,1	1,9	2,8

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
Consistenze													
2022	3.351,7	2.712,3	498,7	134,5	6,2	8.371,0	5.536,9	437,3	2.396,0	0,8	1.304,5	230,5	565,2
2023	3.317,0	2.403,6	770,8	131,0	11,6	8.417,7	5.105,9	1.014,6	2.295,9	1,3	1.258,6	227,0	542,4
2024	3.415,8	2.479,2	792,1	133,4	11,1	8.748,8	5.189,3	1.255,4	2.302,7	1,3	1.358,8	231,9	548,3
2024 4° trim.	3.415,8	2.479,2	792,1	133,4	11,1	8.748,8	5.189,3	1.255,4	2.302,7	1,3	1.358,8	231,9	548,3
2025 1° trim.	3.415,8	2.479,9	786,2	139,1	10,6	8.798,5	5.255,9	1.224,6	2.316,8	1,1	1.361,3	228,7	539,4
2° trim.	3.439,3	2.506,4	779,7	143,9	9,3	8.842,8	5.333,2	1.175,2	2.333,3	1,1	1.360,0	233,3	544,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	3.469,1	2.538,4	778,9	145,8	6,0	8.900,8	5.402,8	1.139,1	2.357,8	1,1	1.336,6	229,2	537,3
2025 mag.	3.451,7	2.499,1	801,1	142,0	9,5	8.836,0	5.312,9	1.194,3	2.327,7	1,1	1.350,0	230,8	542,3
giu.	3.439,3	2.506,4	779,7	143,9	9,3	8.842,8	5.333,2	1.175,2	2.333,3	1,1	1.360,0	233,3	544,3
lug.	3.456,0	2.516,8	784,9	144,5	9,8	8.870,4	5.356,0	1.173,4	2.340,0	1,0	1.317,1	223,6	547,8
ago.	3.464,4	2.525,2	784,9	145,0	9,3	8.881,0	5.373,5	1.160,5	2.346,0	1,1	1.309,7	226,5	544,8
set.	3.469,1	2.538,4	778,9	145,8	6,0	8.900,8	5.402,8	1.139,1	2.357,8	1,1	1.336,6	229,2	537,3
ott. <sup>(p)</sup>	3.476,4	2.556,2	763,6	148,0	8,6	8.920,0	5.418,7	1.139,5	2.360,8	1,0	1.403,4	223,7	546,7
Transazioni													
2022	115,7	-96,1	207,4	5,9	-1,5	295,4	164,0	74,8	56,5	0,1	6,8	5,0	10,7
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	18,4	-459,0	571,9	-95,1	0,5	-51,0	-2,1	-29,6
2024	89,4	69,7	16,5	3,0	0,2	293,7	49,3	235,9	8,4	0,1	78,7	3,9	3,2
2024 4° trim.	27,3	59,7	-38,9	7,0	-0,5	120,2	84,5	-4,8	40,1	0,3	34,6	0,5	-2,6
2025 1° trim.	7,7	6,3	-3,9	5,5	-0,2	51,0	74,0	-30,1	7,4	-0,3	11,4	-2,3	-9,2
2° trim.	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	48,9	80,5	-47,5	15,9	0,0	15,8	5,9	4,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	34,5	32,6	-0,6	2,0	0,4	58,7	70,1	-35,8	24,5	0,0	-24,4	-4,0	-7,2
2025 mag.	19,0	12,0	7,6	1,5	-2,0	23,4	29,8	-12,7	6,2	0,1	-14,1	-9,6	2,9
giu.	-6,1	11,4	-19,4	1,9	0,0	8,5	21,2	-18,3	5,6	0,0	16,5	3,1	2,0
lug.	13,2	8,2	4,0	0,6	0,4	26,8	22,4	-2,2	6,7	-0,1	-45,4	-10,0	3,5
ago.	11,3	10,3	0,9	0,5	-0,4	11,7	18,1	-12,5	6,0	0,1	-3,5	3,2	-3,0
set.	9,9	14,0	-5,5	0,8	0,5	20,2	29,6	-21,2	11,8	0,0	24,5	2,8	-7,7
ott. <sup>(p)</sup>	6,7	17,3	-15,4	2,2	2,6	18,6	15,6	0,1	3,0	-0,1	6,7	-5,5	9,0
Variazioni percentuali													
2022	3,6	-3,4	70,4	4,6	-17,5	3,7	3,0	20,7	2,4	18,1	0,8	2,2	1,9
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,2	129,4	-4,0	64,0	-3,8	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,3	2,0	3,5	1,0	23,2	0,4	3,7	6,1	1,7	0,6
2024 4° trim.	2,7	2,9	2,2	2,3	2,0	3,5	1,0	23,2	0,4	3,7	6,1	1,7	0,6
2025 1° trim.	2,4	4,2	-3,9	9,5	-2,8	3,6	3,5	7,5	1,9	6,0	9,9	2,6	-0,5
2° trim.	1,8	4,3	-6,8	13,1	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,9	7,2	2,1
3° trim. <sup>(p)</sup>	3,1	5,5	-5,5	15,2	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,8	0,0	-2,6
2025 mag.	2,6	4,7	-4,8	12,0	7,3	3,6	4,7	0,4	2,6	4,5	9,3	7,0	2,1
giu.	1,8	4,3	-6,8	13,1	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,9	7,2	2,1
lug.	2,7	5,0	-5,5	13,8	5,1	3,4	5,4	-4,6	3,1	0,7	5,4	3,7	1,1
ago.	2,8	5,2	-5,8	14,4	-2,3	3,4	5,6	-5,6	3,3	5,7	1,7	4,1	0,3
set.	3,1	5,5	-5,5	15,2	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,8	0,0	-2,6
ott. <sup>(p)</sup>	3,5	5,7	-5,1	15,4	13,6	3,0	5,8	-9,8	3,9	3,0	3,1	0,8	-0,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro <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								Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito			
					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				
											Prestiti corretti <sup>2)</sup>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze													
2022	6.345,2	999,3	5.320,8	15.400,9	13.000,1	13.171,5	5.135,0	6.632,1	1.086,9	146,1	1.565,4	835,5	
2023	6.297,5	988,8	5.283,4	15.501,0	13.044,9	13.250,5	5.130,8	6.649,1	1.127,7	137,3	1.559,1	897,0	
2024	6.249,8	986,9	5.237,1	15.788,9	13.257,4	13.501,4	5.189,1	6.678,6	1.251,3	138,5	1.580,0	951,5	
2024 4° trim.	6.249,8	986,9	5.237,1	15.788,9	13.257,4	13.501,4	5.189,1	6.678,6	1.251,3	138,5	1.580,0	951,5	
2025 1° trim.	6.267,5	996,6	5.245,0	15.868,4	13.333,5	13.588,9	5.203,4	6.722,3	1.271,1	136,6	1.562,1	972,8	
2° trim.	6.274,4	1.007,8	5.240,5	15.956,2	13.409,7	13.679,3	5.213,5	6.767,1	1.285,1	144,0	1.571,4	975,1	
3° trim.	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.021,5	13.447,3	13.720,1	5.244,9	6.808,9	1.257,9	135,6	1.567,1	1.007,1	
2025 mag.	6.296,1	1.007,8	5.262,2	15.909,6	13.376,9	13.633,2	5.207,4	6.755,9	1.275,9	137,7	1.563,8	968,9	
giu.	6.274,4	1.007,8	5.240,5	15.956,2	13.409,7	13.679,3	5.213,5	6.767,1	1.285,1	144,0	1.571,4	975,1	
lug.	6.285,9	1.012,5	5.247,3	15.980,9	13.420,6	13.687,6	5.222,2	6.779,9	1.281,3	137,1	1.571,1	989,3	
ago.	6.264,1	1.013,8	5.224,2	15.997,4	13.422,1	13.698,1	5.237,5	6.794,4	1.253,9	136,3	1.575,0	1.000,2	
set.	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.021,5	13.447,3	13.720,1	5.244,9	6.808,9	1.257,9	135,6	1.567,1	1.007,1	
ott.	6.310,6	1.025,3	5.259,2	16.106,3	13.510,9	13.781,9	5.256,9	6.817,8	1.302,2	134,1	1.572,7	1.022,7	
Transazioni													
2022	177,0	8,7	166,9	635,2	623,6	680,1	268,4	241,7	126,9	-13,4	18,0	-6,4	
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9	
2024	-64,4	-1,2	-63,6	287,6	228,8	273,6	76,1	45,2	106,5	1,0	11,6	47,1	
2024 4° trim.	-5,5	8,1	-13,7	151,2	115,9	115,2	53,5	26,9	30,3	5,2	12,7	22,6	
2025 1° trim.	38,8	9,3	29,5	102,1	98,4	109,4	27,6	48,5	24,3	-1,9	-14,9	18,5	
2° trim.	-17,0	11,1	-28,2	104,9	95,5	106,6	25,0	45,8	16,8	7,8	10,4	-0,9	
3° trim.	19,0	8,3	10,6	67,6	47,0	49,6	35,9	45,0	-25,5	-8,4	-6,4	26,9	
2025 mag.	-13,3	8,3	-21,7	18,0	14,7	13,3	1,1	14,3	-2,1	1,5	-1,4	4,6	
giu.	-18,1	0,3	-18,2	57,1	41,0	52,3	12,7	14,1	7,8	6,5	8,9	7,2	
lug.	16,1	4,6	11,4	19,7	8,2	6,0	7,8	13,6	-6,1	-7,0	-1,6	13,1	
ago.	-15,7	1,3	-17,0	21,3	7,8	15,6	15,6	15,6	-22,6	-0,7	3,3	10,1	
set.	18,7	2,4	16,3	26,5	30,9	28,1	12,5	15,9	3,3	-0,7	-8,1	3,7	
ott.	9,5	8,1	1,3	73,7	56,3	60,8	12,1	9,8	35,9	-1,5	4,9	12,5	
Variazioni percentuali													
2022	2,7	0,9	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-8,4	1,2	-0,7	
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3	
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2	
2024 4° trim.	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2	
2025 1° trim.	0,5	1,8	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,5	9,0	-0,7	-0,9	4,9	
2° trim.	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,7	11,1	0,8	4,7	
3° trim.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,2	
2025 mag.	0,6	3,3	0,1	2,5	2,6	2,8	2,4	1,9	7,6	5,6	0,4	3,7	
giu.	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,7	11,1	0,8	4,7	
lug.	0,6	3,6	0,0	2,7	2,6	2,8	2,5	2,3	4,8	3,5	1,3	5,8	
ago.	0,1	3,4	-0,5	2,7	2,6	2,8	2,7	2,4	3,3	1,9	1,0	7,1	
set.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,2	
ott.	0,7	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,5	-1,1	-0,2	8,0	

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.4 Prestiti delle 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
	Prestiti corretti <sup>4)</sup>					Prestiti corretti <sup>4)</sup>				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2022	5.135,0	5.127,1	969,3	1.076,1	3.089,6	6.632,1	6.833,2	714,7	5.214,3	703,1
2023	5.130,8	5.139,1	915,6	1.089,6	3.125,7	6.649,1	6.867,3	731,1	5.229,1	688,9
2024	5.189,1	5.204,0	930,7	1.097,7	3.160,6	6.678,6	6.929,5	744,8	5.255,6	678,2
2024 4° trim.	5.189,1	5.204,0	930,7	1.097,7	3.160,6	6.678,6	6.929,5	744,8	5.255,6	678,2
2025 1° trim.	5.203,4	5.224,3	926,5	1.112,4	3.164,5	6.722,3	6.971,9	750,4	5.294,0	678,0
2° trim.	5.213,5	5.250,2	929,3	1.114,8	3.169,4	6.767,1	7.016,7	757,7	5.333,4	676,1
3° trim.	5.244,9	5.283,1	927,5	1.127,0	3.190,4	6.808,9	7.061,0	767,3	5.369,2	672,4
2025 mag.	5.207,4	5.230,9	926,1	1.108,7	3.172,6	6.755,9	7.002,0	754,0	5.324,6	677,3
giu.	5.213,5	5.250,2	929,3	1.114,8	3.169,4	6.767,1	7.016,7	757,7	5.333,4	676,1
lug.	5.222,2	5.257,0	925,6	1.120,8	3.175,8	6.779,9	7.030,4	760,3	5.345,9	673,8
ago.	5.237,5	5.274,5	929,5	1.123,2	3.184,7	6.794,4	7.045,5	764,1	5.357,1	673,2
set.	5.244,9	5.283,1	927,5	1.127,0	3.190,4	6.808,9	7.061,0	767,3	5.369,2	672,4
ott.	5.256,9	5.288,2	934,9	1.126,2	3.195,7	6.817,8	7.073,8	771,1	5.373,8	672,9
Transazioni										
2022	268,4	308,0	77,5	77,5	113,4	241,7	250,2	23,0	218,3	0,4
2023	-6,5	24,4	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,9	19,1	10,3	-20,9
2024	76,1	88,0	21,8	14,5	39,8	45,2	77,1	26,6	28,3	-9,7
2024 4° trim.	53,5	45,4	21,0	9,1	23,3	26,9	36,7	10,1	16,0	0,8
2025 1° trim.	27,6	31,7	-2,4	19,6	10,4	48,5	48,7	8,8	39,8	0,0
2° trim.	25,0	36,6	8,8	8,0	8,2	45,8	47,4	6,9	37,7	1,1
3° trim.	35,9	36,5	0,0	13,1	22,8	45,0	47,6	11,2	36,3	-2,5
2025 mag.	1,1	2,1	-2,4	1,0	2,4	14,3	14,3	1,2	13,3	-0,2
giu.	12,7	23,4	5,9	7,9	-1,1	14,1	18,0	2,8	9,9	1,5
lug.	7,8	6,4	-4,2	5,1	6,9	13,6	14,3	3,1	12,5	-2,0
ago.	15,6	16,9	2,7	3,8	9,1	15,6	16,0	4,2	11,5	-0,1
set.	12,5	13,2	1,6	4,2	6,8	15,9	17,3	3,8	12,3	-0,3
ott.	12,1	5,1	7,2	-2,3	7,2	9,8	19,9	4,3	4,6	0,8
Variazioni percentuali										
2022	5,5	6,3	8,7	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	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2024 4° trim.	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025 1° trim.	2,2	2,4	4,7	3,3	1,1	1,5	1,7	3,7	1,4	-0,7
2° trim.	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
3° trim.	2,8	2,9	3,0	4,6	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
2025 mag.	2,4	2,5	4,6	3,4	1,4	1,9	2,1	4,0	1,9	-0,4
giu.	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
lug.	2,5	2,9	3,4	4,6	1,5	2,3	2,4	4,5	2,2	-0,1
ago.	2,7	3,0	3,6	4,7	1,7	2,4	2,5	4,8	2,3	0,0
set.	2,8	2,9	3,0	4,6	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
ott.	2,9	2,9	2,9	4,4	2,3	2,6	2,8	5,2	2,6	0,0

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
Consistenze										
2022	669,5	6.739,9	1.782,4	45,9	2.109,5	2.802,1	1.347,4	375,5	137,2	147,2
2023	476,9	7.337,9	1.826,7	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	272,1	152,1	152,6
2024	395,9	7.850,0	1.841,9	117,2	2.590,7	3.300,2	2.666,3	317,4	140,4	136,0
2024 4° trim.	395,9	7.850,0	1.841,9	117,2	2.590,7	3.300,2	2.666,3	317,4	140,4	136,0
2025 1° trim.	388,3	7.934,3	1.834,5	121,7	2.576,4	3.401,7	2.793,1	233,7	182,9	161,3
2° trim.	409,4	7.907,9	1.833,3	129,6	2.562,3	3.382,8	2.827,8	189,5	177,9	165,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	430,1	8.092,1	1.842,2	132,5	2.589,9	3.527,5	3.052,0	143,9	168,3	168,6
2025 mag.	451,5	7.957,8	1.830,7	126,2	2.573,4	3.427,5	2.898,8	221,9	181,4	177,6
giu.	409,4	7.907,9	1.833,3	129,6	2.562,3	3.382,8	2.827,8	189,5	177,9	165,9
lug.	397,0	7.958,1	1.835,1	132,5	2.583,8	3.406,7	2.864,3	148,7	173,5	166,9
ago.	412,7	7.967,2	1.839,2	132,9	2.575,7	3.419,4	2.885,2	161,0	206,3	179,4
set.	430,1	8.092,1	1.842,2	132,5	2.589,9	3.527,5	3.052,0	143,9	168,3	168,6
ott. <sup>(p)</sup>	441,4	8.212,6	1.849,1	132,4	2.614,5	3.616,6	3.182,1	140,8	297,9	242,5
Transazioni										
2022	-72,6	52,1	-89,1	-4,5	12,5	133,3	-61,4	-186,8	10,4	18,0
2023	-199,0	325,1	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-191,7	17,1	9,0
2024	-80,6	279,7	15,1	26,7	164,8	73,1	532,5	28,5	-11,7	-16,7
2024 4° trim.	-9,8	82,6	4,8	3,2	11,1	63,5	85,8	41,9	-44,5	-52,6
2025 1° trim.	-7,2	4,6	-4,3	5,6	11,5	-8,3	21,1	-82,7	42,4	25,3
2° trim.	21,2	35,0	4,3	7,9	36,5	-13,7	127,0	-34,9	-5,0	4,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	19,1	35,4	9,0	3,6	31,3	-8,5	62,4	-38,3	-9,6	2,7
2025 mag.	19,7	31,7	-0,8	2,4	29,3	0,9	51,4	24,0	-13,2	4,2
giu.	-42,1	13,8	5,0	3,3	10,7	-5,2	6,6	-46,7	-3,6	-11,7
lug.	-14,0	9,3	0,4	2,9	11,0	-5,0	-4,9	-48,6	-4,4	1,0
ago.	15,7	8,6	5,3	0,3	1,5	1,4	14,4	15,7	32,8	12,4
set.	17,4	17,5	3,3	0,3	18,7	-4,9	52,8	-5,3	-38,0	-10,7
ott. <sup>(p)</sup>	10,4	19,3	6,0	-0,2	18,6	-5,1	29,1	-42,1	60,7	21,1
Variazioni percentuali										
2022	-9,8	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,7	-	-	7,8	12,7
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2024 4° trim.	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2025 1° trim.	-6,6	2,5	0,3	17,9	3,5	2,5	-	-	2,7	-7,4
2° trim.	-0,9	2,3	0,6	19,4	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
3° trim. <sup>(p)</sup>	5,7	2,0	0,8	17,9	3,6	1,0	-	-	-9,0	-10,5
2025 mag.	7,8	2,4	0,5	17,4	3,5	2,2	-	-	14,0	7,6
giu.	-0,9	2,3	0,6	19,4	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
lug.	-1,7	2,4	0,9	20,5	4,0	1,3	-	-	4,0	7,8
ago.	-3,5	2,1	1,1	19,6	3,2	1,3	-	-	6,8	5,1
set.	5,7	2,0	0,8	17,9	3,6	1,0	-	-	-9,0	-10,5
ott. <sup>(p)</sup>	1,7	2,1	1,2	16,4	4,1	0,6	-	-	35,0	10,2

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: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,7
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,1	-2,7	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2024 3° trim.	-3,2	.	.	.	.	-1,4
4° trim.	-3,1	.	.	.	.	-1,2
2025 1° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,0
2° trim.	-2,8	.	.	.	.	-0,9

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	
2021	46,9	46,1	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,7	13,3	12,9	14,6	0,8	49,9	44,7	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	45,9	45,0	13,1	12,4	14,5	0,9	49,4	44,0	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3
2024	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0
2024 3° trim.	46,3	45,4	13,3	12,3	14,7	0,9	49,5	44,4	9,9	5,9	1,9	22,7	5,2
4° trim.	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0
2025 1° trim.	46,6	45,8	13,3	12,4	14,8	0,8	49,5	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
2° trim.	46,7	45,9	13,3	12,4	14,9	0,8	49,5	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

	Totale	Strumento finanziario			Detentore			Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta	
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti		Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
					Totale	IFM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,5	40,9	39,3	9,8	84,0	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,3	2,6	13,1	73,5	52,4	39,5	36,9	8,6	80,7	16,0	28,3	45,1	88,4	0,9
2023	87,0	2,4	12,1	72,5	49,1	35,7	37,8	7,8	79,2	14,9	27,9	44,1	86,2	0,8
2024	87,1	2,2	11,8	73,1	46,7	33,7	40,4	7,7	79,4	14,4	28,2	44,5	86,3	0,8
2024 3° trim.	87,7	2,2	11,7	73,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	87,1	2,2	11,8	73,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2025 1° trim.	87,7	2,3	11,6	73,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	88,2	2,2	11,7	74,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-6,2	5,1
2022	-4,5	1,7	-0,1	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,5	-6,1	2,7
2023	-2,4	1,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,8	2,6
2024	0,1	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,4	3,1
2024 3° trim.	-0,3	1,4	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,3	-0,1	-1,7	2,9
4° trim.	0,1	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-1,4	3,1
2025 1° trim.	0,3	1,0	0,6	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,3
2° trim.	0,5	0,9	0,9	0,7	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,5

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
2022	12,8	11,6	4,1	1,2	0,3	8,1	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	12,8	11,5	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,3	2,1	2,0	1,7	3,6	2,0
2024	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2024 4° trim.	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025 1° trim.	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	2,0	2,2	1,9	3,3	2,9
2° trim.	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
3° trim.	13,3	11,8	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6
2025 mag.	12,8	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,8	2,2	2,0	3,2	2,8
giu.	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
lug.	12,9	11,4	3,6	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,6	2,2	2,0	3,0	2,7
ago.	13,1	11,6	3,8	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,4	2,2	2,0	2,9	2,7
set.	13,3	11,8	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6
ott.	13,1	11,6	3,4	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,8	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										
2021	-5,4	-3,2	-2,5	-1,3	-7,2	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-1,9	-1,0	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2024 3° trim.	-4,3	-2,8	-2,7	4,3	0,8	-2,8	-5,7	-2,1	-5,2	3,6
4° trim.	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 1° trim.	-4,6	-2,4	-1,2	4,0	2,5	-3,2	-5,7	-2,6	-3,4	4,2
2° trim.	-4,7	-2,2	-0,9	3,7	2,2	-3,2	-5,6	-3,0	-2,9	4,4
Debito pubblico										
2021	108,7	67,9	18,4	52,4	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	103,4	64,4	19,2	42,9	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,3
2023	102,4	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,8	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2024 3° trim.	104,8	62,0	23,8	40,0	158,3	104,2	113,7	59,2	135,6	66,7
4° trim.	103,9	62,2	23,5	38,3	153,6	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 1° trim.	106,0	62,0	23,9	34,5	152,4	103,4	114,1	58,3	137,4	62,1
2° trim.	106,2	62,4	23,2	33,3	151,2	103,4	115,8	57,5	138,3	61,2

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2021	-7,2	-1,1	1,1	-7,0	-2,3	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,3	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2024 3° trim.	-1,7	-1,4	0,5	-3,0	-0,3	-3,9	0,6	-1,7	-5,2	-4,2
4° trim.	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2025 1° trim.	-1,2	-1,3	0,5	-3,1	-1,3	-4,9	0,7	-1,6	-5,3	-4,2
2° trim.	-1,7	-1,8	-0,4	-4,0	-1,4	-4,9	0,5	-1,8	-4,8	-3,9
Debito pubblico										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,1
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0
2023	44,4	37,1	24,7	47,0	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,1
2024	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2024 3° trim.	47,4	38,0	25,6	44,9	42,6	81,6	95,9	66,3	60,1	82,2
4° trim.	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 1° trim.	45,4	40,4	26,1	46,7	43,2	83,1	95,0	69,5	63,2	84,2
2° trim.	48,0	39,1	25,1	46,9	42,7	82,3	96,8	69,4	62,9	88,4

Fonte: Eurostat.

© **Banca centrale europea, 2026**

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 17 dicembre 2025.

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-01-25-069-IT-N (online)