



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 2 / 2026



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Quadro generale	3
1 Contesto esterno	9
2 Attività economica	17
3 Prezzi e costi	27
4 Andamenti del mercato finanziario	36
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	41
6 Andamenti della finanza pubblica	47
Riquadri	50
1 Su chi ricadono i costi dell'aumento dei dazi statunitensi?	50
2 Sbloccare il potenziale dell'interscambio: i vantaggi dal miglioramento dei pagamenti transfrontalieri	55
3 Non linearità dei prezzi del petrolio: quali condizioni sono rilevanti?	61
4 In che modo l'incertezza sulle politiche commerciali sta influenzando l'attività nell'area dell'euro?	69
5 Dal mattone al mouse: una valutazione degli investimenti digitali nell'area dell'euro	74
6 IA: utilizzo e investimenti. Cosa si evince dall'indagine SAFE riguardo le imprese dell'area dell'euro	80
7 Implicazioni finanziarie e macroeconomiche dell'aumento dei rendimenti a lunghissimo termine	86
8 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 5 novembre 2025 al 10 febbraio 2026	94
Articolo	100
1 Accrescere l'efficienza degli investimenti pubblici in periodi di vincoli fiscali	100
Riquadro 1 Effetti macroeconomici a medio termine dell'aumento della spesa pubblica e della sua composizione: il caso della Germania	105

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

Nella riunione del 19 marzo 2026 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Il conflitto in Medio Oriente ha reso le prospettive notevolmente più incerte, generando rischi al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita economica. Il conflitto avrà un impatto rilevante sull'inflazione a breve termine per effetto dei rincari dei beni energetici. Le implicazioni a medio termine dipenderanno dall'intensità e dalla durata della guerra, nonché dal modo in cui le quotazioni dei beni energetici influenzeranno i prezzi al consumo e l'economia.

Il Consiglio direttivo si trova in una posizione favorevole per affrontare tale incertezza. Negli ultimi trimestri l'inflazione si è collocata intorno all'obiettivo del 2 per cento, le aspettative di inflazione a più lungo termine risultano saldamente ancorate e l'economia ha evidenziato una buona capacità di tenuta. Le informazioni che si renderanno disponibili nel prossimo periodo consentiranno al Consiglio direttivo di valutare l'impatto del conflitto sulle prospettive di inflazione e sui rischi a esse associati. Il Consiglio direttivo segue attentamente la situazione e il suo approccio guidato dai dati contribuirà alla definizione di una politica monetaria adeguata.

Le nuove proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2026 includono, in via eccezionale, le informazioni disponibili fino all'11 marzo, una data di aggiornamento posticipata rispetto al consueto. Nello scenario di base si stima che l'inflazione complessiva si attesterà in media al 2,6 per cento nel 2026, al 2,0 nel 2027 e al 2,1 nel 2028. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro condotte nello scorso dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione è stata rivista verso l'alto, specialmente per il 2026, in ragione dell'incremento dei prezzi dell'energia causato dalla guerra in Medio Oriente. Secondo gli esperti l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare si collocherebbe in media al 2,3 per cento nel 2026, al 2,2 nel 2027 e al 2,1 nel 2028. Tale dato è superiore anche rispetto agli andamenti delineati nelle proiezioni di dicembre 2025, principalmente a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia che incide sull'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari. Gli esperti prevedono una crescita economica pari in media allo 0,9 per cento nel 2026, all'1,3 nel 2027 e all'1,4 nel 2028. Ciò implica una revisione verso il basso, in particolare per il 2026, che rispecchia gli effetti a livello mondiale della guerra sui mercati delle materie prime, sui redditi reali e sul clima di fiducia. Al tempo stesso, il basso livello di disoccupazione, la solidità dei bilanci del settore privato e la spesa pubblica per difesa e infrastrutture dovrebbero continuare a sostenere la crescita.

In linea con l'impegno previsto dalla strategia di politica monetaria del Consiglio direttivo di integrare rischi e incertezze nel processo decisionale, gli esperti hanno analizzato come la guerra in Medio Oriente potrebbe incidere su crescita economica e inflazione, sulla scorta di alcuni scenari alternativi formulati a titolo illustrativo. Tali scenari sono inclusi nelle proiezioni di marzo 2026, disponibili sul sito Internet della BCE. Secondo l'analisi di scenario, un'interruzione prolungata delle forniture di petrolio e gas comporterebbe un'inflazione più alta e una crescita più bassa rispetto ai livelli dello scenario di base delle proiezioni. Le implicazioni per l'inflazione a medio termine dipendono in misura determinante dall'entità degli effetti indiretti e di secondo impatto di uno shock energetico più forte e persistente.

Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, il Consiglio direttivo seguirà un approccio guidato dai dati secondo il quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni 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. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

Attività economica

Nel quarto trimestre del 2025 l'economia è cresciuta dello 0,2 per cento, trainata dal rafforzamento della domanda interna. Le famiglie hanno aumentato la spesa in seguito all'incremento dei redditi reali e al permanere del tasso di disoccupazione su livelli prossimi ai minimi storici. Si è intensificata l'attività di costruzione e di ristrutturazione di abitazioni e le imprese hanno aumentato gli investimenti, in particolare negli ambiti di ricerca e sviluppo, software e basi di dati. La crescita non ha più risentito delle esportazioni nette, come nei due trimestri precedenti, ed è stata sostenuta principalmente dai servizi.

Gli esperti continuano a considerare i consumi privati come il principale motore della crescita nel medio periodo. Anche gli investimenti dovrebbero seguire ad aumentare, in considerazione della maggior spesa pubblica per difesa e infrastrutture e degli investimenti crescenti delle imprese nelle nuove tecnologie digitali. Il contesto esterno continua a presentare sfide, anche alla luce delle mutevoli politiche commerciali su scala mondiale.

La guerra in Medio Oriente causa turbative nei mercati delle materie prime e grava sui redditi reali e sul clima di fiducia. Ciò ha determinato una revisione verso il basso dei consumi e degli investimenti nello scenario di base delle proiezioni, in particolare per il 2026. Tale scenario prevede una crescita annua del PIL in termini reali dello 0,9 per cento nel 2026, dell'1,3 nel 2027 e dell'1,4 nel 2028. Rispetto alle proiezioni dello scorso dicembre, l'espansione del PIL è stata rivista al ribasso di 0,3 punti percentuali per il 2026 e di 0,1 per il 2027, a causa dell'intensificarsi del conflitto in Medio Oriente, mentre per il 2028 rimane invariata. L'impatto sarebbe ancora più pronunciato negli scenari alternativi, caratterizzati da uno shock energetico più grave e prolungato.

Lo scenario di base delle proiezioni degli esperti è subordinato all'andamento dei prezzi dei contratti future per le materie prime energetiche alla data di ultimo aggiornamento dell'11 marzo 2026. Di conseguenza, tale scenario prevede un aumento dell'inflazione che graverà sul potere di acquisto, sulla spesa per consumi e, quindi, sulla crescita del PIL, soprattutto nel breve periodo. Tale rallentamento dovrebbe essere di natura temporanea, a condizione che si verifichi una diminuzione piuttosto rapida delle quotazioni dei beni energetici, evidenziata dai prezzi impliciti nei contratti future per le materie prime energetiche, e dei margini di incertezza. Nel medio periodo la domanda interna, sospinta dalla tenuta del mercato del lavoro e dalla spesa pubblica per infrastrutture e difesa, dovrebbe confermarsi la principale determinante della crescita dell'area dell'euro, specialmente in Germania. Sul versante esterno, sebbene si preveda una ripresa delle esportazioni sulla scia del miglioramento della domanda estera, è probabile che l'area dell'euro registri una perdurante perdita di quote di mercato a livello mondiale, date le persistenti sfide per la competitività, alcune delle quali di natura strutturale. Ciò malgrado il fatto che i dazi sulle esportazioni verso gli Stati Uniti siano lievemente inferiori rispetto a quelli in vigore all'epoca dell'esercizio previsivo di dicembre 2025.

Il Consiglio direttivo ha sottolineato l'urgente necessità di rafforzare l'economia dell'area dell'euro, preservando al tempo stesso la solidità delle finanze pubbliche. Qualsiasi manovra di bilancio in risposta allo shock sui prezzi dei beni energetici dovrebbe essere temporanea, mirata e modulata. L'attuale crisi energetica rende evidente la necessità di ridurre ulteriormente la dipendenza dai combustibili fossili. Il completamento dell'unione dei risparmi e degli investimenti è d'importanza cruciale per finanziare l'innovazione e sostenere le transizioni ecologica e digitale. L'euro digitale e la tokenizzazione della moneta di banca centrale all'ingrosso accresceranno l'autonomia strategica, la competitività e l'integrazione finanziaria in Europa, promuovendo inoltre l'innovazione nei pagamenti. È pertanto fondamentale adottare in tempi rapidi il regolamento relativo all'istituzione dell'euro digitale. La semplificazione e l'armonizzazione delle regole all'interno del mercato unico dell'UE contribuiranno ad accelerare la crescita delle imprese europee.

Inflazione

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IACP), è aumentata all'1,9 per cento a febbraio, dall'1,7 di gennaio. I prezzi dei beni energetici sono stati inferiori del 3,1 per cento rispetto al febbraio precedente, dopo essere stati inferiori del 4,0 per cento a gennaio 2026. L'inflazione dei beni alimentari è scesa leggermente al 2,5 per cento. Per contro, a febbraio l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è stata pari al 2,4 per cento, in aumento rispetto al 2,2 di gennaio. Tale incremento ha riflesso l'inflazione dei beni, passata dallo 0,4 allo 0,7 per cento, e quella dei servizi, in rialzo al 3,4 per cento dal 3,2.

Le misure dell'inflazione di fondo hanno subito lievi variazioni negli ultimi mesi e restano coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine del Consiglio direttivo. Nel quarto trimestre del 2025 gli utili societari hanno segnato un'ulteriore

ripresa, mentre il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto a un ritmo simile a quello del trimestre precedente. L'espansione del costo del lavoro per dipendente si è ridotta al 3,7 per cento, dal 4,0 del terzo trimestre. La crescita delle retribuzioni contrattuali e gli indicatori prospettici, quali l'indice salariale della BCE e gli esiti delle indagini sulle aspettative relative ai salari, suggeriscono un'ulteriore attenuazione delle pressioni sul costo del lavoro durante il 2026, che dovrebbe sostenere il ritorno dell'inflazione all'obiettivo.

Il rialzo dei prezzi dei beni energetici causato dalla guerra in Medio Oriente spingerà l'inflazione al di sopra del 2 per cento nel breve periodo. In particolare, si prevede che l'inflazione registri un brusco rialzo al 3,1 per cento nel secondo trimestre del 2026, sospinta dall'impennata dei prezzi dei beni energetici conseguente al conflitto, cui farebbe seguito un calo al 2,8 per cento nel terzo trimestre a seguito della flessione delle quotazioni delle materie prime energetiche implicita nei prezzi dei contratti future. Lo scenario di base delle proiezioni indica che l'inflazione dei beni energetici si collocherebbe in territorio negativo nel 2027, principalmente a causa di effetti base al ribasso sull'energia, per poi aumentare considerevolmente 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. Per quanto riguarda la componente dei beni alimentari, l'inflazione dovrebbe aumentare a partire dalla fine del 2026, in quanto le pressioni sui costi derivanti dall'impennata delle quotazioni energetiche si trasmetteranno ai prezzi al consumo dei beni alimentari, e poi ridursi nel 2028. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) dovrebbe diminuire dal 2,4 per cento del 2025, collocandosi al 2,1 nel 2028. Sebbene tale inflazione risenta delle pressioni sui costi derivanti dai rincari dei beni energetici, questo effetto sarebbe attenuato da un lieve allentamento delle pressioni sul costo del lavoro, dal passato apprezzamento dell'euro e dalla penetrazione delle importazioni dalla Cina. Nel complesso, lo scenario di base delle proiezioni indica un'inflazione misurata sullo IAPC in aumento dal 2,1 per cento nel 2025 al 2,6 nel 2026, cui farà seguito un calo al 2,0 per cento nel 2027, seguito da un lieve aumento al 2,1 nel 2028. La crescita salariale registrerà una moderazione nei prossimi anni, ancorché a un ritmo più lento di quanto anticipato nelle precedenti proiezioni, a seguito di alcuni effetti di compensazione dell'inflazione connessi allo shock sui prezzi dei beni energetici. Rispetto alle proiezioni dello scorso dicembre, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC hanno subito una revisione al rialzo di 0,7 punti percentuali per il 2026, principalmente riconducibile alla componente energetica; sono state riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2027 e di 0,1 per il 2028, in quanto le pressioni sui costi derivanti dai rincari dei beni energetici si trasmettono all'inflazione calcolata sull'HICPX e a quella relativa alla componente alimentare, mentre la componente energetica è stata invece rivista lievemente al ribasso. Negli scenari alternativi, caratterizzati da uno shock energetico più grave e prolungato, le revisioni al rialzo dell'inflazione sarebbero ancora più pronunciate.

I prezzi più elevati dei beni energetici possono indurre, ove persistenti, un incremento generalizzato dell'inflazione attraverso gli effetti indiretti e di secondo impatto, determinando una situazione che richiede un attento monitoraggio. Finora, se da un lato le aspettative di inflazione sui mercati finanziari sono aumentate in

modo significativo negli orizzonti temporali più brevi, dall'altro gran parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si attesta intorno al 2 per cento, favorendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo fissato dal Consiglio direttivo.

Valutazione dei rischi

I rischi per le prospettive di crescita sono orientati al ribasso, soprattutto nel breve termine. La guerra in Medio Oriente rappresenta un rischio al ribasso per l'economia dell'area dell'euro, inasprendo un contesto politico mondiale già mutevole. Il protrarsi del conflitto potrebbe far aumentare ulteriormente i prezzi dei beni energetici per un periodo più lungo rispetto alle attese correnti, oltre che pesare sul clima di fiducia. Tali fattori eroderebbero i redditi e accentuerebbero la riluttanza delle imprese e delle famiglie nei confronti di investimenti e consumi. Un deterioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari mondiali potrebbe frenare ulteriormente la domanda. Ulteriori tensioni nel commercio internazionale potrebbero causare l'interruzione delle catene di approvvigionamento, ridurre le esportazioni e indebolire consumi e investimenti. Altre tensioni geopolitiche, in particolare la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina, rimangono fra le principali fonti di incertezza. Per contro, la crescita potrebbe risultare superiore se le ripercussioni economiche del conflitto in Medio Oriente si rivelassero di più breve durata rispetto alle attese correnti. Inoltre, la spesa programmata per difesa e infrastrutture, le riforme volte a migliorare la produttività e l'adozione di nuove tecnologie da parte delle imprese dell'area dell'euro potrebbero determinare una crescita superiore alle previsioni. Nuovi accordi commerciali e una maggiore integrazione del mercato unico potrebbero inoltre stimolare la crescita oltre le attuali aspettative.

I rischi per le prospettive di inflazione sono orientati al rialzo, soprattutto nel breve termine. Il protrarsi della guerra in Medio Oriente potrebbe comportare un rincaro dei beni energetici più accentuato e duraturo di quanto atteso attualmente, spingendo a un ulteriore rialzo l'inflazione dell'area dell'euro. Tale aumento potrebbe risultare più marcato e persistente se le aspettative di inflazione e la crescita salariale aumentassero di riflesso, se l'incremento dei prezzi dei beni energetici dovesse trasmettersi all'inflazione al netto della componente energetica in misura maggiore di quanto ipotizzato nello scenario di base, oppure se il conflitto provocasse turbative più generalizzate delle catene di approvvigionamento mondiali. Le attuali tensioni commerciali potrebbero inoltre determinare una maggiore frammentazione delle catene di approvvigionamento mondiali, limitare l'offerta delle materie prime critiche e inasprire i vincoli di capacità produttiva nell'economia dell'area dell'euro. Per contro, l'inflazione potrebbe risultare inferiore se le ripercussioni economiche della guerra in Medio Oriente si rivelassero di più breve durata oppure se gli effetti indiretti e di secondo impatto si dimostrassero meno pronunciati rispetto alle attese correnti. Inoltre, l'inflazione potrebbe essere inferiore se, per effetto dei dazi, la domanda di esportazioni dell'area dell'euro si riducesse più di quanto atteso e se i paesi con eccesso di capacità produttiva aumentassero ulteriormente le loro esportazioni verso l'area. Mercati finanziari più volatili con scarsa propensione al rischio potrebbero gravare sulla domanda e ridurre quindi anche l'inflazione.

Condizioni finanziarie e monetarie

La guerra in Medio Oriente ha avuto un forte impatto sui mercati finanziari mondiali. Dall'ultima riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del 5 febbraio 2026 le condizioni finanziarie complessive hanno registrato un inasprimento. I mercati azionari hanno registrato una flessione e i tassi di interesse di mercato nell'area dell'euro, specialmente quelli a breve termine, sono aumentati considerevolmente.

A gennaio i tassi dei prestiti bancari alle imprese e il costo dell'emissione di titoli di debito sul mercato si sono mantenuti al 3,6 per cento, mentre il tasso di interesse medio sui nuovi mutui ipotecari è salito lievemente al 3,4 per cento. I prestiti bancari alle imprese sono cresciuti sui dodici mesi del 2,8 per cento a gennaio, rispetto al 3,0 di dicembre 2025. Tuttavia, ciò è stato compensato dalla maggiore emissione di obbligazioni societarie, che hanno registrato un tasso di incremento sui dodici mesi del 4,0 per cento, a fronte del 3,5 di dicembre. I mutui ipotecari sono cresciuti del 3,0 per cento, livello invariato da dicembre.

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, rispettivamente al 2,00, al 2,15 e al 2,40 per cento.

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 19 marzo 2026 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. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

In ogni caso, il Consiglio direttivo è 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.

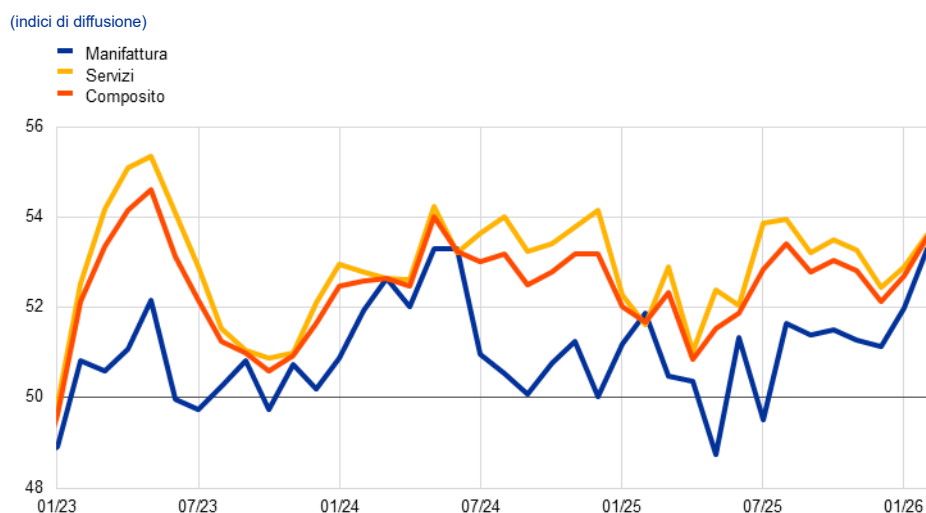
L'impatto avverso della guerra in Medio Oriente sull'economia internazionale deriva principalmente dal forte aumento dei prezzi dei beni energetici. Assieme all'inasprimento delle condizioni finanziarie e all'accresciuta incertezza, ciò ha avuto un impatto negativo sull'economia mondiale, che in precedenza era stata sostenuta dalla crescita degli investimenti legati all'intelligenza artificiale (IA) e da politiche economiche di sostegno. Sebbene la riduzione dei dazi statunitensi a seguito di una sentenza della Corte suprema degli Stati Uniti abbia fornito un certo sostegno alla crescita, l'incertezza sulle politiche commerciali rimane elevata. Si stima che il conflitto ridurrà la crescita del PIL mondiale in termini reali di 0,4 punti percentuali nei prossimi due anni, riflettendo la traiettoria attesa per i prezzi delle materie prime energetiche. Ciò ha compensato gli effetti di trascinamento positivi derivanti dalla crescita superiore alle attese alla fine del 2025 e dal moderato impulso fornito dal calo dei dazi statunitensi. L'inflazione complessiva misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) a livello mondiale è stata rivista al rialzo nei prossimi due anni, per effetto dello shock sui prezzi dei beni energetici. Nei primi pochi mesi di quest'anno l'impatto inflazionistico dei rincari dell'energia è stato parzialmente compensato dai dati sull'inflazione inferiori alle attese e dagli effetti derivanti da dazi più bassi.

Prima della guerra l'economia mondiale mostrava segnali di tenuta.

Tale capacità di tenuta è stata trainata dalla crescita degli investimenti privati legati all'IA e da una combinazione di politiche di sostegno nelle principali economie, entrambi elementi che avevano contribuito ad attenuare le difficoltà connesse ai dazi. L'incertezza sulle politiche commerciali rimane elevata, nonostante un certo sostegno alla crescita, fornito dalla riduzione dei dazi statunitensi a seguito di una sentenza della Corte suprema degli Stati Uniti. L'espansione del PIL in termini reali a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) è scesa lievemente allo 0,8 per cento nel quarto trimestre del 2025, dall'1,0 del trimestre precedente. Il dato è risultato superiore alle aspettative grazie alla crescita più elevata delle attese nelle economie emergenti dell'Asia, inclusa la Cina. Gli ultimi indicatori mensili disponibili segnalano un'accelerazione della crescita nel primo trimestre del 2026 rispetto alla fine dello scorso anno. Ad esempio, a febbraio l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto ha raggiunto livelli che non si osservavano da quasi due anni, con un miglioramento sia nel settore dei servizi sia in quello manifatturiero (cfr. il grafico 1). Tuttavia, tali segnali andrebbero considerati alla luce degli effetti avversi innescati dalla guerra a livello mondiale, tra cui il brusco aumento dei prezzi delle materie prime energetiche, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e l'accresciuta incertezza.

Grafico 1

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



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

Note: la linea orizzontale in corrispondenza del valore 50 indica la linea di base neutra, che divide espansione e contrazione. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2026.

I prezzi del petrolio e del gas sono aumentati notevolmente sullo sfondo della guerra in Medio Oriente.

Dall'inizio del periodo in esame (18 dicembre 2025) i corsi petroliferi sono aumentati bruscamente dell'84 per cento. A seguito degli attacchi di Stati Uniti e Israele contro l'Iran, e della successiva ritorsione da parte di quest'ultimo, i prezzi del petrolio sono saliti a circa 104 dollari al barile.

Tale impennata ha rispecchiato il timore che le spedizioni attraverso lo Stretto di Hormuz, che rappresentano circa il 20 per cento dell'offerta mondiale di petrolio e stavano già subendo interruzioni, possano essere ulteriormente ostacolate o che la produzione di petrolio iraniana e le infrastrutture energetiche della regione possano essere compromesse. Nelle ultime settimane i prezzi del petrolio sono stati soggetti a una notevole volatilità, in quanto vari fattori hanno provocato a più riprese bruschi cali rispetto ai recenti massimi. In particolare, le dichiarazioni dell'amministrazione statunitense secondo cui il conflitto potrebbe terminare "molto presto" hanno indotto gli investitori a rivedere al ribasso le loro aspettative sulla durata della guerra.

L'OPEC+ ha inoltre annunciato un aumento della produzione a partire da aprile 2026 e i paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) hanno concordato, sotto il coordinamento dell'Agenzia internazionale per l'energia, di rendere disponibile parte delle loro riserve strategiche per contribuire a contenere l'impennata dei prezzi del petrolio¹. I rischi geopolitici hanno inciso notevolmente anche sui prezzi europei del gas, che sono aumentati del 98 per cento, dato che anche il 20 per cento circa delle forniture mondiali di gas naturale liquefatto, provenienti principalmente dal Qatar, transita attraverso lo Stretto di Hormuz. I prezzi del gas sono stati particolarmente vulnerabili a causa dei livelli di stoccaggio storicamente bassi in Europa. Le scorte si collocano attualmente attorno al 29 per cento della capacità, in prossimità del minimo stagionale, rendendo i prezzi del gas particolarmente esposti a potenziali interruzioni dell'offerta. I prezzi dei beni

¹ Il termine "OPEC" si riferisce all'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio. L'"OPEC+", istituita nel 2016, è una coalizione di membri dell'OPEC e di altri paesi produttori di petrolio.

alimentari sono diminuiti del 7 per cento, principalmente a causa del calo di quelli del cacao, grazie alle migliorate condizioni meteorologiche in Africa occidentale. Per contro, i prezzi dei metalli sono cresciuti dell'11 per cento, principalmente a causa di un aumento di quelli dell'alluminio, provocato dall'annuncio di un importante produttore del Bahrein di non essere in grado di adempiere ai propri obblighi contrattuali per circostanze al di fuori del suo controllo.

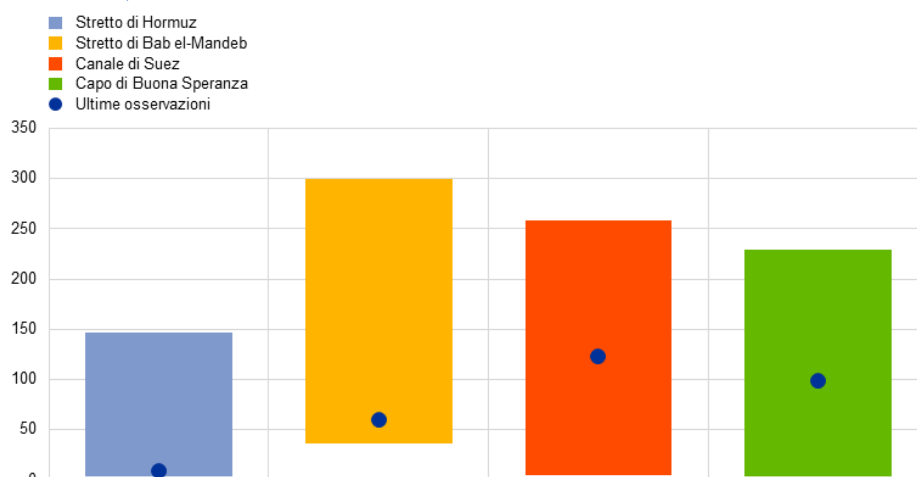
Il forte aumento dei prezzi delle materie prime energetiche a livello mondiale innescato dalla guerra riflette il brusco calo delle spedizioni attraverso lo Stretto di Hormuz. Le prime evidenze, provenienti dai dati ad alta frequenza sul tracciamento dei movimenti delle navi, suggeriscono che il numero di navi cisterna che transitano attraverso lo Stretto di Hormuz sia calato bruscamente e i costi a livello mondiale del trasporto marittimo di petrolio sono aumentati in misura significativa (cfr. il grafico 2). Tuttavia, l'esposizione del commercio di beni a livello mondiale sembra essere limitata, in quanto le navi portacontainer attualmente nel Golfo Persico rappresentano solo circa l'1,6 per cento della capacità mondiale di tale tipologia di trasporto. Gran parte del traffico continua a essere reindirizzato attraverso il Capo di Buona Speranza a seguito di interruzioni al traffico nel Canale di Suez, causate da precedenti tensioni nella regione, e dell'intensificarsi dei rischi per la sicurezza nello Stretto di Bab el-Mandeb, derivanti dagli attacchi alle navi mercantili da parte dei ribelli Huthi a partire dal 2023.

Grafico 2

Prezzi e traffico del trasporto marittimo a livello mondiale

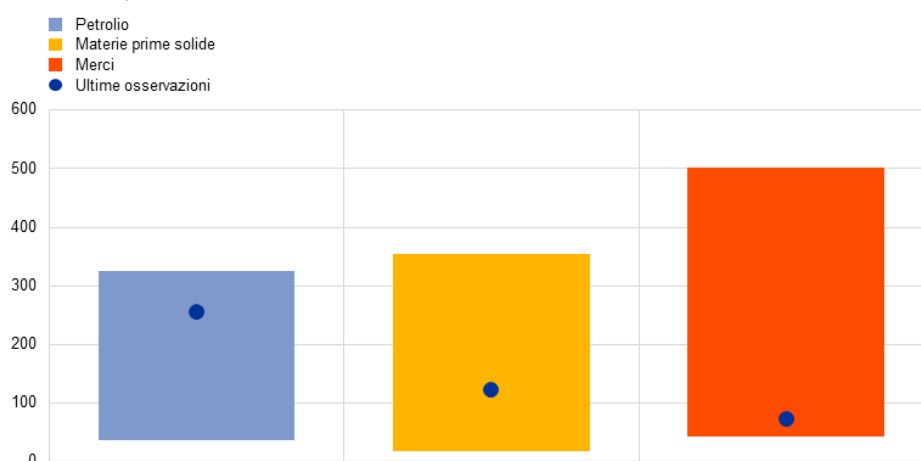
a) Comunicazioni di transito navale nei principali colli di bottiglia del trasporto marittimo

(indici, 2025 = 100)



b) Costi del trasporto marittimo

(indici, 2025 = 100)



Fonti: FMI, Haver Analytics, Baltic Exchange Indices ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello a) le comunicazioni di transito includono tutte le tipologie di imbarcazione. Nel pannello b) la voce "Materie prime solide" si riferisce a carichi come quelli di cereali. Le serie sottostanti rappresentano il costo del noleggio di una nave per il trasporto di tale carico a livello mondiale. In entrambi i pannelli le barre mostrano un intervallo minimo-massimo. Gli intervalli sono calcolati a partire dal 1° gennaio 2019. I punti blu si riferiscono alle ultime osservazioni disponibili. Le ultime osservazioni si riferiscono al 15 marzo 2026 per il pannello a) e al 18 marzo 2026 per il pannello b).

Si stima che la guerra in Medio Oriente ridurrà la crescita del PIL mondiale in termini reali di 0,4 punti percentuali nei prossimi due anni. Ciò riflette gli effetti negativi sulla crescita, causati dalla traiettoria attesa dei prezzi delle materie prime energetiche², che compensano gli effetti di trascinamento positivi derivanti dall'espansione superiore alle attese alla fine del 2025 e dal moderato impulso

² I prezzi dei future sulle materie prime energetiche oltre un anno in avanti sono stati influenzati meno dalla guerra rispetto ai prezzi a pronti, riflettendo probabilmente le aspettative degli investitori che le interruzioni causate dal conflitto siano risolte nel breve periodo. Tale prospettiva è suffragata dalla densità delle probabilità implicite nelle opzioni, che indicano che i rischi a medio termine per i prezzi dei future, in particolare del petrolio, rimangono bilanciati, mentre quelli a breve termine sono fortemente orientati al rialzo.

fornito dal calo dei dazi statunitensi. Le proiezioni indicano che l'aumento del PIL mondiale in termini reali scenderà dal 3,6 per cento nel 2025 al 3,3 nel 2026, per poi mantenersi stabile, in modo sostanzialmente invariato rispetto alle proiezioni precedenti³.

Le incertezze legate al conflitto hanno spostato verso il basso il quadro complessivo dei rischi per la crescita mondiale, con i rischi di inflazione orientati invece verso l'alto.

I rischi associati alla guerra in Medio Oriente sembrano essere notevolmente asimmetrici, con una maggiore probabilità di effetti aggravati anziché più lievi. Al contrario, altri rischi macroeconomici e finanziari fondamentali, quali i dazi, gli andamenti connessi all'IA e gli effetti delle politiche economiche, restano simmetrici ed equilibrati, come nelle proiezioni precedenti.

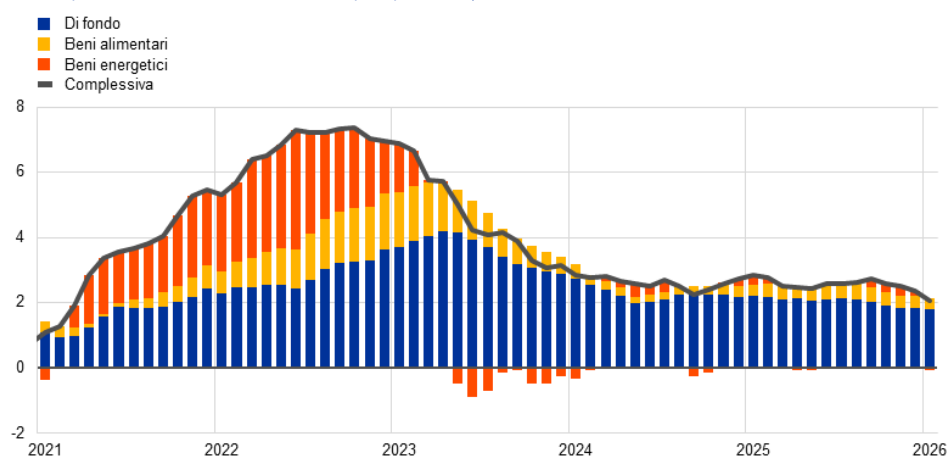
Prima della guerra l'inflazione complessiva nei paesi membri dell'OCSE ha continuato a scendere, principalmente grazie ai minori prezzi dell'energia.

A gennaio il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'IPC nei paesi membri dell'OCSE esclusa la Turchia è sceso al 2,1 per cento, dal 2,4 di dicembre. Sebbene tutte le componenti abbiano contribuito al calo dell'inflazione, il calo dei prezzi dei beni energetici è risultato l'elemento più significativo (cfr. il grafico 3).

Grafico 3

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 gennaio 2026.

Ci si attende che la tendenza al ribasso dell'inflazione nei paesi membri dell'OCSE si inverta presto a causa dello shock sui prezzi dell'energia derivante dalla guerra.

Le proiezioni per l'inflazione complessiva misurata sull'IPC a livello internazionale sono state riviste al rialzo per i prossimi due anni, a causa dello shock sui prezzi dei beni energetici⁴. Quest'anno l'impatto inflazionistico dei

³ Per ulteriori dettagli, cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, marzo 2026](#).

⁴ Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE 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.

rincari dell'energia è stato finora parzialmente compensato dai dati sull'inflazione inferiori alle attese e dagli effetti derivanti da dazi più bassi. L'inflazione complessiva a livello mondiale dovrebbe rimanere pari al 3,1 per cento nel 2026, invariata rispetto all'anno precedente, per poi scendere al 2,7 nel 2027 e al 2,5 nel 2028.

Nel 2026 la crescita delle importazioni mondiali dovrebbe diminuire, con il venir meno degli effetti delle importazioni anticipate e il manifestarsi degli effetti avversi dei dazi e della guerra.

I tassi di crescita trimestrali delle importazioni mondiali hanno subito un brusco calo nella seconda metà del 2025, sebbene i dati relativi al terzo trimestre siano risultati lievemente migliori di quanto precedentemente stimato. La crescita delle importazioni mondiali dovrebbe normalizzarsi gradualmente nel corso del 2026, per poi mantenersi stabile. Nel periodo 2027-2028 le importazioni mondiali dovrebbero registrare un'espansione in linea con l'attività economica mondiale. Nel 2025 le importazioni mondiali sono aumentate del 5,0 per cento, un livello notevolmente più elevato di quanto atteso a dicembre scorso (in aumento di 0,6 punti percentuali). Il loro tasso di crescita dovrebbe rallentare al 2,3 per cento nel 2026, prima di recuperare fino al 2,9 nel 2027 e al 3,2 nel 2028.

Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali è diminuita nel quarto trimestre del 2025, principalmente a causa dello shutdown del governo statunitense.

L'attività economica ha subito un notevole rallentamento, scendendo allo 0,2 per cento su base trimestrale, dall'1,1 del terzo trimestre del 2025. Lo shutdown del governo statunitense a ottobre e novembre, protrattosi per 43 giorni, ha frenato l'attività economica per via del considerevole calo della spesa pubblica. Tuttavia, nel quarto trimestre la spesa per consumi è rimasta relativamente sostenuta ed è stata una determinante fondamentale della domanda interna, nonostante un lieve rallentamento rispetto al terzo trimestre. Il tasso di risparmio negli Stati Uniti è sceso ulteriormente nel quarto trimestre, al 3,6 per cento, il livello più basso degli ultimi quattro anni. Al tempo stesso, gli investimenti fissi privati non residenziali hanno fornito un contributo positivo alla crescita, favoriti dall'attuale forte espansione degli investimenti legati all'IA. A differenza dell'inizio del 2025, i contributi dell'interscambio netto e delle scorte sono stati molto modesti. Nell'ultimo trimestre del 2025 sia le importazioni sia le esportazioni sono diminuite in misura modesta, con il contributo delle esportazioni nette che è rimasto sostanzialmente neutro. Ci si attende che la crescita sia aumentata nel primo trimestre del 2026, principalmente grazie alla maggiore spesa pubblica connessa ai pagamenti arretrati dei compensi per i lavoratori federali a seguito del termine dello shutdown.

Negli Stati Uniti i tassi di inflazione, sia complessiva sia di fondo, misurata sull'IPC sui dodici mesi, sono rimasti invariati a febbraio, rispettivamente al 2,4 e al 2,5 per cento, in linea con le aspettative.

Anche l'inflazione delle componenti dei beni e dei servizi è rimasta stabile, sebbene il calo dei prezzi di autovetture e camion usati abbia celato l'aumento dei prezzi delle restanti componenti dei beni. Ciò indica il protrarsi della trasmissione dei dazi statunitensi ai prezzi al consumo negli Stati Uniti. L'inflazione complessiva misurata sulla spesa per consumi personali (SCP), misura di riferimento del Federal Reserve System, ha mostrato una lieve tendenza al rialzo dall'inizio dello scorso anno. A dicembre

l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'SCP si è collocata al 2,9 per cento e quella di fondo al 3,0. Il minor peso delle componenti abitative nel paniere dell'SCP rispetto al paniere dell'IPC spiega la divergenza tra le due misure dell'inflazione al consumo. Tuttavia, è insolito che l'inflazione misurata sull'SCP superi quella misurata sull'IPC. Ciò suggerisce che le problematiche connesse alla raccolta di dati su servizi, prezzi e canoni di locazione potrebbero spiegare i valori relativamente modesti dell'inflazione misurata sull'IPC, che andrebbero quindi interpretati con cautela. Nel contempo, il tasso di posti vacanti, in diminuzione nei vari settori, ha ulteriormente allentato le condizioni nel mercato del lavoro e dovrebbe pertanto sostenere la disinflazione.

In Cina la domanda delle famiglie rimane modesta, in un contesto di elevato risparmio precauzionale. La crescita del PIL in termini reali ha sorpreso al rialzo, collocandosi all'1,2 per cento nel quarto trimestre del 2025 e rimanendo sostanzialmente in linea con la crescita dell'1,1 registrata nel trimestre precedente. Tale andamento è stato determinato principalmente dalla tenuta delle esportazioni, che dovrebbero aver continuato a sostenere la crescita anche nel primo trimestre del 2026. Le proxy ad alta frequenza dei consumi indicano un lieve indebolimento, in quanto la fiducia dei consumatori rimane bassa e ben al di sotto dei livelli precedenti la pandemia di COVID-19. Le vendite al dettaglio restano deboli, con particolare riguardo alla vendita di automobili sul mercato interno, sebbene i consumi di servizi abbiano mostrato una maggiore capacità di tenuta. Tuttavia, le autorità cinesi continuano a dare priorità alle politiche sul lato dell'offerta e l'obiettivo di crescita per il 2026 nell'ambito del nuovo piano quinquennale (2026-2030) è compreso tra il 4,5 e il 5 per cento. Tale obiettivo di crescita relativamente basso suggerisce che i responsabili delle politiche cinesi stiano accettando una crescita strutturalmente più lenta, il che a sua volta riduce la necessità di uno stimolo a breve termine. Le autorità cinesi hanno ribadito l'intenzione di riequilibrare la crescita verso i consumi, sebbene le misure concrete rimangano modeste. Contemporaneamente, il sostegno di bilancio agli investimenti dovrebbe rimanere considerevole, soprattutto nei settori ad alta tecnologia e strategici quali l'IA, la produzione di microchip, l'industria manifatturiera avanzata, le biotecnologie e l'economia digitale. Allo stesso tempo, tuttavia, la Cina resta esposta ai rincari delle materie prime energetiche: circa i tre quarti del consumo cinese di petrolio greggio sono importati, mentre circa metà del petrolio e il 16 per cento delle importazioni cinesi di gas transitano attraverso lo Stretto di Hormuz. Ciò nonostante, questo effetto negativo potrebbe essere attenuato grazie alla vasta produzione nazionale di carbone, alla crescente capacità di produzione di energia da fonti rinnovabili, nonché alla capacità di diversificare i fornitori di materie prime energetiche. A febbraio l'inflazione complessiva misurata sull'IPC in Cina è aumentata notevolmente e la deflazione dei prezzi alla produzione ha continuato ad allentarsi. Nello stesso mese l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita all'1,3 per cento, dallo 0,2 del mese precedente, sospinta da fattori temporanei, tra cui gli effetti base legati alle tempistiche del Capodanno lunare. Anche l'inflazione di fondo (al netto dei beni alimentari ed energetici) è salita all'1,8 per cento a febbraio, dallo 0,8 di gennaio, prevalentemente a causa dell'aumento dei prezzi dei servizi connessi al turismo. A febbraio i prezzi alla produzione sono scesi dello 0,9 per cento sui dodici mesi, in misura inferiore rispetto al calo dell'1,4 registrato nel mese precedente.

Nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali è rimasta debole nel quarto trimestre del 2025, mentre l'inflazione si è notevolmente moderata agli inizi del 2026.

Nel quarto trimestre del 2025 la crescita del PIL in termini reali è aumentata dello 0,1 per cento: una dinamica della crescita stabile, seppur modesta. La domanda privata è stata debole, in un contesto di più modesta crescita dei consumi privati e di minori investimenti privati. Le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo all'attività economica, in quanto le esportazioni sono diminuite e le importazioni sono aumentate. La spesa pubblica ha fornito un certo sostegno, con un notevole aumento degli investimenti pubblici. L'attività economica dovrebbe aver segnato una moderata ripresa nel primo trimestre del 2026, sebbene ci si attenda che il brusco aumento dei prezzi dell'energia indebolisca tale slancio nei trimestri successivi. A gennaio l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è significativamente diminuita, al 3,0 per cento dal 3,4 di dicembre, riflettendo principalmente il calo nelle componenti dei beni alimentari ed energetici. Anche l'inflazione di fondo è diminuita, sebbene in misura più contenuta.

2 Attività economica

L'attività economica nell'area dell'euro ha evidenziato una crescita costante nel 2025, con un aumento medio del PIL in termini reali pari all'1,5 per cento, dallo 0,9 del 2024. Nel quarto trimestre del 2025 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,2 per cento sul trimestre precedente e dello 0,4 per cento escludendo i dati relativi all'Irlanda, caratterizzati da volatilità. La crescita è stata sostenuta da una più forte domanda interna, grazie anche ai solidi contributi forniti sia dai consumi privati sia dagli investimenti. Tuttavia, gli indicatori di breve periodo hanno segnato un'attenuazione tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026. La produzione mensile si è significativamente indebolita, a differenza dei risultati delle indagini, che sono rimasti positivi e hanno segnalato il protrarsi dello slancio prima della guerra in Medio Oriente. Nell'insieme, gli ultimi dati disponibili sono coerenti con una crescita del PIL modesta nel primo trimestre del 2026. L'evolversi degli eventi in Medio Oriente ha notevolmente accresciuto l'incertezza riguardo alle prospettive a partire dal secondo trimestre. Gli indicatori di incertezza desunti dai mercati e le misure del rischio geopolitico hanno registrato un brusco aumento nella prima metà di marzo. L'esperienza dei passati shock energetici avversi suggerisce che l'erosione del reddito reale e il deterioramento del clima di fiducia che ne conseguono potrebbero gravare in misura significativa sui consumi privati. La forza di tali effetti dipenderà dall'intensità e dalla durata del conflitto, nonché dalla conseguente sua trasmissione all'economia. Un aspetto positivo è che la solidità dei bilanci e l'elevato livello dei risparmi dovrebbero contribuire ad attenuare l'impatto dello shock sulle famiglie. Per le altre componenti della domanda, i dati delle indagini raccolti prima del conflitto indicavano un rafforzamento della domanda di abitazioni e un aumento della fiducia degli investitori. Inoltre, l'ulteriore sostegno di bilancio, gli effetti del programma Next Generation EU (NGEU), la tenuta dei mercati del lavoro e degli investimenti digitali, unitamente all'impatto delle precedenti riduzioni dei tassi di interesse, dovrebbero contribuire a sostenere lo slancio degli investimenti nei prossimi trimestri. Le condizioni del mercato del lavoro rimangono stabili, nonostante la continua moderata domanda di lavoro. Il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,1 per cento a gennaio, dal 6,2 di dicembre, mantenendosi su livelli storicamente bassi.

Questo scenario si riflette sostanzialmente nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2026 dagli esperti della BCE, che prevedono una crescita media annua del PIL in termini reali dello 0,9 per cento nel 2026, dell'1,3 nel 2027 e dell'1,4 nel 2028, con una revisione al ribasso, in particolare per il 2026, derivante dagli effetti che la guerra produrrà a livello mondiale sui mercati delle materie prime, sui redditi reali e sul clima di fiducia. Al tempo stesso, il basso livello di disoccupazione, la solidità dei bilanci del settore privato e la spesa pubblica per difesa e infrastrutture dovrebbero continuare a sostenere la crescita. La guerra in Medio Oriente ha reso le prospettive significativamente più incerte, generando rischi al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita economica. Dati i livelli molto elevati di incertezza e il fatto che l'impatto del conflitto dipenderà fortemente dalla sua durata e intensità, lo scenario di base è accompagnato da alcuni scenari

*illustrativi alternativi, pubblicati sul sito Internet della BCE assieme alle proiezioni degli esperti*⁵.

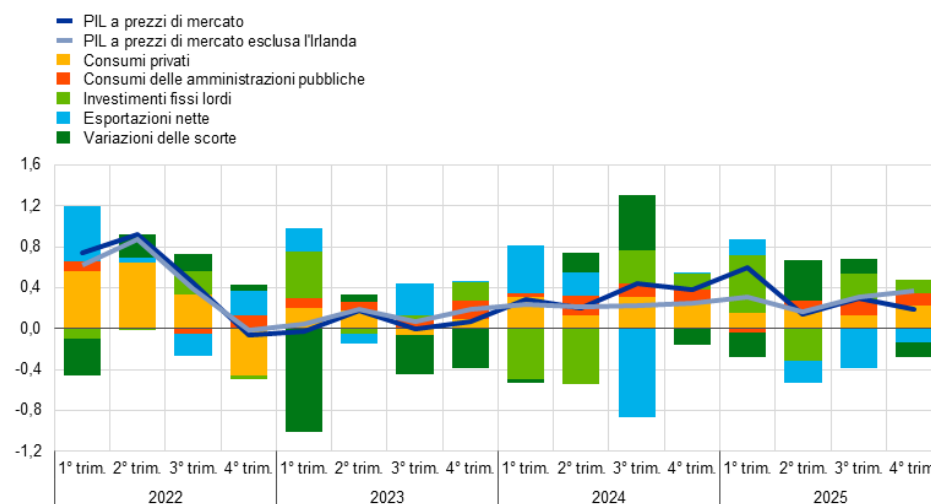
Nel quarto trimestre del 2025 il PIL dell'area dell'euro ha continuato a crescere, secondo la più recente stima dell'Eurostat (cfr. il grafico 4). Il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,2 per cento sul trimestre precedente, portando l'incremento medio annuo, nel 2025, all'1,5 per cento (tenendo conto della correzione per il numero delle giornate lavorative). Tale miglioramento rispetto al 2024, insieme al fatto che la crescita del PIL è rimasta positiva in tutti i trimestri dello scorso anno, evidenzia la capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro, in un contesto caratterizzato da una serie di sfide a livello mondiale legate alla situazione geopolitica e agli scambi commerciali. La crescita del PIL è stata trainata dal rafforzamento della domanda interna nel quarto trimestre del 2025, grazie al contributo positivo di tutte le sue componenti, mentre l'interscambio netto e la variazione delle scorte hanno apportato entrambe un lieve contributo negativo. La crescita del prodotto è stata sostenuta principalmente dai servizi, in particolare dell'informazione e della comunicazione. Nel contempo, il comparto manifatturiero è rimasto debole, avendo risentito direttamente di fattori avversi derivanti dai più elevati livelli dei dazi e dell'incertezza geopolitica (cfr. il riquadro 4 per approfondimenti sull'impatto dell'incertezza riguardo alle politiche commerciali sulla crescita nell'area dell'euro). La dinamica nel settore delle costruzioni e della ristrutturazione di abitazioni si è rinvigorita, grazie anche al sostegno degli investimenti pubblici. Al netto di notevoli differenze tra i diversi paesi, la dispersione della crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è stata meno eterogenea nel quarto trimestre del 2025 rispetto ai trimestri precedenti. I risultati del quarto trimestre per l'area dell'euro hanno determinato un effetto di trascinamento dello 0,3 per cento sulla crescita annua del 2026.

⁵ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2026*, pubblicate sul sito della BCE il 19 marzo 2026.

Grafico 4

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

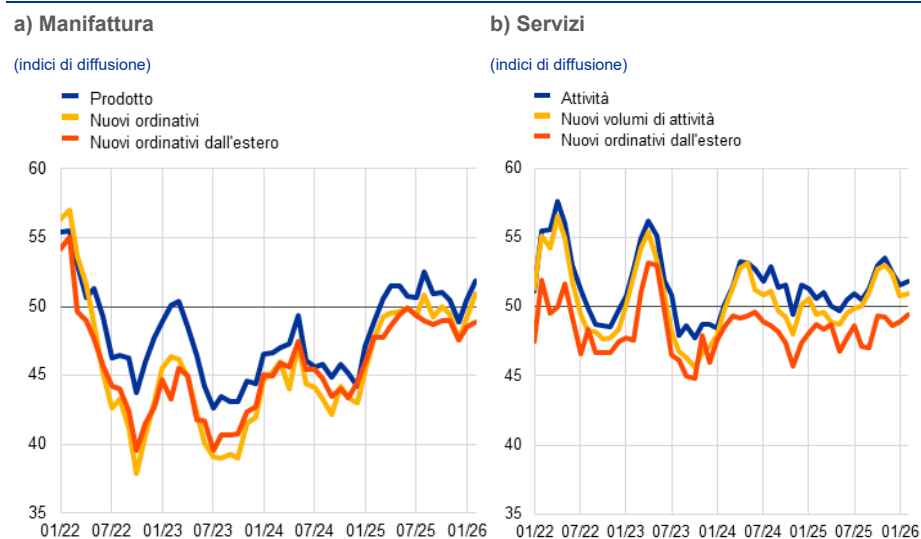
Note: il grafico mostra anche il PIL al netto dei dati relativi all'Irlanda, considerata la loro particolare volatilità. Tuttavia, per le sottocomponenti, la scomposizione del PIL include anche l'Irlanda. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025.

Gli indicatori di breve periodo hanno segnato un'attenuazione tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026.

La produzione industriale al netto delle costruzioni è diminuita sia a dicembre 2025 sia a gennaio 2026, rispettivamente dello 0,6 e dell'1,5 per cento, sul mese precedente. Di conseguenza, il livello della produzione industriale a gennaio 2026 risultava inferiore dell'1,9 per cento rispetto al suo valore medio per il quarto trimestre del 2025. Per contro, gli indicatori desunti dalle indagini si sono mantenuti su livelli più positivi nei primi due mesi del 2026. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto dell'area dell'euro ha segnalato costanti miglioramenti dell'attività manifatturiera a gennaio e a febbraio, in relazione sia al prodotto corrente sia ai nuovi ordinativi, mentre quelli dall'estero hanno continuato a evidenziare una contrazione (cfr. il pannello a) del grafico 5). Il PMI relativo ai servizi ha registrato un'attenuazione nei primi due mesi dell'anno rispetto ai livelli elevati raggiunti alla fine del 2025, mantenendosi tuttavia al di sopra della soglia di 50 (cfr. il pannello b) del grafico 5). Nell'insieme, gli ultimi dati disponibili sono coerenti con una crescita del PIL modesta nel primo trimestre del 2026.

Grafico 5

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2026.

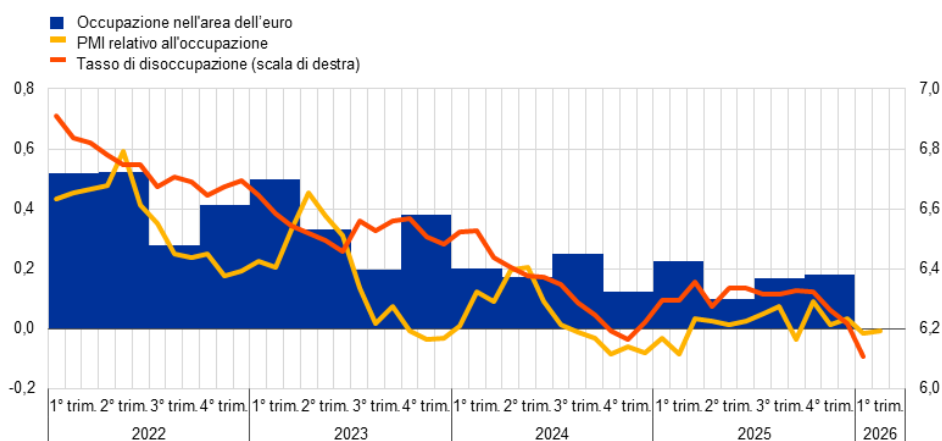
Le condizioni del mercato del lavoro rimangono complessivamente stabili, nonostante la perdurante moderazione della domanda di lavoro.

Nel quarto trimestre del 2025 l'occupazione e le ore lavorate totali sono aumentate rispettivamente dello 0,2 e dello 0,6 per cento (cfr. il grafico 6). L'attuale rallentamento della crescita dell'occupazione riflette in parte la protratta attenuazione della domanda di lavoro, con il tasso di posti vacanti che si è attestato al 2,2 per cento nel quarto trimestre, restando così per il secondo trimestre consecutivo al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, osservati nel quarto trimestre del 2019. Le forze di lavoro hanno continuato a espandersi nel quarto trimestre del 2025, mentre i dati di gennaio indicano una stabilizzazione rispetto al mese precedente. Al contempo, il tasso di disoccupazione a gennaio è sceso al 6,1 per cento, dal 6,2 di dicembre, mantenendosi su livelli bassi nel confronto storico.

Grafico 6

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. La serie relativa al tasso di disoccupazione include ora la Bulgaria; tale variazione ha indotto uno spostamento verso il basso del livello aggregato per l'area dell'euro di circa 0,1 punti percentuali. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025 per l'occupazione, a febbraio 2026 per il PMI relativo all'occupazione e a gennaio 2026 per il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro.

Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro evidenziano una crescita contenuta dell'occupazione nel primo trimestre del 2026. Il PMI composito mensile relativo all'occupazione si è collocato a 49,9 sia a gennaio sia a dicembre, indicando una crescita dell'occupazione sostanzialmente nulla nel primo trimestre dell'anno. Il PMI relativo all'occupazione nel settore dei servizi è sceso a 50,3, dal 51,3 segnato a fine 2025, mentre quello relativo all'occupazione nel settore manifatturiero ha segnato una ripresa, pur rimanendo in territorio negativo: da una media di 48,5 nei primi due mesi dell'anno, ha raggiunto 48,9 a febbraio.

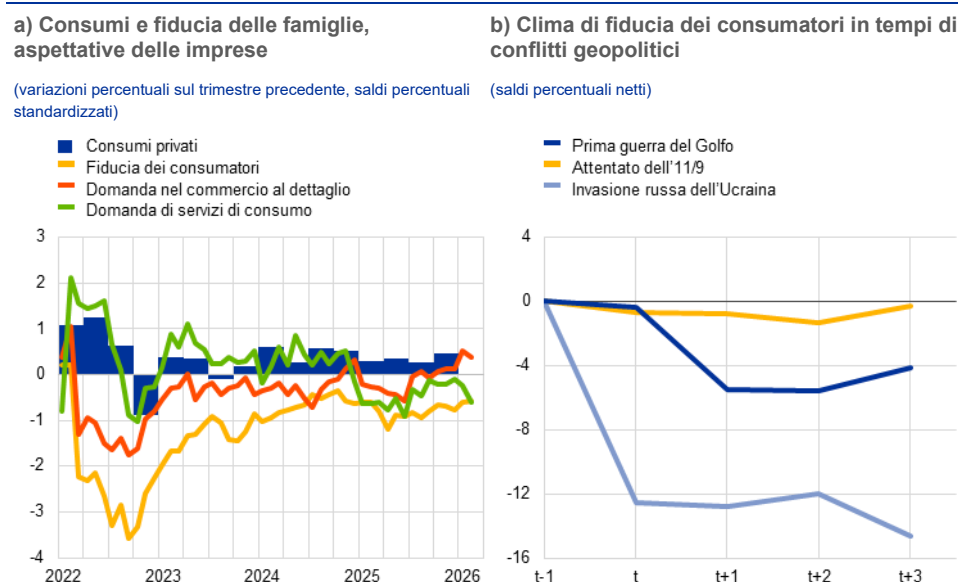
I consumi privati si sono rafforzati nel quarto trimestre del 2025, in un contesto di redditi reali in aumento e disoccupazione ancora prossima ai minimi storici.

Nel quarto trimestre dello scorso anno i consumi privati sono aumentati dello 0,5 per cento sul periodo precedente, in conseguenza di una più modesta crescita, dello 0,2 per cento, nel trimestre precedente (cfr. il pannello a) del grafico 7). A tale espansione hanno contribuito sia la spesa in servizi sia quella in beni. Prima dell'inizio della guerra in Medio Oriente gli indicatori basati sulle indagini segnalavano una dinamica dei consumi sostenuta nel breve periodo, ma il conflitto pone ora rischi al ribasso per le prospettive. I risultati delle indagini rivelano che lo slancio dei consumi privati è proseguito nei primi mesi del 2026, tendenza confermata anche dall'ulteriore miglioramento, a febbraio, dell'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea. Quanto ai servizi ad alto livello di interazione, gli indicatori della domanda attesa elaborati dalla Commissione europea si sono indeboliti per i servizi di ristorazione, mentre si sono rafforzati per quelli di viaggio e, in misura minore, per i servizi di alloggio. In linea con tale andamento, l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) ha evidenziato che le aspettative per gli acquisti

connessi alle vacanze sono rimaste elevate. Guardando al futuro, le prospettive per i consumi privati saranno soggette a significativi fattori avversi derivanti dall'impatto della guerra in Medio Oriente. L'accresciuta incertezza geopolitica potrebbe gravare sul clima di fiducia dei consumatori, come osservato in occasione di precedenti conflitti geopolitici (cfr. il pannello b) del grafico 7). Inoltre, anche i rincari dell'energia potrebbero frenare la crescita del reddito reale e contenere la spesa delle famiglie. Al contempo, la dinamica dei consumi privati dovrebbe continuare a essere sospinta da diversi fattori: gli incrementi del reddito reale accumulati negli ultimi anni, uniti al recente recupero delle perdite di ricchezza in termini reali registrate durante l'impennata dell'inflazione del 2022, dovrebbero contribuire ad ammortizzare l'impatto dello shock energetico sulle famiglie e a sostenere i consumi privati, individuati come principale determinante della crescita nel medio periodo.

Grafico 7

Consumi delle famiglie, aspettative delle imprese e dei consumatori e clima di fiducia dei consumatori in tempi di conflitti geopolitici



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
Note: nel pannello a) le aspettative delle imprese relative alla domanda nel commercio al dettaglio (esclusi gli autoveicoli) e alla domanda di servizi ponderati per i consumi 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 relative ai servizi, ponderati per le quote settoriali dei consumi privati interni desunte dalle tavole di input-output FIGARO per il 2022. La serie relativa alla domanda di servizi di consumo è standardizzata per il periodo dal 2005 al 2019, mentre quelle relative alla domanda nel commercio al dettaglio e al clima di fiducia dei consumatori sono standardizzate per il periodo dal 1999 al 2019. Nel pannello b), "Prima guerra del Golfo" indica gli eventi che hanno avuto inizio il 2 agosto 1990; "Attentato dell'11/9" si riferisce alle vicende che hanno avuto luogo a settembre del 2001 mentre "Invasione russa dell'Ucraina" indica gli eventi a partire dal 24 febbraio 2022. Dato che l'indagine della Commissione europea è condotta nelle prime tre settimane di ciascun mese, le variazioni del clima di fiducia sono calcolate per i tre mesi successivi (da t a t+3) rispetto al mese precedente l'inizio del conflitto (t-1), con l'eccezione dell'"Invasione russa dell'Ucraina" per cui le variazioni sono calcolate rispetto al mese in cui è iniziato il conflitto (t). Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025 per i consumi privati e a febbraio 2026 per tutte le altre variabili.

Gli investimenti delle imprese sono ulteriormente aumentati alla fine del 2025 e la dinamica di fondo è rimasta positiva, benché probabilmente frenata dal conflitto in Medio Oriente. Nel quarto trimestre del 2025 gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (al netto delle attività immateriali in Irlanda, caratterizzate da volatilità) sono aumentati dello 0,4 per cento sul trimestre precedente, determinando una crescita sul periodo corrispondente del 2,2 per cento, considerando l'anno nel suo insieme (cfr. il pannello a) del grafico 8). La crescita nel quarto trimestre è stata

trainata sia da beni immateriali (esclusa la componente irlandese riguardante i prodotti di proprietà intellettuale) sia da beni materiali, questi ultimi favoriti da incrementi nel comparto di macchinari e attrezzature. Con il passaggio al 2026, prima del conflitto in Medio Oriente, una serie di indicatori segnalava una prosecuzione della crescita degli investimenti. I dati preliminari basati sugli annunci degli utili agli investitori fino alla fine di febbraio suggerivano un miglioramento del clima di fiducia sia per gli investimenti sia per gli utili nel primo trimestre. Analogamente, a inizio anno le misure del PMI relativo al prodotto e all'attività hanno segnato una netta ripresa dai cali registrati alla fine del 2025. Anche l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea ha recuperato lentamente, in particolare nel settore dei beni di investimento (materiali), a fronte delle aspettative di un aumento della domanda e di un ulteriore sostegno di bilancio in alcuni paesi. La fiducia è rimasta forte tra i fornitori di attività immateriali, sostenuta dai rapidi progressi dell'IA, che continuano a stimolare gli investimenti digitali (cfr. anche il riquadro 5 e il riquadro 6). In prospettiva, è probabile che l'incertezza torni a incidere sugli investimenti, qualora il conflitto in Medio Oriente persistesse⁶. Tuttavia, in termini prospettici, una solida crescita degli investimenti dovrebbe essere supportata dal miglioramento delle condizioni di finanziamento, dagli ulteriori effetti di attrazione attesi dal programma NGEU, dall'aumento della capacità di difesa che sta caratterizzando molti paesi, nonché dal protrarsi della digitalizzazione e del ciclo degli investimenti trainati dall'IA.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno registrato un significativo incremento nel quarto trimestre del 2025 ed è attesa una loro ulteriore crescita nel breve periodo. Nel quarto trimestre del 2025 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono cresciuti del 2,3 per cento sul periodo precedente (cfr. il pannello b) del grafico 8). Si è trattato di una tendenza generalizzata nei paesi dell'area dell'euro, ma particolarmente vigorosa in Italia, dove i dati più recenti indicano un andamento analogo anche nei trimestri precedenti. Ciò ha comportato una revisione al rialzo della crescita degli investimenti in edilizia residenziale per l'area dell'euro nel suo insieme, a indicare che la recente ripresa è più significativa di quanto stimato in precedenza. Nel contempo, la produzione nelle costruzioni e nei lavori specializzati di costruzione nel quarto trimestre è stata superiore, in media, dello 0,3 per cento rispetto al trimestre precedente. Successivamente, sia l'indicatore della Commissione europea relativo alle recenti tendenze nell'attività nel settore delle costruzioni e in quello delle costruzioni specializzate sia l'indice PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale si sono rafforzati a febbraio, dopo un calo a gennaio. Sebbene a ottobre e novembre le concessioni edilizie residenziali siano lievemente diminuite rispetto al terzo trimestre del 2025, la misura sui tre mesi precedenti, meno volatile, è rimasta positiva, in linea con un'ulteriore ripresa degli investimenti in edilizia residenziale nel breve periodo. Tale valutazione è rafforzata dal miglioramento del clima di fiducia dei consumatori nei confronti del comparto abitativo. L'indagine sulle aspettative dei consumatori segnala una crescente attrattiva delle abitazioni come investimento. Inoltre, secondo l'indagine della Commissione europea presso i consumatori, nel

⁶ Dopo un forte aumento all'inizio dell'anno, a marzo gli indici del clima di fiducia degli investitori Sentix sono diminuiti lievemente, pur rimanendo su livelli coerenti con la crescita, suggerendo che gli investitori, a inizio mese, non si attendevano una lunga durata del conflitto in Medio Oriente.

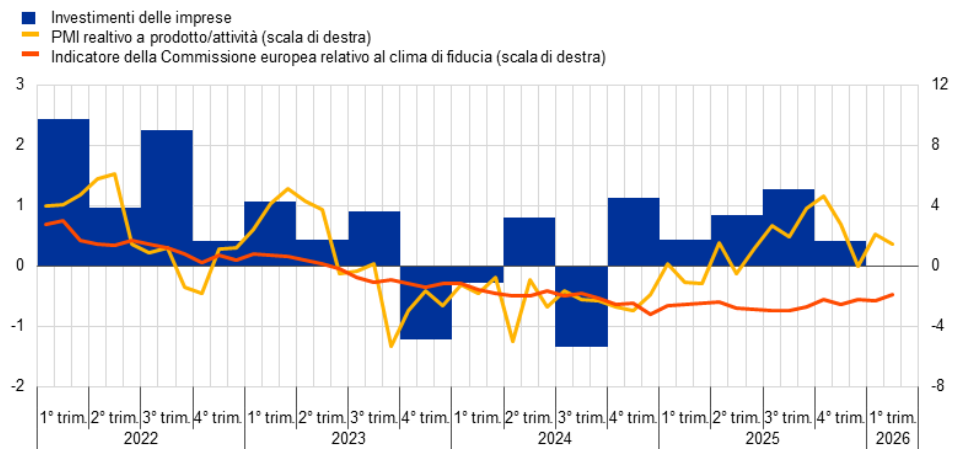
primo trimestre del 2026 si è osservato un miglioramento delle intenzioni delle famiglie sia di acquistare o costruire un'abitazione, sia di effettuare lavori di ristrutturazione. Mentre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale appaiono relativamente meno esposti all'impatto immediato del conflitto in Medio Oriente rispetto ad altre componenti della domanda, i maggiori costi di costruzione e la rinnovata incertezza potrebbero comunque avere un effetto negativo, se lo shock si rivelasse persistente.

Grafico 8

Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini

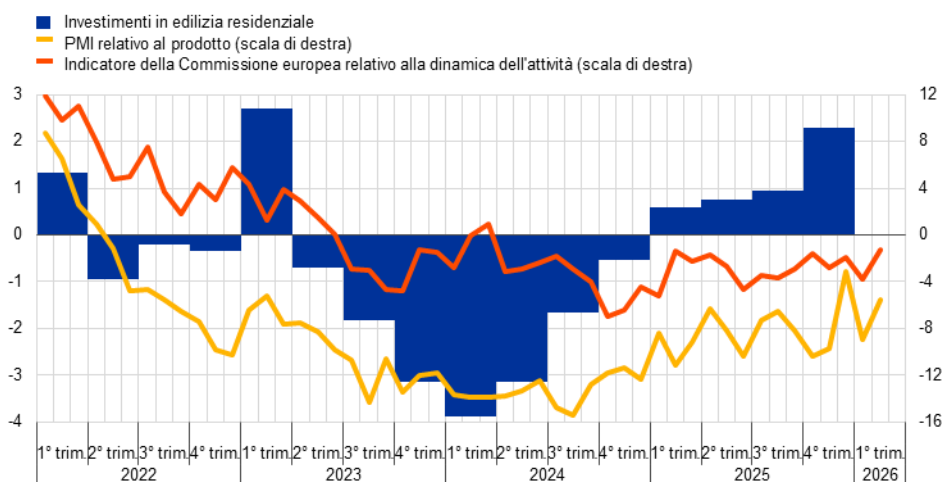
a) Investimenti delle imprese

(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. I PMI sono espressi in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi. Gli indicatori di breve periodo sono medie ponderate dei valori relativi al settore dei beni di investimento (fornitore di beni materiali) e a quello dell'informazione e della comunicazione (principale fornitore di beni immateriali); i pesi sono le quote di beni materiali e immateriali negli investimenti in beni diversi dalle costruzioni nel periodo 2024-2025. Il contributo del settore dell'informazione e della comunicazione è calcolato come media ponderata dei seguenti sottosectori: attività editoriali (NACE J58), attività di programmazione e consulenza informatica (NACE J62) e servizi di informazione (NACE J63) per l'indicatore di fiducia della Commissione europea e solo NACE J62 per l'indicatore PMI relativo a prodotto/attività, a seconda della disponibilità dei dati. L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia è normalizzato per la media del periodo 2015-2019 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, riscalata 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 quarto trimestre del 2025 per gli investimenti e a febbraio 2026 per il PMI relativo al prodotto e gli indicatori della Commissione europea.

I dati statunitensi, il passato apprezzamento dell'euro e la debolezza della domanda a livello mondiale continuano a esercitare un freno sulle esportazioni dell'area dell'euro.

Nel quarto trimestre del 2025 le esportazioni totali dell'area dell'euro sono diminuite dello 0,4 per cento, principalmente a causa del calo moderato delle esportazioni dei beni, pari allo 0,9 per cento, rispetto al trimestre precedente. Ciò riflette un'inversione dell'impennata delle esportazioni farmaceutiche dall'Irlanda agli Stati Uniti, osservata a settembre dello scorso anno. Sono diminuite anche le esportazioni verso la Cina, in un contesto di pressioni concorrenziali nel mercato di questo paese. La guerra in Medio Oriente rischia di causare turbative agli scambi commerciali e ai flussi petroliferi, con potenziali ulteriori ripercussioni negative sull'interscambio dell'area dell'euro. Le importazioni totali hanno registrato una diminuzione modesta, dello 0,2 per cento, nel quarto trimestre del 2025, a seguito di un calo delle importazioni di servizi pari allo 0,6 per cento rispetto al trimestre precedente. Allo stesso tempo, i prezzi all'importazione hanno continuato a ridursi, scendendo del 2,3 per cento a novembre su base annua, di riflesso all'impatto del precedente apprezzamento dell'euro e alle pressioni al ribasso sui prezzi esercitate dalla Cina. In prospettiva, gli indicatori ricavati dalle indagini continuano a segnalare una debolezza dei nuovi ordinativi dall'estero sia per la manifattura sia per i servizi.

La guerra in Medio Oriente grava sui redditi reali e sul clima di fiducia. Ciò ha determinato una revisione al ribasso dei consumi e degli investimenti nello scenario di base delle proiezioni, in particolare per il 2026. L'impatto sarebbe ancora più

pronunciato negli scenari alternativi, caratterizzati da uno shock energetico più grave e prolungato. Per il 2026 gli effetti del conflitto implicano una minore crescita del PIL, riflettendo gli shock relativi ai prezzi dei beni energetici, il clima di fiducia e l'incertezza. Mentre si ipotizza che l'impatto dello shock energetico sia temporaneo, in linea con le aspettative del mercato osservate fino all'11 marzo, data di ultimo aggiornamento, le prospettive continuano a essere supportate dall'ulteriore spesa pubblica destinata alle infrastrutture e alla difesa, dalla solidità dei bilanci nel settore privato e da un mercato del lavoro vigoroso. Secondo le proiezioni, il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali sarebbe pari allo 0,9 per cento nel 2026, all'1,3 nel 2027 e all'1,4 nel 2028. Rispetto alle proiezioni di dicembre, la crescita del PIL è stata rivista al ribasso di 0,3 e 0,1 punti percentuali, rispettivamente, nel 2026 e nel 2027. Dati i livelli molto elevati di incertezza e la circostanza che l'impatto del conflitto dipenderà fortemente dalla sua durata e intensità, lo scenario di base dovrebbe essere interpretato come uno dei diversi risultati plausibili, anziché quello più probabile. Per valutarne i rischi al ribasso, sono stati elaborati alcuni scenari alternativi illustrativi, che riflettono diverse ipotesi sulla durata, l'intensità e la trasmissione economica del conflitto. Secondo l'analisi di scenario, un'interruzione prolungata delle forniture di petrolio e gas comporterebbe una crescita del PIL più bassa rispetto allo scenario di base delle proiezioni.

3 Prezzi e costi

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. È salita all'1,9 per cento a febbraio 2026, dall'1,7 di gennaio, sospinta da un aumento dell'inflazione dei beni energetici e dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX), a fronte di un calo della componente dei beni alimentari⁷. L'inflazione misurata sull'HICPX è salita al 2,4 per cento a febbraio, dal 2,2 di gennaio, sospinta da un aumento dell'inflazione dei beni e dei servizi. Le misure dell'inflazione di fondo hanno subito lievi variazioni negli ultimi mesi e restano coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Il tasso di crescita su base annua del costo del lavoro per dipendente è sceso al 3,7 per cento nel quarto trimestre del 2025, dal 4,0 per cento del trimestre precedente. Ciò porta la crescita del costo del lavoro per dipendente al 3,9 per cento nel 2025, in calo dal 4,5 per cento del 2024.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2026 dagli esperti della BCE prevedono un aumento dell'inflazione complessiva dal 2,1 per cento nel 2025 al 2,6 per cento nel 2026, seguito da un calo al 2,0 per cento nel 2027 e una successiva crescita al 2,1 per cento nel 2028. Rispetto alle proiezioni di dicembre 2025, l'inflazione complessiva è stata rivista al rialzo, di riflesso alle conseguenze della guerra in Medio Oriente. Dati i livelli molto elevati di incertezza e la forte dipendenza delle prospettive di inflazione dalla durata e dall'intensità del conflitto, lo scenario di base è accompagnato da alcuni scenari illustrativi alternativi pubblicati sul sito Internet della BCE assieme alle proiezioni degli esperti⁸.

A febbraio 2026 l'inflazione misurata sullo IAPC è salita all'1,9 per cento, dall'1,7 per cento di gennaio (cfr. il grafico 9). Tale aumento è stato determinato dagli andamenti dell'inflazione dei beni energetici HICPX, a fronte di un calo dell'inflazione dei beni alimentari. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è rimasto negativo, seppur meno, collocandosi al -3,1 per cento a febbraio, rispetto al -4,0 di gennaio, di riflesso a un effetto base al rialzo. A febbraio, l'inflazione dei beni alimentari è scesa lievemente, al 2,5 per cento, dal 2,6 di gennaio. All'interno di tale componente, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati è sceso all'1,8 per cento a febbraio, dal 2,0 di gennaio, compensando un aumento dei prezzi dei beni alimentari non trasformati al 4,6 per cento, dal 4,2 dello stesso periodo. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è salita al 2,4 per cento a febbraio, dal 2,2 per cento di gennaio, di riflesso a un incremento sia dell'inflazione dei beni industriali non energetici (NEIG) sia di quella dei servizi. L'aumento dell'inflazione dei beni industriali non energetici dallo 0,4 per cento di gennaio allo 0,7 di febbraio è derivato principalmente da vestiario, autovetture, gioielli e orologi, computer e altri strumenti di informazione e comunicazione. Nello stesso periodo l'inflazione dei servizi è salita

⁷ I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 18 marzo 2026. Secondo la stima preliminare pubblicata dall'Eurostat il 31 marzo 2026, a marzo 2026 nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi è diminuita al 2,5 per cento.

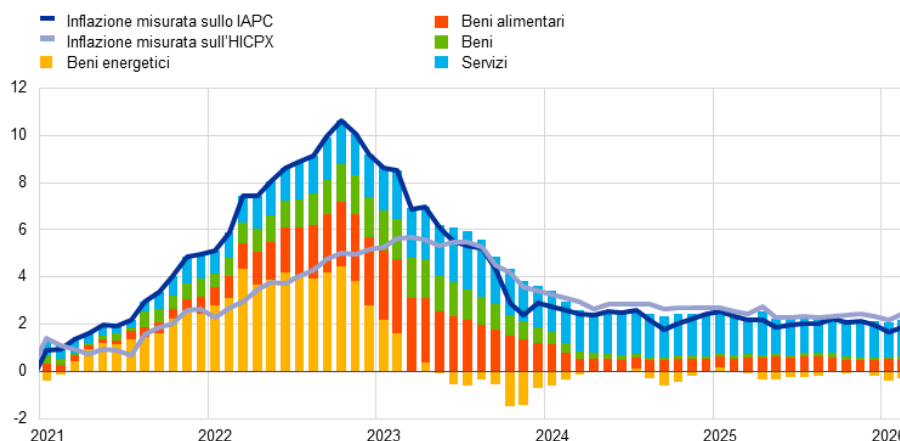
⁸ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2026*, pubblicate sul sito della BCE il 19 marzo 2026.

al 3,4 per cento dal 3,2. L'incremento è stato determinato dalla componente dei servizi ricreativi, in particolare di alloggio, e dai trasporti, ed è stato in parte compensato da tassi lievemente inferiori nei servizi vari e in quelli abitativi.

Grafico 9

Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Beni" si riferisce ai beni industriali non energetici. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2026.

La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo sono aumentate lievemente a febbraio (cfr. il grafico 10)⁹.

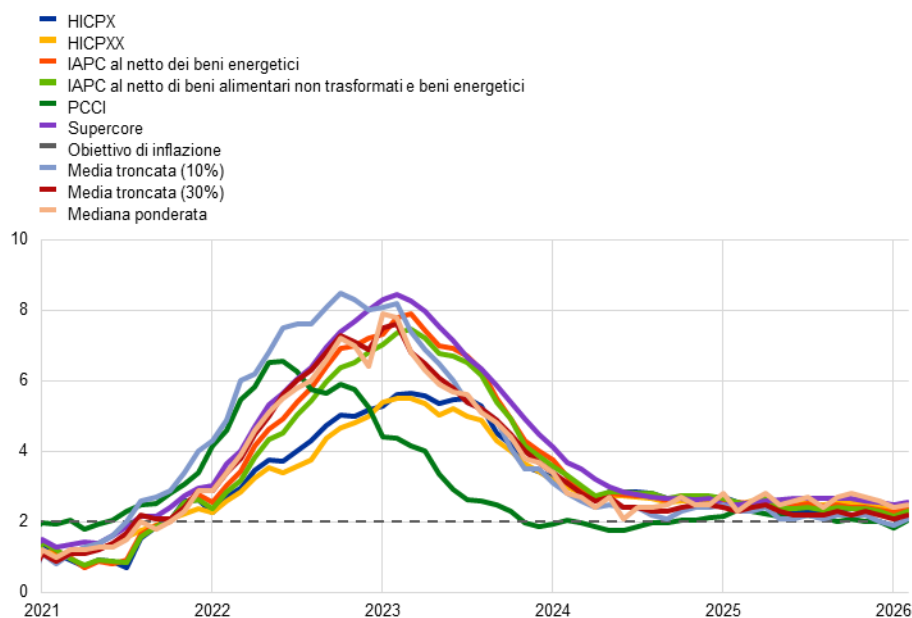
Nell'ambito di tali misure, solo quella relativa allo IAPC al netto dei beni alimentari, energetici, e delle voci legate ai viaggi e all'abbigliamento è rimasta invariata. Fattori temporanei, come le Olimpiadi, potrebbero aver influenzato alcune misure. Tutte quelle basate sui modelli hanno registrato un aumento. La componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component, PCCI) è salita al 2,1 per cento a febbraio, dall'1,8 di gennaio. Contemporaneamente, l'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è salito al 2,6 per cento, dal 2,5.

⁹ I risultati degli indicatori dell'inflazione di fondo si basano ora sulla versione 2 della classificazione europea dei consumi individuali secondo la funzione (European Classification of Individual Consumption According to Purpose, ECOICOP 2), che comprende pesi storici rivisti, con l'aggiunta dei giochi d'azzardo come nuova voce tra i prodotti inclusi nello IAPC. Tali cambiamenti metodologici comportano una parziale perdita di comparabilità con i risultati precedenti, anche se ci si attende che ciò si applichi in misura solo limitata per i principali aggregati. Per maggiori dettagli, cfr. Eurostat, [Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) effective January 2026](#), Commissione europea, Lussemburgo, 25 febbraio 2026. Anche la metodologia per la compilazione dell'indicatore Supercore è stata affinata.

Grafico 10

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea grigia tratteggiata 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 energetiche, alimentari e delle voci relative a viaggi, abbigliamento e calzature. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2026.

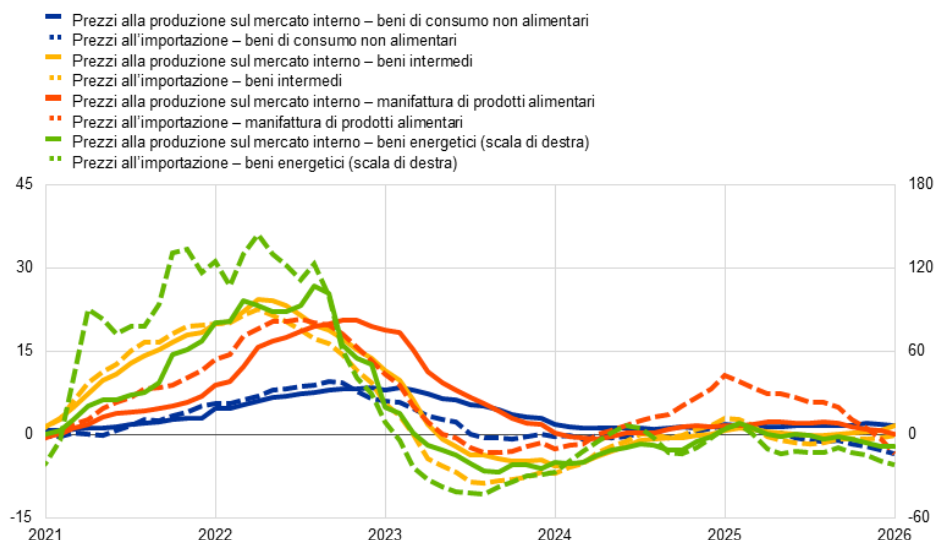
Prima dell'aggravarsi del conflitto in Medio Oriente, le misure delle pressioni inflazionistiche segnalavano un allentamento delle stesse negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi (cfr. il grafico 11).

Agli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni energetici è scesa ulteriormente in territorio negativo, portandosi a -8,9 per cento a gennaio 2026, dal -8,4 per cento di dicembre 2025. Tuttavia, le pressioni sui beni intermedi rimangono elevate, a causa degli aumenti dei prezzi alla produzione interni e dei prezzi all'importazione. Nel complesso, agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, le pressioni inflazionistiche sui beni di consumo hanno segnalato un allentamento, con un calo sia dell'inflazione dei prezzi all'importazione (-3,6 per cento) sia di quella dei prezzi alla produzione interni per i beni di consumo non alimentari (1,6 per cento). Contemporaneamente, anche i prezzi alla produzione dei beni alimentari processati sono diminuiti (0,6 per cento) e quelli all'importazione dei beni alimentari processati hanno continuato a scendere, in calo rispetto al picco del 10,6 per cento di gennaio 2025, al -3,6 per cento di un anno dopo. Tali dinamiche riflettono il passato apprezzamento dell'euro e, probabilmente, la maggiore attenzione della Cina verso l'area dell'euro quale mercato di esportazione. Questi dati precedono il recente scoppio della guerra in Medio Oriente. Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici e alimentari, in particolare, nonché più in generale le pressioni inflazionistiche, sono pertanto oggetto di un attento monitoraggio.

Grafico 11

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2026.

Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono aumentate nel quarto trimestre del 2025, collocandosi al 2,5 per cento, dal 2,4 del trimestre precedente (cfr. il grafico 12). Ciò riflette

un aumento del contributo dei profitti per unità di prodotto (da 0,3 a 0,5 punti percentuali), mentre i contributi del costo del lavoro per unità di prodotto e delle imposte nette per unità di prodotto sono rimasti invariati. In termini di tasso di crescita, mentre quello sui dodici mesi dei profitti per unità di prodotto è aumentato marcatamente, quello del costo del lavoro per unità di prodotto è diminuito marginalmente. Tale flessione è stata determinata da un calo del tasso di crescita del costo del lavoro per dipendente (dal 4,0 al 3,7 per cento), parzialmente compensato da un calo della crescita della produttività del lavoro (dallo 0,8 allo 0,6 per cento). Il calo del tasso di crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per dipendente ha rispecchiato un calo del contributo della componente eccedente i minimi contrattuali, scesa a 0,4 punti percentuali nel quarto trimestre del 2025 da 1,9 punti percentuali nel terzo trimestre, compensando in parte un aumento della crescita delle retribuzioni contrattuali, passata dall'1,9 al 3,0 per cento nel medesimo periodo. In prospettiva, l'indice salariale della BCE, aggiornato in base ai dati sugli accordi salariali negoziati fino alla fine di febbraio 2026 si è collocato al 2,6 per cento (stima rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali rispetto al precedente esercizio relativo all'indice salariale). Ciò suggerisce che le pressioni sulla crescita delle retribuzioni contrattuali si attenueranno nella prima metà del 2026 e si stabilizzeranno su livelli inferiori nel corso dell'anno¹⁰. Le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2026 dagli esperti della BCE prevedono un rallentamento del tasso di crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per dipendente da una media del 3,9 per cento nel 2025 al 3,1 per cento nel quarto

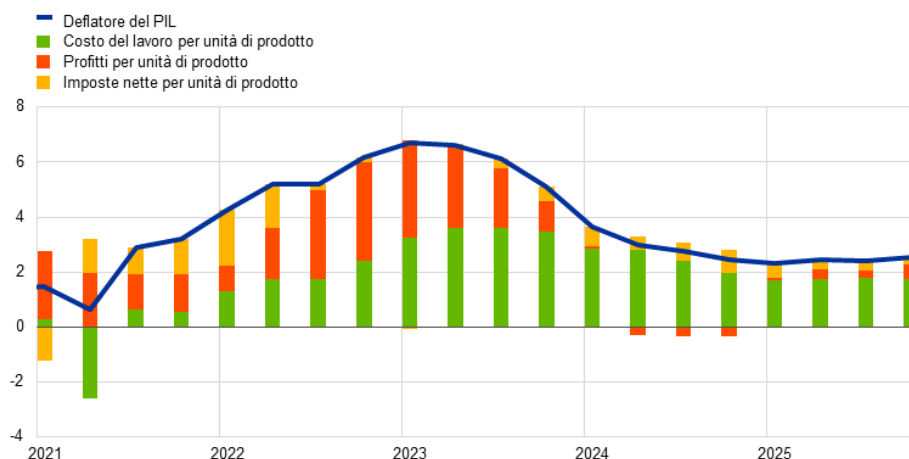
¹⁰ Per ulteriori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BCE [New data release: ECB wage tracker continues to suggest negotiated wage pressures easing in 2026](#) del 23 marzo 2026.

trimestre del 2026, per poi mantenersi sostanzialmente attorno a tale livello nel 2027 e nel 2028.

Grafico 12

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 quarto trimestre del 2025.

Nel periodo in esame, compreso tra il 18 dicembre 2025 e il 18 marzo 2026, le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati (cfr. il pannello a) del grafico 13) hanno registrato un'impennata per effetto dell'aumento dei prezzi dell'energia legato alla guerra in Medio Oriente, mentre le aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste saldamente ancorate al 2 per cento. Dopo un prolungato periodo di bassa volatilità, le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati sono aumentate in misura notevole a causa dei rincari dei beni energetici conseguenti allo scoppio della guerra in Medio Oriente. Un fattore chiave alla base del riprezzamento è stata l'incertezza circa la portata e la durata del conflitto. Alla fine del periodo in esame, il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte di un anno ha raggiunto il 2,1 per cento, ossia un valore più elevato di circa 40 punti base rispetto all'inizio del periodo. Per le scadenze a medio e a lungo termine, le variazioni della compensazione dell'inflazione sono state più contenute. In particolare, il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è aumentato di circa 10 punti base per effetto di variazioni sia nei premi per il rischio di inflazione sia nelle aspettative. Tuttavia, una volta corretta per i premi per il rischio di inflazione, la misura delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavata dai mercati è rimasta saldamente ancorata al 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo di medio termine del Consiglio direttivo. Sia nell'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il primo trimestre del 2026, sia nell'edizione di marzo 2026 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA), la media e la mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono mantenute sul 2 per cento.

A febbraio 2026 le percezioni dei consumatori riguardo all'inflazione passata, nonché le loro aspettative di inflazione a breve e medio termine, sono rimaste stabili o sono diminuite (cfr. il pannello b) del grafico 13). La raccolta dei dati dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectation Survey, CES) si è conclusa il 2 marzo; tuttavia, solo il 3,5 per cento delle risposte è stato ricevuto dopo l'inizio del conflitto in Medio Oriente, il 28 febbraio. Secondo l'indagine CES di febbraio 2026, il tasso mediano dell'inflazione percepita nei dodici mesi precedenti si è mantenuto stabile al 3,0 per cento¹¹. Le aspettative mediane di inflazione per i dodici mesi successivi e a tre anni sono entrambe diminuite al 2,5 per cento, dal 2,6 di gennaio, mentre quelle a cinque anni sono rimaste invariate, al 2,3 per cento.

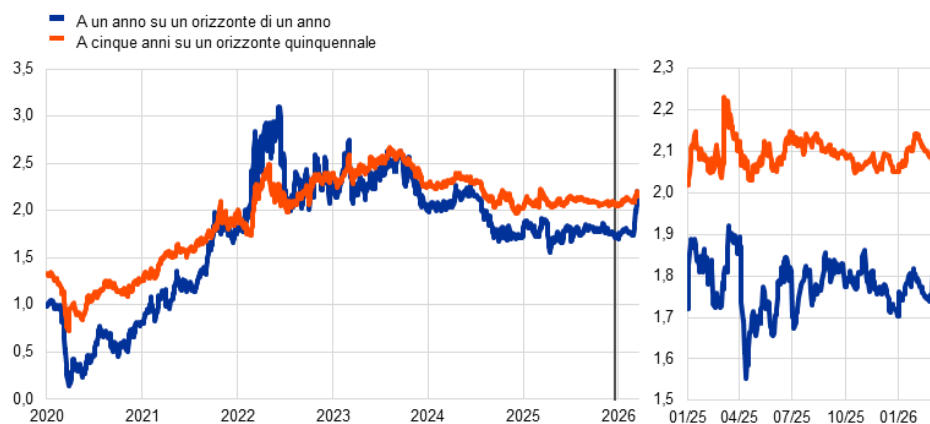
¹¹ La raccolta dei dati per l'indagine sulle aspettative dei consumatori di febbraio 2026 si è conclusa il 2 marzo 2026.

Grafico 13

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

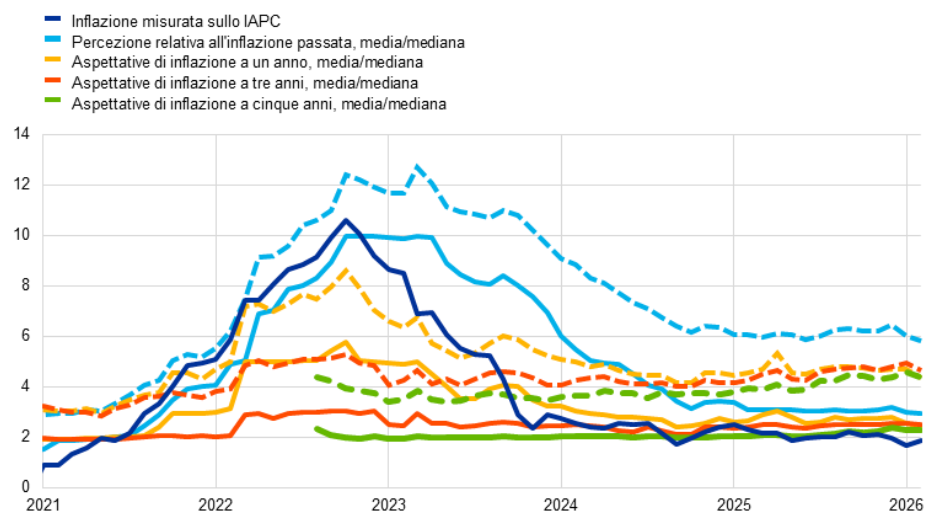
a) Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



b) Inflazione complessiva 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 (18 dicembre 2025). Nel pannello b) le linee tratteggiate indicano il tasso medio e le linee continue quello mediano. Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 marzo 2026 per il pannello a) e a febbraio 2026 per il pannello b).

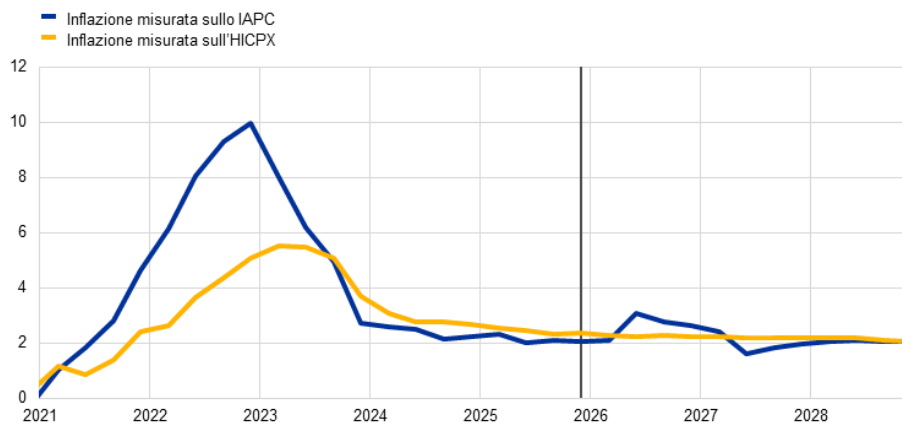
Le proiezioni di marzo 2026 prevedono un aumento dell'inflazione complessiva dal 2,1 per cento del 2025 al 2,6 per cento nel 2026 e un calo al 2,0 per cento nel 2027, per poi risalire nuovamente al 2,1 per cento nel 2028 (cfr. il grafico 14). Il profilo a breve termine è influenzato dal recente inasprimento della guerra in Medio Oriente, che ha spinto al rialzo i prezzi dell'energia. Di conseguenza, l'inflazione complessiva dovrebbe seguire l'impennata dell'inflazione dei beni energetici della prima metà del 2026 e salire dal 2,1 per cento nel primo trimestre dell'anno al 3,1 per cento nel secondo, per poi rallentare al 2,7 per cento nella seconda metà dell'anno. Il tasso medio più elevato previsto per il 2026 è legato

all'impennata della componente energetica e a un aumento dell'inflazione dei beni alimentari nel prosieguo dell'anno, dovuto alle crescenti pressioni inflazionistiche derivanti dai prezzi dell'energia e dai costi di altri input. L'inflazione misurata sull'HICPX dovrebbe stabilizzarsi attorno al 2,3 per cento, in un contesto in cui gli effetti indiretti esercitati dalla componente energetica dovrebbero essere limitati. Il calo dell'inflazione complessiva nel 2027 riflette principalmente effetti base al ribasso e il calo dei prezzi dei beni energetici. Il tasso calcolato sull'HICPX dovrebbe far registrare una lieve moderazione, mentre l'inflazione dei beni alimentari aumenterebbe ulteriormente. L'inflazione complessiva dovrebbe poi aumentare nel 2028, principalmente per effetto di un significativo rialzo dell'inflazione dei beni energetici, determinato dalle misure di bilancio legate alla transizione climatica e, in particolare, all'introduzione del sistema ETS2. Da un confronto con le proiezioni dello scorso dicembre emerge che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è stata rivista verso l'alto di 0,7 punti percentuali per il 2026, principalmente a causa degli andamenti dei prezzi dell'energia, con correzioni al rialzo molto più contenute per il 2027 e il 2028, riconducibili alle componenti non energetiche. Per il 2027 e il 2028 la correzione al rialzo dell'inflazione complessiva rispecchia la trasmissione ritardata delle maggiori pressioni sui costi derivanti dai rincari dell'energia all'HICPX e alla componente dei beni alimentari. L'inflazione misurata sull'HICPX si manterrebbe lievemente più persistente, ma dovrebbe comunque moderarsi di 0,1 punti percentuali in ciascun anno dell'orizzonte di proiezione, scendendo dal 2,4 per cento del 2025 al 2,1 per cento nel 2028. Le revisioni verso l'alto dell'inflazione dei beni alimentari e del tasso misurato sull'HICPX riflettono in parte una limitata correzione al rialzo basata sul giudizio degli esperti per rilevare i maggiori effetti di trasmissione derivanti dall'aumento dei prezzi dei beni energetici, che potrebbero essere lievemente sottostimati dagli strumenti di modellizzazione standard nel contesto di forti shock sui prezzi dell'energia. Dati i livelli molto elevati di incertezza e la forte dipendenza dalla durata e dall'intensità del conflitto, lo scenario di base dovrebbe essere interpretato come uno dei diversi risultati plausibili, anziché come il più probabile. Per valutare i rischi nello scenario di base, sono stati elaborati alcuni scenari illustrativi alternativi che riflettono diverse ipotesi sulla durata, l'intensità e la trasmissione economica del conflitto. L'analisi degli scenari evidenzia che una prolungata interruzione dell'offerta di energia, unitamente a più marcati effetti di secondo impatto, potrebbe determinare pressioni inflazionistiche più persistenti nel medio periodo.

Grafico 14

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2026*.

Note: la linea verticale grigia indica l'ultimo trimestre prima dell'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025 per i dati effettivi e al quarto trimestre del 2028 per le proiezioni. Le proiezioni di marzo 2026 sono state finalizzate il 13 marzo 2026 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è l'11 marzo 2026. Le serie storiche e i dati relativi alle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX sono registrati con frequenza trimestrale.

Verso la fine del periodo in esame, compreso tra il 18 dicembre 2025 e il 18 marzo 2026, i mercati finanziari dell'area dell'euro hanno registrato una ridefinizione brusca e volatile dei prezzi, innescata dall'inizio della guerra in Medio Oriente alla fine di febbraio. Tale ridefinizione dei prezzi è stata caratterizzata da un'impennata di quelli dell'energia e da un'ondata di vendite sui mercati azionari, oltre che da un maggiore adeguamento dell'inflazione e da aspettative di tassi di interesse in aumento.

L'incertezza circa l'ampiezza e la durata del conflitto è stata un fattore fondamentale alla base degli andamenti recenti e futuri dei mercati. Alla fine del periodo in esame la curva a termine del tasso €STR (euro short-term rate) privo di rischio incorporava circa 50 punti base di rialzi cumulati dei tassi di interesse nell'area dell'euro entro la fine del 2026. I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono saliti e i differenziali di rendimento sono aumentati, nel contesto di un'accresciuta avversione al rischio; la dispersione dei rendimenti tra i paesi dell'area dell'euro è tuttavia rimasta contenuta. Benché le azioni dell'area abbiano complessivamente mostrato una buona tenuta, nei settori fortemente dipendenti dall'energia le vendite seguite all'inizio della guerra sono state particolarmente pronunciate. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie sono saliti in risposta all'incertezza legata alla guerra. Sui mercati dei cambi l'euro si è deprezzato sia nei confronti del dollaro statunitense (-1,9 per cento) sia su base ponderata per l'interscambio (-1,6 per cento), in parte per effetto degli shock alle ragioni di scambio indotti dall'energia e provocati dalla guerra in Medio Oriente.

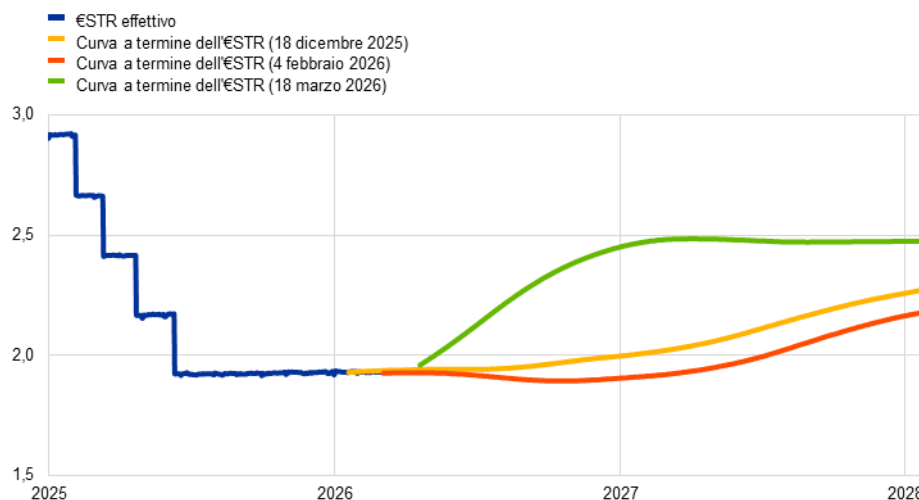
Nel periodo in esame i tassi a breve e lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati, in un contesto di accresciuta volatilità dovuta all'inizio della guerra in Medio Oriente (cfr. il grafico 15).

Al termine del periodo in esame il tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si è collocato all'1,93 per cento, in seguito alle decisioni di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, adottate dal Consiglio direttivo nelle riunioni di dicembre 2025 e febbraio 2026. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 91 miliardi di euro, raggiungendo 2.379 miliardi, principalmente per effetto della costante riduzione dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria. Pur essendo inizialmente diminuiti tra le riunioni del Consiglio direttivo di dicembre e febbraio, i tassi a termine sulle scadenze di breve periodo sono in seguito risaliti a causa delle accresciute tensioni geopolitiche e dei rincari dell'energia a livello mondiale, più che riassorbendo il precedente calo. L'escalation del conflitto in Medio Oriente ha innescato una brusca revisione delle aspettative sui tassi di riferimento nel breve periodo. L'ultima curva a termine dell'€STR incorpora rialzi cumulati dei tassi di interesse per 50 punti base entro la fine dell'anno. Guardando oltre il 2027 persiste lo spostamento verso l'alto della curva a termine dell'€STR, in un contesto caratterizzato da un elevato livello di incertezza sulla durata del conflitto e dalla volatilità del mercato dell'energia. Nel complesso del periodo in esame il tasso nominale degli overnight index swap (OIS) a dieci anni è salito di circa 10 punti base, portandosi al 2,8 per cento.

Grafico 15

Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

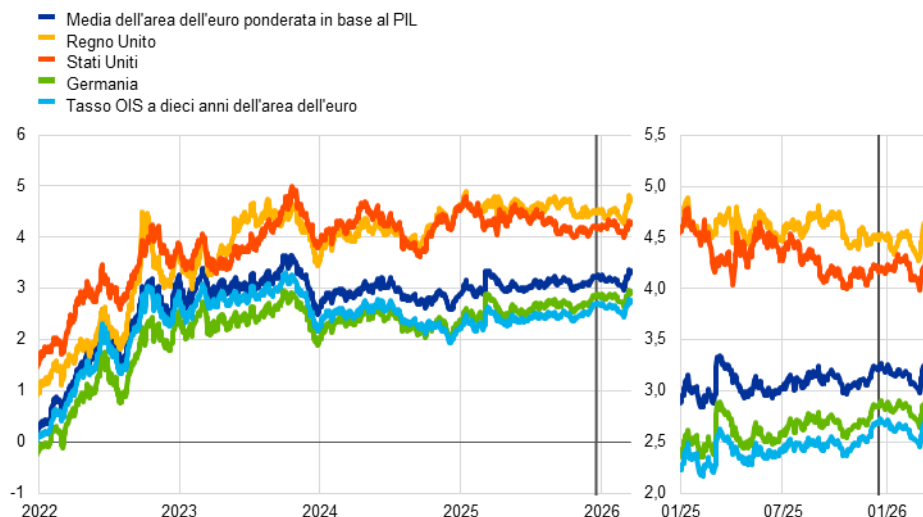
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono saliti e i differenziali di rendimento sono in certa misura aumentati, a seguito della maggiore avversione al rischio osservata verso la fine del periodo in esame (cfr. i grafici 16 e 17). Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è cresciuto di circa 15 punti base, chiudendo il periodo in rassegna intorno al 3,3 per cento. Nella parte precedente del periodo i rendimenti di tali titoli avevano sostanzialmente ricalcato l'andamento del tasso OIS privo di rischio (cfr. il grafico 17). Dopo l'inizio della guerra in Medio Oriente i differenziali rispetto al tasso privo di rischio sono aumentati in gran parte dei paesi dell'area dell'euro, ma si sono lievemente ridotti in Germania, paese che ha beneficiato dei flussi di investimento verso attività sicure. Tuttavia, la dispersione dei rendimenti dei titoli di Stato, misurata dalla deviazione standard cross-section, è rimasta prossima ai livelli relativamente contenuti osservati prima della crisi finanziaria mondiale. Negli Stati Uniti il rendimento dei titoli del Tesoro decennali è aumentato di circa 15 punti base, collocandosi al 4,3 per cento alla fine del periodo in esame, in linea con la più ampia ridefinizione dei prezzi che ha interessato a livello mondiale i titoli di Stato per effetto delle accresciute tensioni geopolitiche.

Grafico 16

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



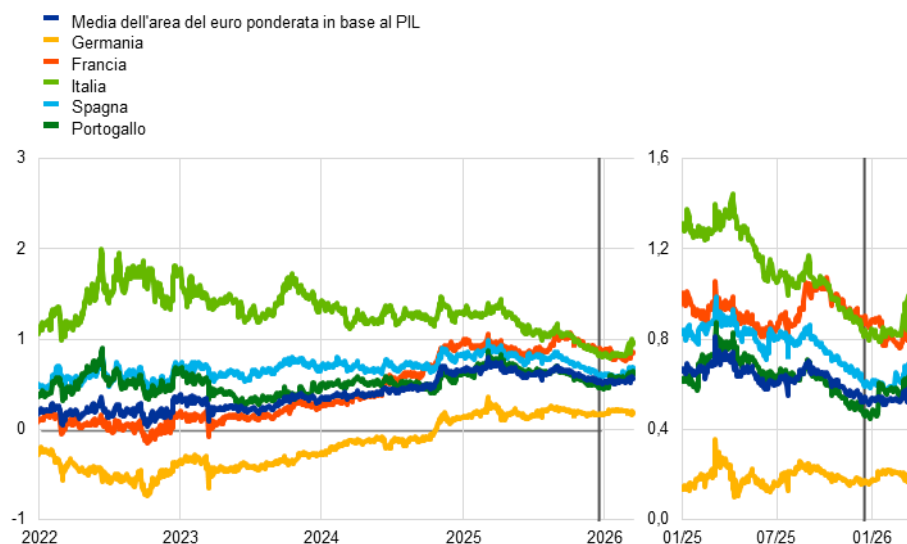
Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (18 dicembre 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 18 marzo 2026.

Grafico 17

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

(punti percentuali)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (18 dicembre 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 18 marzo 2026.

La crescente avversione al rischio seguita all'inizio della guerra ha provocato una consistente ondata di vendite dei titoli azionari dell'area dell'euro, che ha in larga misura controbilanciato i notevoli incrementi registrati in precedenza nel periodo in esame (cfr. il grafico 18). Gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro hanno complessivamente evidenziato una buona tenuta; in particolare

l'indice relativo alle società non finanziarie (SNF) ha subito un aumento pari allo 0,8 per cento. Le azioni bancarie, per contro, hanno evidenziato un calo del 5,2 per cento, in un contesto di appiattimento della curva dei rendimenti. Negli Stati Uniti l'indice generale del mercato azionario è sceso del 2,3 per cento: gli indici relativi alle SNF e alle banche hanno subito flessioni pari, rispettivamente, all'1,6 e al 9,6 per cento. Nella parte iniziale del periodo in esame, i timori di sopravvalutazioni delle società statunitensi operanti nel settore dell'intelligenza artificiale hanno indebolito la tendenza del mercato azionario statunitense e di quello dell'area dell'euro a muoversi in sincronia, facendo registrare alle azioni dell'area risultati migliori rispetto a quelle degli Stati Uniti. L'inizio della guerra in Medio Oriente ha innescato un aumento della volatilità dei mercati e un peggioramento del clima di fiducia, determinando un'ondata di vendite su entrambe le sponde dell'Atlantico. I titoli azionari dell'area dell'euro, data la maggiore dipendenza di questa dalle importazioni di beni energetici, hanno subito conseguenze più marcate rispetto ai corrispondenti titoli statunitensi.

Grafico 18

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

(indice: 2 gennaio 2020 = 100)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (18 dicembre 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 18 marzo 2026.

Nei mercati delle obbligazioni societarie i differenziali sulle obbligazioni di qualità elevata (investment grade) e ad alto rendimento (high yield) dell'area dell'euro sono rimasti contenuti nella prima parte del periodo in esame, per poi aumentare in certa misura dopo l'inizio della guerra in Medio Oriente.

La propensione al rischio è rimasta nel complesso robusta, sebbene sia peggiorata dopo l'inizio del conflitto, contribuendo all'aumento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie verso la fine del periodo in esame. Tale espansione è stata più marcata nel segmento ad alto rendimento dell'area dell'euro, nel quale i differenziali sono aumentati di circa 30 punti base. Allo stesso tempo, i differenziali sulle obbligazioni di qualità elevata sono cresciuti di circa 10 punti base sia per le SNF sia per le società finanziarie.

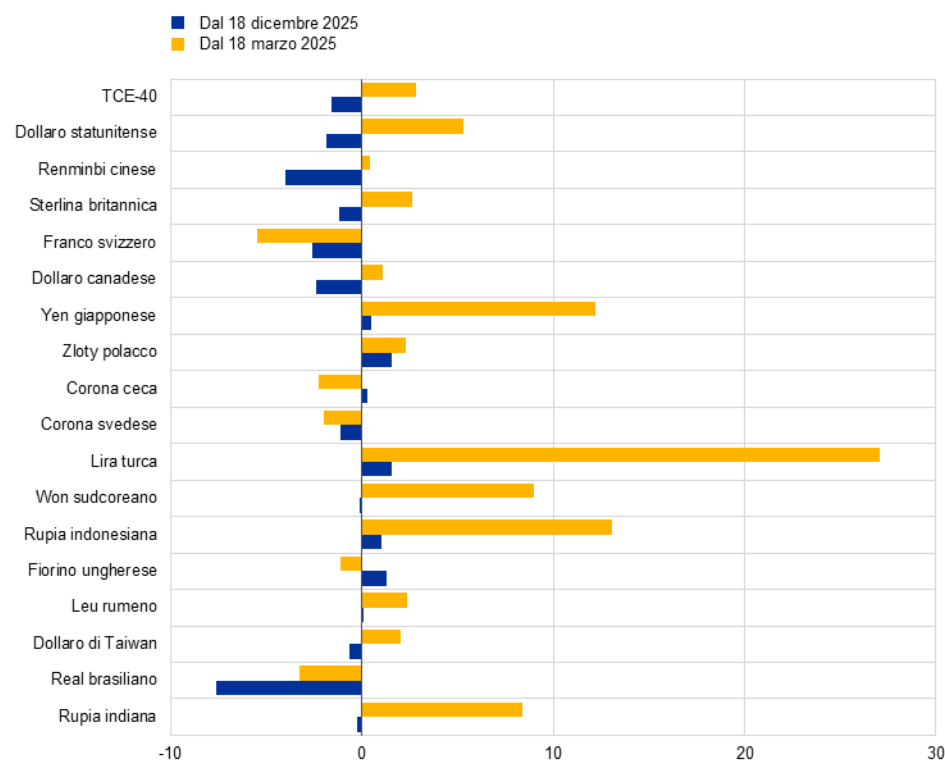
Sui mercati dei cambi l'euro si è deprezzato sia nei confronti del dollaro statunitense sia su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 19).

Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 40 più importanti partner commerciali dell'area, è sceso dell'1,6 per cento. Il calo ha rispecchiato un indebolimento della moneta unica nei confronti delle valute di molti dei principali partner commerciali dell'area. In particolare, l'euro si è deprezzato sul dollaro statunitense (-1,9 per cento), scendendo a 1,15 dollari per euro. L'euro si era inizialmente rafforzato a gennaio 2026, ma si è in seguito indebolito a causa dell'apprezzamento generalizzato del dollaro statunitense nel contesto delle accresciute tensioni geopolitiche e delle preoccupazioni legate all'energia innescate dalla guerra in Medio Oriente. L'euro si è inoltre deprezzato nei confronti del renminbi cinese (-4,0 per cento), gradualmente rafforzatosi durante tutto il periodo in esame, e ha in parte riassorbito i precedenti apprezzamenti registrati su tale valuta agli inizi del 2025. Analogamente, l'euro ha perso terreno nei confronti della sterlina britannica (-1,2 per cento), del franco svizzero (-2,6 per cento) e del real brasiliano (-7,6 per cento), di riflesso alla crescente incertezza derivante dalla guerra in Medio Oriente. Per contro, è rimasto sostanzialmente stabile sullo yen giapponese (+0,5 per cento) e si è apprezzato sullo zloty polacco (+1,6 per cento) e sulla lira turca (+1,5 per cento).

Grafico 19

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-40 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 40 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 18 marzo 2026.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

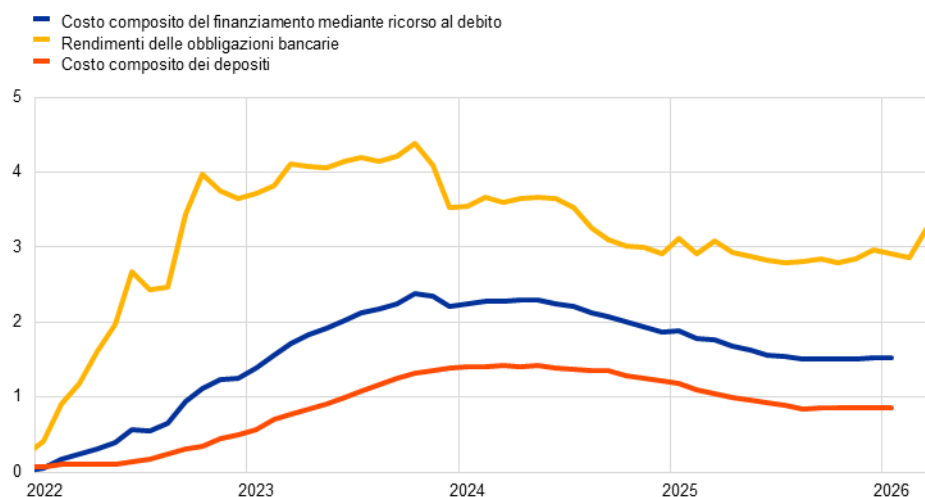
Le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie sono rimaste sostanzialmente stabili fino a gennaio 2026, ma hanno segnato un inasprimento a partire dall'ultima riunione del Consiglio direttivo in seguito allo scoppio della guerra in Medio Oriente. A gennaio i tassi sui prestiti bancari alle imprese sono rimasti al 3,6 per cento, mentre il tasso di interesse medio sui nuovi mutui ipotecari è salito al 3,4 per cento. La crescita dei prestiti alle imprese si è lievemente ridotta, mentre quella dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile. La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è aumentata, collocandosi al 3,3 per cento. Nel periodo in esame, compreso tra il 18 dicembre 2025 e il 18 marzo 2026, il costo del finanziamento delle società non finanziarie tramite emissione di titoli di debito sul mercato e mediante capitale di rischio è aumentato, analogamente ai rendimenti delle obbligazioni bancarie.

I costi della provvista bancaria sono rimasti sostanzialmente stabili fino a gennaio 2026, ma i rendimenti delle obbligazioni bancarie hanno subito una brusca ridefinizione dei prezzi agli inizi di marzo. A gennaio il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro si è collocato all'1,5 per cento, mantenendosi invariato a questo livello da luglio 2025 (cfr. il grafico 20). I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono rimasti stabili a gennaio, dopo aver oscillato intorno al 3 per cento dagli inizi del 2025. Tuttavia, i dati preliminari disponibili fino al 18 marzo 2026 indicano che essi hanno subito un brusco aumento (di circa 40 punti base) in seguito allo scoppio della guerra in Medio Oriente il 28 febbraio, e potrebbero continuare a esercitare pressioni al rialzo sui costi della provvista bancaria. Anche il tasso composito sui depositi è rimasto stabile, allo 0,9 per cento, a gennaio. I tassi di interesse sui depositi a vista, sui depositi rimborsabili con preavviso e i tassi interbancari hanno subito variazioni minime, mentre quelli sui depositi a termine per le imprese sono lievemente diminuiti.

Grafico 20

Costi compositi della provvista bancaria nell'area dell'euro

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito è calcolato come media dei costi per le banche delle nuove operazioni per depositi a vista, depositi rimborsabili con preavviso, depositi a termine, obbligazioni e prestiti interbancari, ponderata per i rispettivi importi in essere. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2026 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito e per il costo composito dei depositi, e al 18 marzo 2026 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

A gennaio i tassi sui prestiti bancari alle imprese sono rimasti stabili, mentre quelli alle famiglie hanno segnato un lieve incremento (cfr. il grafico 21).

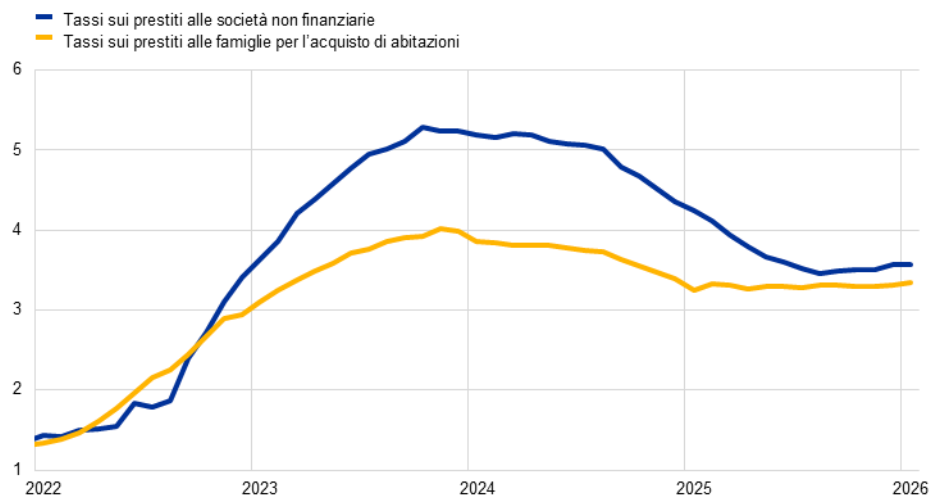
Il costo dei prestiti bancari alle società non finanziarie è rimasto invariato al 3,6 per cento a gennaio, circa 1,7 punti percentuali al di sotto del picco di ottobre 2023.

Per quanto riguarda i periodi di determinazione dei tassi, l'andamento osservato non è stato uniforme: i tassi sui prestiti a breve termine (fino a un anno) sono lievemente diminuiti, mentre quelli sui prestiti con periodo di determinazione iniziale intermedio (superiore a un anno e inferiore a cinque anni) sono aumentati in misura marginale. Il differenziale tra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese è rimasto invariato e su livelli prossimi ai minimi storici. A gennaio il costo dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è lievemente aumentato, al 3,4 per cento, dal 3,3 di dicembre, collocandosi circa 70 punti base al di sotto del picco di novembre 2023. Per i diversi periodi di determinazione dei tassi, tale andamento è stato determinato dai tassi sui mutui ipotecari a più lungo termine (durata superiore a cinque anni), mentre i tassi sui mutui ipotecari a breve termine (durata inferiore a un anno) hanno segnato un lieve calo.

Grafico 21

Tassi compositi sui prestiti bancari alle imprese e alle famiglie nell'area dell'euro

(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 gennaio 2026.

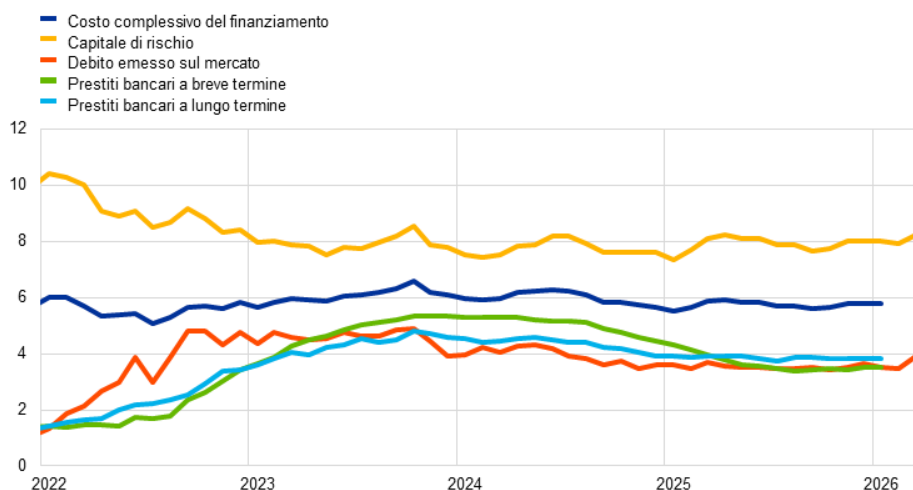
Nel periodo di riferimento, compreso tra il 18 dicembre 2025 e il 18 marzo 2026, è aumentato il costo del finanziamento sia mediante ricorso al mercato sia mediante capitale di rischio. A gennaio il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, è rimasto stabile, per il terzo mese consecutivo, al 5,8 per cento (cfr. il grafico 22)¹². Il costo più contenuto del debito emesso sul mercato è stato compensato da un lieve aumento del costo dei prestiti bancari a lungo termine, mentre tutte le altre componenti sono rimaste sostanzialmente invariate. Tuttavia, i dati giornalieri per il periodo compreso tra il 18 dicembre 2025 e il 18 marzo 2026 mostrano un aumento del costo del finanziamento sia mediante emissione di debito sul mercato sia mediante capitale di rischio. Ciò riflette un ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie, in particolare nel segmento ad alto rendimento (high yield), e un incremento del premio per il rischio azionario. Anche i tassi privi di rischio sono aumentati su tutte le scadenze, in particolare nel segmento a breve termine, in presenza di una significativa volatilità all'interno del periodo.

¹² A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie sono disponibili solo fino a gennaio 2026.

Grafico 22

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 si basa su dati mensili ed è calcolato come media dei costi dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili) e dei costi del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), ponderata sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 18 marzo 2026 per il costo del debito mediante ricorso al mercato e per quello del capitale di rischio (dati giornalieri) e a gennaio 2026 per il costo complessivo del finanziamento e per i costi dei prestiti a lungo e a breve termine (dati mensili).

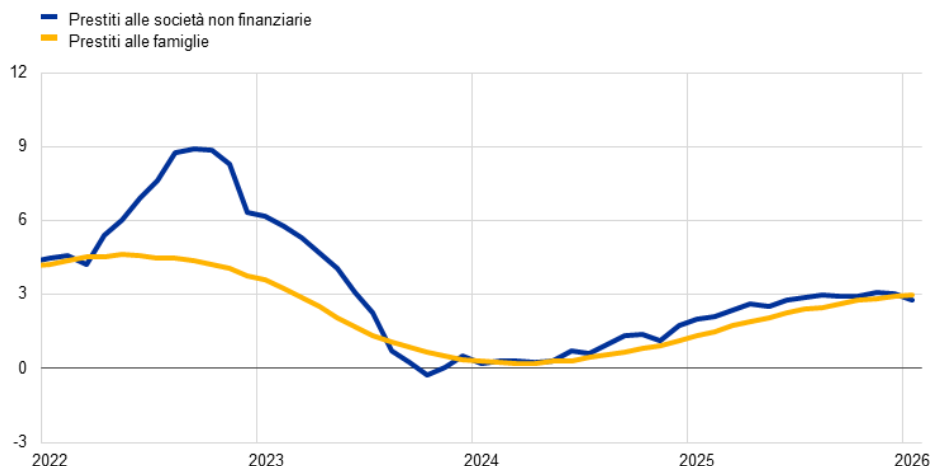
A gennaio la crescita dei prestiti alle imprese si è lievemente ridotta, mentre quella dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile (cfr. il grafico 23). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle società non finanziarie è sceso al 2,8 per cento a gennaio, dal 3,0 di dicembre, ben al di sotto della sua media storica del 4,3 per cento dal 1999. Tuttavia, questa flessione è stata compensata da un aumento dell'emissione di titoli di debito da parte delle imprese, che ha portato il tasso di crescita sui dodici mesi al 4,0 per cento dal 3,5 per cento registrato a dicembre. A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto stabile al 3,0 per cento, mantenendosi anch'esso ben al di sotto della sua media storica del 4,1 per cento. La crescita dei prestiti alle famiglie è stata sostenuta principalmente dalla crescita dei mutui ipotecari e del credito al consumo, mentre le altre tipologie di prestiti alle famiglie, inclusi quelli alle imprese individuali, sono rimaste contenute. La modesta crescita dei prestiti a imprese e famiglie riflette diversi fattori quali la maggiore incertezza sulle prospettive economiche e la bassa propensione al rischio delle banche, in un contesto di rischi geopolitici elevati¹³.

¹³ Cfr. Allayioti, A., Bozzelli, G., Di Casola, P. Mendicino, C., Skoblar, A. e Velasco, S., "More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe", *Il Blog della BCE*, BCE, 2 ottobre 2025.

Grafico 23

Prestiti delle IFM nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

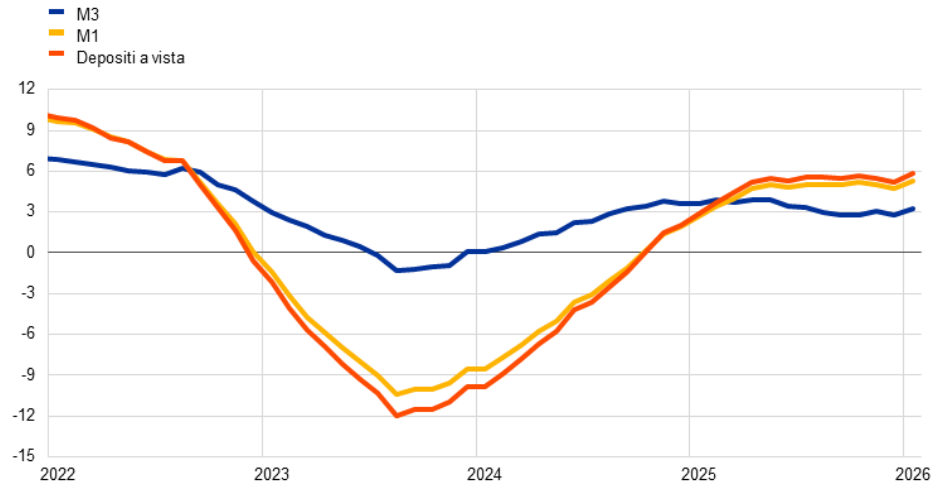
Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2026.

A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è aumentato, per effetto di una ripresa degli afflussi dall'estero nell'area dell'euro (cfr. il grafico 24). La crescita di M3 è salita al 3,3 per cento a gennaio, dal 2,8 di dicembre, pur rimanendo ben al di sotto della propria media di lungo periodo, pari al 6,1 per cento. Per quanto riguarda le componenti, la ripresa della crescita di moneta è riconducibile a una maggiore preferenza per le attività liquide, soprattutto da parte degli intermediari finanziari non bancari. Ciò è suggerito da un aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende gli strumenti più liquidi, ovvero circolante e depositi a vista, dal 4,7 per cento di dicembre al 5,3 di gennaio. Per quanto concerne le contropartite di M3, l'andamento è stato principalmente determinato da una ripresa degli afflussi monetari netti dall'estero e da un aumento degli acquisti di titoli di Stato (a più breve termine) da parte delle banche. Per contro, il bilancio dell'Eurosistema ha continuato a gravare sulla crescita di M3, in quanto il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nei portafogli del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica non viene più reinvestito.

Grafico 24

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 gennaio 2026.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2026 dagli esperti della BCE, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro nel 2025 dovrebbe essere rimasto invariato, al 3,1 per cento del PIL, mentre è atteso un aumento al 3,6 nel 2027 e 2028. Il lieve allentamento dell'orientamento di bilancio osservato nell'area dell'euro nel 2025, secondo le proiezioni dovrebbe intensificarsi nell'anno in corso, mentre per il periodo 2027-2028 è previsto un leggero inasprimento. Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area aumenterebbe dall'87,5 per cento del 2025 all'89,5 nel 2028. Resta essenziale rafforzare l'economia dell'area dell'euro, preservando al tempo stesso la solidità delle finanze pubbliche. Nell'attuale contesto geopolitico i governi dovrebbero dare priorità alla sostenibilità dei conti pubblici, agli investimenti strategici e a riforme strutturali che favoriscano la crescita. Qualsiasi manovra di bilancio in risposta allo shock sui prezzi dell'energia causato dalla guerra in Medio Oriente dovrebbe essere temporanea, mirata e modulata. L'attuale crisi energetica rende evidente la necessità di ridurre ulteriormente la dipendenza dai combustibili fossili.

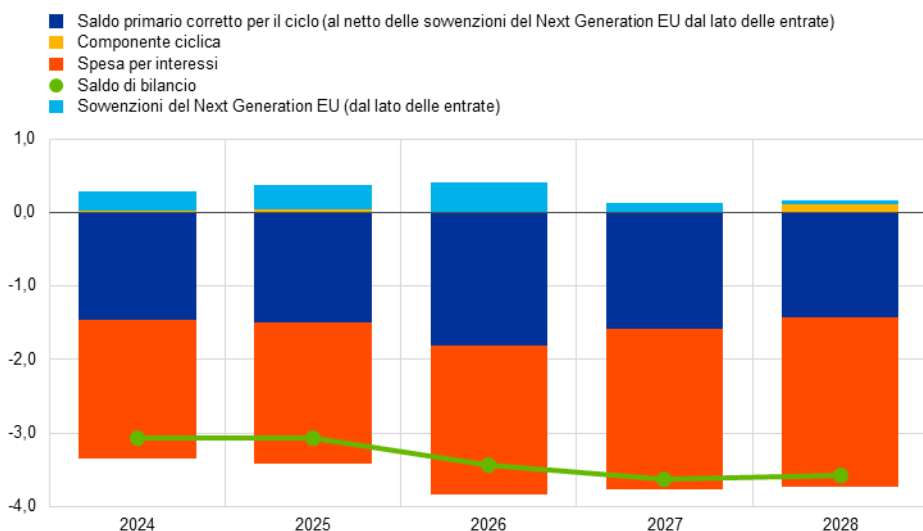
Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2026 dagli esperti della BCE, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro nel 2025 dovrebbe essere rimasto invariato, al 3,1 per cento del PIL, per poi aumentare al 3,6 nel 2027 e restare su quel livello nel 2028 (cfr. il grafico 25)¹⁴. Rispetto all'esercizio di dicembre 2025, svolto dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio è stato rivisto al rialzo per l'intero orizzonte di proiezione. Le revisioni riflettono principalmente un peggioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, dovuto soprattutto a correzioni al rialzo delle pensioni e di altre spese, conseguenti all'aumento dell'inflazione a seguito del conflitto in Medio Oriente. L'incremento del disavanzo rispecchia in misura preponderante la crescita della spesa per interessi in rapporto al PIL (di circa 0,4 punti percentuali nell'orizzonte temporale di proiezione), seguita da un deterioramento del saldo primario di bilancio corretto per gli effetti del ciclo, che è solo lievemente compensato dal miglioramento della componente ciclica alla fine dell'orizzonte di proiezione. L'aumento della spesa per interessi rispecchia la trasmissione dei passati rialzi dei tassi di interesse, che procede lentamente a causa della lunga vita residua del debito sovrano in essere. Inoltre, con la scadenza del programma Next Generation EU (NGEU) terminerà il flusso delle sovvenzioni comunemente finanziate ricevute dagli Stati membri dell'UE, diversamente da alcuni degli investimenti relativi ai fondi precedentemente erogati, che continueranno a essere effettuati.

¹⁴ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2026*, pubblicate sul sito della BCE il 19 marzo 2026.

Grafico 25

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 della BCE, marzo 2026*.
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 21 paesi dell'area dell'euro.

Il lieve allentamento dell'orientamento di bilancio dell'area dell'euro, osservato nel 2025, secondo le proiezioni dovrebbe intensificarsi nell'anno in corso, mentre per il periodo 2027-2028 è previsto un leggero inasprimento¹⁵.

La stima della 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, mostra un lieve allentamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro nel 2025 (pari a -0,1 punti percentuali di PIL). L'allentamento previsto nel 2026 è principalmente riconducibile alla crescita degli investimenti pubblici e dei trasferimenti fiscali. L'aumento degli investimenti riflette in misura preponderante l'elevata spesa per difesa e infrastrutture in Germania (così come in altri paesi più piccoli) e, in misura minore, gli investimenti finanziati dal programma Next Generation EU. Nel 2027 e nel 2028 il consolidamento in molti paesi, tra cui Spagna, Francia e Italia, e la scadenza dei finanziamenti nell'ambito di tale programma saranno sostanzialmente compensati da misure di stimolo, soprattutto in Germania.

Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro segue un andamento crescente: dall'87,5 all'89,5 per cento tra il 2025 e il 2028 (cfr. il grafico 26).

Secondo le proiezioni, il rapporto debito/PIL dell'area dell'euro segue un andamento ascendente, in un contesto in cui i perduranti disavanzi primari e i valori positivi della componente stock-flussi più che compensano gli effetti favorevoli, ancorché in calo,

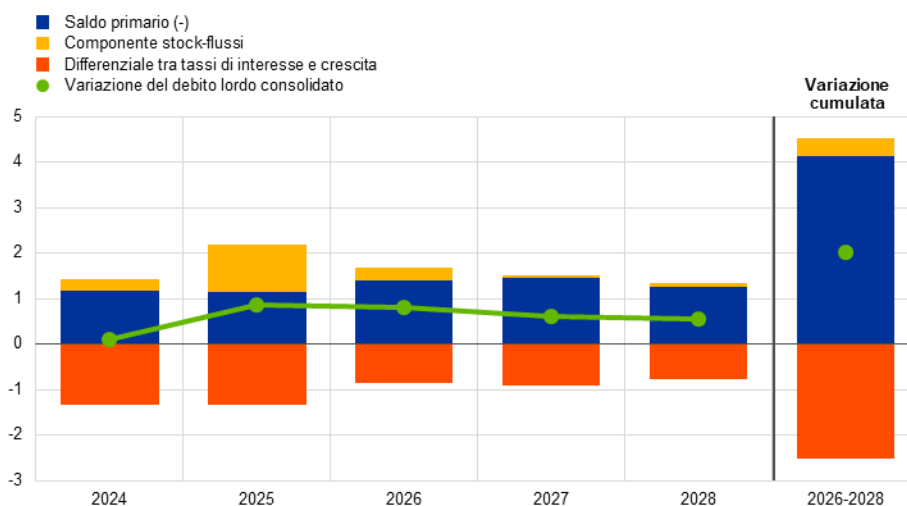
¹⁵ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito da queste all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del programma 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.

dei differenziali tra tasso di interesse e crescita. Rispetto all'esercizio previsto di dicembre, l'andamento del debito pubblico in rapporto al PIL è stato corretto al rialzo, per motivi principalmente riconducibili ai maggiori disavanzi primari cumulati e ai differenziali fra tasso di interesse e crescita meno favorevoli.

Grafico 26

Determinanti della variazione del rapporto tra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: elaborazioni della BCE e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2026*.
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 21 paesi dell'area dell'euro.

Resta essenziale rafforzare l'economia dell'area dell'euro, preservando al tempo stesso la solidità delle finanze pubbliche. Nell'attuale contesto geopolitico i governi dovrebbero dare priorità alla sostenibilità dei conti pubblici, agli investimenti strategici e a riforme strutturali che favoriscano la crescita, mentre resta fondamentale sfruttare appieno il potenziale del mercato unico. È inoltre d'importanza cruciale promuovere una maggiore 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. Qualsiasi manovra di bilancio in risposta allo shock sui prezzi dell'energia causato dalla guerra in Medio Oriente dovrebbe essere temporanea, mirata e modulata. L'attuale crisi energetica rende evidente la necessità di ridurre ulteriormente la dipendenza dai combustibili fossili.

Riquadri

1 Su chi ricadono i costi dell'aumento dei dazi statunitensi?

a cura di Stefan Schaefer, Lisa Gerland e Marcel Tirpák

Comprendere l'impatto dei dazi sull'inflazione è un compito complesso, in quanto si rende necessaria l'analisi delle reazioni lungo la catena di formazione dei prezzi, comprese quelle di esportatori esteri, distributori, produttori e commercianti al dettaglio. Nelle diverse fasi di questa catena di formazione dei prezzi, le imprese nazionali potrebbero rispondere agli annunci sui dazi accumulando scorte prima dell'entrata in vigore di questi, spostando l'approvvigionamento delle loro importazioni dai paesi soggetti a dazi più elevati verso paesi soggetti a dazi più bassi (diversificazione degli scambi) e adattando i prezzi dei loro prodotti per tenere conto dell'impatto dei dazi. L'analisi è resa ancora più complessa dall'andamento dei tassi di cambio e dalle esenzioni per le merci in transito al momento dell'entrata in vigore dei dazi. Nel presente riquadro si stima l'impatto dei dazi imposti di recente dagli Stati Uniti sui prezzi applicati dagli esportatori ai prodotti consegnati negli Stati Uniti e si indaga sulle differenze fin qui osservate nell'andamento dei prezzi degli esportatori nei vari paesi e settori. Emerge che i costi dei dazi ricadono soprattutto sulle imprese e sui consumatori statunitensi, e solo il 5 per cento di tali costi è a carico delle imprese estere.

A seguito di una serie di aumenti dei dazi imposti dagli Stati Uniti, sia i prezzi (al netto dei dazi) sia i volumi dei beni importati in tale paese hanno registrato diminuzioni. Da gennaio a novembre 2025 l'aliquota legale effettiva annunciata è aumentata significativamente, passando dal 3 a oltre il 18 per cento¹. La variazione sui dodici mesi dei prezzi delle merci importate negli Stati Uniti, misurata in valori unitari e riportata al netto dei dazi, è stata lievemente negativa a partire da aprile. I volumi delle merci importate hanno subito una netta flessione. Tuttavia, l'entità degli aggiustamenti dei prezzi e dei quantitativi varia a seconda dei principali partner commerciali, quali la Cina, il Canada, il Messico e l'UE, che sono stati colpiti dai dazi più elevati. Tali differenze potrebbero riflettere variazioni nelle aliquote e nell'ambito di applicazione dei dazi, modifiche nella composizione delle importazioni e dinamiche specifiche per paese.

Gli esportatori verso gli Stati Uniti stanno assorbendo solo una piccola parte dei maggiori costi legati ai dazi. In termini aggregati, i valori unitari dei beni importati segnalati al netto dei dazi mostrano un coefficiente medio di trasmissione

¹ Esiste una differenza tra dazi legali e dazi effettivamente applicati. L'aliquota effettiva legale è calcolata sulla base degli annunci e di una struttura commerciale generalmente fissa, mentre l'aliquota effettivamente applicata è ricavata dai dati doganali ed è in genere inferiore. L'Organizzazione mondiale del commercio segnala nell'indice tariffario che il dazio legale effettivo sulle merci dirette verso gli Stati Uniti era pari al 18,2 per cento a novembre 2025, mentre il dazio effettivamente applicato sui beni per lo stesso mese era del 9,8 per cento. Per l'analisi economica, l'aliquota effettiva legale è di norma utilizzata come variabile esplicativa in quanto la data di entrata in vigore è ritenuta più rilevante rispetto ai dati delle rilevazioni doganali, che spesso risentono di ritardi nella segnalazione e della distorsione endogena causata dalla variazione dei volumi degli scambi innescata dai dazi.

pari a 0,95 (cfr. il pannello a) del grafico A)². Ciò significa che un aumento del 10 per cento dei dazi comporta un aumento dei prezzi solo del 9,5 per cento. Pertanto, solo una piccola parte dell'aumento dei dazi viene assorbita dagli esportatori³.

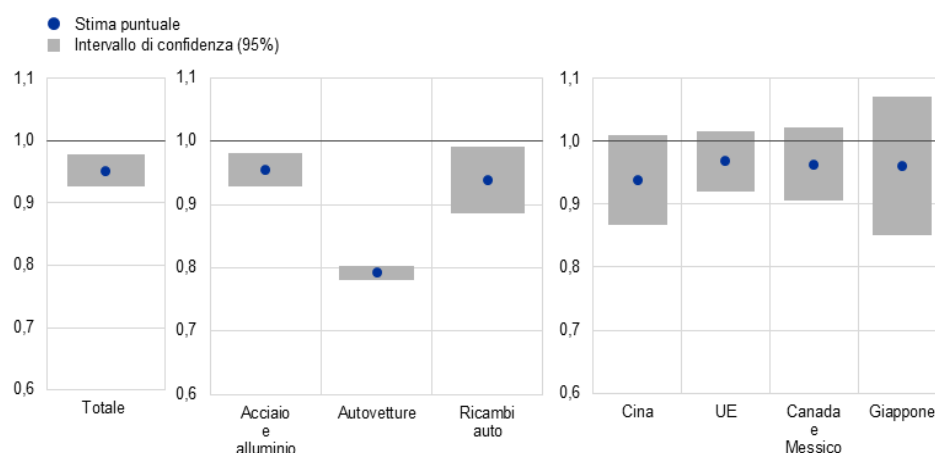
Il coefficiente di trasmissione è significativamente inferiore se si considerano settori specifici⁴. Tuttavia, non si evidenziano differenze significative nella trasmissione stimata dei dazi da parte dei principali partner commerciali.

Grafico A

Impatto dei dazi sui valori unitari e sui volumi delle merci importate

a) Valori unitari delle merci importate

(elasticità; trasmissione completa = 1)



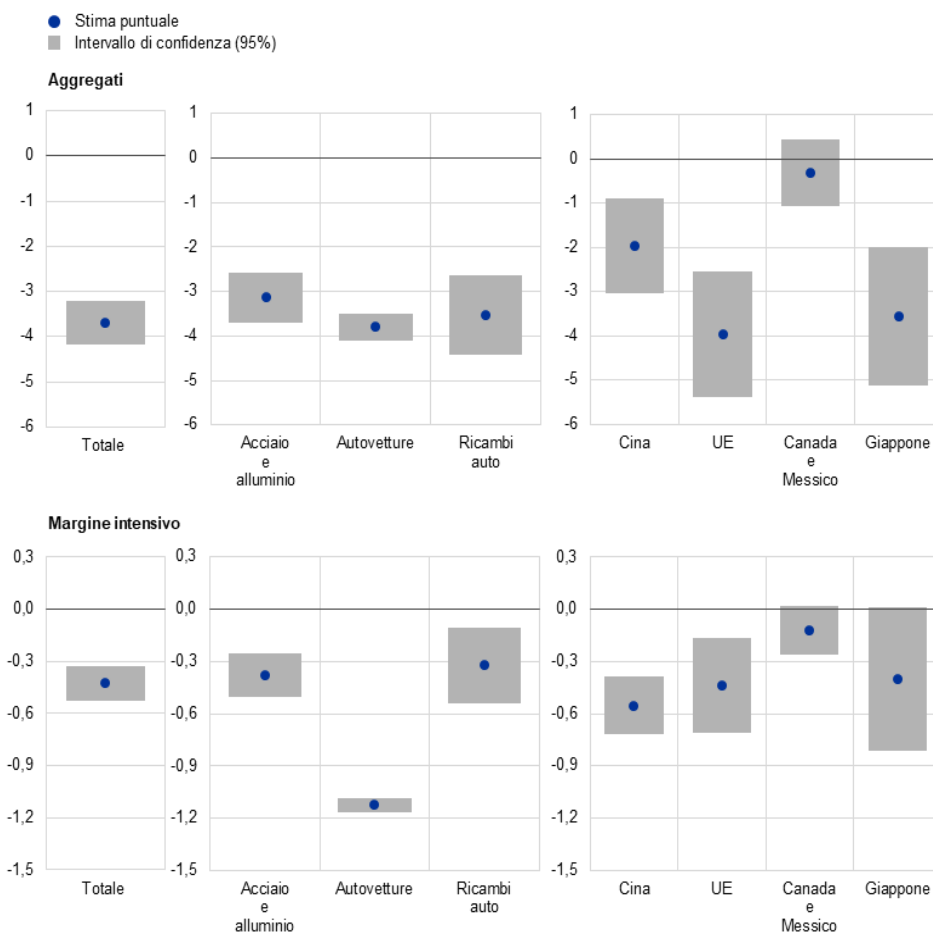
² Gli effetti aggregati sono rilevati mediante effetti fissi temporali, mentre le caratteristiche a livello di prodotto sono controllate includendo gli effetti fissi per voce secondo Amiti et al. (2019). L'effetto dei dazi è rappresentato dal comovimento della variabile di prezzo dipendente in risposta alle variazioni dei dazi nel tempo per tutte le voci.

³ Tale dato è sostanzialmente in linea con le evidenze relative al periodo 2018-2019, come documentato in Amiti et al. (2019), nonché con le stime disponibili per gli attuali dazi (cfr. Hinz et al., 2026), il che induce a ritenere che nel breve periodo gli Stati Uniti dispongano di una leva limitata in termini di ragioni di scambio rispetto ai loro fornitori mondiali. Sebbene Amiti et al. (2026) riferiscano un'analogia trasmissione dei dazi (elasticità) pari a 0,94 per il periodo da gennaio ad agosto 2025, essi ne rilevano, nel mese di novembre, una diminuzione a 0,86.

⁴ L'acciaio e l'alluminio, le autovetture e i ricambi di auto sono stati inizialmente presi di mira dall'amministrazione statunitense e hanno dovuto far fronte a dazi significativi, che vanno dal 25 al 50 per cento, con limitate esenzioni.

b) Volumi delle merci importate

(elasticità)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

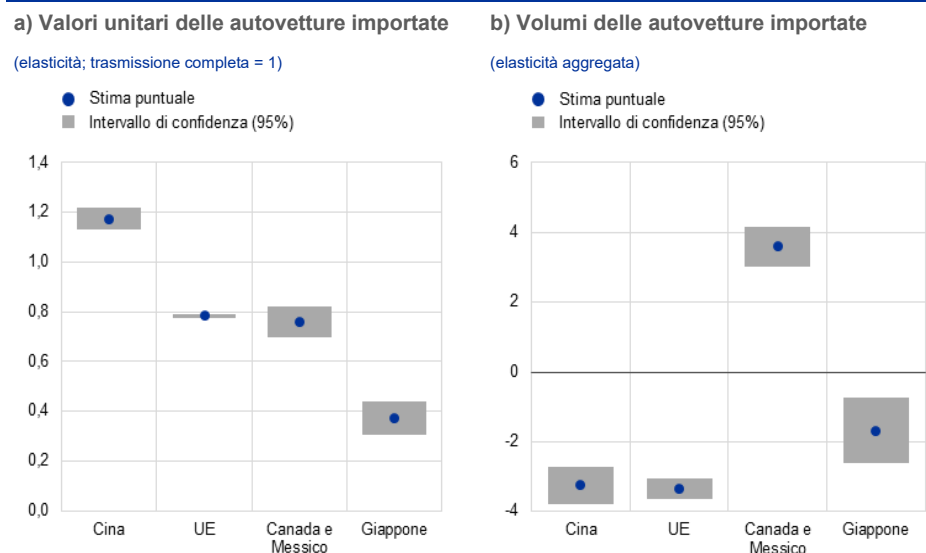
Note: le stime riportate si basano su un'analisi della regressione panel dei valori unitari delle importazioni per categorie di prodotto a sei cifre del sistema armonizzato (HS6), secondo la metodologia di Amiti et al. (2019). La stima è effettuata su un campione da gennaio 2024 a ottobre 2025. La metà superiore del pannello b) riporta le stime dell'elasticità aggregata (margine estensivo e intensivo) ottenute da una regressione in cui le categorie di prodotto, comprese quelle soggette a dazi più elevati, non sono più importate negli Stati Uniti. La metà inferiore dello stesso pannello riporta le stime ottenute da una regressione sulle categorie di prodotto ancora scambiate in regime di dazi.

L'impatto stimato dei dazi sui volumi delle importazioni è notevole. L'elasticità aggregata stimata delle importazioni per tutte le categorie di prodotto è pari a -3,7. Ciò significa che un aumento del 10 per cento dei dazi comporterebbe una diminuzione del 37 per cento del volume delle importazioni. Se invece ci si concentra solo sulle categorie di prodotto che sono ancora oggetto di scambi in regime di dazi, il coefficiente stimato diminuisce marcatamente, pur rimanendo economicamente rilevante, a -0,43. Ciò significa che un aumento del 10 per cento dei dazi comporterebbe una diminuzione del 4,3 per cento del volume delle importazioni. Questa differenza nell'elasticità stimata per i volumi delle importazioni indica che il calo osservato è in larga misura associato a prodotti che, in risposta ai dazi, non sono più oggetto di scambi, per cui subiscono un adeguamento mediante margine estensivo (cfr. la metà superiore del pannello b) del grafico A). I volumi, tuttavia, diminuiscono marcatamente anche per i prodotti ancora oggetto di scambi in regime di dazi (adeguamento degli scambi mediante margine intensivo; cfr. la metà inferiore del pannello b) del grafico A).

Esaminando in dettaglio il settore automobilistico, risulta evidente come i dazi abbiano innescato cambiamenti significativi nelle strutture commerciali, in particolare all'interno delle catene di approvvigionamento regionali. Nel settore automobilistico i risultati indicano un chiaro disallineamento degli Stati Uniti dalla Cina e dall'UE a favore di Canada e Messico (cfr. il grafico B). L'impennata delle importazioni di autovetture da Canada e Messico riflette il rafforzamento delle relazioni commerciali esistenti⁵. Ciò contrasta nettamente con i risultati riportati per UE e Giappone, che hanno registrato sia una contrazione del valore unitario delle autovetture esportate sia un forte calo del volume dei prodotti soggetti a dazi tuttora esportati verso gli Stati Uniti⁶.

Grafico B

Impatto dei dazi sui valori unitari e sui volumi delle autovetture importate negli Stati Uniti



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.
 Note: le stime riportate si basano su un'analisi della regressione panel dei valori unitari delle importazioni per categorie di prodotto a sei cifre del sistema armonizzato (HS6), secondo la metodologia di Amiti et al. (2019). La stima è effettuata su un campione da gennaio 2024 a ottobre 2025.

Mentre i dazi stanno ridisegnando la geografia delle relazioni commerciali con gli Stati Uniti, i loro costi ricadono principalmente sugli importatori e sui consumatori nazionali. Emerge che i costi associati a dazi più elevati sono trasmessi lungo la catena di formazione dei prezzi, in un contesto che vede gravare attualmente sui consumatori circa un terzo dell'onere derivante dai dazi (cfr. il grafico C). Inoltre, se da un lato si prevede che i dazi più elevati rimangano in vigore per un periodo più lungo, dall'altro i dati disponibili provenienti dalle indagini presso le imprese statunitensi indicano che queste trasmetteranno ai consumatori una quota maggiore dei costi legati ai dazi. Nel più lungo periodo, tale quota potrebbe aumentare fino a oltre la metà, man mano che le imprese statunitensi esauriscono la

⁵ Il reindirizzamento delle esportazioni di autovetture cinesi verso questi paesi potrebbe aver contribuito a tali andamenti, sebbene recenti analisi suggeriscono che le esportazioni cinesi potrebbero essere state deviate verso paesi dell'Associazione delle nazioni del sud-est asiatico. Per maggiori dettagli, cfr. Le Roux e Spital (2026).

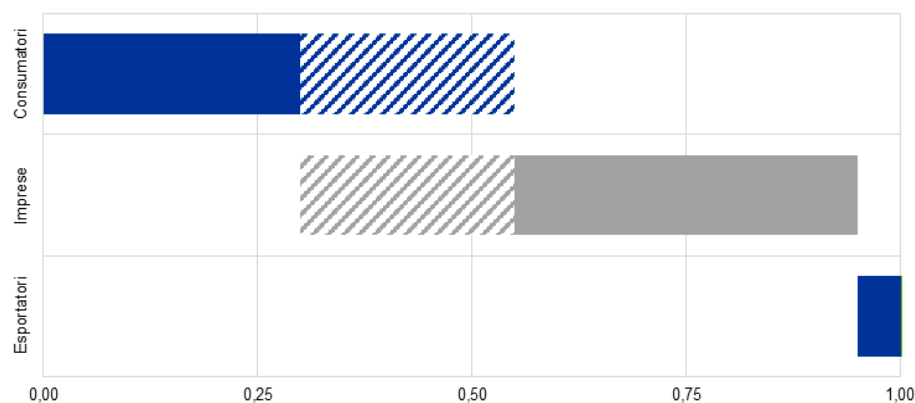
⁶ L'elasticità stimata sul volume degli scambi al margine intensivo è pari a 0,84 per Canada e Messico e a -1,26 per l'UE.

loro capacità di assorbire i costi. Inoltre, se la misura in cui gli esportatori assorbono i dazi rimane di portata limitata, come indicato in precedenza, ciò implica che le imprese statunitensi assorbirebbero, nel più lungo periodo, circa il 40 per cento dei maggiori costi dei dazi.

Grafico C

Distribuzione dei costi impliciti nei dazi lungo la catena di formazione dei prezzi

(stime dei coefficienti)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra come i costi dei dazi siano distribuiti lungo la catena di formazione dei prezzi, sulla base di analisi empiriche che utilizzano i dati disponibili fino ad agosto 2025 (barre blu scuro). Le barre grigie rappresentano le attribuzioni residue, mentre le sezioni tratteggiate indicano i risultati dell'indagine di Andrade et al. (2025), i quali suggeriscono che la trasmissione dei dazi ai consumatori salga a 0,55 quando si verifica su orizzonti temporali più lunghi. Il dato per i consumatori è derivato da una regressione panel dei dazi sulle componenti di spesa per consumi privati (SCP), mentre il dato per gli esportatori si basa su un'analisi della regressione panel dei valori unitari delle importazioni per categorie di prodotto a sei cifre del sistema armonizzato (HS6), secondo la metodologia di Amiti et al. (2019). La voce "Imprese" si riferisce a distributori, produttori e commercianti al dettaglio.

Riferimenti bibliografici

Amiti, M., Redding, S.J. e Weinstein, D.E. (2019), "The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n. 4, pagg. 187-210.

Amiti, M., Flanagan, C., Heise, S. e Weinstein, D.E. (2026), "Who Is Paying for the 2025 U.S. Tariffs?", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 12 febbraio.

Andrade, P., Dietrich, A.M., Leer, J., Lin, X., Schoenle, R.S., Tang, J. e Zakrajšek, E. (2025), "Who Will Pay for Tariffs? Businesses' Expectations about Costs and Prices", *Current Policy Perspectives*, n. 25-13, Federal Reserve Bank of Boston, 29 settembre.

Hinz, J., Lohmann, A., Mahlkow, H. e Vorwig, A. (2026), "America's Own Goal: Who Pays the Tariffs?", *Kiel Policy Brief*, n. 201, Kiel Institute for the World Economy.

Le Roux, J. e Spital, T. (2026), *Il riorientamento dell'interscambio mondiale: monitoraggio del ruolo della deviazione degli scambi provocata dai dazi statunitensi nell'andamento delle esportazioni cinesi*, riquadro 1 nel numero 1/2026 di questo Bollettino.

Sbloccare il potenziale dell'interscambio: i vantaggi dal miglioramento dei pagamenti transfrontalieri

a cura di Massimo Ferrari Minesso, Laura Lebastard e Olga Triay Bagur

I pagamenti transfrontalieri sono imprescindibili per gli scambi commerciali tra le diverse nazioni. I sistemi di pagamento costituiscono l'ossatura dell'infrastruttura finanziaria: l'"impianto" indispensabile che, consentendo la compensazione e il regolamento delle operazioni internazionali, si trova alla base del funzionamento delle economie moderne. Il presente riquadro intende valutare i benefici economici delle innovazioni tecnologiche per i pagamenti transfrontalieri, esaminando il caso dell'interconnessione di sistemi di fast payment tra paesi.

Molti pagamenti transfrontalieri che si effettuano attualmente restano lenti e costosi. Per la maggior parte dei pagamenti internazionali ci si avvale di banche corrispondenti, vale a dire una rete internazionale che processa le operazioni transfrontaliere per conto di banche locali che non sono provviste di conti esteri¹. Il passaggio dei pagamenti attraverso vari intermediari li rende lenti e costosi, a causa delle commissioni, delle conversioni di valuta e degli ostacoli operativi tra i vari paesi. Ad esempio, per quasi un terzo dei pagamenti transfrontalieri i costi superano il 3 per cento dell'importo trasferito e, in media, solo il 40 per cento delle operazioni internazionali tra imprese viene regolato in giornata (cfr. il grafico A)². Inoltre, rispetto alla metà degli anni 2000, è stato rilevato un calo del 20 per cento nell'offerta mondiale di servizi di corrispondenza bancaria, con un conseguente aumento dei costi di invio di denaro tra paesi, che, in alcuni casi, comporta la disintermediazione completa di alcuni payment corridor (corridoi di pagamento, cioè collegamenti di pagamento stabili tra coppie di paesi)³.

¹ Cfr. Rice et al. (2020).

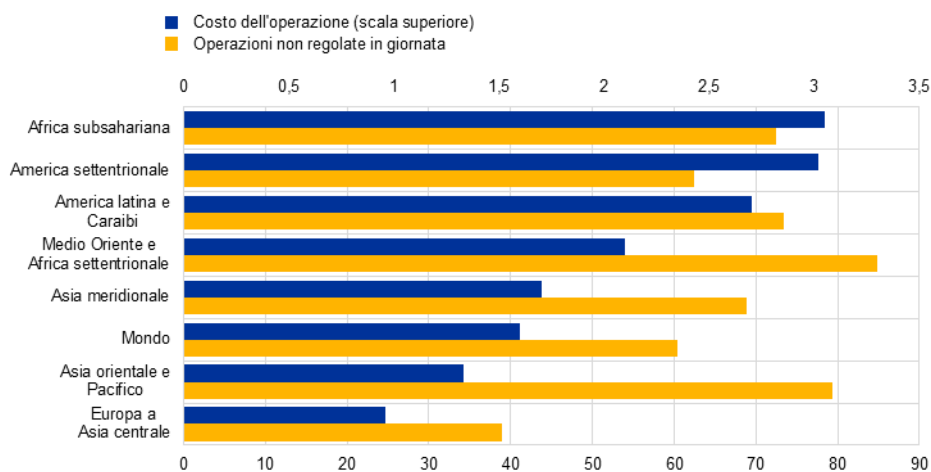
² Cfr. Consiglio per la stabilità finanziaria (2025).

³ Il ridimensionamento degli accordi di corrispondenza tra banche (correspondent banking) è stato determinato da un insieme di fattori, fra cui i più elevati costi di conformità, i rischi geopolitici e l'aumento dei costi operativi. Rice et al. (2020) forniscono riscontri dell'importanza di ciascun fattore.

Grafico A

Costi e velocità delle operazioni transfrontaliere, per regione

(scala superiore: in percentuale del valore delle operazioni; scala inferiore: in percentuale delle operazioni, ponderate per il valore)



Fonti: Consiglio per la stabilità finanziaria (2025) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: paese emittente verso il resto del mondo, operazioni tra imprese e da impresa a persona, per un importo di 20.000 dollari statunitensi. L'Europa e l'Asia centrale includono gli Stati membri dell'UE, Albania, Armenia, Azerbaigian, Bielorussia, Bosnia-Erzegovina, Georgia, Islanda, Kazakistan, Kosovo, Macedonia del Nord, Moldavia, Montenegro, Norvegia, Regno Unito, Russia, Serbia, Svizzera, Tagikistan, Turchia, Turkmenistan, Ucraina e Uzbekistan. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2025.

L'interconnessione di sistemi nazionali di fast payment può migliorare i pagamenti transfrontalieri.

Le nuove tecnologie hanno consentito lo sviluppo di una nuova generazione di sistemi di pagamento "veloce", attraverso i quali è possibile regolare operazioni al dettaglio in tempo reale e con costi minimi. Più di 80 paesi hanno adottato un sistema nazionale di fast payment, come il servizio dell'Eurosistema Target di regolamento dei pagamenti istantanei (TARGET instant payment settlement, TIPS), il FedNow Service del Federal Reserve System, il Pix brasiliano e l'Interfaccia unificata dei pagamenti (Unified Payments Interface, UPI) dell'India; nel frattempo molti altri sono in fase di sviluppo⁴. L'interconnessione di questi sistemi potrebbe ridurre i costi, aumentare la velocità dei pagamenti transfrontalieri e promuovere la trasparenza: in effetti si tratta di una delle priorità individuate nella roadmap del G20 per il rafforzamento dei pagamenti transfrontalieri⁵. Se i sistemi di pagamento sono connessi, le banche di due giurisdizioni possono scambiare fondi utilizzando i rispettivi sistemi nazionali⁶. Ciò evita di avere diversi livelli di correspondent banking, che replicano i processi e moltiplicano i costi, e rappresenterebbe un vantaggio in particolare per regioni scarsamente servite o escluse dagli accordi di corrispondenza bancaria.

A livello mondiale, si contano già circa 500 connessioni tra sistemi di fast payment e altri sono in fase di sviluppo. Mentre TIPS collega i paesi dell'area dell'euro, la Danimarca e la Svezia, sono stati sviluppati sistemi di pagamento veloce

⁴ Cfr. ACI Worldwide (2024).

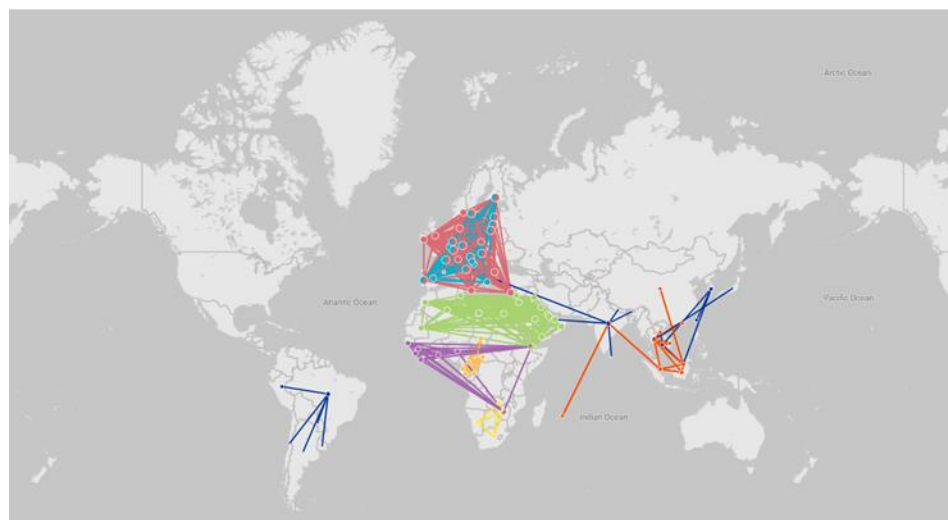
⁵ Cfr. Consiglio per la stabilità finanziaria (2025).

⁶ L'interconnessione può realizzarsi con la connessione diretta di due sistemi di pagamento attraverso un'infrastruttura condivisa o con la creazione di un hub che consenta la connessione di sistemi multipli. Le decisioni di stabilire un'interconnessione potrebbero essere influenzate da fattori quali gli utili attesi per il commercio, l'utilizzo per le rimesse, la governance, le preferenze tecnologiche, le prospettive di recupero dei costi e le considerazioni geopolitiche. Per ulteriori dettagli, cfr. Ferrari Minesso et al. (2025).

interconnessi anche tra Africa, Asia e Sud America (cfr. la figura A)⁷. Questi accordi transfrontalieri presentano caratteristiche molto diverse: alcuni sono a esclusivo supporto dei pagamenti al dettaglio, mentre altri riguardano anche il regolamento all'ingrosso. Le prime a comparire sono state le piattaforme multilaterali regionali, mentre i collegamenti bilaterali si sono sviluppati in seguito e sono rimasti limitati⁸. Nel complesso, tuttavia, i sistemi di pagamento sono ancora frammentati e le principali economie continuano a ricorrere al correspondent banking. In linea con la roadmap del G20, e al fine di rafforzare i pagamenti transfrontalieri e di ridurre i rischi di frammentazione, l'Eurosistema sta lavorando su nuove interconnessioni (con l'UPI dell'India) e sta valutando i potenziali vantaggi di una connessione con il sistema di pagamento veloce nazionale svizzero e Nexus Global Payments (NGP)⁹. Tali iniziative mirano a migliorare i pagamenti transfrontalieri a livello mondiale e a ridurre il rischio di frammentazione del mercato.

Figura A

Connessioni transfrontaliere tra sistemi di fast payment



Fonte: Ferrari Minesso et al. (2025).

Note: la figura mostra le connessioni transfrontaliere tra i sistemi di pagamento veloce nel 2024. Sono mostrate le connessioni bilaterali (distinte tra unidirezionali e bidirezionali, in base alle valute utilizzate per avviare un pagamento attraverso la connessione) e multilaterali (rappresentate anch'esse come connessioni bilaterali tra coppie di paesi, ma del colore della piattaforma regionale).

Secondo le analisi econometriche l'interconnessione di sistemi di fast payment aumenta l'interscambio del 4 per cento, circa. I costi di commercio come da modello iceberg dipendono in parte dall'efficienza delle operazioni

⁷ TIPS attualmente serve 23 paesi con tre valute (l'euro, la corona danese e la corona svedese) e altri sono nella fase preparatoria.

⁸ Cfr. Ferrari Minesso et al. (2025).

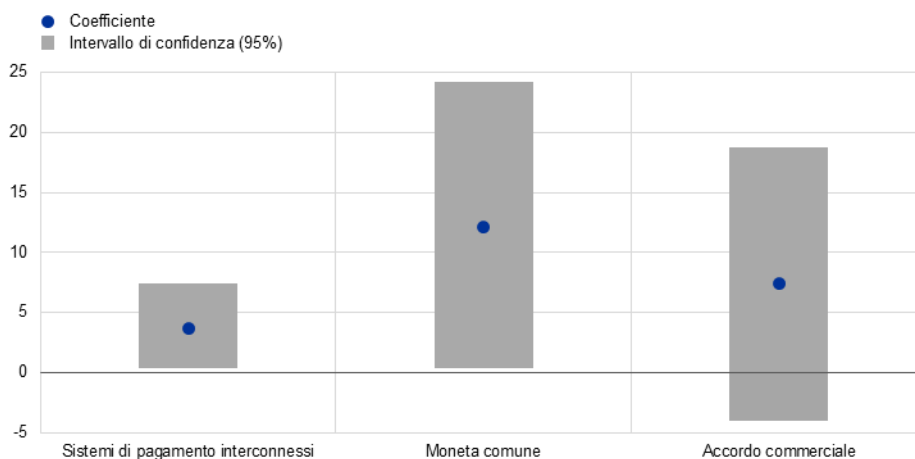
⁹ NGP collega i sistemi di fast payment di India, Malaysia, Filippine, Singapore e Thailandia.

finanziarie¹⁰. L'interconnessione dovrebbe ridurre i costi e, di conseguenza, migliorare gli scambi commerciali bilaterali. Integrare l'interconnessione in un modello gravitazionale di commercio internazionale suggerisce che mettere in collegamento i sistemi di pagamento veloce abbia un impatto positivo ed economicamente rilevante sull'interscambio bilaterale, anche considerando potenziali fattori endogeni¹¹. L'effetto medio stimato (circa il 4 per cento) corrisponde approssimativamente alla metà dello stimolo agli scambi derivante da un accordo commerciale formale e a un quarto dell'impatto dell'istituzione di un'area valutaria comune (cfr. il grafico B). È importante sottolineare che questa stima non si basa su casi di studio specifici, bensì è il risultato della media di tutte le iniziative di interconnessione, comprese quelle promosse da paesi già ben collegati da sistemi bancari internazionali (come l'area dell'euro o il Sud-est asiatico). Ciò mette in luce i vantaggi specifici che l'interconnessione dei sistemi di pagamento apporta al commercio, anche nei casi in cui i paesi hanno già accesso a mercati internazionali attraverso banche corrispondenti.

Grafico B

Determinanti delle esportazioni bilaterali

(valori percentuali)



Fonti: Ferrari Minesso et al. (2026) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra le stime ricavate da un modello gravitazionale in cui si controllano i potenziali fattori endogeni con il metodo utilizzato in Carlson e Joshi (2024). La specifica della regressione è la seguente: $\ln \text{Esportazioni}_{i,j,t} = \alpha_{i,t} + \alpha_{j,t} + \alpha_{i,j} + \beta_1 \text{Sistema di pagamento interconnesso} + \beta_2 \text{Moneta unica}_{i,j,t} + \beta_3 \text{Accordo commerciale}_{i,j,t} + \beta_4 \text{Distanza geopolitica}_{i,j,t} + \Gamma' X_{i,j,t} + \epsilon_{i,j,t}$. *Sistema di pagamento interconnesso* è una variabile di tipo dummy uguale a uno se i sistemi di fast payment dei paesi i e j sono connessi al tempo t . $X_{i,j,t}$ comprende la costante di Mills inversa che misura il valore atteso del termine di errore in base alla selezione. L'insieme di dati relativi all'interconnessione riguarda 84 paesi e 531 collegamenti di pagamento. Il modello è stimato su dati annuali dal 2021 al 2024.

I vantaggi dell'interconnessione dei sistemi di fast payment sono maggiori in caso di regioni con elevati costi per i pagamenti transfrontalieri e di sistemi che consentono il regolamento delle transazioni all'ingrosso. Per quanto riguarda l'eterogeneità dei sistemi di pagamento, i risultati aggregati sono

¹⁰ I "costi di trasporto come da modello iceberg" si riferiscono a un'ipotesi del modello secondo cui il costo della spedizione è rappresentato da una frazione di un bene scambiato che viene persa durante il trasporto.

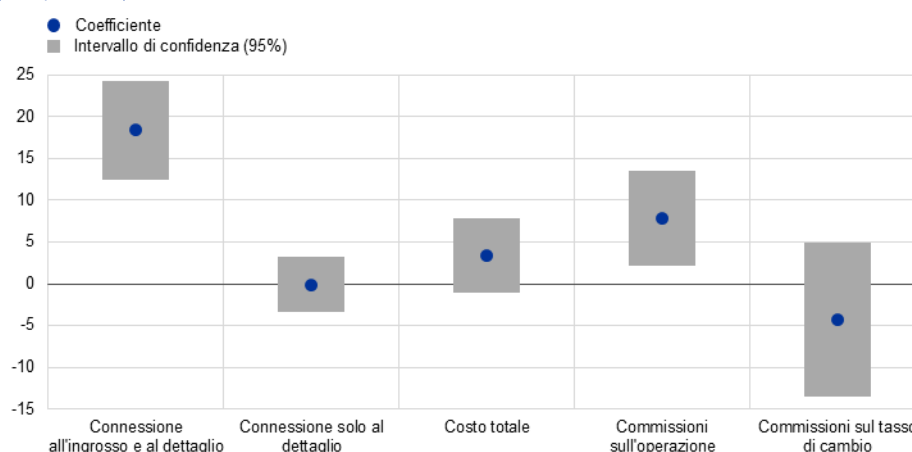
¹¹ Per tenere conto di potenziali fattori endogeni delle connessioni dei sistemi di pagamento, viene applicato il metodo di correzione delle distorsioni di Carlson e Joshi (2024), utilizzando come strumento gli standard di messaggistica dei sistemi di pagamento nazionali. Tale metodo controlla in modo formale i potenziali fattori endogeni dell'interconnessione inserendone la probabilità nel modello in una regressione nella prima fase. I risultati non cambiano anche se si impiegano metodi semiparametrici (cfr. Ferrari Minesso et al., 2026).

determinati principalmente dai sistemi che consentono pagamenti sia all'ingrosso sia al dettaglio (cfr. il grafico C). I benefici tendono a essere inferiori per i sistemi di pagamento che collegano solo clientela al dettaglio, giacché i valori aggregati dell'interscambio risentono principalmente di operazioni su larga scala eseguite da grandi imprese, che si traducono in pagamenti dal valore superiore ai limiti dei sistemi di pagamento al dettaglio. L'interconnessione si rivela inoltre più vantaggiosa nelle regioni in cui i costi dei pagamenti transfrontalieri sono più elevati, lasciando dedurre che i benefici derivino principalmente dalla riduzione delle commissioni bancarie. Questo risultato è coerente con l'identificazione dell'interconnessione dei sistemi di fast payment con un'integrazione o un'alternativa a metodi di pagamento più costosi, con una conseguente riduzione dei costi commerciali complessivi.

Grafico C

Impatto sulle esportazioni per tipo di sistema di pagamento e riduzione dei costi

(valori percentuali)



Fonti: Ferrari Minesso et al. (2026) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico riporta le stime ricavate da una versione ampliata dell'equazione utilizzata nel grafico B. Nelle due colonne a sinistra, la variabile di tipo dummy per l'interconnessione dei sistemi di pagamento è divisa tra i sistemi che consentono solo il regolamento al dettaglio e quelli che consentono il regolamento sia al dettaglio sia all'ingrosso. Le tre colonne a destra riportano il coefficiente di interazione della variabile di tipo dummy dell'interconnessione e le misure dei costi dei pagamenti transfrontalieri tra imprese nella regione del paese di origine.

I vantaggi derivanti dalle iniziative di interconnessione potrebbero non limitarsi al funzionamento dei mercati.

Le implicazioni in termini di policy di questi risultati potrebbero essere rilevanti. In primo luogo, supportano gli sforzi internazionali che si stanno compiendo nell'ambito della roadmap del G20 per l'interconnessione dei sistemi di pagamento nazionali, a conferma del fatto che tali iniziative sono fonte di benefici concreti dal punto di vista economico e non soltanto in termini di obiettivi di inclusione finanziaria. È probabile che tali vantaggi raggiungano il proprio apice in paesi meno serviti dalle reti di pagamento internazionali già esistenti e che, di conseguenza, vengono esclusi in misura maggiore dagli scambi commerciali internazionali. Inoltre, questi risultati evidenziano la necessità di un coordinamento multilaterale, che garantisca l'interoperabilità degli standard tecnici ed elimini gli ostacoli legali e regolamentari (ad esempio le regole sulla definitività del regolamento, la protezione dei dati personali e la gestione delle frodi), che impediscono ancora l'ordinato regolamento delle operazioni transfrontaliere, facilitando così l'interconnessione.

Riferimenti bibliografici

ACI Worldwide (2024), "Prime Time for Real-Time".

Carlson, A. e Joshi, R. (2024), "Sample selection in linear panel data models with heterogeneous coefficients", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 39, n. 2, marzo, pagg. 237-255.

Consiglio per la stabilità finanziaria (2025), "[G20 Roadmap for Enhancing Cross-border Payments - Consolidated progress report for 2025](#)", ottobre.

Ferrari Minesso, M., Lebastard, L. e Triay Bagur, O. (2026), "Interlinking payment systems and trade flows", *Working Paper Series*, n. 3202, BCE.

Ferrari Minesso, M., Mehl, A., Triay Bagur, O. e Vanteenkiste, I. (2025), "[Geopolitics and Global Interlinking of Fast Payment Systems](#)", *CEPR Discussion Paper*, n. 20105, Centre for Economic Policy Research, aprile.

Rice, T., von Peter, G. e Boar, C. (2020), "[On the global retreat of correspondent banks](#)", *BIS Quarterly Review*, Banca dei regolamenti internazionali, marzo.

Non linearità dei prezzi del petrolio: quali condizioni sono rilevanti?

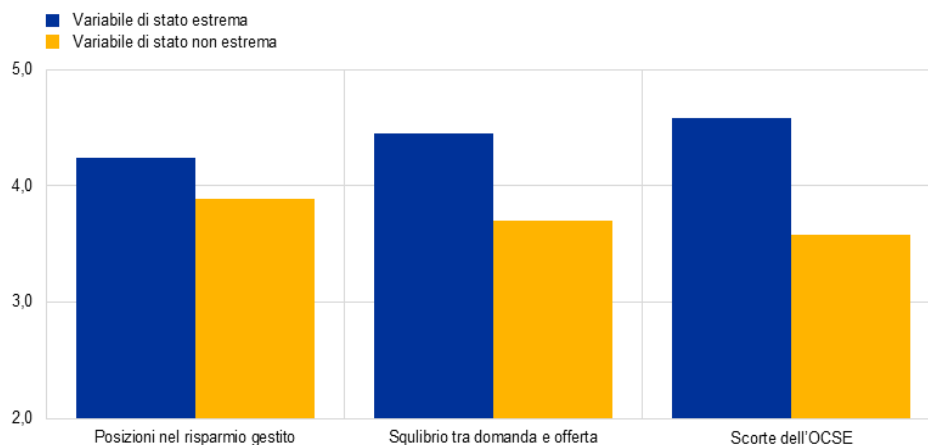
a cura di Vlad Burian e Arthur Stalla-Bourdillon

I diversi stati del mercato del petrolio possono influenzare in misura significativa il modo in cui i relativi prezzi reagiscono agli shock. Negli ultimi anni i corsi petroliferi hanno reagito con vigore quando le variabili fondamentali, qui definite “variabili di stato”, hanno raggiunto livelli estremi. Durante la pandemia di COVID-19, ad esempio, il crollo dei corsi petroliferi legato alla guerra dei prezzi tra Russia e Arabia Saudita è stato verosimilmente amplificato da scorte elevate, che hanno limitato la capacità di assorbire l'eccesso di offerta. Un simile meccanismo di amplificazione è stato osservato a ottobre 2024, quando l'attacco dell'Iran contro Israele ha sorpreso i mercati. I fondi di investimento, che erano esposti in posizioni corte oltre ai valori storici, le hanno prontamente liquidate, intensificando così l'aumento dei prezzi¹. La volatilità dei prezzi del petrolio sembra essere più elevata quando tre variabili di stato, ovvero le posizioni nel risparmio gestito (quelle in derivati detenute dai fondi di investimento), gli squilibri fra domanda e offerta (differenza tra domanda e offerta mondiale di petrolio) e le scorte nei paesi dell'OCSE, raggiungono livelli estremi (cfr. il grafico A)².

Grafico A

Volatilità dei prezzi del petrolio in funzione dei livelli delle variabili di stato

(deviazione standard)



Fonti: Agenzia internazionale per l'energia (AIE), Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission (CFTC) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per “deviazione standard” si intende quella media dei prezzi del petrolio. Le differenze nelle deviazioni standard tra gli stati sono significative al livello del 10 per cento per ciascuna variabile. Con “Variazione di stato estrema” si indicano i periodi in cui una variabile si trova al di sopra del 75° o al di sotto del 25° percentile della sua distribuzione storica recente (ovvero le ultime 52 settimane).

Nonostante la loro rilevanza per gli investitori e i responsabili delle politiche, le fonti di queste non linearità non sono state ancora sufficientemente analizzate.

- ¹ Le posizioni corte si riferiscono a esposizioni ribassiste in derivati, che traggono profitto dal calo del prezzo dell'attività sottostante, mentre le posizioni lunghe traggono profitto dagli aumenti di tale prezzo.
- ² Il risparmio gestito si riferisce ai fondi di investimento che sono generalmente considerati la categoria, nell'ambito della classificazione della CFTC, più strettamente collegata alla dinamica percepita dei prezzi delle materie prime.

Diversi studi hanno approfondito la questione, seppur analizzando generalmente le non linearità in maniera isolata, concentrandosi sui singoli meccanismi e senza far interagire la variabile di stato con il segno dello shock (cfr. Chițu et al., 2023, sul posizionamento speculativo e sul rischio geopolitico; Van Robays, 2016, sull'incertezza a livello macro). Per colmare tale divario si stimano proiezioni locali non lineari basate sulle tre variabili di stato precedentemente descritte e si valuta la reazione dei prezzi agli shock dal lato dell'offerta di petrolio identificati in Gazzani et al. (2024)³. A tal fine, si valuta in primo luogo se le reazioni dei prezzi del petrolio si intensificano quando queste variabili raggiungono livelli estremi. Successivamente, si esaminano le reazioni in base sia al livello delle variabili di stato sia alla direzione dello shock.

Per le posizioni detenute dai fondi di investimento, emergono marcate non linearità quando il segno dello shock è in linea con le precedenti esposizioni degli investitori. Con riguardo alla prima variabile, ovvero le posizioni dei fondi di investimento, i prezzi reagiscono di fatto con maggior vigore quando queste sono insolitamente alte o basse (cfr. il pannello a) del grafico B)⁴. Tuttavia, non è chiaro se tale effetto di amplificazione si verifichi perché gli investitori sono colti alla sprovvista o perché gli shock confermano le loro aspettative precedenti. Quando i fondi di investimento hanno posizioni già molto lunghe o corte, le reazioni a shock che, rispettivamente, riducono o aumentano i prezzi sono di fatto contenute (cfr. il pannello b) del grafico B). Ciò suggerisce che la netta reazione dei prezzi osservata durante l'episodio missilistico iraniano del 2024 non è estensibile a tutti i periodi. Per contro, si osservano forti reazioni dei prezzi quando gli investitori detengono posizioni molto lunghe e si verifica un'impennata dei corsi petroliferi, o simmetricamente, quando detengono posizioni molto corte e i corsi petroliferi iniziano a diminuire (cfr. il pannello c) del grafico B). Ciò implica che il meccanismo prevalente non è la rapida liquidazione delle posizioni, quanto piuttosto l'effetto amplificato che si determina quando le posizioni e gli shock sono allineati, il che sembra indicare una dinamica nei mercati petroliferi che si autoalimenta.

³ Si stimano proiezioni locali in cui i rendimenti petroliferi sono la variabile dipendente e gli shock dal lato dell'offerta di petrolio sono i principali regressori. Tali shock vengono fatti interagire con variabili dummy che colgono gli stati estremi delle variabili esogene e, se del caso, il segno dello shock. Tutte le specificazioni sono stimate separatamente per ciascuna variabile di stato. Il campione copre il periodo da giugno 2007 ad agosto 2025.

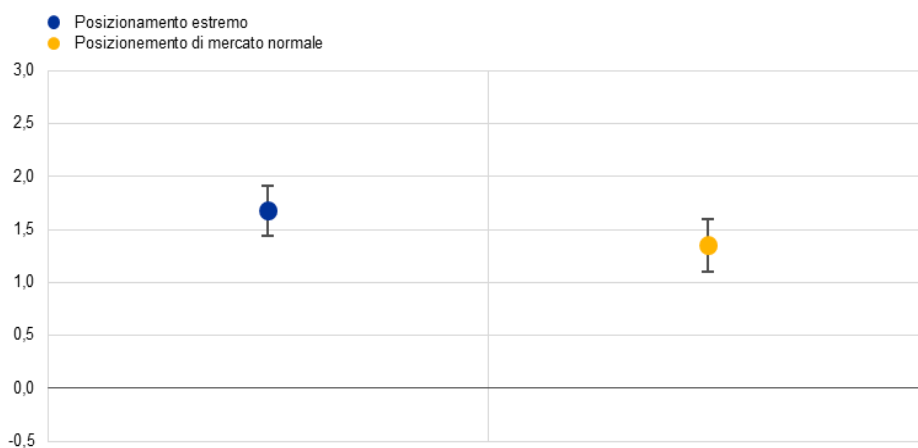
⁴ Le differenze, tuttavia, non sono statisticamente significative.

Grafico B

Reazione dei prezzi del petrolio agli shock dal lato dell'offerta in funzione delle posizioni dei fondi di investimento e del segno dello shock

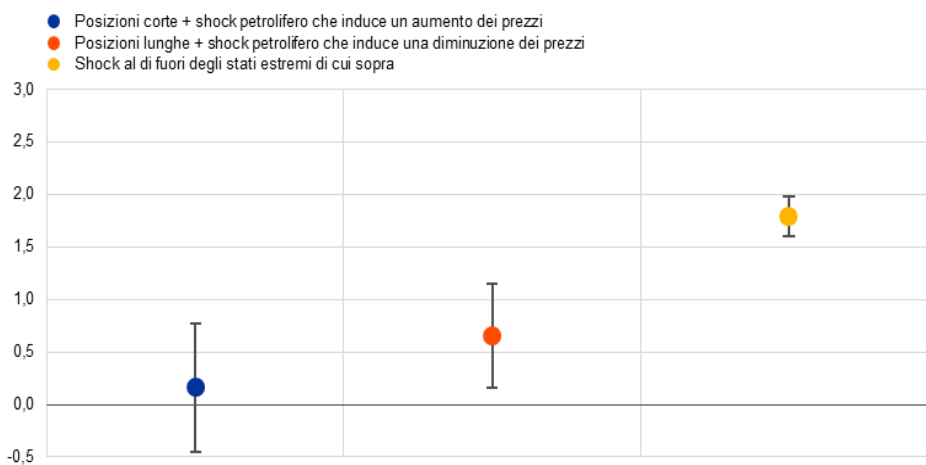
a) Reazione dei prezzi del petrolio indipendentemente dal segno dello shock

(valori percentuali)



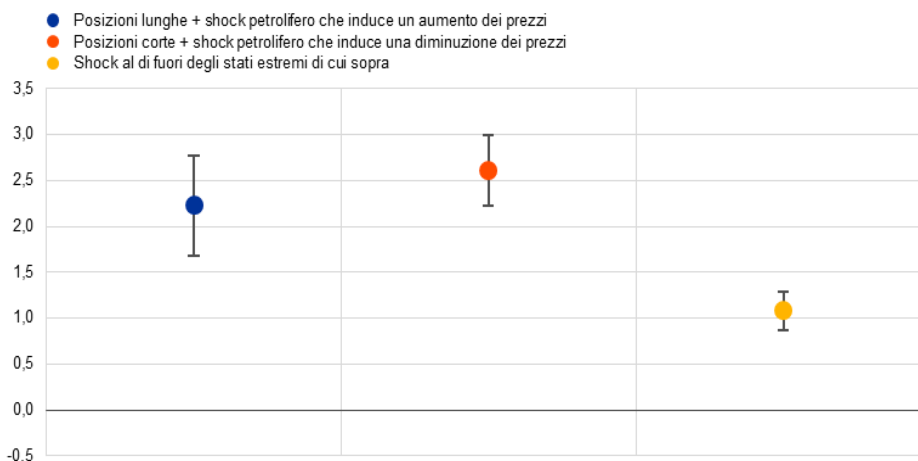
b) Reazione dei prezzi del petrolio quando uno shock ne determina un aumento (diminuzione) e le posizioni sono corte (lunghe)

(valori percentuali)



c) Reazione dei prezzi del petrolio quando uno shock ne determina un aumento (diminuzione) e le posizioni sono lunghe (corte)

(valori percentuali)



Fonti: Bloomberg, CFTC ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la reazione assoluta dei prezzi del petrolio a uno shock dal lato dell'offerta (quattro settimane dopo lo shock) sulla base di proiezioni locali non lineari. In un modello lineare lo stesso shock determina un aumento di prezzo dell'1,5 per cento. Gli stati estremi in tutti e tre i pannelli corrispondono a periodi in cui la variabile di stato si colloca al di sopra del 75° o al di sotto del 25° percentile della sua recente distribuzione storica (ultime 52 settimane). I punti gialli indicano le reazioni dei prezzi del petrolio osservate al di fuori degli stati estremi riportati in ciascun pannello. Ad esempio, nel pannello b) essi colgono le reazioni dei prezzi quando le posizioni si collocano su livelli normali o quando queste sono estremamente corte (lunghe) e lo shock fa diminuire (aumentare) i prezzi del petrolio. Le barre relative all'errore mostrano intervalli di confidenza del 68 per cento.

Gli squilibri fra domanda e offerta e le scorte mostrano effetti analoghi: quando l'offerta è abbondante o le scorte sono elevate, i mercati reagiscono in modo più vigoroso al calo dei prezzi del petrolio; quando questi indicatori sono bassi, reagiscono con maggior vigore ai rincari del petrolio. A prima vista, gli squilibri fra domanda e offerta e le scorte sembrano mostrare profili diversi, in quanto reazioni sproporzionate dei prezzi a livelli estremi, indipendentemente dal segno dello shock, emergono solo nel caso delle scorte (cfr. il pannello a) dei grafici C e D). Tuttavia, ancora una volta, non tener conto del segno dello shock fa perdere di vista i canali di trasmissione sottostanti. Un esame più attento rivela un meccanismo coerente per entrambe le variabili. In presenza di abbondanti barili in eccesso, che si traducono in un surplus di offerta o in scorte elevate, i mercati tendono a reagire con vigore agli shock che inducono una diminuzione dei prezzi del petrolio (ossia shock positivi dal lato dell'offerta), in quanto essi aumentano ulteriormente l'eccedenza. Per contro, quando l'offerta è insufficiente o le scorte sono ridotte, i mercati reagiscono con vigore ai rincari petroliferi (cfr. il pannello b) dei grafici C e D). I risultati sono inoltre intuitivi nella terza configurazione: ad esempio, quando uno shock positivo dal lato dell'offerta si verifica in un periodo di livelli elevati di scorte, le reazioni dei prezzi sono deboli, in quanto si prevede che i barili in eccesso moderino le pressioni al rialzo (cfr. il pannello c) dei grafici C e D)⁵.

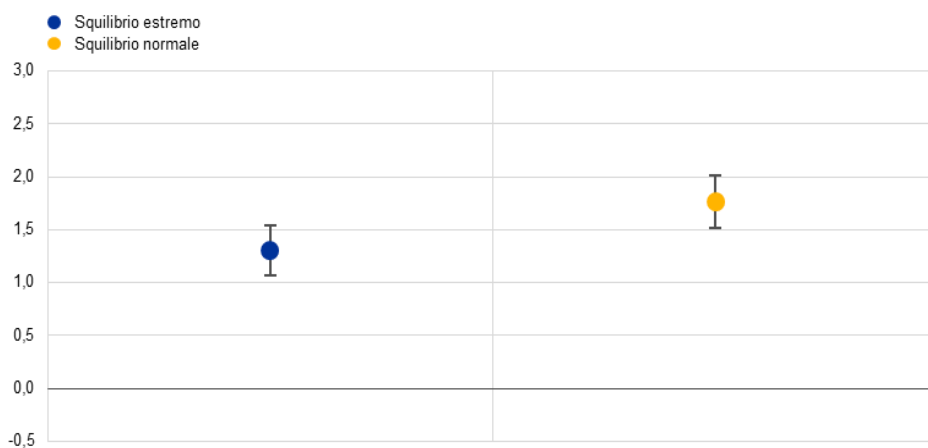
⁵ L'unico risultato sorprendente è la reazione relativamente normale dei prezzi quando le scorte sono piene e si verifica uno shock che induce un aumento del prezzo del petrolio. Una possibile spiegazione di tale risultato è che le scorte nei paesi dell'OCSE non riflettono pienamente le condizioni di stoccaggio a livello mondiale, per cui alcune regioni potrebbero ancora registrare carenze di approvvigionamento, che rendono i prezzi del petrolio sensibili alle pressioni al rialzo.

Grafico C

Reazione dei prezzi del petrolio allo shock dal lato dell'offerta in funzione degli squilibri tra offerta e domanda e del segno dello shock

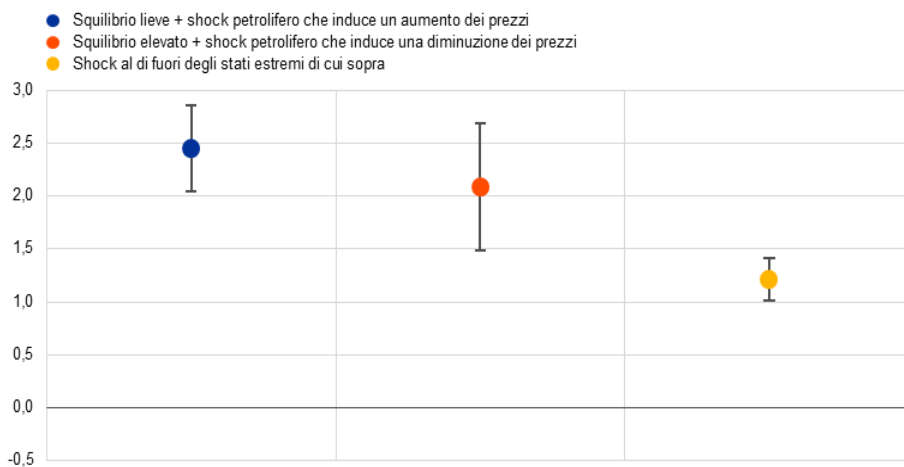
a) Reazione dei prezzi del petrolio indipendentemente dal segno dello shock

(valori percentuali)



b) Reazione dei prezzi del petrolio quando uno shock ne induce un aumento (diminuzione) e l'offerta di petrolio è bassa (elevata)

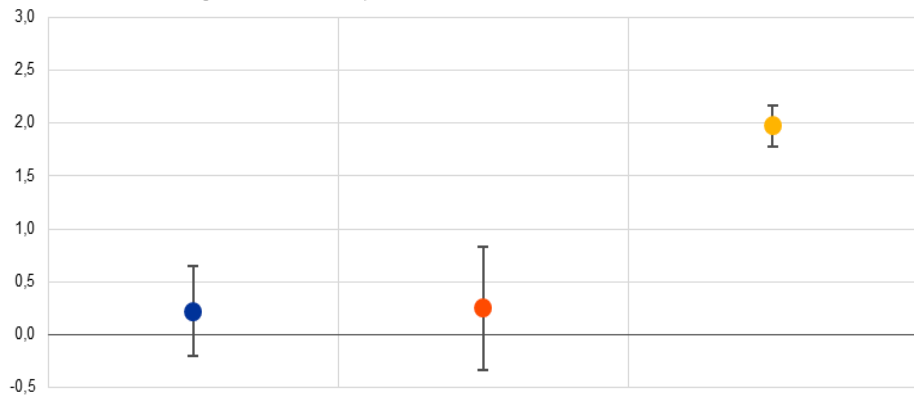
(valori percentuali)



c) Reazione dei prezzi del petrolio quando uno shock ne induce un aumento (diminuzione) e l'offerta di petrolio è elevata (bassa)

(valori percentuali)

- Squilibrio elevato + shock petrolifero che induce un aumento dei prezzi
- Squilibrio lieve + shock petrolifero che induce una diminuzione dei prezzi
- Shock al di fuori degli stati estremi di cui sopra



Fonti: AIE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la reazione assoluta dei prezzi del petrolio a uno shock dal lato dell'offerta (quattro settimane dopo lo shock) sulla base di proiezioni locali non lineari. In un modello lineare lo stesso shock determina un aumento di prezzo dell'1,5 per cento. Gli stati estremi in tutti e tre i pannelli corrispondono a periodi in cui la variabile di stato si colloca al di sopra del 75° o al di sotto del 25° percentile della sua recente distribuzione storica (ultime 52 settimane). I punti gialli indicano le reazioni dei prezzi del petrolio osservate al di fuori degli stati estremi riportati in ciascun pannello. Ad esempio, nel pannello b) essi colgono le reazioni dei prezzi quando l'offerta è su livelli normali o quando questa è estremamente bassa (elevata) e lo shock induce una diminuzione (aumento) dei prezzi del petrolio. Le barre relative all'errore mostrano intervalli di confidenza del 68 per cento.

Grafico D

Reazione dei prezzi del petrolio agli shock dal lato dell'offerta in funzione delle scorte e del segno dello shock

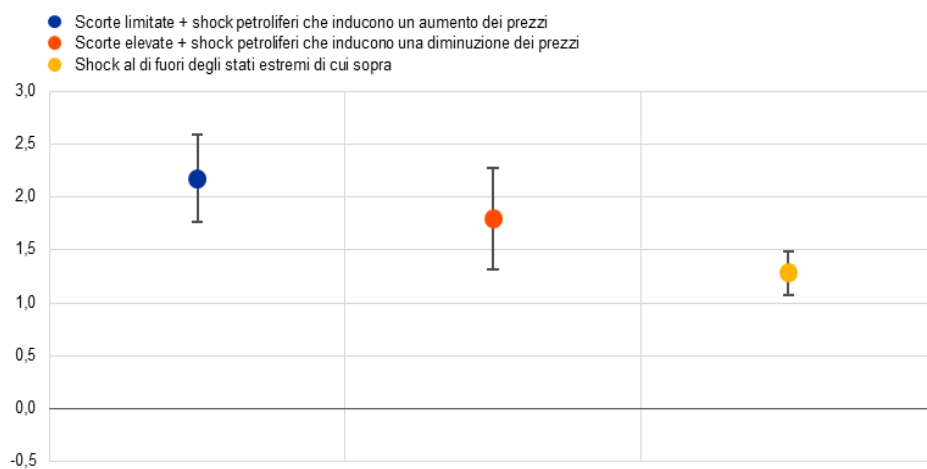
a) Reazione del prezzo del petrolio indipendentemente dal segno dello shock

(valori percentuali)



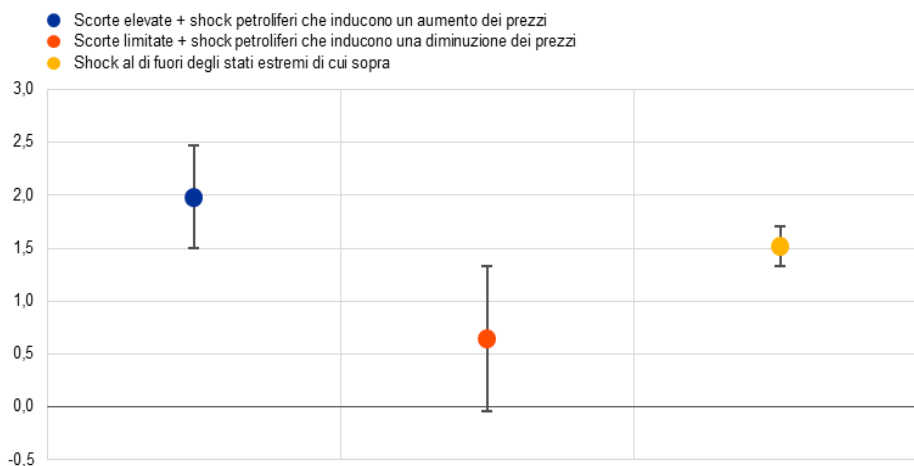
b) Reazione dei prezzi del petrolio quando uno shock ne induce un aumento (diminuzione) e le scorte sono scarse (elevate)

(valori percentuali)



c) Reazione del prezzo del petrolio quando uno shock ne induce un aumento (diminuzione) e le scorte sono elevate (scarse)

(valori percentuali)



Fonti: AIE, OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la reazione assoluta dei prezzi del petrolio a uno shock dal lato dell'offerta (quattro settimane dopo lo shock) sulla base di proiezioni locali non lineari. In un modello lineare lo stesso shock determina un aumento di prezzo dell'1,5 per cento. Gli stati estremi in tutti e tre i pannelli corrispondono a periodi in cui la variabile di stato si colloca al di sopra del 75° o al di sotto del 25° percentile della sua recente distribuzione storica (ultime 52 settimane). I punti gialli indicano le reazioni dei prezzi del petrolio osservate al di fuori degli stati estremi riportati in ciascun pannello. Ad esempio, nel pannello b) essi colgono le reazioni dei prezzi quando le scorte sono su livelli normali o quando queste sono estremamente scarse (elevate) e lo shock induce una diminuzione (aumento) dei prezzi del petrolio. Le barre relative all'errore mostrano intervalli di confidenza del 68 per cento.

Colte nell'insieme, le non linearità influenzano in modo significativo le dinamiche dei corsi petroliferi e sono suscettibili di quasi raddoppiare le reazioni dei prezzi, con conseguenze significative per le valutazioni di policy.

Nel complesso, i rischi al rialzo per i prezzi del petrolio sono particolarmente critici quando i rincari si verificano in periodi di modesti squilibri tra domanda e offerta e posizioni speculative molto lunghe. Per contro, i rischi al ribasso sono più pronunciati quando i prezzi del petrolio diminuiscono in un contesto di elevati squilibri tra domanda e offerta e di posizioni corte. Questi risultati sottolineano l'importanza di monitorare i diversi stati del mercato del petrolio, in particolare a fini di previsione, in quanto tali valutazioni possono contribuire a misurare l'intervallo potenziale delle variazioni future dei prezzi.

Riferimenti bibliografici

Chițu, L., Ferrari Minesso, M. e Manu, A.S. (2024), *La speculazione sui prezzi del petrolio e del gas in tempi di rischi geopolitici*, riquadro 1 nel numero 2/2024 di questo Bollettino.

Gazzani, A., Venditti, F. e Veronese, G. (2024), "Oil price shocks in real time", *Journal of Monetary Economics*, vol. 144, articolo 103547.

Van Robays, I. (2016), "Macroeconomic uncertainty and oil price volatility", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 78, numero 5, pagg. 671-693.

In che modo l'incertezza sulle politiche commerciali sta influenzando l'attività nell'area dell'euro?

a cura di Alina Bobasu e Beatrice Pierluigi

Negli ultimi anni l'incertezza sulle politiche commerciali è aumentata in misura significativa, raggiungendo livelli storicamente elevati nel corso del 2025.

È inizialmente cresciuta durante il conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina nel periodo 2018-2019, sotto la prima amministrazione Trump, tornando a intensificarsi intorno alle elezioni presidenziali statunitensi del 2024 e all'inizio del secondo mandato di Trump, quando la politica commerciale si è spostata al centro dell'agenda economica degli Stati Uniti. Agli inizi del 2025 una serie di annunci di dazi ha segnato un importante cambio di impostazione, che ha spinto l'incertezza relativa alle politiche dell'interscambio su livelli ben superiori a quelli osservati durante la controversia commerciale del 2018-2019 (cfr. il grafico A)¹. L'incertezza, pur rimanendo elevata in prospettiva storica, si è lievemente attenuata a seguito della tregua commerciale concordata tra Stati Uniti e Cina a maggio 2025 e dell'accordo quadro stipulato tra Stati Uniti e UE a fine luglio dello stesso anno. La sua persistenza ha gravato sull'attività dell'area dell'euro nel corso del 2025 e continua a comportare rischi, data la profonda integrazione della regione nelle reti commerciali mondiali. Nella seconda metà del 2025 e agli inizi del 2026 le nuove tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, insieme agli eventi legati alla Groenlandia, hanno mostrato che permane la probabilità di ulteriori episodi di accresciuta incertezza riguardo alle politiche dell'interscambio. Il presente riquadro illustra i canali attraverso cui l'incertezza sulle politiche commerciali influenza l'attività dell'area dell'euro, stima l'impatto finora esercitato da tale incertezza ed esamina i fattori che hanno favorito la tenuta dell'attività malgrado il difficile contesto mondiale.

¹ La misura dell'incertezza relativa alle politiche commerciali segue l'approccio di Caldara et al. (2020). È costruita calcolando la frequenza con cui parole chiave afferenti al commercio e all'incertezza figurano ravvicinate in sette importanti quotidiani statunitensi. Le misure alternative si basano sugli annunci degli utili agli investitori da parte delle imprese e sulla volatilità dei dazi. Inoltre, una componente del più ampio indice di incertezza relativo alla politica economica (Economic Policy Uncertainty index) è la misura di incertezza sulle politiche commerciali elaborata da Baker et al. (2016). Altri indicatori ad alta frequenza collegati, come l'indice di incertezza sulle politiche commerciali a livello mondiale (Global Trade Policy Uncertainty Index) di Bloomberg Economics, applicano tecniche di analisi dei testi (text mining) ai flussi di notizie. Per ulteriori misure dell'incertezza, cfr., ad esempio, Andersson et al. (2024).

Grafico A

Incertezza sulle politiche commerciali

(indice)



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

Note: il grafico mostra l'indice di incertezza sulle politiche commerciali definito in Caldara et al. (2020). Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2026.

L'incertezza relativa alle politiche commerciali incide sull'economia attraverso diversi canali.

L'impatto più diretto interessa proprio l'interscambio. Le minacce di dazi e altre barriere commerciali, nonché le inversioni di rotta delle politiche, possono indurre turbative nei flussi commerciali e nelle catene di approvvigionamento mondiali, aumentando i costi e riducendo l'efficienza. Tali turbative sono particolarmente rilevanti per l'area dell'euro, dato il suo elevato grado di apertura e la quota relativamente ampia di beni di investimento presente nelle sue esportazioni. Inoltre, ripetuti episodi di accresciuta incertezza sulle politiche commerciali possono determinare cambiamenti strutturali di lungo periodo, come il riorientamento degli scambi o la rilocalizzazione delle catene di approvvigionamento, che potrebbero esercitare ulteriori pressioni sugli esportatori dell'area dell'euro e sulla loro competitività. Al di là degli effetti diretti sull'interscambio, vi è un impatto sugli investimenti, più sottile ma altrettanto significativo. Come per altre forme di accresciuta incertezza sulle politiche economiche, l'incertezza relativa a quelle commerciali spinge le imprese ad adottare un approccio "attendista", inducendole a rinviare gli investimenti, l'assunzione di personale e gli impegni transfrontalieri². Secondo i dati ricavati dai contatti della BCE con le società non finanziarie, l'accresciuta incertezza è stata un fattore fondamentale che ha gravato sulle prospettive di investimento³. Il protrarsi dell'incertezza potrebbe inoltre determinare effetti più persistenti dal lato dell'offerta, inclusa una più debole crescita della produttività, dal momento che le imprese ridimensionano o ritardano la spesa in conto capitale (cfr. Bloom, 2009; Boer e Rieth, 2024).

Il canale della fiducia amplifica ulteriormente l'impatto economico

dell'incertezza. Il calo dei flussi commerciali e degli investimenti causato dall'accresciuta incertezza riduce i ricavi e la redditività delle imprese e ciò a sua

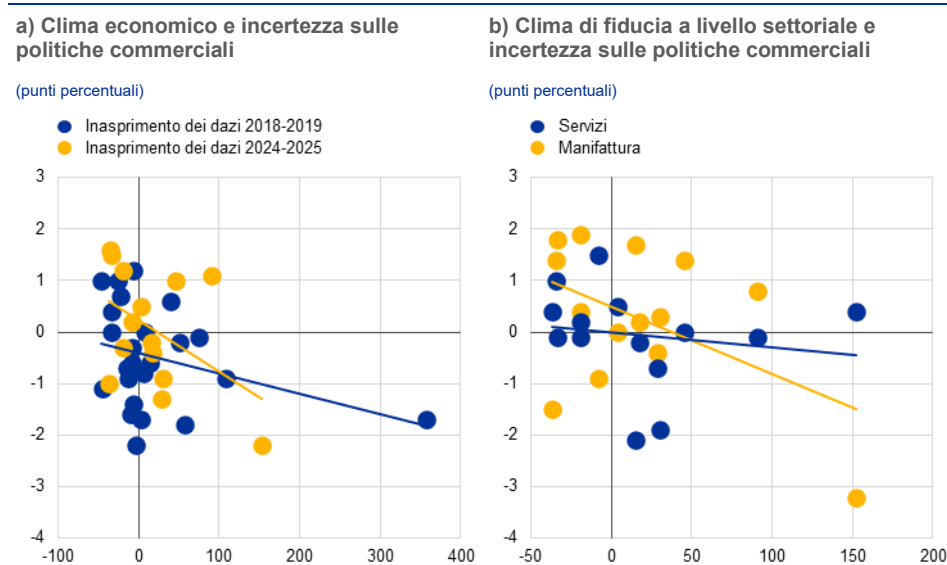
² L'approccio "attendista" è stato descritto da Baker et al. (2016), Handley e Limão (2017) e Caldara et al. (2020). In genere i consumi delle famiglie reagiscono in misura minore rispetto agli investimenti, perché sono dominati dai servizi e più strettamente legati all'incertezza riguardante le aspettative finanziarie delle famiglie stesse (cfr. Boer e Rieth, 2024).

³ Cfr. Melemenidis et al. (2025).

volta indebolisce il clima di fiducia in senso più ampio. Il pannello a) del grafico B mostra questo canale evidenziando una correlazione negativa tra l'indice del clima economico nell'area dell'euro elaborato dalla Commissione europea e l'indice di incertezza sulle politiche commerciali di Caldara et al. (2020) durante i due episodi di inasprimento dei dazi verificatisi, rispettivamente, tra marzo 2018 e dicembre 2019 e tra ottobre 2024 e dicembre 2025. Il pannello b) mostra che tale correlazione negativa è più evidente nel settore manifatturiero, che ha risentito in maniera diretta dei bruschi incrementi dei dazi.

Grafico B

Clima di fiducia e incertezza sulle politiche commerciali



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

Note: il pannello a) mostra le rette di regressione stimate delle variazioni mensili dell'indice del clima economico nell'area dell'euro elaborato dalla Commissione europea (asse delle ordinate) sulle variazioni mensili ritardate dell'indice di incertezza sulle politiche commerciali (asse delle ascisse) basato su Caldara et al. (2020). La voce "Inasprimento dei dazi 2018-2019" si riferisce al periodo tra marzo 2018 e dicembre 2019 e quella "Inasprimento dei dazi 2024-2025" si riferisce al periodo tra ottobre 2024 e dicembre 2025. Il pannello b) mostra la correlazione tra gli indicatori del clima di fiducia a livello settoriale e l'incertezza sulle politiche commerciali durante l'inasprimento dei dazi tra il 2024 e il 2025.

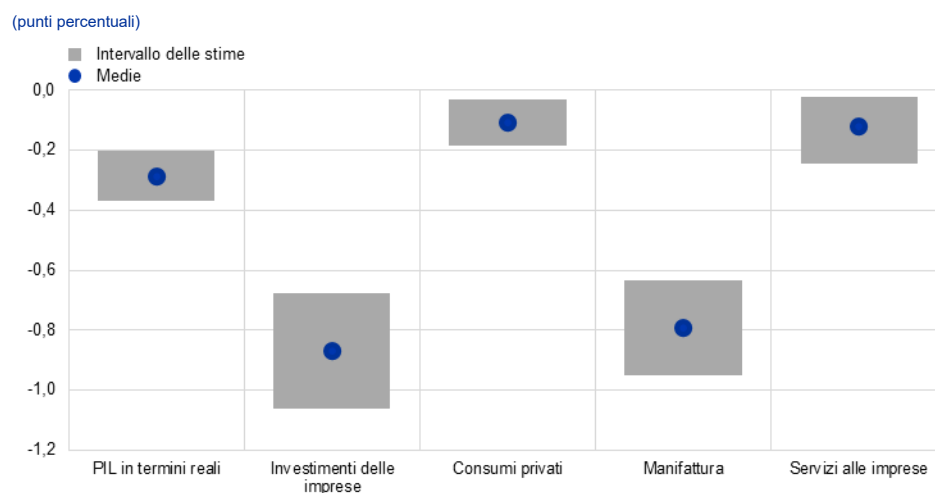
L'analisi basata su modelli suggerisce che nel 2025 l'accresciuta incertezza sulle politiche commerciali ha gravato sul prodotto interno lordo (PIL) in termini reali dell'area dell'euro (cfr. il grafico C).

Per valutare le implicazioni macroeconomiche della crescente incertezza relativa alle politiche commerciali, è stato stimato un modello di autoregressione vettoriale bayesiano per l'area dell'euro, riferito al periodo tra il primo trimestre del 1999 e il quarto del 2025. L'analisi si basa su due misure dell'incertezza sulle politiche commerciali. La prima è l'indice testuale precedentemente indicato e descritto in Caldara et al. (2020). Tale misura non corretta, tuttavia, tende a essere altamente volatile e potrebbe cogliere non solo gli shock da incertezza, ma anche effettive variazioni delle politiche e cambiamenti nell'attenzione dei media. Per ovviare a tali limiti, l'analisi utilizza anche una misura corretta elaborata da Schröder (2025), che esclude l'influenza esercitata dall'attenzione dei media, dalle aliquote dei dazi effettive, dalle condizioni finanziarie e dalle pressioni lungo le catene di approvvigionamento. Sono state stimate due specificazioni di base. La prima include, una alla volta, ciascuna delle due misure dell'incertezza sulle politiche commerciali insieme al PIL in termini reali, agli

indicatori della domanda interna (investimenti delle imprese e consumi privati), all'inflazione misurata sullo IAPC e al tasso di interesse a breve termine. La seconda sostituisce gli indicatori della domanda interna con le componenti del valore aggiunto a livello settoriale (manifattura e servizi alle imprese). Considerando l'insieme delle specificazioni, i risultati indicano che l'aumento dell'incertezza sulle politiche commerciali nel 2025 è associato a un calo medio della crescita del PIL in termini reali di circa -0,3 punti percentuali rispetto al 2024 (cfr. il grafico C). Gli effetti stimati variano a seconda delle misure dell'incertezza⁴. In particolare, la misura non corretta implica in genere un impatto maggiore rispetto alla misura corretta, in quanto la sua volatilità e i suoi sbalzi pronunciati amplificano gli shock stimati. Per gli indicatori della domanda interna, l'impatto stimato sugli investimenti delle imprese è circa tre volte superiore a quello sui consumi privati. Analogamente, i modelli settoriali indicano anche effetti più marcati sulla manifattura che sui servizi alle imprese.

Grafico C

Impatto dell'incertezza relativa alle politiche commerciali sull'attività economica reale dell'area dell'euro nel 2025



Fonti: Eurostat, Caldara et al. (2020), Schröder (2025) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le stime sono basate sull'indice non corretto dell'incertezza sulle politiche commerciali descritto in Caldara et al. (2019) e sulle misure corrette dell'incertezza sulle politiche commerciali illustrate in Schröder (2025). L'impatto è individuato mediante due approcci (scomposizione di Cholesky e restrizioni di segno e nulle) applicati separatamente a ciascuna misura dell'incertezza. I modelli includono il PIL in termini reali, gli investimenti delle imprese in termini reali, i consumi privati in termini reali, l'inflazione misurata sullo IAPC e il tasso di interesse a breve termine; una specificazione alternativa include anche i corsi azionari. Nei modelli settoriali gli investimenti delle imprese e i consumi privati sono sostituiti, rispettivamente, con il valore aggiunto lordo nel settore manifatturiero e in quello dei servizi alle imprese, mentre tutte le altre variabili sono mantenute costanti. I modelli sono stimati per il periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il quarto del 2025. Le stime sono riproporzionate all'entità dello shock da incertezza relativa alle politiche commerciali osservato tra il primo e il quarto trimestre del 2025 e rappresentano l'impatto sui tassi di crescita. I punti blu indicano gli effetti medi calcolati sull'insieme delle specificazioni del modello. I servizi alle imprese sono approssimati dalla somma dei seguenti settori: servizi di informazione e comunicazione; attività finanziarie e assicurative; attività professionali, scientifiche e tecniche. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025.

Benché la maggiore incertezza relativa alle politiche commerciali gravasse sulla crescita, nel 2025 il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha mostrato una maggiore capacità di tenuta rispetto alle attese. Sebbene le proiezioni di marzo 2025 ne avessero stimato un'espansione dello 0,9 per cento, il PIL in termini reali è infine cresciuto dell'1,5 per cento. Diversi fattori compensativi hanno contribuito ad attenuare l'impatto negativo dell'incertezza relativa alle politiche commerciali. In primo luogo, le imprese hanno adeguato la produzione e le esportazioni in previsione dei più elevati dazi, anticipando efficacemente l'attività

⁴ Gli effetti sono robusti rispetto ai diversi metodi utilizzati per individuare lo shock da incertezza.

economica⁵. In secondo luogo, la normalizzazione della politica monetaria ha fornito condizioni favorevoli alla crescita, agevolata dalla solidità complessiva dei bilanci del settore privato. In terzo luogo, misure di finanza pubblica, quali l'attuazione del programma Next Generation EU, l'aumento della spesa per la difesa e il sostegno mirato di bilancio, hanno contribuito a sorreggere l'attività economica.

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.

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

Battistini, N. e Gareis, J. (2025), [Manifattura e servizi a confronto: il ruolo dell'anticipazione degli scambi e dell'incertezza nei recenti andamenti](#), riquadro 3 nel numero 6/2025 di questo Bollettino.

Bloom, N. (2009), ["The Impact of Uncertainty Shocks"](#), *Econometrica*, n. 77, n. 3, maggio, pagg. 623-685.

Boer, L. e Rieth, M. (2024), ["The Macroeconomic Consequences of Import Tariffs and Trade Policy Uncertainty"](#), *IMF Working Papers*, n. 24/13, gennaio.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. e Raffo, A. (2019), ["Does trade policy uncertainty affect global economic activity?"](#), *FEDS Note*, settembre.

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.

Handley, K. e Limão, N. (2017), ["Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States"](#), *American Economic Review*, vol. 107, n. 9, settembre, pagg. 2731-2783.

Melemenidis, A., Morris, R. e Roma, M. (2025), [Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie](#), riquadro 3 nel numero 5/2025 di questo Bollettino.

Schröder, M. (2025), [Dal testo al problema: comprendere i limiti delle misure di incertezza della politica commerciale ricavate dai testi](#), riquadro 2 nel numero 8/2025 di questo Bollettino.

⁵ Cfr. Battistini e Gareis (2025).

Dal mattone al mouse: una valutazione degli investimenti digitali nell'area dell'euro

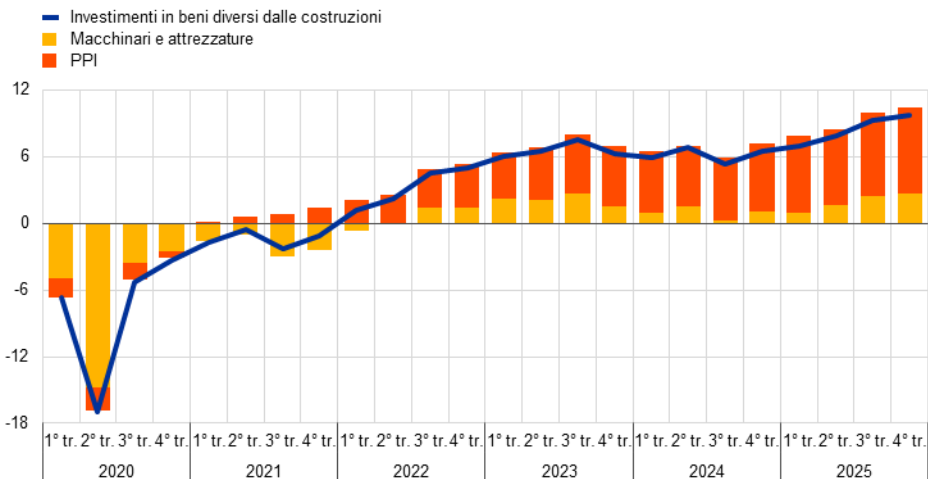
a cura di Malin Andersson, Sara Colombo, Valerie Jarvis e Richard Morris

Negli ultimi anni gli investimenti delle imprese dell'area dell'euro sono stati relativamente contenuti, evidenziando, nelle loro componenti, una dinamica a due velocità. Sebbene gli investimenti abbiano evidenziato un andamento modesto nel complesso, a partire dal 2020 si è registrata una divergenza tra le tendenze degli investimenti in beni materiali e in beni immateriali (cfr. il grafico A). Alla fine del 2025 gli investimenti in beni immateriali, che comprendono i prodotti di proprietà intellettuale (PPI), tra cui software e database informatici, nonché gli investimenti in ricerca e sviluppo (R&S), rappresentavano l'80 per cento circa della crescita in termini cumulati degli investimenti delle imprese dal quarto trimestre del 2019 in poi, nonostante tale tipologia di investimenti ammonti ad appena due terzi circa della spesa in conto capitale per beni materiali, che include macchinari e attrezzature. Questo divario crescente è stato probabilmente determinato dal forte aumento degli investimenti in beni digitali. In tale contesto, il presente riquadro esamina l'evoluzione degli investimenti digitali nell'area dell'euro, utilizzando proxy che replicano le principali categorie di beni collegati al digitale. Analizza inoltre le implicazioni economiche della crescita della quota di investimenti digitali rispetto al totale investito dalle imprese dell'area dell'euro.

Grafico A

Investimenti in beni diversi dalle costruzioni per categoria di beni

(variazioni percentuali cumulate a partire dal quarto trimestre del 2019, contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni non comprendono i prodotti di proprietà intellettuale (PPI) irlandesi. La somma delle componenti non corrisponde al totale, a causa dell'esclusione della componente delle risorse biologiche. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025.

Negli ultimi dieci anni si è registrato un notevole aumento degli investimenti digitali nell'area dell'euro. Non è facile misurare gli investimenti nell'ecosistema digitale, soprattutto in Europa. Gli investimenti collegati al digitale non sono

facilmente distinguibili dalle altre forme di investimento, in quanto le scomposizioni pertinenti per gli investimenti in tecnologie digitali contenute nei dati di contabilità nazionali dell'area dell'euro non forniscono, al momento, livelli di dettaglio sufficienti (in particolare se con frequenza trimestrale)¹. La proxy per gli investimenti digitali qui proposta è pertanto basata sui conti annuali dell'area dell'euro disponibili fino al 2024, che forniscono livelli di scomposizione più dettagliati per attività e settori rispetto agli esercizi trimestrali. La proxy è costituita da tre elementi: in primo luogo, il dato relativo alle infrastrutture digitali fisiche (ad esempio gli edifici dei centri dati) è ricavato dalle costruzioni non residenziali nel settore dell'informazione e della comunicazione; in secondo luogo, gli investimenti materiali nel digitale sono misurati come investimenti in tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) nell'economia imprenditoriale²; infine, gli investimenti digitali immateriali comprendono tutti gli investimenti in PPI (compresi software e database informatici e R&S) nel settore dell'informazione e della comunicazione, nonché gli investimenti in software e database informatici nel resto dell'economia imprenditoriale³. L'aumento complessivo degli investimenti digitali tra il 2014 e il 2024 è ammontato a oltre il triplo della crescita cumulata del PIL nello stesso periodo. Gli investimenti in beni immateriali hanno rappresentato la quota più consistente degli investimenti digitali, sostenendo l'aumento della proxy nell'ultimo decennio. Anche la spesa sostenuta dalle imprese per beni materiali quali le apparecchiature TIC ha coperto una quota significativa, mentre la proxy qui proposta sembra indicare che la quota di investimenti nella costruzione di centri dati sia rimasta relativamente esigua (cfr. il grafico B).

¹ Il nuovo Sistema dei conti nazionali 2025 globale, la cui attuazione è prevista nel periodo 2029-2030, dovrebbe fornire ulteriori informazioni su IA, dati, cloud computing e intermediari digitali.

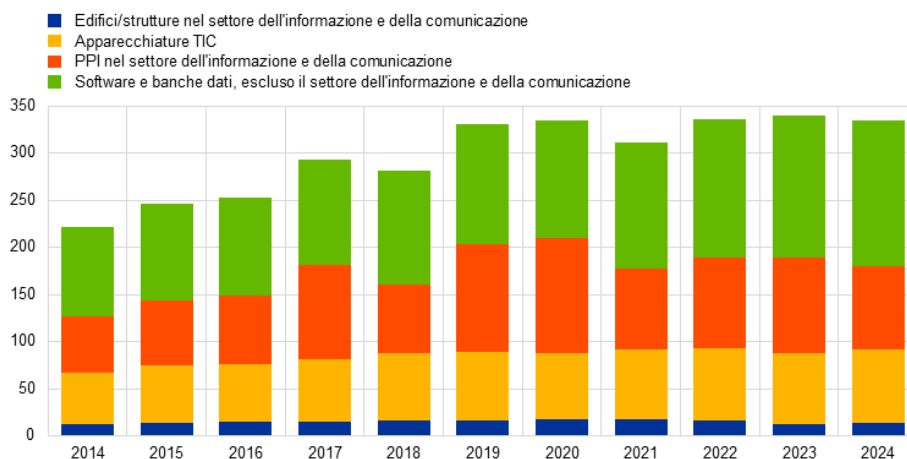
² L'economia imprenditoriale comprende l'intera economia, ad eccezione delle seguenti categorie: agricoltura, silvicoltura e pesca, servizi pubblici, attività artistiche e di intrattenimento e altri servizi (ossia esclude, rispettivamente, le categorie corrispondenti alle sezioni A, da O a Q e da R a U della classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (NACE)).

³ L'approccio qui presentato segue compilazioni analoghe adottate per gli Stati Uniti da ricercatori della Federal Reserve (cfr. [Rubinton e Ankit Patro](#), 2026) e il recente confronto operato dall'OCSE nel lavoro di Gal et al. (2025).

Grafico B

Proxy degli investimenti digitali nell'area dell'euro con scomposizione per attività

(miliardi di euro)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la proxy degli investimenti digitali si riferisce a: a) gli investimenti in costruzioni non residenziali di edifici e strutture nel settore dell'informazione e della comunicazione; b) gli investimenti in apparecchiature TIC nell'economia imprenditoriale; c) gli investimenti in PPI (software e database informatici ed R&S) nel settore dell'informazione e della comunicazione; d) gli investimenti in software e banche dati nel resto dell'economia imprenditoriale (escluso il settore dell'informazione e della comunicazione). I valori relativi ai paesi mancanti sono stati stimati sulla base degli aggregati noti per l'area dell'euro relativi alle quote paese-settore. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2024.

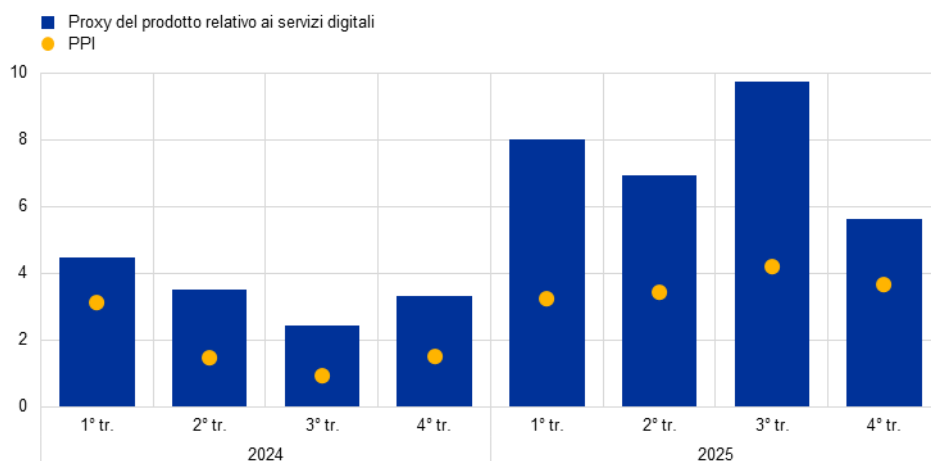
I dati sulla produzione indicano che gli investimenti digitali nell'area dell'euro hanno registrato un'accelerazione nel 2025. I dati sugli investimenti disaggregati per settore e attività sono attualmente disponibili solo fino al 2024. Tuttavia, una proxy più tempestiva del prodotto dei servizi digitali può essere costruita come aggregazione ponderata della produzione mensile generata dalle attività editoriali (di cui l'edizione di software rappresenta una componente importante), dalle attività di programmazione, consulenza informatica e attività connesse, nonché dalle attività dei servizi di informazione. Questa proxy è in buona correlazione con la crescita degli investimenti in PPI (e anzi, la supera) e indica che gli investimenti digitali hanno registrato un'accelerazione nel 2025 (cfr. il grafico C). Negli ultimi anni anche la produzione di servizi digitali è cresciuta a un ritmo lievemente più rapido rispetto alla proxy dei relativi investimenti. Tuttavia, la produzione di servizi digitali è una misura molto approssimativa degli investimenti digitali. Circa l'80 per cento della produzione generata dalla programmazione informatica e dalle attività dei servizi di informazione nell'area dell'euro, che rappresenta la principale componente della proxy dei servizi digitali qui impiegata, è stata destinata al consumo interno. Tuttavia, la maggior parte di essa non è stata capitalizzata come investimento, bensì trattata come consumo intermedio. A tale riguardo, esistono sostanziali differenze tra paesi, in parte a causa dell'assenza di prassi di misurazione e contabilità armonizzate tra gli istituti nazionali di statistica all'interno dell'UE (cfr. il grafico D)⁴.

⁴ Cfr. Nonnis et al. (2025).

Grafico C

Proxy del prodotto relativo ai servizi digitali e prodotti di proprietà intellettuale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



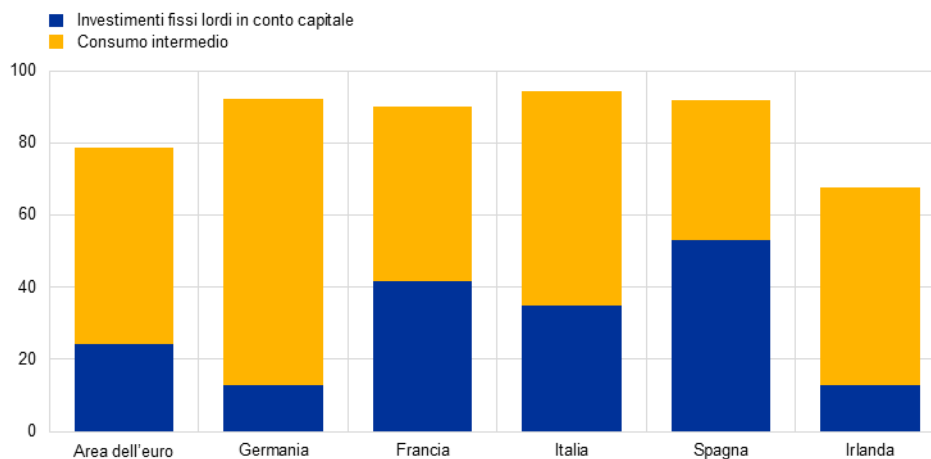
Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la proxy per il prodotto relativo ai servizi digitali comprende la produzione ponderata non destagionalizzata delle attività editoriali (settore J58 della classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (NACE)), delle attività di programmazione, consulenza informatica e attività connesse (settore NACE J62) e delle attività dei servizi di informazione (settore NACE J63). Il dato relativo ai PPI esclude l'Irlanda. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025 per i PPI e a dicembre 2025 per i dati relativi alla produzione.

Grafico D

Utilizzi delle attività di programmazione informatica e dei servizi di informazione nell'area dell'euro

(quota percentuale dell'utilizzo totale)



Fonti: Commissione europea (tavole di input-output FIGARO) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: utilizzo della produzione nei settori NACE J62 e J63 combinati. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2023.

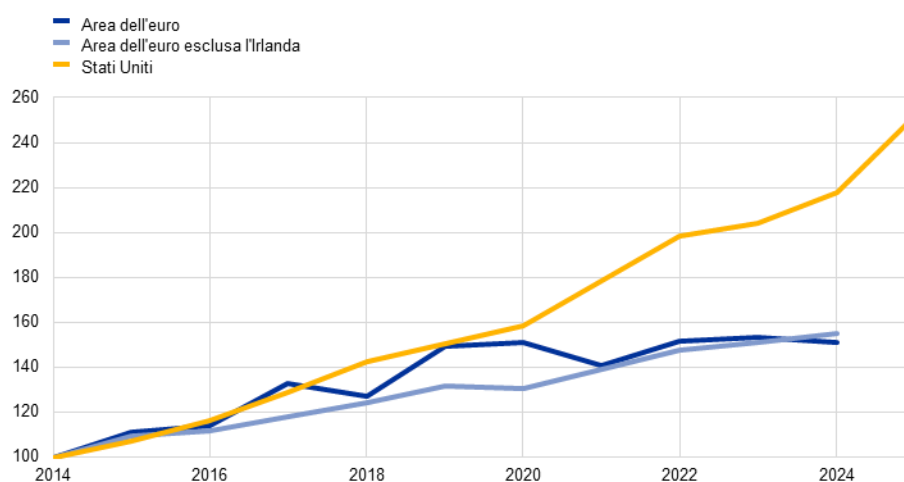
Sebbene gli investimenti digitali nell'area dell'euro abbiano registrato una forte espansione, il ritmo di crescita è stato notevolmente inferiore rispetto agli Stati Uniti. Estendendo la proxy digitale in base alla forte crescita stimata del prodotto dei servizi digitali nel 2025 e compensando le distorsioni nella tendenza complessiva dovute alla volatilità dei PPI in Irlanda, i risultati indicano che gli investimenti digitali nell'area dell'euro potrebbero essere cresciuti di poco più del 60 per cento tra il 2014 e il 2025 (cfr. il grafico E). Nonostante tale forte crescita, nello stesso periodo

un'analogo proxy per gli Stati Uniti è più che raddoppiata, accelerando in particolare nel 2025 sulla scia della forte ripresa degli investimenti nei centri dati⁵. Questo divario sorprendente e in visibile aumento rispetto agli Stati Uniti richiede ulteriori analisi, per valutare in quale misura esso rifletta in via principale le dimensioni generalmente più piccole delle imprese europee, che rendono meno redditizia l'adozione di nuove tecnologie, le rigidità strutturali all'interno dell'area dell'euro o il semplice vantaggio in termini cronologici degli Stati Uniti in questo campo⁶.

Grafico E

Proxy degli investimenti digitali per l'area dell'euro e gli Stati Uniti

(indice 2014 = 100)



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

Note: la proxy digitale per l'area dell'euro è costruita come nel grafico B. Il punto blu si estende al 2025 sulla base del valore proxy della crescita sui dodici mesi del prodotto relativo ai servizi digitali riportato nel grafico C. La proxy per gli Stati Uniti combina gli investimenti in centri dati, apparecchiature per l'elaborazione delle informazioni e software informatico. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025 per i dati relativi agli Stati Uniti, a dicembre 2025 per i dati sulla produzione dei servizi digitali e al 2024 per gli altri dati.

In prospettiva, la quota degli investimenti digitali dovrebbe continuare ad aumentare, con significative implicazioni per il ciclo economico e le politiche.

Gli investimenti digitali dovrebbero registrare un marcato aumento in futuro, stimolati dagli investimenti in capitale di rischio e dai finanziamenti nell'ambito del programma Next Generation EU. Di recente, sono stati inoltre introdotti due nuovi programmi a livello di UE: il piano d'azione per il continente dell'IA e la strategia per l'IA applicata, con l'obiettivo di destinare ingenti somme agli investimenti digitali e di mobilitare ulteriori fondi nazionali degli Stati membri dell'UE⁷. Tuttavia, secondo un'indagine condotta dalla European Data Centre Association, l'ulteriore accelerazione degli investimenti digitali potrebbe essere ostacolata dall'eventualità di un'offerta insufficiente di energia, di carenze di personale qualificato o di un eccesso di

⁵ Per un più ampio raffronto tra gli investimenti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr. Andersson et al. (2025).

⁶ In questo numero del Bollettino, Ferrando et al. (2026) riportano i risultati di una recente indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of the Enterprises, SAFE) in merito alle tendenze di utilizzo e di investimento nel campo dell'intelligenza artificiale (IA); in tale lavoro si rileva una forte correlazione tra l'adozione dell'IA e la spesa per investimenti da parte delle imprese dell'area dell'euro. Risultati analoghi emergono anche da un più ampio studio condotto dalla Banca europea per gli investimenti (2026).

⁷ Cfr. Commissione europea (2025a) e Commissione europea (2025b).

regolamentazione⁸. Gli investimenti digitali nell'area dell'euro potrebbero rallentare anche nel caso in cui l'intelligenza artificiale non garantisse gli incrementi di produttività e la riduzione dei costi attesi, determinando revisioni al ribasso della domanda futura.

Riferimenti bibliografici

Andersson, M., Jarvis, V. e Soudan, M. (2025), *Investimenti delle imprese: le ragioni alla base del ritardo dell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti*, riquadro 1 nel numero 2/2025 di questo Bollettino.

Banca europea per gli investimenti (2026), "[AI adoption, productivity and employment: Evidence from European firms](#)", *Working Paper 2026/02*, gennaio.

Commissione europea (2025a), "[AI Continent Action Plan](#)".

Commissione europea (2025b), "[Apply AI Strategy](#)".

European Data Centre Association (2025), "[State of European Data Centres 2025](#)".

Ferrando, A., Lamboglia, S., Rariga, J. e Schmidt, M. (2026), *IA: utilizzo e investimenti. Cosa si evince dall'indagine SAFE riguardo le imprese dell'area dell'euro*, riquadro 6 in questo numero del Bollettino.

Gal, P., Hooley, J., Ozturk, F. e Unsal, F. (2025), "[Business investment in the face of the digital transformation: Initial evidence](#)", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1859, OCSE.

Lane, P. (2026), "[Intervista con La Stampa](#)", BCE, 16 gennaio.

Nonnis, A., Roth, F. e Bounfour, A. (2025), "[Intangible capital in France and Germany: Measurement issues and their impact on productivity](#)", *VoxEU Column*, Centre for Economic Policy Research, 6 ottobre.

Rubinton, H. e Ankit Patro, B. (2026), "[Tracking AI's Contribution to GDP Growth](#)", *On the Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 12 gennaio.

⁸ Cfr. European Data Centre Association (2025).

IA: utilizzo e investimenti. Cosa si evince dall'indagine SAFE riguardo le imprese dell'area dell'euro

a cura di Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia, Judit Rariga e Maurice Schmidt

Il presente riquadro fornisce nuove informazioni riguardo l'utilizzo di tecnologie basate sull'intelligenza artificiale (IA) da parte delle imprese dell'area dell'euro e i loro piani di investimento in IA fino alla fine del 2026.

L'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) per il quarto trimestre del 2025 (BCE, 2026) ha incluso una serie di domande ad hoc sull'adozione dell'intelligenza artificiale e sulle ragioni dell'utilizzo o meno di tali tecnologie. Alle imprese è stato chiesto di indicare in che misura stiano iniziando a impiegare delle tecnologie specifiche, tra cui: strumenti di IA predittiva, come analisi di testi (text mining), riconoscimento vocale e di immagini e apprendimento automatico (machine learning); strumenti di IA generativa, come chatbot e generazione di testo/immagini; robotica software per l'automazione dei processi aziendali (robotic process automation, RPA). È stato poi chiesto loro di indicare i propri piani di investimento in IA nei 12 mesi successivi e di valutare quanto questi investimenti fossero diffusi tra le aziende loro concorrenti con sede nel proprio paese fino a giugno 2025¹.

L'impiego dell'IA è più frequente presso aziende di grandi dimensioni, giovani, quotate o con finanziamenti sostenuti da capitali di rischio, rispetto a imprese piccole, non quotate e dall'attività consolidata (cfr. il grafico A). I risultati dell'indagine mostrano che il 38 per cento delle imprese dell'area dell'euro si trova in una fase avanzata di adozione dell'IA, avendone segnalato un utilizzo significativo o moderato. Il 33 per cento è ancora in una fase iniziale, con un utilizzo molto sporadico o sperimentale dell'intelligenza artificiale. Circa il 45 per cento delle aziende di grandi dimensioni e quotate o con finanziamenti sostenuti da capitali di rischio si trova in una fase avanzata di utilizzo dell'IA, che sale al 56 per cento per le imprese giovani. Tuttavia, la quota di imprese che hanno segnalato un utilizzo significativo dell'IA è simile tra diverse classi dimensionali e tipi di assetti proprietari differenti, suggerendo che l'adozione dell'IA si stia diffondendo in modo uniforme in un nucleo di imprese. È interessante notare che tale quota raddoppia tra le imprese giovani, rispecchiando probabilmente il ruolo trainante delle start-up².

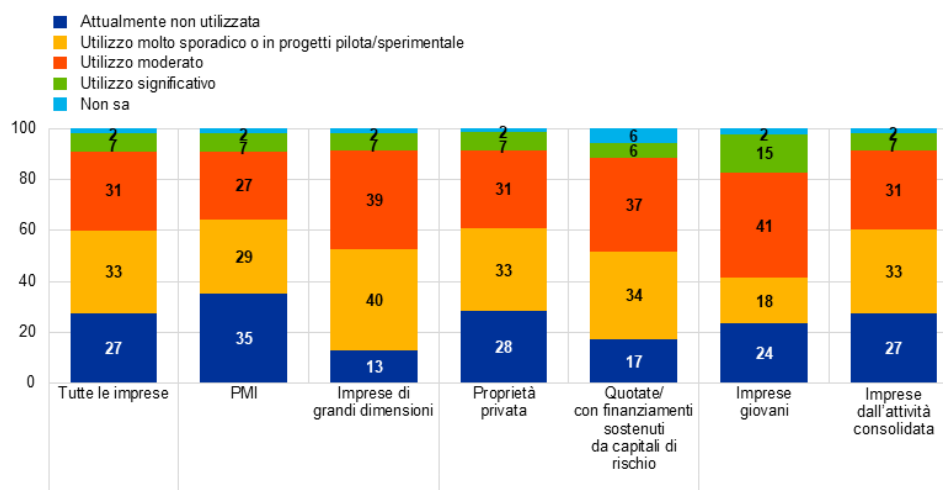
¹ Per ulteriori informazioni su altre domande ad hoc relative all'IA incluse nell'indagine SAFE, cfr. BCE (2026).

² Percentuali simili di adozione dell'IA in base alle caratteristiche aziendali si riscontrano anche per imprese di paesi differenti; cfr. Yotzov et al. (2026) per Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Australia e Bencivelli et al. (2026) per Germania, Italia e Spagna.

Grafico A

Utilizzo dell'IA per caratteristiche aziendali

(in percentuale degli intervistati)



Fonti: indagine SAFE (BCE, 2026) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la voce "PMI" indica le piccole e medie imprese (fino a 250 dipendenti). La voce "Imprese giovani" indica quelle in attività da meno di cinque anni. La voce "Proprietà privata" si riferisce a singoli individui, famiglie o altre forme aziendali che detengono la quota di maggioranza nelle imprese. La voce "Quotate/con finanziamenti sostenuti da capitali di rischio" indica imprese in cui la quota di maggioranza è detenuta da azionisti pubblici o società di venture capital. I dati si riferiscono all'edizione ottobre-dicembre 2025 dell'indagine.

In base ai risultati, il mancato utilizzo dell'IA è riconducibile soprattutto alla percezione di poca utilità e alle sfide connesse con la sua adozione (cfr. il grafico B).

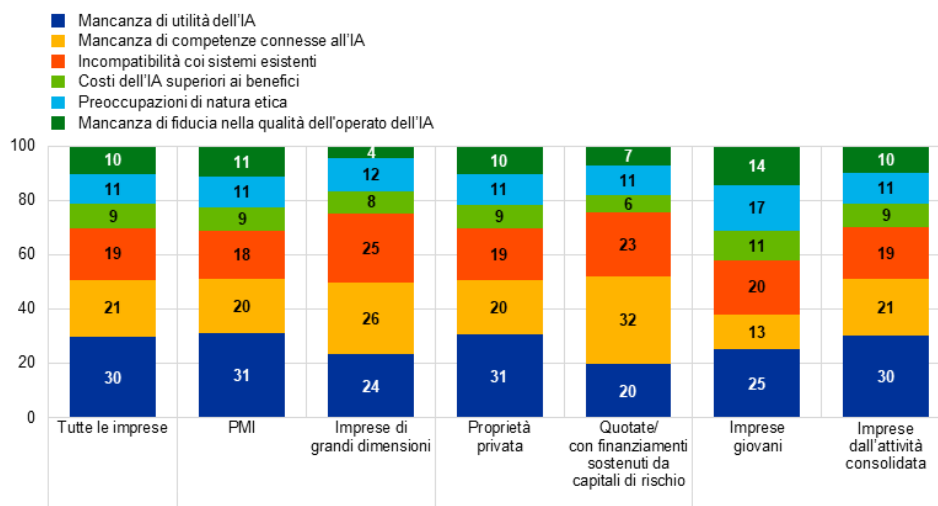
Nello specifico, il 30 per cento delle aziende che attualmente non utilizzano l'intelligenza artificiale considera la mancanza di utilità come l'ostacolo principale, mentre il 20 per cento circa segnala un'incompatibilità con i propri sistemi esistenti e un'indisponibilità delle relative competenze. Rispetto alle piccole e medie imprese (PMI), la mancanza di utilità è citata con meno probabilità dalle imprese di grandi dimensioni, che però segnalano più spesso difficoltà di adozione dell'IA, quali competenze non adeguate e incompatibilità dei sistemi. Le imprese quotate o con finanziamenti sostenuti da capitali di rischio, dove l'adozione dell'IA è generalmente più diffusa, sembrano riconoscere il valore potenziale anche quando ancora non la utilizzano, mentre le imprese con proprietà privata segnalano più spesso ostacoli come la percezione di una mancanza di utilità. Rispetto alle imprese dall'attività consolidata, quelle più giovani esprimono con maggiore frequenza preoccupazioni di natura etica e riconoscono come un ostacolo all'utilizzo dell'intelligenza artificiale una mancanza di fiducia nella qualità del suo operato³.

³ Nell'indagine è stato inoltre chiesto alle imprese di indicare le ragioni alla base del loro utilizzo dell'IA. Le risposte mostrano che l'intelligenza artificiale è adottata principalmente per migliorare i processi aziendali di base e non, mentre un numero significativamente inferiore di imprese cita la riduzione dei costi del personale, il sostegno al settore ricerca e sviluppo e all'innovazione o l'ampliamento dell'offerta di prodotti e servizi. Indipendentemente dalla misura in cui utilizzano l'intelligenza artificiale, le imprese tendono a citare ragioni simili alla base della relativa adozione, senza differenze significative tra le diverse classi dimensionali (BCE, 2026).

Grafico B

Ragioni per il mancato utilizzo dell'IA, per caratteristiche delle imprese

(in percentuale degli intervistati)



Fonti: indagine SAFE (BCE, 2026) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la voce "Tutte le imprese" include solo quelle che attualmente non utilizzano l'IA. La voce "PMI" indica le piccole e medie imprese (fino a 250 dipendenti). La voce "Imprese giovani" indica quelle in attività da meno di cinque anni. La voce "Proprietà privata" si riferisce a singoli individui, famiglie o altre forme aziendali che detengono la quota di maggioranza nelle imprese. La voce "Quotate/con finanziamenti sostenuti da capitali di rischio" indica imprese in cui la quota di maggioranza è detenuta da azionisti pubblici o società di venture capital. I dati si riferiscono all'edizione ottobre-dicembre 2025 dell'indagine.

Le imprese che ricorrono all'IA in misura significativa possono attendersi con maggiore probabilità un aumento del fatturato e degli investimenti in immobilizzazioni rispetto alle imprese che non utilizzano l'intelligenza artificiale (cfr. il grafico C).

Un'analisi di regressione evidenzia la relazione tra il grado di utilizzo dell'IA e le aspettative delle imprese riguardo ai risultati effettivi. In base alle dimensioni, al settore e all'ubicazione, le imprese che ricorrono all'IA in misura significativa possono attendersi con maggiore probabilità un aumento del fatturato e degli investimenti in immobilizzazioni entro i tre mesi successivi (del 21 e 13 per cento, rispettivamente), in confronto alle imprese che non utilizzano l'intelligenza artificiale (cfr. il pannello a) del grafico C). Inoltre, la quota di investimenti che ci si attende venga destinata all'IA in futuro aumenta con la frequenza di utilizzo dell'IA. Le imprese che si avvalgono meno frequentemente dell'IA intendono destinarvi investimenti in una misura maggiore di 3,2 punti percentuali rispetto alle aziende che non la utilizzano affatto (cfr. il pannello b) del grafico C). Tra le imprese che ne dichiarano un utilizzo moderato o significativo e quelle che segnalano di non ricorrere affatto all'IA vi sono differenze pari a 5,5 e 11,5 punti percentuali. Inoltre, le imprese che impiegano l'IA in misura significativa si attendono un ulteriore aumento di 0,6 punti percentuali per i salari e un incremento notevole, di 1,3 punti percentuali, per l'occupazione nell'arco dei 12 mesi successivi, rispetto a quelle che non la utilizzano⁴.

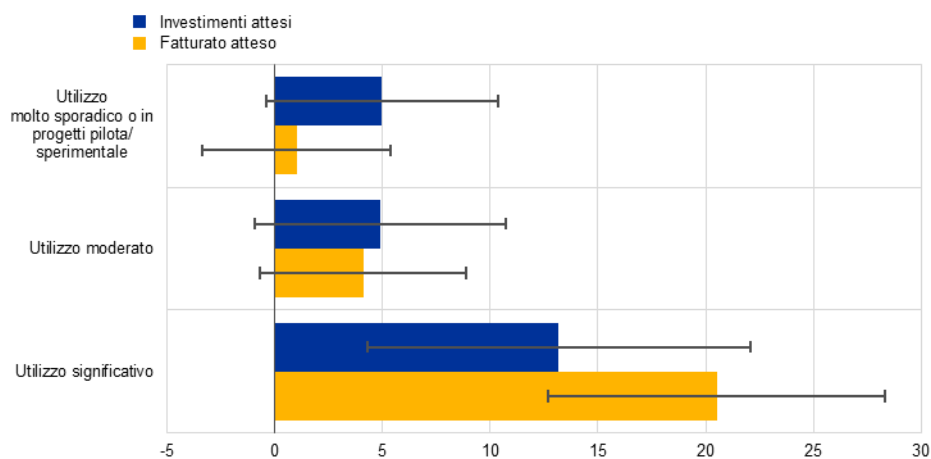
⁴ Per le imprese che non impiegano l'IA la media non condizionata ponderata degli aumenti salariali attesi è del 3,1 per cento, rispetto al 3,7 per le imprese che ne dichiarano un utilizzo significativo. Nel caso dell'occupazione, i rispettivi dati sono 0,6 e 2,8 per cento. Risultati simili si trovano in Aldasoro et al. (2026).

Grafico C

Utilizzo dell'IA e aspettative delle imprese riguardo ai risultati effettivi

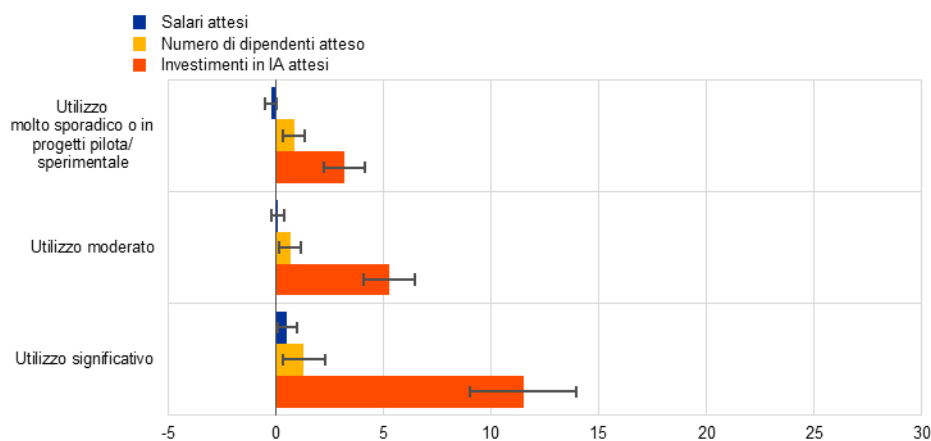
a) Investimenti e fatturato

(valori percentuali)



b) Salari, occupazione e investimenti in IA

(punti percentuali)



Fonti: indagine SAFE (BCE, 2026) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il pannello a) mostra i coefficienti delle regressioni a livello di impresa di fatturato/investimenti attesi (variabili di tipo dummy che assumono il valore 1 se l'impresa prevede un aumento nei tre mesi successivi) sull'utilizzo dell'IA, senza considerare la categoria "Attualmente non utilizzata". Il pannello b) mostra i coefficienti delle regressioni a livello di impresa di tre variabili continue: aumenti attesi, nei successivi 12 mesi, dei salari, del numero di dipendenti e della quota di investimenti sull'utilizzo dell'IA. Regressioni ponderate per i pesi campionari con effetti fissi per settore, paese e dimensioni delle aziende. Le linee orizzontali (baffi) rappresentano intervalli di confidenza al 90 per cento. Il grafico si basa sull'edizione ottobre-dicembre 2025 dell'indagine.

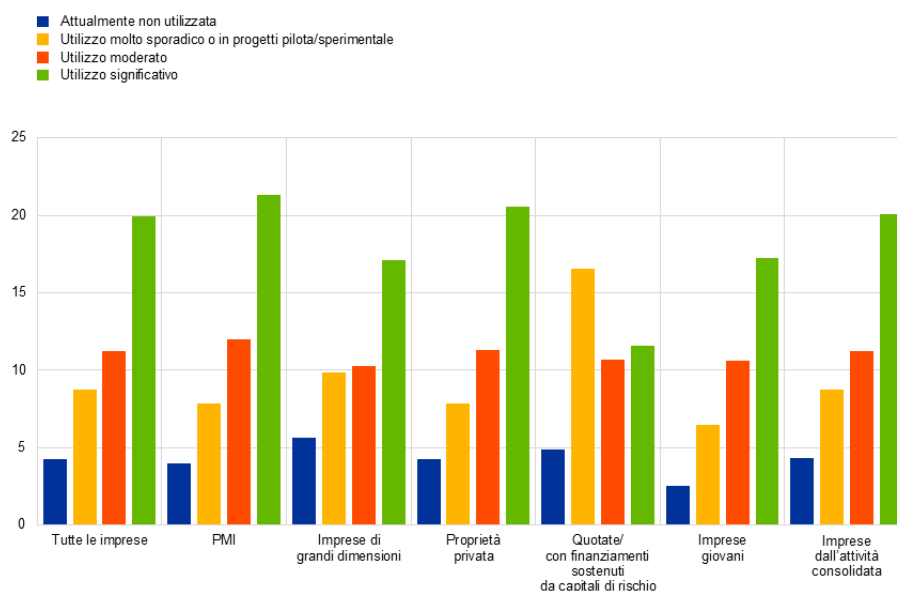
Le imprese che attualmente si avvalgono dell'intelligenza artificiale prevedono di investirvi nell'anno in corso una quota maggiore rispetto a quelle che non la utilizzano, a indicare che utilizzo e innovazione si rafforzano reciprocamente (cfr. il grafico D). In media, le imprese prevedono di destinare il 9 per cento degli investimenti totali all'IA, sebbene esistano variazioni significative in base alle caratteristiche dell'impresa e al grado di utilizzo dell'IA. Le imprese che attualmente non impiegano l'intelligenza artificiale prevedono di destinarvi una quota relativamente ridotta dei propri investimenti (4 per cento in media), leggermente superiore per le aziende di grandi dimensioni (6 per cento), rispetto alle PMI (4 per cento). Per contro, le imprese che si trovano in una fase più avanzata del piano di adozione dell'IA prevedono tassi di investimento molto più elevati. Le aziende che

segnalano un utilizzo moderato dell'intelligenza artificiale si attendono di destinarvi l'11 per cento dei propri investimenti, mentre a un utilizzo significativo corrispondono i tassi di investimento previsti più elevati (20 per cento). Tra le imprese appartenenti a quest'ultima categoria, le PMI prevedono di destinare il 21 per cento, superando il 17 delle aziende di grandi dimensioni. Il profilo degli investimenti complessivi in intelligenza artificiale suggerisce l'esistenza di un ciclo di rafforzamento, in cui le imprese che già la utilizzano investono di più per sviluppare ulteriormente e integrare tali tecnologie.

Grafico D

Investimenti in IA attesi nei 12 mesi successivi, per intensità di utilizzo corrente e caratteristiche dell'impresa

(in percentuale del totale degli investimenti)



Fonti: indagine SAFE (BCE, 2026) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la voce "PMI" indica le piccole e medie imprese (fino a 250 dipendenti). La voce "Imprese giovani" indica quelle in attività da meno di cinque anni. La voce "Proprietà privata" si riferisce a singoli individui, famiglie o altre forme aziendali che detengono la quota di maggioranza nelle imprese. La voce "Quotate/con finanziamenti sostenuti da capitali di rischio" indica imprese in cui la quota di maggioranza è detenuta da azionisti pubblici o società di venture capital. I dati si riferiscono all'edizione ottobre-dicembre 2025 dell'indagine.

Anche l'assetto proprietario presenta una correlazione con i profili di investimento in IA.

Mentre le imprese che dichiarano un utilizzo moderato dell'intelligenza artificiale mostrano tendenze di investimento simili a prescindere dall'assetto proprietario, tra quelle che si trovano in una fase iniziale o avanzata di adozione emergono delle differenze (cfr. il grafico D). Le imprese quotate o con finanziamenti sostenuti da capitali di rischio presentano il più alto tasso atteso di investimento in IA se si collocano in una fase iniziale, destinando il 17 per cento dei loro investimenti totali all'IA, a fronte dell'8 per cento per le imprese di proprietà privata. Tale differenziale è presumibilmente riconducibile ai vantaggi che hanno in termini di finanziamenti e alla loro tendenza a concentrarsi sulle opportunità di forte crescita. Per contro, le imprese di proprietà privata presentano la quota più elevata (21 per cento del totale degli investimenti) tra quelle che si trovano in una fase avanzata di adozione dell'IA, contro il 12 per cento delle società quotate o con finanziamenti sostenuti da capitali di rischio. Ciò probabilmente ne riflette l'assetto

proprietario concentrato e una strategia orientata al lungo termine, fattori che conferiscono loro maggiore flessibilità per sfruttare i benefici comprovati dell'IA.

Le imprese giovani inizialmente presentano tassi contenuti di investimento in IA, che tendono però ad aumentare parallelamente al livello di adozione. Se si trovano in una fase iniziale, tali imprese segnalano i minori tassi attesi di investimento in intelligenza artificiale (3 per cento del totale degli investimenti, cfr. il grafico D), che aumentano, tuttavia, al 17 per cento quando l'utilizzo si intensifica, raggiungendo quasi il livello di investimenti registrato dalle imprese dall'attività consolidata. Tale andamento potrebbe essere spiegato da diverse ragioni: attraverso l'apprendimento sul campo si riduce l'incertezza su quali applicazioni creino valore e il successo dei progetti pilota iniziali giustifica ulteriori impegni.

Riferimenti bibliografici

Aldasoro, I., Gambacorta, L., Pal, R., Revoltella, D., Weiss, C. e Wolski, M. (2026), [“AI adoption, productivity and employment: evidence from European firms”](#), *BIS Working Papers*, n. 1325, Banca dei regolamenti internazionali, gennaio.

BCE (2026), [Indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento \(Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE\) nell'area dell'euro - quarto trimestre del 2025](#).

Bencivelli, L., De Masi, L., Falck, E., Fernández Cerezo, A., Formai, S., Hidalgo Bricio, I., Mattevi, E. e Nagengast, A. (2026), [“Embracing AI in Europe: New evidence from harmonised central bank business surveys”](#), VOXEU Column.

Yotzov, I., Barrero, J.M., Bloom, N., Bunn, P., Davis, S. J., Foster, K.M., Jalca, A., Meyer, B. H., Mizen, P., Navarrete, M. A., Smietanka, P., Thwaites, G. e Wang, B. Z. (2026), [“Firm Data on AI,”](#) *Working Papers*, n. 34836, National Bureau of Economic Research, febbraio.

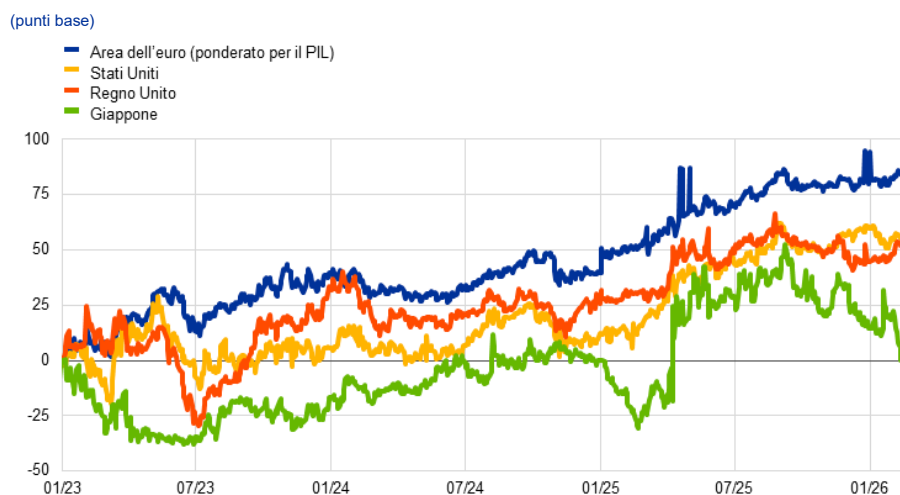
Implicazioni finanziarie e macroeconomiche dell'aumento dei rendimenti a lunghissimo termine

a cura di Tilman Bletzinger, Ambra Boilini, Christoph Kaufmann, Giulio Nicoletti, Melina Papoutsis e Johannes Pöschl

Nell'ultimo anno i tassi di interesse a lunghissimo termine sono aumentati in misura significativa in diverse economie avanzate, determinando un incremento della pendenza nel segmento a lunghissimo termine della curva dei rendimenti (cfr. il grafico A). Nell'area dell'euro l'aumento della pendenza fra le scadenze trentennali e quelle decennali è stato relativamente pronunciato rispetto a episodi precedenti, riflettendo un movimento verso curve dei rendimenti dalla forma più crescente (normale), in un contesto caratterizzato da tassi reali a lungo termine più elevati, fattori globali e un riposizionamento della politica fiscale dei paesi dell'area dell'euro (cfr. Böninghausen e Vladu, 2026). Il presente riquadro esamina le implicazioni dell'aumento della pendenza della curva dei rendimenti nel segmento a lungo termine sui costi del finanziamento pubblico, sui portafogli del settore privato, sui prestiti bancari e sull'andamento macroeconomico.

Grafico A

Pendenza della curva dei rendimenti fra i titoli a 30 e a 10 anni per l'area dell'euro e alcuni titoli di Stato



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le variazioni cumulate dell'aumento di ciascuna curva dei rendimenti dei titoli di Stato, come evidenziato dalla pendenza fra i titoli a 30 e a 10 anni. Le ultime osservazioni si riferiscono al 25 febbraio 2026.

Gli effetti diretti di un aumento dei rendimenti a lunghissimo termine sui costi del finanziamento pubblico probabilmente saranno contenuti. Negli ultimi anni l'offerta di debito sovrano a lunghissimo termine è aumentata sia in termini assoluti sia in rapporto alla quota di debito in essere (cfr. il pannello a) del grafico B), contribuendo, a parità di altre condizioni, a incrementare i rendimenti nel segmento a lunghissimo termine della curva. Tuttavia, gli eventuali effetti sui costi complessivi del finanziamento pubblico derivanti dall'accentuarsi della pendenza fra i titoli a 30 e a 10 anni dovrebbero essere contenuti. Circa il 70 per cento delle emissioni ha

ancora una scadenza inferiore a dieci anni e pertanto non risente direttamente del rialzo dei tassi a lunghissimo termine. Inoltre, gli uffici responsabili della gestione del debito possono adeguare in maniera flessibile la struttura per scadenze delle proprie emissioni in risposta alle variazioni dei tassi di interesse, al fine di contenere le implicazioni dell'aumento della pendenza della curva dei rendimenti sui costi di finanziamento del debito sovrano¹.

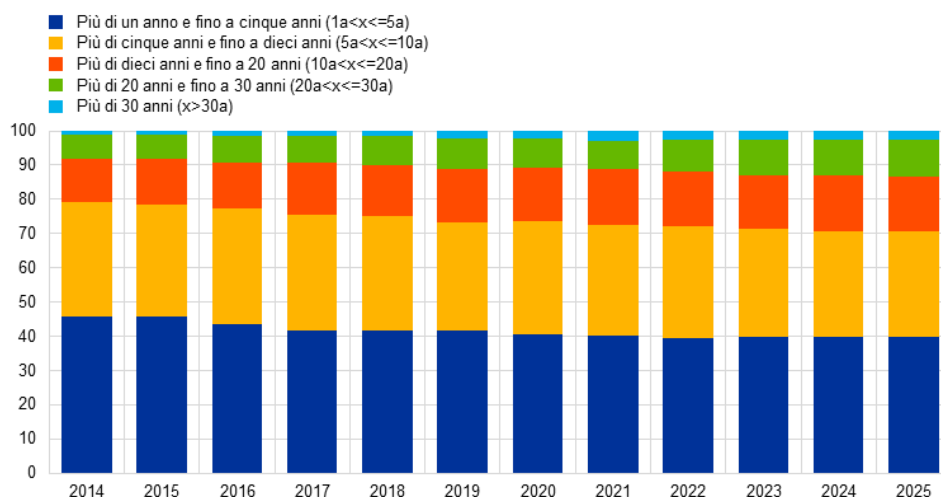
¹ Il prolungamento della scadenza delle obbligazioni di nuova emissione ha rappresentato una strategia fondamentale per gli uffici di gestione del debito pubblico durante il periodo caratterizzato da bassi tassi di interesse. Per un'analisi delle modalità adottate dai governi per adeguare il comportamento in materia di emissioni, in risposta alle variazioni del contesto dei rendimenti, cfr. Plessen-Mátyás et al. (2023).

Grafico B

Debito sovrano in essere nell'area dell'euro

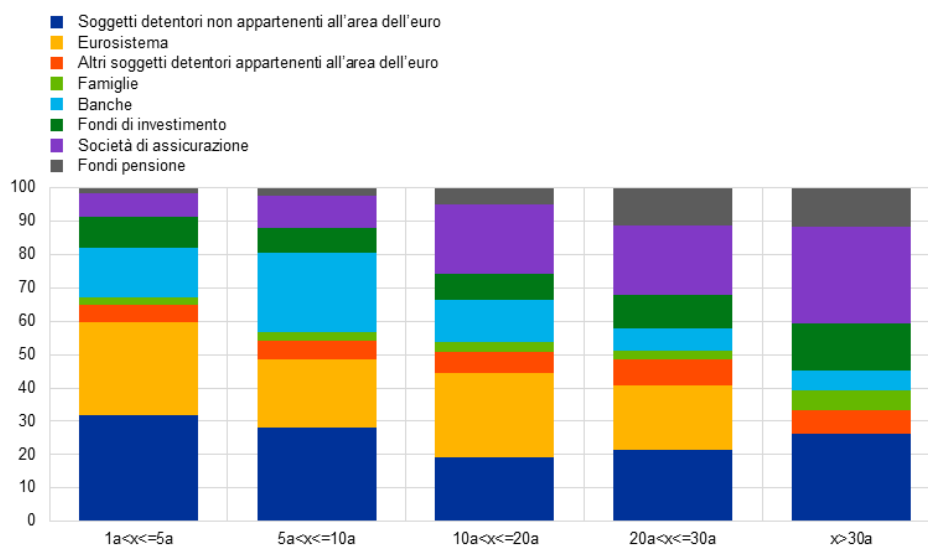
a) Per intervallo di scadenza

(percentuale di debito in essere)



b) Per categoria di detentore

(percentuale di debito in essere)



Fonti: statistiche sulle disponibilità in titoli (Securities Holding Statistics) della BCE, archivio centralizzato dei titoli (Centralised Securities Database) ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Soggetti detentori non appartenenti all'area dell'euro" include gli investitori esterni all'area. I grafici mostrano dati relativi a Germania, Spagna, Francia e Italia.

La ricomposizione dei portafogli da parte delle società di assicurazione e dei fondi pensione (SAFP), in risposta a variazioni dei rendimenti a lunghissimo termine, potrebbe incidere sui costi di finanziamento del settore privato.

Le SAFP rappresentano la principale categoria di detentori di titoli di debito a lunghissimo termine, con una quota complessiva di oltre il 40 per cento di obbligazioni con scadenza superiore a 30 anni (cfr. il pannello b) del grafico B). Considerato che i bilanci delle SAFP mostrano di solito duration gap negativi (ossia la durata finanziaria delle passività è superiore a quella delle attività), le loro posizioni patrimoniali migliorano con l'aumentare dei rendimenti a lungo termine,

riducendo la necessità di strategie di allineamento della durata finanziaria e, di conseguenza, la domanda di obbligazioni a lungo termine (cfr. Domanski et al., 2017). Anche la transizione dei fondi pensione olandesi da sistemi a prestazione definita a quelli a contribuzione definita, che dovrebbe concludersi entro il 2028, potrebbe contribuire a una lieve ricomposizione a scapito delle obbligazioni a lunghissimo termine, in quanto diminuirà la necessità di coprire il rischio di tasso di interesse a lunghissimo termine. L'impatto che tali cambiamenti avranno sui costi di finanziamento del settore privato dipenderà dalle scelte di ricomposizione dei portafogli adottate dalle SAFF. Se acquisteranno una quantità significativamente maggiore di attività del settore privato, come obbligazioni societarie o azioni, i rendimenti di tali attività aumenteranno, riducendo in tal modo i costi di finanziamento del settore privato (cfr. Kubitzka, 2026). Per contro, nella misura in cui l'aumento della pendenza della curva dei rendimenti coincide con livelli generalmente più elevati dei tassi di interesse a lungo termine lungo la curva, le SAFF sono meno propense a ricercare rendimenti in attività più rischiose, quali obbligazioni societarie o azioni (cfr. Kaufmann et al., 2024). Le società di assicurazione potrebbero invece orientarsi verso i titoli di Stato a diverse scadenze, esercitando una pressione al rialzo sui costi di finanziamento del settore privato. Pertanto, esistono diversi canali potenzialmente compensativi mediante i quali la ricomposizione dei portafogli delle SAFF può incidere sui costi di finanziamento del settore privato, che rendono incerto l'impatto complessivo.

L'aumento della pendenza della curva dei rendimenti si traduce in una pressione al rialzo sui tassi di interesse per i mutui ipotecari con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a dieci anni. Nell'edizione di febbraio 2025 dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) quasi la metà delle famiglie con mutui ipotecari ha dichiarato un periodo di determinazione del tasso, al momento della concessione, superiore a dieci anni e circa un quarto ha dichiarato un periodo di determinazione del tasso superiore a 20 anni (cfr. il pannello a) del grafico C). I tassi ipotecari a lunghissimo termine che sono stati pubblicizzati, secondo quanto riportato da fonti online, sono aumentati significativamente da gennaio 2025, in particolare in Germania e in Italia (cfr. il pannello b) del grafico C)². È aumentato significativamente anche il tasso di interesse aggiuntivo che le famiglie pagano per ottenere contratti ipotecari con periodo di determinazione del tasso molto lungo, rispetto a quelli con periodo di determinazione a dieci anni, soprattutto in Germania e in Italia (cfr. il pannello c) del grafico C). Nel complesso, ciò può esercitare un effetto restrittivo sui costi di finanziamento delle famiglie.

² I dati sui mutui ipotecari online tengono traccia dei prestiti con scadenza fissa in base a determinate caratteristiche del prestatore e possono quindi fornire un'indicazione più precisa dei tassi offerti dalle banche, mentre le statistiche sui tassi di interesse riflettono l'equilibrio tra i tassi offerti dalle banche e le decisioni dei prestatori. I tassi sui mutui ipotecari a lunghissimo termine sono tassi disponibili con periodi di determinazione iniziale il più vicino possibile ai 30 anni. Ciò significa un periodo pari a 30 anni per Germania, Spagna e Italia e un periodo pari a 25 anni per la Francia.

Grafico C

Periodi di determinazione del tasso sui mutui ipotecari, tassi di interesse offerti per mutui ipotecari con periodi di determinazione a lunghissimo termine e variazione dei differenziali tra i tassi sui mutui ipotecari con periodo di determinazione a lunghissimo e a lungo termine

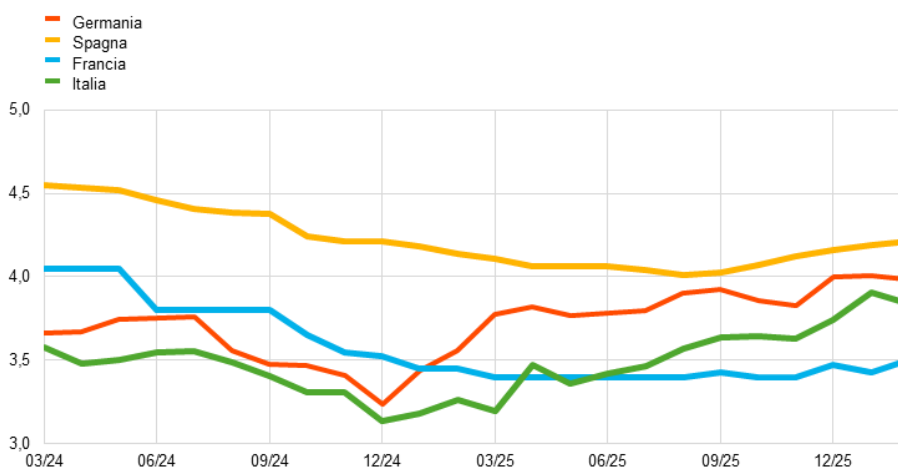
a) Mutui ipotecari per periodo di determinazione

(percentuale dei mutui ipotecari in essere)



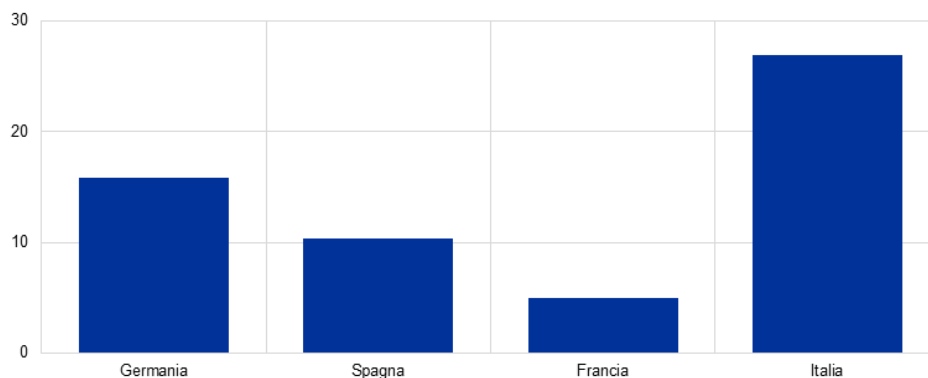
b) Tassi di interesse offerti per mutui ipotecari con periodi di determinazione a lunghissimo termine

(valori percentuali in ragione d'anno)



c) Variazioni dei differenziali fra i tassi sui mutui ipotecari con periodo di determinazione a lunghissimo e a lungo termine a partire da gennaio 2025

(punti base)



Fonti: indagini CES, tassi pubblicizzati online (MutuiSupermarket, Idealista, Verivox ed Empruntis) ed elaborazioni della BCE.
Note: pannello a): sono state scartate le risposte delle famiglie negli ultimi due gruppi di alfabetizzazione finanziaria. Le risposte sono ponderate utilizzando i pesi di campionamento della popolazione e i volumi dei mutui ipotecari al momento della concessione. Pannello b): tassi pubblicizzati online per i mutui ipotecari con periodi di determinazione iniziale molto lunghi. Pannello c): variazioni dei differenziali sui mutui ipotecari da gennaio 2025. In ciascun paese i differenziali sui mutui ipotecari corrispondono alla differenza tra i tassi sui mutui con periodi di determinazione iniziale del tasso di interesse il più possibile vicino ai 30 anni e quelli sui mutui con periodi di determinazione iniziale del tasso di interesse il più possibile vicino ai dieci anni. Si tratta di periodi pari a 30 e 10 anni in Germania, 25 e 10 anni in Francia e 30 e 15 anni in Italia e Spagna. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2025 per l'indagine CES e a febbraio 2026 per i tassi pubblicizzati online.

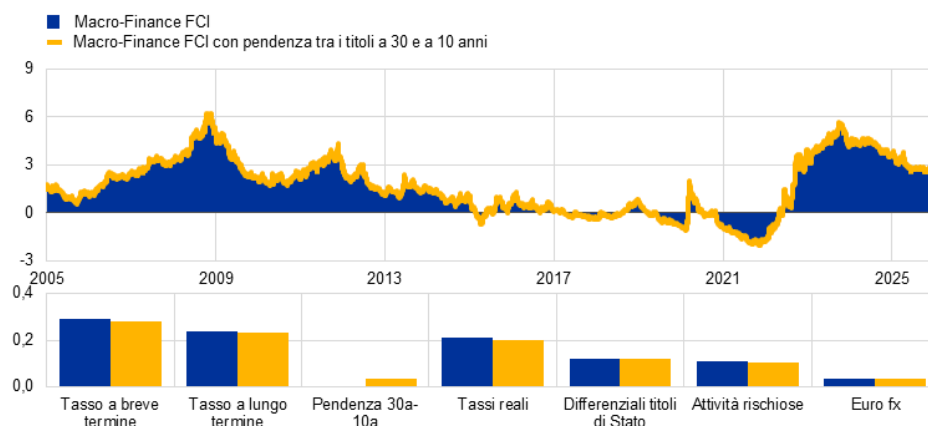
I tassi di interesse con scadenze a lunghissimo termine hanno un impatto minimo sugli indici delle condizioni finanziarie, che riassumono i prezzi delle attività di rilevanza macroeconomica. Per valutare la rilevanza delle variabili dei mercati finanziari nella dinamica congiunta delle principali variabili macroeconomiche e delle condizioni finanziarie è possibile utilizzare il Macro-Finance Financial Conditions Index (FCI) elaborato da Bletzinger et al. (2026). Se si aggiunge alla specificazione di base la misura della pendenza tra i rendimenti a 30 e quelli a 10 anni della curva degli overnight interest swap (OIS), l'indice così ottenuto risulta sostanzialmente invariato a causa del ridotto peso stimato per tale misura (cfr. il pannello a) del grafico D). Di conseguenza, se si tiene conto delle scadenze standard (quali i tassi overnight e quelli a 10 anni), le scadenze a lunghissimo termine non forniscono informazioni aggiuntive sulle condizioni finanziarie e quindi sulla dinamica macroeconomica dell'area dell'euro. Rispetto all'FCI di base, la specificazione ampliata non mostra alcun miglioramento in termini di bontà di adattamento al campione (in-sample fit) dell'inflazione complessiva, dell'output gap e delle condizioni finanziarie.

Grafico D

Condizioni finanziarie e risposte macroeconomiche all'aumento della pendenza della curva

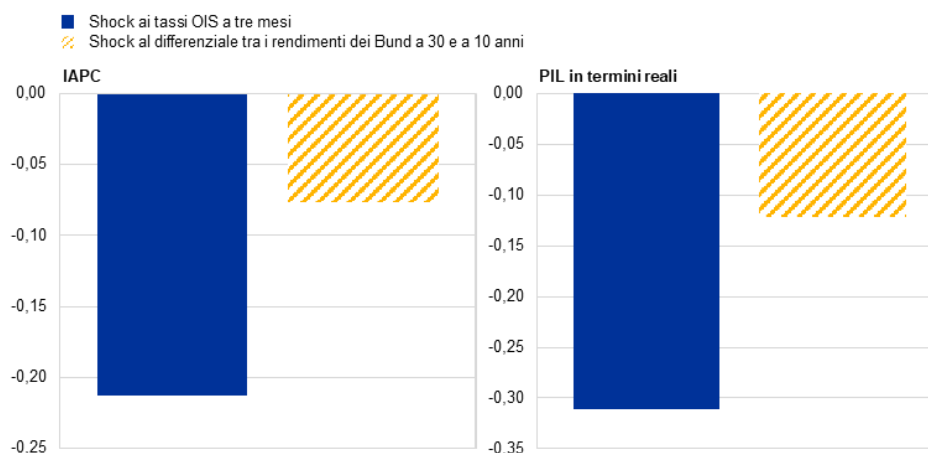
a) Condizioni finanziarie

(grafico superiore: indice; grafico inferiore: rapporto)



b) Risposta dell'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), e del PIL in termini reali alle variazioni dei tassi di interesse

(valori percentuali)



Fonti: Bletzinger et al. (2026), LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: pannello a): nel grafico superiore l'area di colore blu indica il Macro-Finance FCI di base di Bletzinger et al. (2026). La linea gialla mostra una versione ricalcolata che include una misura della pendenza a lungo termine della curva OIS come variabile aggiuntiva. Nel grafico inferiore le barre indicano i pesi normalizzati delle diverse classi di attività dell'FCI di base e del Macro-Finance FCI ricalcolato. La voce "30a-10a" indica la pendenza tra i titoli a 30 e a 10 anni. La voce "Euro fx" indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. Pannello b): proiezioni locali stimite per uno shock di politica monetaria ad alta frequenza della BCE, con deviazione standard pari a uno, sui tassi OIS a tre mesi (blu) e sul differenziale di rendimento dei Bund a 30 e a 10 anni (giallo) secondo quanto descritto in Altavilla et al. (2019). Le barre mostrano le risposte di picco su un orizzonte di tre anni. I riempimenti a tinta unita indicano la significatività statistica della risposta complessiva ai livelli del 10 per cento. Il modello è stimato con frequenza mensile tra gennaio 2002 e settembre 2025, con due ritardi. Le variabili di controllo sono il differenziale tra il rendimento dei Bund tedeschi a 30 e a 10 anni, i rendimenti dei Bund a 10 anni, i rendimenti degli OIS a tre mesi, il tasso di cambio euro/dollaro statunitense, il logaritmo dell'indicatore composito dello stress sistemico (Composite Indicator of Systemic Stress) e l'indice dei prezzi delle materie prime del Fondo monetario internazionale (International Monetary Fund Primary Commodity Price Index).

Nel complesso, le implicazioni macroeconomiche di un aumento della pendenza nel segmento a lunghissimo termine della curva dei rendimenti sono limitate. Sebbene quanto esposto in precedenza segnali la presenza di diversi canali di trasmissione che agiscono in modo compensativo tra i costi del finanziamento pubblico, la ricomposizione dei portafogli e i mercati dei mutui ipotecari, le stime empiriche mostrano che gli shock sulla pendenza della curva dei rendimenti nel segmento a lungo termine hanno effetti solo contenuti sull'inflazione e

sul PIL in termini reali dell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico D). Rispetto agli effetti di uno shock convenzionale sui tassi a breve termine, la risposta dell'inflazione misurata dallo IAPC, il principale indicatore utilizzato dalla BCE per valutare la stabilità dei prezzi, alle variazioni della pendenza della curva dei rendimenti nel segmento a lungo termine è di oltre tre volte minore e non è statisticamente significativa. Analogamente, il PIL in termini reali diminuisce lievemente in seguito a uno shock dovuto all'aumento della pendenza, ma rispetto a uno shock dei tassi a breve termine la risposta è sostanzialmente più contenuta e statisticamente non significativa. Nel complesso, mentre l'aumento della pendenza della curva dei rendimenti a lungo termine influisce in misura diversa sui costi di finanziamento e sugli intermediari finanziari, le condizioni finanziarie e le dinamiche macroeconomiche non subiscono ripercussioni sostanziali.

Riferimenti bibliografici

Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R. e Ragusa, G. (2019), "[Measuring euro area monetary policy](#)", *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, pagg. 162-179.

Bletzinger, T., Martorana, G. e Mistak, J. (2026), "[Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area](#)", *Working Paper Series*, n. 3193, BCE, febbraio.

Böninghausen, B. e Vladu, A. (2026), "[Sloping up: the repricing of euro area yields in 2025](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 16 gennaio.

Domanski, D., Shin, H.S. e Sushko, V. (2017), "[The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?](#)", *IMF Economic Review*, vol. 65, n. 1, pagg. 113-153.

Kaufmann, C., Levya, J. e Storz, M. (2024), "[Insurance corporations' balance sheets, financial stability and monetary policy](#)", *Working Paper Series*, n. 2892, BCE, gennaio.

Kubitza, C. (2026), "[Investor-Driven Corporate Finance: Evidence from Insurance Markets](#)", *The Review of Financial Studies* (in corso di stampa).

Plessen-Mátyás, K., Kaufmann, C. e von Landesberger, J. (2023), "[Funding Behavior of Debt Management Offices and the ECB's Public Sector Purchase Program](#)", *International Journal of Central Banking*, vol. 19, n. 4, pagg. 339-399.

8 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 5 novembre 2025 al 10 febbraio 2026

a cura di Christian Lizarazo e Kristian Tötterman

Il presente riquadro illustra le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2025. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dal 5 novembre 2025 al 10 febbraio 2026 ("periodo di riferimento").

La liquidità media in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a diminuire. 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 accompagnato da un lieve aumento dei fattori autonomi netti, che hanno contribuito a loro volta alla riduzione della liquidità in eccesso.

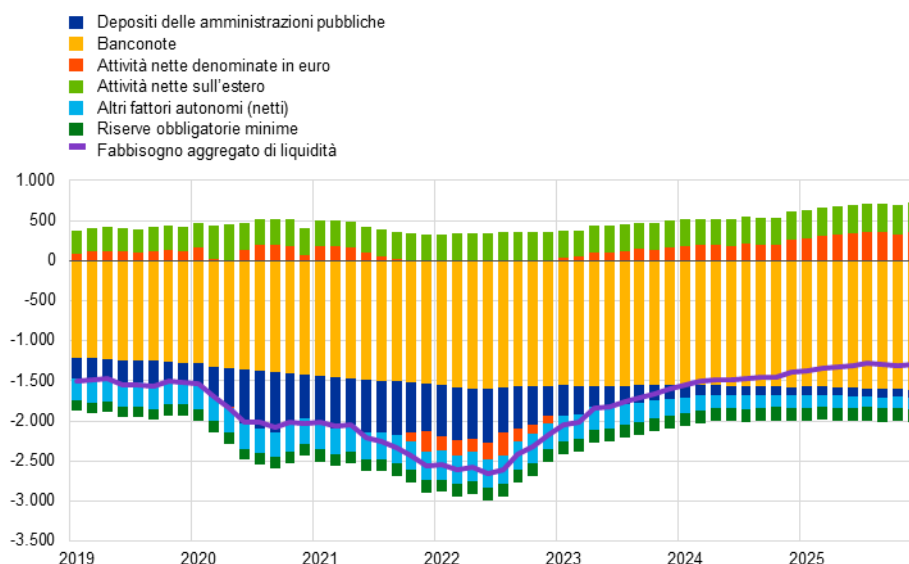
Fabbisogno di liquidità

Nel periodo di riferimento il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro, definito come somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è aumentato di 18 miliardi di euro, salendo a 1.306 miliardi (cfr. la tavola A). Tale incremento è stato determinato da un calo dei fattori autonomi di immissione della liquidità e da un aumento dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità (cfr. il grafico A). Le riserve obbligatorie minime sono aumentate di 1 miliardo di euro, portandosi a 169 miliardi, contribuendo anch'esse marginalmente all'aumento del fabbisogno di liquidità.

Grafico A

Fabbisogno aggregato di liquidità, per periodo di mantenimento delle riserve

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: ogni barra mostra le medie di ciascun periodo di mantenimento. Vi sono otto periodi di mantenimento all'anno, di cui l'ottavo si estende all'anno solare successivo. Le ultime osservazioni si riferiscono all'ottavo periodo di mantenimento del 2025.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di immissione di liquidità sono diminuiti di 8 miliardi di euro, principalmente per effetto di un calo di 16 miliardi di euro delle attività nette denominate in euro. Tale diminuzione è riconducibile a un aumento dei depositi denominati in euro destinati a finalità diverse dalla politica monetaria, che assorbono liquidità, compensato solo in parte da un aumento degli investimenti in titoli denominati in euro non collegati alla politica monetaria, che immettono liquidità. Allo stesso tempo, le attività nette sull'estero sono aumentate di 8 miliardi di euro.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono cresciuti di 9 miliardi di euro, principalmente a causa di un aumento delle banconote in circolazione. In genere, durante il periodo delle festività di fine anno la domanda di banconote aumenta ed è trainata dalla maggiore spesa delle famiglie. Nel periodo di riferimento il valore medio delle banconote in circolazione è aumentato di 15 miliardi di euro, raggiungendo un totale di 1.607 miliardi. I depositi delle amministrazioni pubbliche detenuti presso l'Eurosistema sono diminuiti di 9 miliardi di euro, scendendo a 102 miliardi, in quanto le emissioni delle amministrazioni pubbliche tendono a rallentare verso la fine dell'anno e ciò ha determinato una riduzione delle riserve di liquidità detenute dalle tesorerie nazionali.

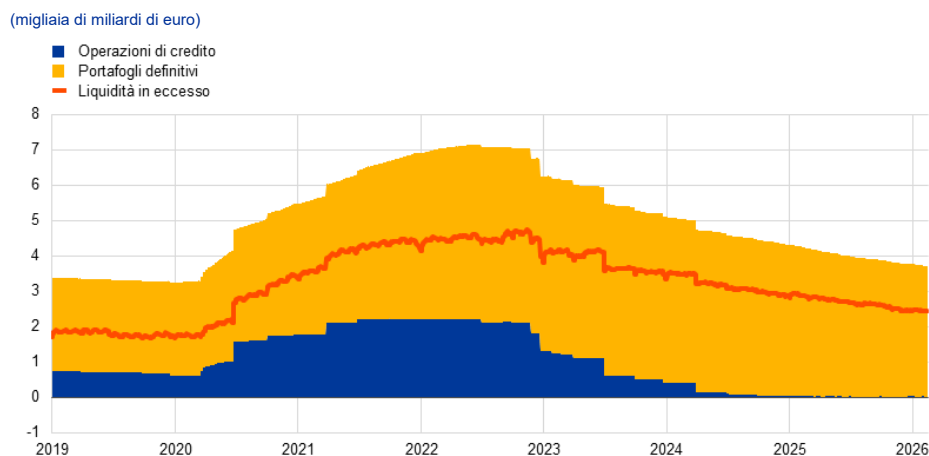
Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 125 miliardi di euro, collocandosi a 3.776 miliardi (cfr. il grafico B). Tale contrazione dell'offerta di

liquidità è stata determinata principalmente da un calo dei portafogli definitivi dell'Eurosistema.

Grafico B

Liquidità offerta attraverso operazioni di mercato aperto e liquidità in eccesso



Fonte: BCE

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono all'ottavo periodo di mantenimento del 2025.

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite i portafogli definitivi detenuti con finalità di politica monetaria è diminuito di 128 miliardi di euro nel periodo di riferimento, portandosi a 3.752 miliardi. Tale flessione è riconducibile alle scadenze dei titoli detenuti nell'ambito del PAA e del PEPP in assenza di reinvestimenti.

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è aumentato di 3 miliardi di euro, collocandosi a 24 miliardi. L'ammontare medio in essere delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) è aumentato di circa 4 miliardi di euro, raggiungendo i 13 miliardi, per effetto di una maggiore partecipazione al volgere dell'anno (25 miliardi di euro). L'ammontare medio in essere delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi ha registrato un calo di 1 miliardo di euro, portandosi a 11 miliardi. La partecipazione a queste operazioni regolari rimane limitata, riflettendo le adeguate posizioni di liquidità delle banche e la buona disponibilità di fonti alternative di finanziamento sul mercato. Tuttavia, il numero crescente di banche che stanno testando la fattibilità della propria partecipazione indica che gli enti creditizi stanno lavorando sulla propria capacità di ricorrere prontamente a tali operazioni man mano che il bilancio dell'Eurosistema continua a diminuire.

Liquidità in eccesso

Nel periodo di riferimento la liquidità in eccesso è diminuita di 143 miliardi di euro, portandosi a 2.470 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, da allora, diminuita costantemente.

Andamenti dei tassi di interesse

Nel periodo in esame 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, mantenendo tuttavia un differenziale negativo rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale. In media, nel periodo di riferimento l'€STR è stato inferiore di 7 punti base al tasso sui depositi presso la banca centrale, con una lieve diminuzione di tale differenziale dai 7,5 punti base segnati durante il quinto e il sesto 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 rispetto all'€STR. In media, nel periodo di riferimento il tasso sulle operazioni di pronti contro termine è stato uguale a quello sui depositi presso la banca centrale, così come avvenuto anche nel quinto e nel sesto periodo di mantenimento del 2025.

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 5 novembre 2025 - 10 febbraio 2026						Periodo di riferimento precedente: 30 luglio - 4 novembre 2025	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 5 novembre - 22 dicembre 2025		Ottavo periodo di mantenimento: 23 dicembre 2025 - 10 febbraio 2026		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fattori di immissione della liquidità								
Fattori autonomi	705	(-8)	687	(-28)	723	(+36)	713	(+28)
- Attività nette sull'estero	364	(+8)	362	(+4)	365	(+3)	356	(+3)
- Attività nette denominate in euro	341	(-16)	324	(-33)	358	(+33)	357	(+25)
	3.776	(-125)	3.796	(-76)	3.758	(-38)	3.901	
Operazioni di politica monetaria								(-127)
- ORP	13	(+4)	11	(+1)	15	(+4)	9	(-1)
- ORLT	11	(-1)	11	(-1)	12	(+1)	12	(-2)
	3.752	(-128)	3.774	(-76)	3.731	(-43)	3.881	
- Portafogli definitivi								(-125)
- Altri fattori di immissione della liquidità	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Fattori di assorbimento della liquidità								
Fattori autonomi	1.842	(+9)	1.831	(-8)	1.853	(+21)	1.833	(-3)
- Banconote in circolazione	1.607	(+15)	1.598	(+8)	1.615	(+18)	1.591	(+8)
- Depositi delle amministrazioni pubbliche	102	(-9)	101	(-15)	102	(+1)	110	(+6)
- Altri fattori autonomi (netti)	134	(+2)	132	(-1)	135	(+3)	132	(-18)
Operazioni di politica monetaria								
- Altri fattori di assorbimento della liquidità	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidità e operazioni attivabili su iniziativa delle controparti								
- Conti correnti degli enti creditizi	174	(+0)	173	(-1)	175	(+2)	174	(+1)
- Riserve obbligatorie minime ¹⁾	169	(+1)	168	(+1)	170	(+1)	168	(+1)
- Operazioni di rifinanziamento marginale	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)
- Depositi presso la banca centrale	2.465	(-143)	2.478	(-95)	2.453	(-26)	2.608	(-98)
- Liquidità in eccesso ²⁾	2.470	(-143)	2.483	(-97)	2.458	(-24)	2.614	(-97)
Altre informazioni basate sulla liquidità								
- Fabbisogno aggregato di liquidità ³⁾	1.306	(+18)	1.313	(+21)	1.299	(-14)	1.288	(-30)
- Fattori autonomi netti ⁴⁾	1.137	(+17)	1.144	(+21)	1.130	(-15)	1.120	(-31)

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. Le serie storiche sulle condizioni di liquidità dell'Eurosistema sono disponibili sul portale dei dati della BCE nella [sezione dedicata alle tavole del rapporto sulla liquidità](#).

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

4) Calcolata 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: 5 novembre 2025 - 10 febbraio 2026				Periodo di riferimento precedente: 30 luglio - 4 novembre 2025			
	Settimo periodo di mantenimento: 5 novembre - 22 dicembre 2025		Ottavo periodo di mantenimento: 23 dicembre 2025 - 10 febbraio 2026		Quinto periodo di mantenimento: 30 luglio - 16 settembre 2025		Sesto periodo di mantenimento: 17 settembre - 4 novembre 2025	
ORP	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	2,00	(+0,01)	2,00	(+0,00)	1,99	(-0,01)	2,00	(+0,00)

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

Articolo

1 Accrescere l'efficienza degli investimenti pubblici in periodi di vincoli fiscali

a cura di Stephan Haroutunian, Carolin Nerlich, Marta Rodríguez-Vives e Caspar Schauhoff

1 Introduzione

L'Unione europea (UE) si trova a dover far fronte a un massiccio fabbisogno strategico di investimenti pubblici in un contesto di limitati margini di bilancio.

L'Europa dovrà aumentare gli investimenti strategici, soprattutto nei settori della digitalizzazione, delle infrastrutture, dei cambiamenti climatici e della difesa. Sebbene si preveda che il settore privato svolgerà un ruolo fondamentale nel finanziamento di tali esigenze, anche il settore pubblico dovrà intensificare i propri investimenti, soprattutto alla luce del suo ruolo di primo piano in determinati settori, quali le infrastrutture e la difesa. Queste esigenze strategiche di investimento coesistono con un limitato margine di bilancio, dato che i livelli del debito pubblico e del disavanzo sono elevati in molti stati dell'UE, soprattutto in alcuni grandi paesi dell'area dell'euro, e che la spesa pubblica connessa con l'invecchiamento della popolazione è in aumento. I governi sono dovuti intervenire per stabilizzare l'economia a seguito di ripetuti shock, e inoltre alcuni di essi non hanno saputo sfruttare i periodi di congiuntura economica favorevole per costituire margini fiscali. Di conseguenza, si trovano ora a dover far fronte a significativi requisiti di aggiustamento di bilancio.

Rendere più efficiente la spesa pubblica, anche nell'ambito degli investimenti pubblici, può svolgere un ruolo fondamentale nell'attenuare le pressioni sulle finanze pubbliche associate all'aumento del fabbisogno di investimenti strategici.

Sfruttando meglio le risorse disponibili, una maggiore efficienza della spesa può creare spazi di bilancio da utilizzare per investimenti pubblici più favorevoli alla crescita, e costituire margini per preservare la sostenibilità dei conti pubblici. Due dimensioni complementari dell'efficienza sono fondamentali in questo contesto: l'efficienza tecnica, che si concentra sulla massimizzazione del prodotto a partire da un determinato insieme di risorse o sulla riduzione al minimo degli input per conseguire un dato prodotto, e l'efficienza allocativa, che assicura che la spesa pubblica dia priorità alle voci che promuovono la crescita economica¹. La maggior parte degli studi empirici che misurano l'efficienza della spesa pubblica si concentra sull'efficienza tecnica². Alla luce del considerevole aumento del fabbisogno di investimenti strategici, ci si aspetta che l'efficienza allocativa acquisisca rilievo.

¹ Cfr., ad esempio, FMI (2025).

² Cfr., ad esempio, Kapsoli et al. (2023), Afonso et al. (2024), Herrera et al. (2025) e Canzonieri e Giamboni (2024). In un recente studio di Barnes et al. (2025), l'attenzione, al fine di identificare potenziali risparmi, si concentra in particolare sull'efficienza allocativa.

Reindirizzando le risorse pubbliche dalla spesa corrente agli investimenti strategici, come la R&S nel campo della difesa e la modernizzazione delle infrastrutture pubbliche, la composizione della spesa pubblica si sposterebbe verso impieghi più produttivi, sostenendo la crescita potenziale. Tuttavia, la possibilità di accrescere l'efficienza allocativa è spesso limitata nel breve periodo, a causa della rigidità di bilancio derivante da obblighi giuridici quali le pensioni statali e gli stipendi del settore pubblico³.

Concentrando l'attenzione, a titolo di esempio, sugli investimenti pubblici nelle infrastrutture dei trasporti, i risultati empirici indicano un ampio margine di manovra per migliorare l'efficienza. Poiché le infrastrutture di trasporto costituiscono la principale componente degli investimenti pubblici nell'UE, il presente articolo esamina l'efficienza tecnica della spesa in questo particolare settore. L'esempio è utile per illustrare i potenziali margini di miglioramento dell'efficienza, anche se i risultati potrebbero non essere necessariamente rappresentativi dell'intera economia. Il risalto dato alle infrastrutture di trasporto è anche determinato dal fatto che una recente [indagine Eurobarometro](#) indica che circa la metà dei cittadini dell'UE ravvisa margini per investimenti pubblici di migliore qualità in questo settore.

L'articolo è strutturato come segue: la sezione 2 passa in rassegna gli investimenti pubblici nell'UE, ponendoli a confronto con le altre economie avanzate e analizzando gli effetti macroeconomici degli investimenti produttivi (cfr. il riquadro 1). La sezione 3 esamina il fabbisogno di investimenti strategici nell'UE e indaga sul motivo per cui molti paesi sono soggetti a vincoli di manovra di bilancio. La sezione 4 fornisce un'analisi empirica della possibilità di aumentare l'efficienza della spesa per investimenti pubblici, concentrandosi, a titolo di esempio, sugli investimenti in infrastrutture. La sezione 5 espone le osservazioni conclusive.

2 Panoramica degli investimenti pubblici nell'UE

Gli investimenti pubblici rappresentano circa un sesto degli investimenti totali nell'UE, pur con differenze significative tra paesi. Nel 2024 gli investimenti pubblici in percentuale degli investimenti totali sono stati pari in media al 17 per cento in tutti gli Stati membri dell'UE, con valori che vanno da quasi il 30 per cento in Lussemburgo a circa il 13 per cento in Belgio (cfr. il grafico 1). La quota media dell'UE è sostanzialmente in linea con quella osservata in altre economie avanzate quali il Regno Unito, gli Stati Uniti e il Giappone. Tra il 2019 e il 2024 la quota di investimenti pubblici è aumentata in 22 dei 27 paesi dell'UE, trainata in parte dai progetti finanziati nell'ambito del programma Next Generation EU (NGEU)⁴.

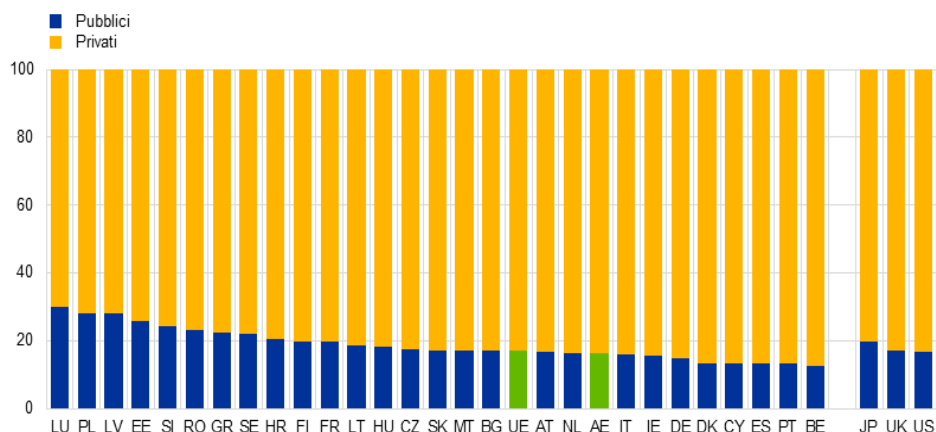
³ In media, quasi il 50 per cento della spesa pubblica nell'UE è legato ai pagamenti di pensioni, stipendi del settore pubblico e interessi, che sono molto difficili da correggere nel breve periodo. Sebbene si tratti di una proxy molto grezza della rigidità della spesa pubblica, stime più complete di tale rigidità sono reperibili dal FMI (2025).

⁴ Gli investimenti pubblici finanziati nell'ambito di tale programma stanno gradualmente aumentando e rappresentano circa il 5 per cento degli investimenti pubblici totali nell'UE nel 2024.

Grafico 1

Investimenti pubblici e privati in percentuale dell'investimento totale

(valori percentuali, 2024)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

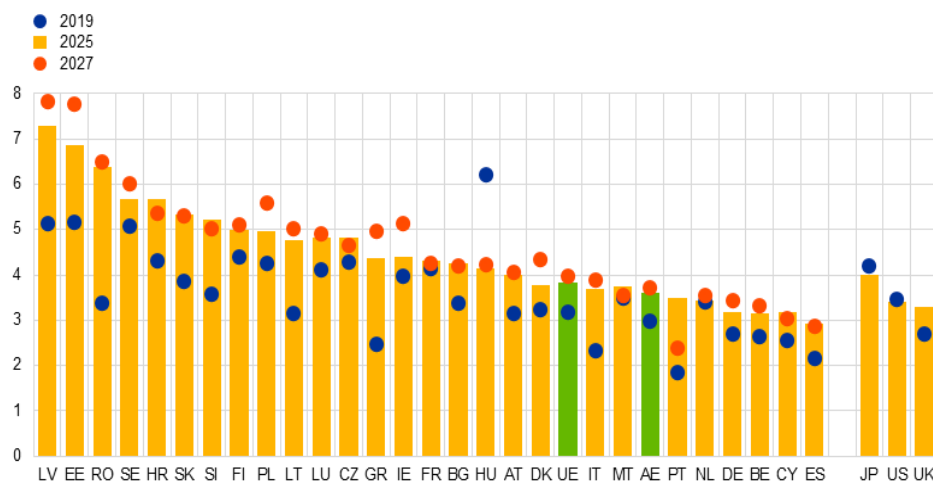
Note: la quota degli investimenti pubblici è definita come rapporto tra gli investimenti fissi lordi delle amministrazioni pubbliche e il totale degli investimenti (amministrazioni pubbliche, imprese e famiglie, compresi gli enti non-profit al servizio delle famiglie). Per l'Irlanda la quota degli investimenti statunitensi in prodotti legati alla proprietà intellettuale è esclusa dal totale degli investimenti.

Dal 2019 la spesa per investimenti pubblici in rapporto al PIL è aumentata. Tale spesa dovrebbe collocarsi, in media, al 3,8 per cento del PIL in tutta l'UE per il 2025, in aumento rispetto al 3,1 per cento del 2019 (cfr. il grafico 2). Tale valore è sostanzialmente comparabile con quello osservato in altre economie avanzate, tra cui Giappone, Stati Uniti e Regno Unito. All'interno dell'UE, i rapporti tra investimenti pubblici e PIL nel 2025 dovrebbero oscillare tra il 7,3 per cento in Lettonia e il 2,9 per cento in Spagna. Gli aumenti più consistenti rispetto al 2019 dovrebbero riguardare Romania, Lettonia e Grecia. In prospettiva, secondo le proiezioni della Commissione europea dell'autunno 2025, tale incremento dovrebbe proseguire, e nel 2027 gli investimenti pubblici dovrebbero collocarsi in media intorno al 4 per cento del PIL nei paesi dell'UE.

Grafico 2

Investimenti pubblici in percentuale del PIL

(valori percentuali)



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

Note: gli investimenti pubblici sono definiti come gli investimenti fissi lordi delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL. Per l'Irlanda il rapporto è calcolato rispetto al reddito nazionale lordo modificato (RNL*). I dati relativi al 2025 e al 2027 sono tratti dalle proiezioni elaborate dalla Commissione europea nell'autunno del 2025.

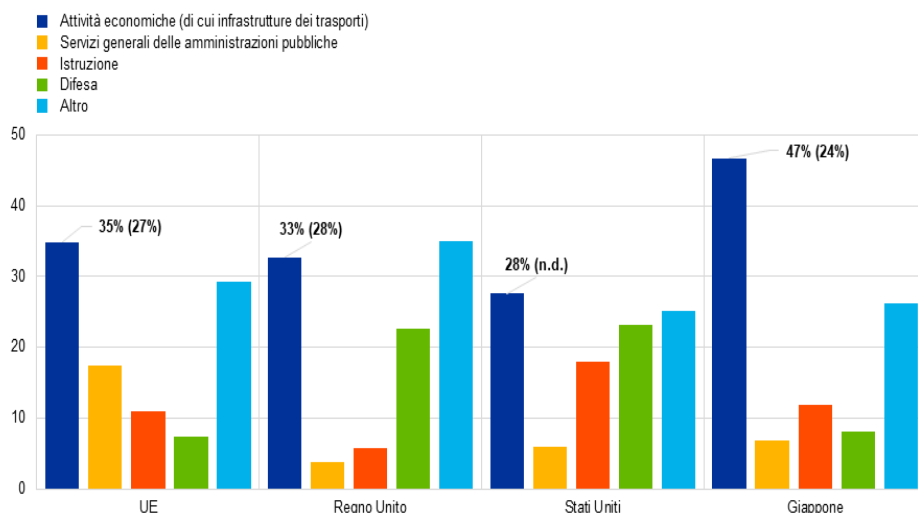
La composizione degli investimenti pubblici nell'UE si discosta significativamente da quella del Regno Unito, degli Stati Uniti e del Giappone, e varia a seconda dei paesi dell'UE. Gli investimenti in attività economiche rappresentano la voce più rilevante in tutti i paesi; a tale riguardo il Giappone presenta il rapporto più elevato (cfr. il pannello a) del grafico 3). Le spese per le infrastrutture di trasporto, che comprendono beni come strade e ferrovie, si attestano su un livello simile nelle varie aree economiche. Nell'UE rappresentano la componente maggiore, pari in media al 27 per cento degli investimenti pubblici, corrispondente allo 0,9 per cento del PIL nel 2023. Le quote di investimenti pubblici in infrastrutture di trasporto sono più elevate in Slovacchia, Polonia e Grecia e più basse in Francia e Cipro (cfr. il pannello b) del grafico 3). I servizi generali delle amministrazioni pubbliche rappresentano la seconda categoria di investimento più importante nell'UE, ma le priorità di investimento sia nel Regno Unito sia negli Stati Uniti si concentrano nel settore della difesa (cfr. il pannello a) del grafico 3). Per contro, l'istruzione è la seconda maggiore area di investimento in Giappone e la terza negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Grafico 3

Investimenti pubblici nel 2023 per funzione economica

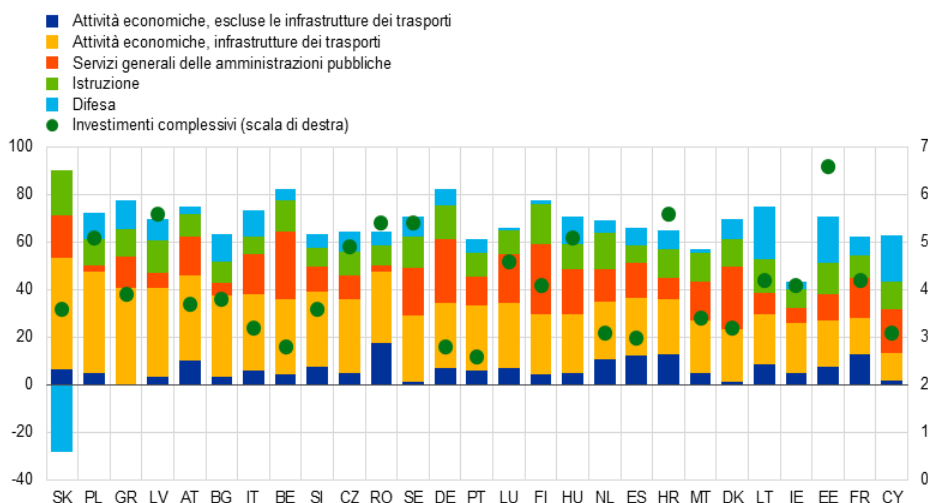
a) Investimenti pubblici nell'UE, nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Giappone per categoria

(percentuale degli investimenti pubblici)



b) Investimenti pubblici nei paesi dell'UE per categoria

(scala di sinistra: percentuale degli investimenti pubblici complessivi; scala di destra: investimenti pubblici complessivi in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat (paesi dell'UE), OCSE (paesi non appartenenti all'UE) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i dati riportati si basano sulla classificazione delle funzioni delle amministrazioni pubbliche (Classification of the Functions of Government, COFOG). L'importo negativo riportato per la voce "Difesa" in Slovacchia nel pannello b) rappresenta una cessione netta di capitale fisso nel contesto degli aiuti militari esteri in natura all'Ucraina (indicati come trasferimenti in conto capitale e neutri rispetto alla spesa totale per la difesa). Per l'Irlanda tale rapporto è calcolato rispetto all'RNL*.

Gli investimenti pubblici hanno normalmente un impatto positivo sulla crescita economica. Ciò vale in particolare se gli investimenti delle amministrazioni pubbliche generano capitale pubblico complementare a quello privato, o che risulterebbe altrimenti sottodimensionato in un'economia. Esempi tipici sono gli investimenti in istruzione, sanità, difesa e infrastrutture dei trasporti. L'impatto positivo sull'economia è particolarmente pronunciato se gli investimenti pubblici attraggono quelli privati, mentre i ritardi nell'attuazione o nel finanziamento

attraverso imposte distorsive potrebbero limitare lo stimolo ottenuto⁵. Inoltre, la composizione degli investimenti pubblici è un fattore importante. Se, da un lato, la spesa per la difesa costituisce uno stimolo spesso considerato meno incisivo per la crescita di lungo periodo, dall'altro potrebbero emergere ricadute positive se la spesa fosse orientata verso investimenti produttivi, quali la ricerca e lo sviluppo (R&S) nel settore della difesa⁶. Di fatto, un'analisi basata su modelli dell'impatto macroeconomico del recente pacchetto tedesco in materia di difesa e infrastrutture sottolinea il ruolo fondamentale che il reindirizzamento della spesa pubblica verso investimenti pubblici produttivi svolge nel determinare i risultati economici (cfr. il riquadro 1).

Riquadro 1

Effetti macroeconomici a medio termine dell'aumento della spesa pubblica e della sua composizione: il caso della Germania

a cura di Ansgar Rannenberg e Sebastian Hauptmeier

Reimpostare la composizione della spesa pubblica a favore di investimenti produttivi può avere significativi effetti macroeconomici positivi. Un esempio illustrativo è la riforma del freno al debito della Germania del marzo 2025. Questo cambiamento ha creato margini di bilancio per investimenti strategici in difesa e infrastrutture, introducendo due modifiche strutturali: a) un fondo speciale di 500 miliardi di euro, al di fuori della regola del freno al debito, per il finanziamento di progetti per infrastrutture civili e climatici su un orizzonte di 12 anni; e b) una deroga costituzionale che consente di escludere le spese per la difesa e la sicurezza superiori all'1 per cento del PIL dal limite massimo previsto dal freno al debito. Nell'insieme, tali misure dovrebbero determinare un'espansione duratura degli investimenti pubblici.

Il modello qui utilizzato per valutare gli effetti macroeconomici dello stimolo fiscale atteso per la Germania è un'estensione del New Area-Wide Model⁷. Di conseguenza, i risultati riportati di seguito dipendono dal modello e non vanno interpretati come previsioni. Le simulazioni ipotizzano che la spesa pubblica aumenti di circa lo 0,9 per cento del PIL entro il 2027. Successivamente, la spesa per infrastrutture a valere sul fondo speciale è mantenuta costante al livello del 2027. Si ipotizza che la spesa per la difesa aumenti da circa il 2 per cento del PIL nel 2025 al 3,5 per cento entro il 2029. Nel complesso, ciò corrisponde a un allentamento di bilancio pari a circa l'1,8 per cento del PIL entro il 2029, con una successiva composizione sostanzialmente bilanciata tra consumi e investimenti. Si ipotizza che l'aumento sia quasi permanente e interamente finanziato mediante debito. Nello scenario 1 si ipotizza che tutti gli investimenti pubblici siano produttivi aumentando lo stock di capitale pubblico. Nello scenario 2 sono considerati produttivi soltanto gli investimenti in infrastrutture. Tale scenario mira a fornire un'analisi di sensibilità alla luce di risultati contrastanti emersi dalla letteratura relativa al moltiplicatore della spesa militare e dell'eterogeneità riscontrata

⁵ Cfr., ad esempio, Banca centrale europea (BCE, 2016), Ramey (2022), Leeper et al. (2009) e Abiad et al. (2016).

⁶ Cfr. Moretti et al. (2025) e Antolin-Diaz e Surico (2025).

⁷ Il presente riquadro utilizza una versione che comprende la Germania e un aggregato residuo "resto dell'area dell'euro". Per maggiori dettagli sulla versione originale del modello, cfr. Coenen et al. (2024) e Coenen et al. (2008).

negli effetti di varie componenti di tale spesa⁸. Si ipotizza che i consumi delle amministrazioni pubbliche entrino nella funzione di utilità delle famiglie come complemento dei consumi privati⁹.

Nell'ipotesi che tutti gli investimenti pubblici siano produttivi (scenario 1), la Germania registra un'espansione forte e duratura. L'aumento permanente della spesa fa salire costantemente il PIL effettivo rispetto allo scenario di base (cfr. il grafico A). Gli effetti della domanda sono dominanti in un primo momento, mentre gli investimenti pubblici aumentano lo stock di capitale nel tempo e stimolano la produttività del lavoro. La risposta dei consumi privati è inizialmente negativa, ma diventa positiva entro il 2027. Questa traiettoria riflette i canali di compensazione: le famiglie con meno vincoli finanziari riducono la spesa in quanto il persistente aumento dei tassi di interesse reali atteso stimola la redditività del risparmio. Tuttavia, questo effetto è attenuato da una serie di fattori: l'ipotizzata complementarità tra i consumi pubblici e privati, l'aumento dei consumi delle famiglie con vincoli di liquidità in risposta al maggior reddito disponibile derivante dalla crescita dell'occupazione e l'espansione della capacità produttiva dell'economia dovuta all'aumento degli investimenti pubblici, che incrementa il reddito permanente di tutte le famiglie. Gli investimenti privati registrano un brusco aumento in quanto le imprese rispondono sia all'aumento stabile della domanda attesa, sia al miglioramento della produttività. Di conseguenza, il moltiplicatore cumulato su un orizzonte di dieci anni del pacchetto è pari a circa uno¹⁰. L'inflazione aumenta e la politica monetaria reagisce innalzando i tassi di riferimento nominali. Il rapporto tra debito pubblico e PIL registra un forte aumento che riflette sia la maggior spesa sia il persistente rialzo dei tassi reali.

Quando si ipotizza che gli investimenti militari siano improduttivi (scenario 2), il PIL tedesco mostra una traiettoria di breve periodo simile, ma cresce molto meno nel lungo periodo. I consumi privati rimangono più deboli in quanto il canale del reddito permanente è in diminuzione e l'aumento dei tassi reali non è compensato da miglioramenti dal lato dell'offerta. A seguito di un aumento dell'inflazione a livello dell'area dell'euro inferiore rispetto allo scenario 1, l'inasprimento della politica monetaria è ritardato e più contenuto. Ciò significa che gli investimenti privati aumentano maggiormente all'inizio, ma alla fine scendono al di sotto della traiettoria descritta nello scenario 1. Il miglioramento più contenuto dell'attività economica implica un aumento maggiore del rapporto debito pubblico/PIL rispetto allo scenario 1.

⁸ Per un'analisi dell'impatto macroeconomico dell'aumento della spesa pubblica per la difesa utilizzando una serie di modelli, cfr. Bokan et al. (2025), i quali suggeriscono un moltiplicatore medio del prodotto per la spesa pubblica nei vari modelli pari a 0,93 su un orizzonte di due anni, evidenziando nel contempo una sostanziale eterogeneità tra i vari modelli.

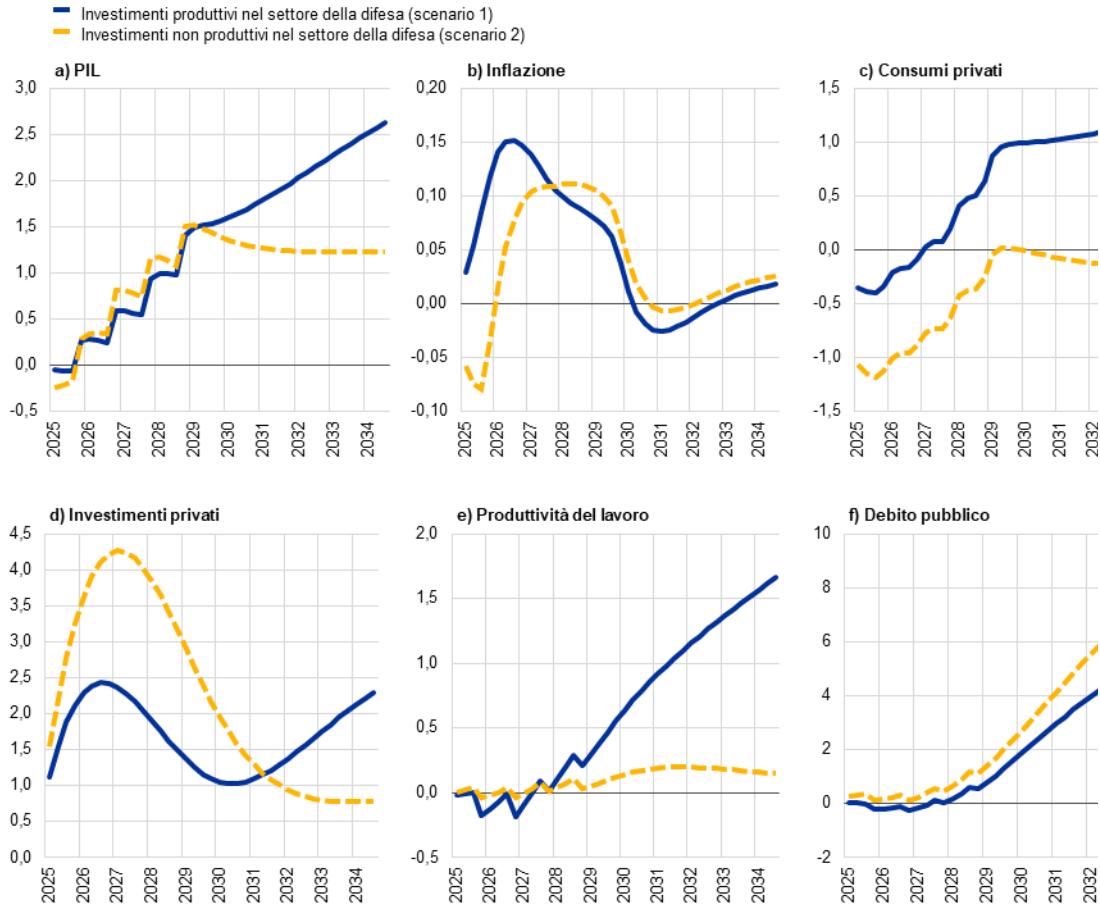
⁹ Questa ipotesi segue Bouakez e Rebei (2007), Leeper et al. (2009) e Coenen et al. (2012). Il grado di complementarità, misurato dall'elasticità di sostituzione tra consumi privati e pubblici, è fissato a 0,3, in linea con i valori riportati in Bouakez e Rebei (2007) e Coenen et al. (2012), che stimano questo parametro congiuntamente ad altri tratti dai rispettivi modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE). Clancy et al. (2016) ipotizzano una complementarità ancora più forte.

¹⁰ Il moltiplicatore cumulato su un orizzonte di dieci anni è definito come somma delle deviazioni (assolute) simulate del PIL dal suo scenario di base in un arco temporale decennale, divisa per le deviazioni della spesa pubblica su tale orizzonte.

Grafico A

Effetti macroeconomici dell'aumento della spesa per difesa e infrastrutture in Germania

(deviazioni percentuali e in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le risposte sono espresse come deviazioni percentuali rispetto allo scenario di base, ad eccezione dell'inflazione e del debito pubblico, che sono riportate come deviazioni in punti percentuali. Il debito pubblico è espresso in rapporto al PIL.

3 Margini di bilancio limitati

I paesi dell'UE devono aumentare significativamente la spesa per investimenti strategici per muoversi efficacemente in un mondo sempre più competitivo e digitalizzato, affrontando al tempo stesso i crescenti rischi geopolitici e climatici. Oltre alle accresciute pressioni per destinare una quota maggiore di spesa pubblica alla difesa, le transizioni ecologica e digitale e le infrastrutture richiederanno comunque un sostanziale ulteriore aumento degli investimenti. Sebbene si preveda che il settore privato svolga un ruolo fondamentale nel finanziamento delle esigenze aggiuntive, l'onere per i governi aumenterà considerevolmente. Secondo Bouabdallah et al. (2025), il fabbisogno di finanziamento pubblico per la difesa e le

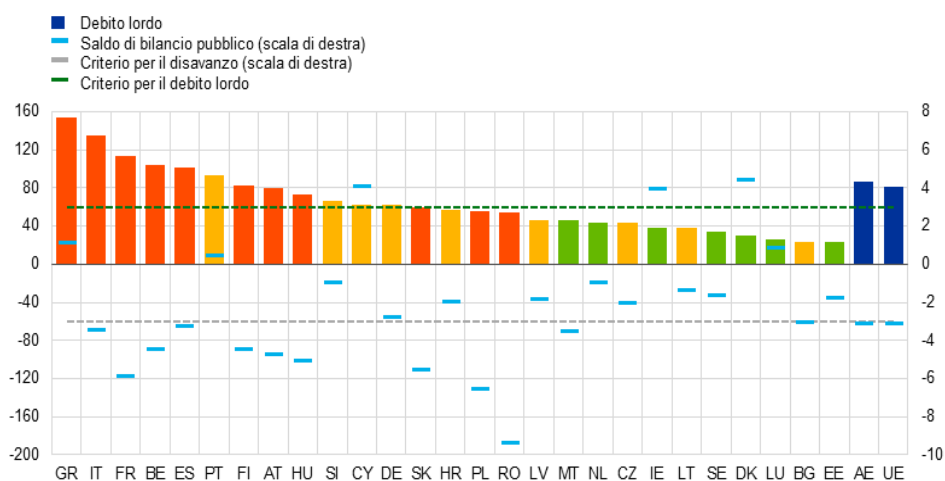
transizioni ecologica e digitale dovrebbero raggiungere circa 510 miliardi di euro all'anno¹¹.

Questo importante fabbisogno di investimenti pubblici è sorto in un contesto di elevati livelli di debito e disavanzo in molti Stati membri dell'UE. Nel 2024 il rapporto aggregato tra debito pubblico e PIL dell'UE era pari all'80,7 per cento, oltre 3 punti percentuali in più rispetto al periodo precedente la pandemia. Ciò nasconde notevoli differenze tra gli Stati membri, con rapporti debito/PIL che vanno dal 23,5 per cento in Estonia al 154,2 per cento in Grecia (cfr. il grafico 4). Inoltre, quasi la metà degli Stati membri dell'UE presentava un rapporto disavanzo/PIL superiore alla soglia del 3 per cento¹².

Grafico 4

Debito pubblico lordo e saldo di bilancio nell'UE

(2024, in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Note: la codifica a colori degli Stati membri si basa sulla categoria di rischio complessiva a medio termine desunta dal Debt Sustainability Monitor 2024 della Commissione europea (Commissione europea, 2025a). Le barre rosse, gialle e verdi indicano rischi rispettivamente alti, medi e bassi per la sostenibilità del debito a medio termine. Le linee tratteggiate indicano le soglie dei criteri per il debito e il disavanzo.

Molti Stati membri dovranno portare a compimento considerevoli aggiustamenti di bilancio per assicurare la sostenibilità e la credibilità delle loro finanze pubbliche e soddisfare i requisiti del nuovo quadro di governance dell'UE. Tra il 2025 e il 2028 la maggior parte degli Stati membri dell'UE dovrà effettuare aggiustamenti di bilancio medi, in termini di variazioni dei rispettivi saldi

¹¹ Cfr. Bouabdallah et al. (2025). La stima annuale del fabbisogno aggiuntivo di investimenti pubblici nel periodo 2025-2031 si riferisce agli investimenti in un senso più ampio rispetto alla definizione utilizzata dalla contabilità nazionale, in quanto include, ad esempio, la spesa pubblica per beni durevoli. Le stime sono tuttavia caratterizzate da notevole incertezza. Esse non includono specificamente il fabbisogno di investimenti nel settore delle infrastrutture dei trasporti, oltre quanto previsto nella categoria della spesa aggiuntiva per la difesa.

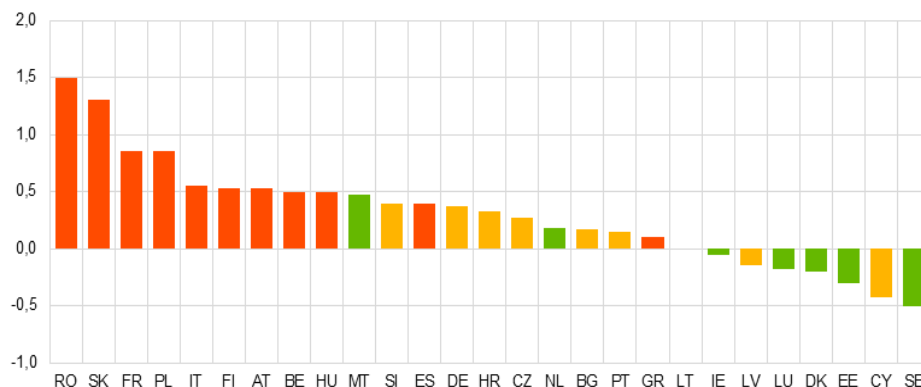
¹² Dieci Stati membri dell'UE sono attualmente sottoposti a una [procedura per disavanzi eccessivi](#).

primari strutturali, compresi tra 0,1 e 1,5 punti percentuali di PIL potenziale (cfr. il grafico 5)¹³.

Grafico 5

Variazioni medie dei saldi primari strutturali

(2025-2028, punti percentuali di PIL potenziale)



Fonte: Commissione europea.

Note: elaborazioni basate sui piani strutturali di bilancio di medio termine pubblicati sul sito Internet della Commissione europea. Per Romania e Finlandia gli aggiustamenti di bilancio presentati sono quelli inclusi nelle raccomandazioni del Consiglio relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Per i Paesi Bassi, il dato relativo agli aggiustamenti di bilancio è tratto dalla Commissione. Le variazioni medie dei saldi primari strutturali spiegano i requisiti di aggiustamento di bilancio meno stringenti applicabili agli Stati membri che hanno richiesto una proroga del periodo di aggiustamento. La codifica a colori degli Stati membri si basa sulla categoria di rischio complessiva a medio termine desunta dal Debt Sustainability Monitor 2024 della Commissione europea (Commissione europea, 2025a). I colori rosso, giallo e verde indicano rischi rispettivamente alti, medi e bassi per la sostenibilità del debito a medio termine.

La flessibilità offerta dal nuovo assetto di governance risponde solo in parte alle esigenze di investimento strategico.

Il nuovo quadro di governance economica dell'UE si fonda sulla premessa che i paesi possano beneficiare di una proroga del proprio periodo di aggiustamento da quattro a sette anni a fronte di investimenti pubblici e riforme. Considerati gli otto Stati membri dell'UE abbiano richiesto una proroga del periodo di aggiustamento consente un margine di bilancio pari a circa 5,0 punti percentuali di PIL potenziale nel periodo 2025-2028. Inoltre, l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale offre una flessibilità temporanea di bilancio per aumentare la spesa per la difesa, nello stesso periodo, fino all'1,5 per cento del PIL all'anno¹⁴. In termini aggregati, tale flessibilità consentirebbe agli Stati membri di coprire solo circa un terzo dei 510 miliardi di euro stimati per il fabbisogno di investimenti pubblici strategici. Se si includono le risorse UE già esistenti, come i fondi disponibili nell'ambito del programma NGEU, un deficit di finanziamento pubblico di oltre 100 miliardi di euro all'anno dovrebbe essere a carico dei bilanci nazionali¹⁵. In tale contesto, è essenziale aumentare l'efficienza di spesa degli

¹³ Il nuovo assetto di governance si fonda sull'analisi della sostenibilità del debito per guidare i percorsi di aggiustamento dei conti pubblici specifici per paese in modo tale che il debito pubblico si collochi su una traiettoria plausibilmente discendente entro la fine di un periodo di aggiustamento. Ciò implica una differenziazione tra i requisiti di aggiustamento di bilancio da un paese all'altro, con requisiti più stringenti laddove le difficoltà legate al debito sono più marcate e/o le posizioni di bilancio iniziali sono meno favorevoli; cfr. Haroutunian et al. (2024).

¹⁴ Diciassette Stati membri hanno finora chiesto di attivare la clausola di salvaguardia nazionale. Il carattere temporaneo di tale flessibilità, tuttavia, significa che gli Stati membri interessati devono impegnarsi a favore di un risanamento dei conti pubblici più incisivo a partire dal 2029, al fine di rimanere conformi alle regole di bilancio dell'UE.

¹⁵ Cfr. Bouabdallah et al. (2025). Il divario stimato di oltre 100 miliardi di euro si riferisce solo agli investimenti pubblici correlati alla digitalizzazione, al cambiamento climatico e alla difesa. Gli investimenti in infrastrutture sono coperti solo in parte dalla spesa aggiuntiva prevista per la difesa.

investimenti pubblici, in quanto ciò potrebbe contribuire a un miglior equilibrio tra esigenze di spesa e vincoli di bilancio.

4 Margini per una maggiore efficienza tecnica degli investimenti pubblici

Per misurare l'efficienza tecnica degli investimenti pubblici si possono applicare diversi strumenti empirici. Le due metodologie più utilizzate per misurare l'efficienza sono la data envelopment analysis (DEA) e l'analisi mediante frontiera stocastica (stochastic frontier analysis, SFA). Esse consentono di valutare le politiche di bilancio dei paesi rispetto a una frontiera di efficienza basata sui risultati migliori. La DEA è una metodologia non parametrica che costruisce una frontiera dell'efficienza direttamente dai dati osservati, confrontando la performance relativa di ciascun paese¹⁶. Tuttavia, tale metodologia è altamente sensibile ai dati sottostanti e ai valori anomali. Una DEA ricalibrata con metodologia bootstrap affronta in parte questo problema, ricampionando i dati e generando diverse frontiere di efficienza, contribuendo a identificare i paesi con risultati oltre la norma e correggendo la distorsione. L'analisi SFA, invece, è un approccio parametrico che ipotizza una specifica funzione di produzione per stimare una frontiera di efficienza¹⁷. Il vantaggio di tale analisi risiede nella sua capacità di scomporre il termine di errore in due componenti: inefficienza e rumore statistico. Ciò rende possibile tenere conto di fattori esterni che influenzano la variabile del prodotto, come ad esempio l'urbanizzazione che influisce sulla densità di una rete di trasporto pubblico. Inoltre, la SFA supporta l'uso di effetti fissi per paese, consentendo di tenere conto dell'eterogeneità tra paesi. Tuttavia, il suo limite principale è la necessità di una parametrizzazione almeno parziale e l'ipotesi di proporzionalità delle variabili di input e output per la funzione di produzione, che possono comportare una frontiera dell'efficienza non correttamente specificata. Un'altra distinzione degna di nota tra le due metodologie è il loro trattamento del tempo: la DEA fornisce una panoramica dell'efficienza in un determinato momento, mentre la SFA, applicata ai dati panel, genera punteggi di efficienza nel tempo.

Nel presente articolo si applicano le metodologie DEA e SFA per valutare l'efficienza tecnica degli investimenti pubblici in infrastrutture di trasporto nell'UE. Come riportato nella sezione 2, gli investimenti pubblici in infrastrutture di trasporto rappresentano oltre un quarto degli investimenti pubblici totali nell'UE, che corrisponde allo 0,9 per cento del PIL nel 2023. Nella DEA sono utilizzati due indicatori come misure del prodotto: la densità della rete di trasporto e un indicatore della Banca mondiale che valuta la qualità delle infrastrutture di trasporto pubblico. Nella SFA la densità della rete di trasporto è analizzata come misura del prodotto separatamente per le reti ferroviarie e autostradali¹⁸. L'analisi condotta utilizzando

¹⁶ La DEA consente rendimenti di scala variabili nella costruzione della frontiera di efficienza, ossia le variabili di input e output non devono necessariamente essere proporzionali. Ciò si contrappone alla SFA, che richiede che la variabile di output sia proporzionale alle variabili di input.

¹⁷ Alcuni studi utilizzano anche una SFA semi-parametrica.

¹⁸ La metodologia SFA utilizzata è la versione panel con effetti fissi sviluppata da Greene (2005). Nell'analisi, le caratteristiche geografiche e la densità della popolazione sono considerate tramite effetti fissi.

entrambe le metodologie si basa su un approccio orientato agli input. L'obiettivo di tale approccio è valutare in che misura è possibile ridurre al minimo le risorse impiegate per ottenere un dato prodotto. Un aumento dell'efficienza creerebbe margini di bilancio che potrebbero essere utilizzati per altre esigenze di investimento strategico o per costituire riserve di bilancio.

I risultati mostrano che vi è un ampio margine per migliorare l'efficienza degli investimenti, anche se non omogeneamente distribuito tra i diversi gruppi di paesi.

In base al modello DEA, il punteggio di efficienza mediano degli investimenti pubblici in infrastrutture di trasporto, misurato rispetto alla densità delle reti di trasporto, è di circa il 50 per cento per l'UE e l'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico 6)¹⁹. Ciò significa che l'attuale livello di efficienza, considerando come input gli investimenti nel trasporto pubblico, è solo la metà della frontiera di efficienza. In base alle stime mediane, l'efficienza è lievemente inferiore nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. I risultati sono sostanzialmente comparabili con altri studi, pur con differenze in termini di dati e copertura geografica²⁰. L'eterogeneità dell'efficienza degli investimenti nei trasporti tra i vari paesi (resa evidente dalla lunghezza dei diagrammi box plot) sembra essere maggiore nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro rispetto ai paesi dell'area. È interessante notare che l'efficienza è risultata in media moderatamente inferiore nei paesi con margini di bilancio limitati, come approssimato dall'appartenenza al gruppo a elevato rischio di sostenibilità del debito nel Debt Sustainability Monitor a medio termine della Commissione europea (evidenziato dai box plot rossi)²¹. Ciò suggerisce che i paesi ad alto rischio hanno un margine lievemente maggiore per allentare le pressioni fiscali previste migliorando l'efficienza degli investimenti pubblici nelle infrastrutture di trasporto. Ciò vale in particolare se si tiene conto della grande eterogeneità tra paesi, in quanto il punteggio di efficienza è particolarmente elevato in alcuni dei paesi a basso rischio. Pertanto, accrescere l'efficienza riducendo al minimo le risorse necessarie per un dato prodotto potrebbe essere particolarmente vantaggioso per i paesi ad alto rischio con margini di bilancio limitati.

Una proxy alternativa dell'efficienza può essere ricavata dai risultati delle indagini che valutano la qualità degli investimenti nel trasporto pubblico.

Quando gli investimenti nel trasporto pubblico vengono dedotti dalla qualità del trasporto pubblico, misurata in base ai dati delle indagini della Banca mondiale, i punteggi di efficienza risultanti sono lievemente migliori (cfr. il pannello b) del grafico 6)²². Il punteggio mediano di efficienza dell'UE è pari a circa il 65 per cento, mentre i paesi non appartenenti all'area dell'euro tendono a ottenere punteggi notevolmente inferiori²³. La variazione del punteggio di efficienza è più pronunciata nei paesi ad alto rischio, mentre i loro punteggi mediani rimangono inferiori rispetto a quelli dei paesi a basso rischio. Questi risultati coincidono sostanzialmente con una

¹⁹ La densità della rete di trasporto è definita dal rapporto tra la lunghezza della rete costruita (ferrovie, autostrade) e la superficie del territorio.

²⁰ Ad esempio, Kapsoli et al. (2023) riscontrano che il punteggio di efficienza mediana nel proprio modello di base (che incorpora rete viaria, energia e telecomunicazioni), ricavato tramite DEA con ricampionamento, nelle economie avanzate, compresi i paesi dell'UE, è pari al 42 per cento. Risultati simili sono stati riscontrati anche da Herrera et al. (2025).

²¹ Cfr. Commissione europea (2025a).

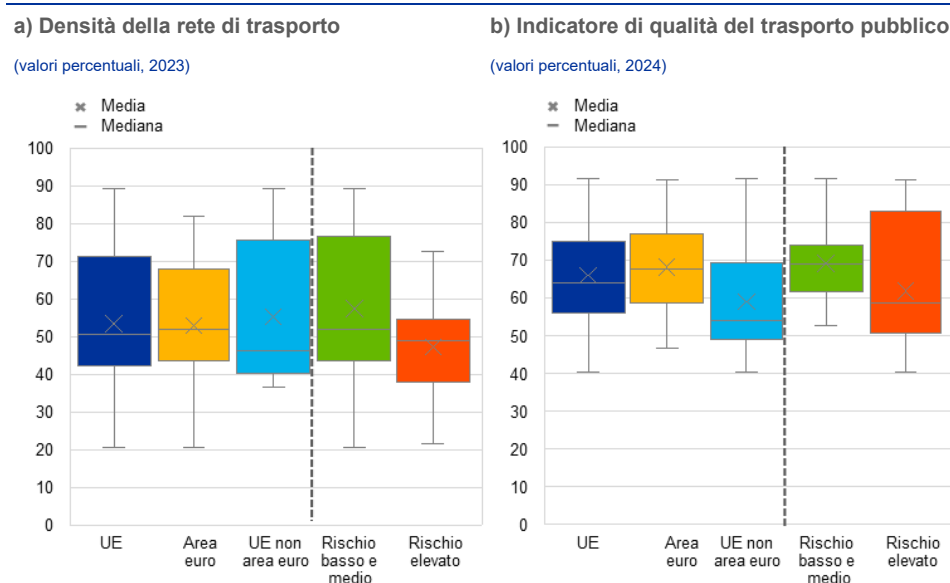
²² L'indicatore di qualità della Banca mondiale è compreso tra 1 (qualità minima) e 7 (qualità massima).

²³ I risultati relativi alla qualità del trasporto pubblico sono comparabili con quelli di Herrera et al. (2025).

recente [indagine Eurobarometro](#), secondo la quale il 51 per cento dei cittadini dell'UE accoglierebbe con favore maggiori investimenti pubblici finalizzati ad aumentare la frequenza dei trasporti pubblici urbani, mentre il 42 per cento ravvisa la necessità di migliori opzioni per gli spostamenti casa-lavoro. Tuttavia, i risultati ottenuti attraverso la DEA dovrebbero essere interpretati con cautela, in quanto derivano esclusivamente dai dati sottostanti, senza tener conto dell'influenza di fattori esterni sull'efficienza.

Grafico 6

Efficienza degli investimenti in infrastrutture di trasporto pubblico secondo la data envelopment analysis (DEA)



Fonti: Eurostat, Banca mondiale ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'analisi si basa su una DEA ricampionata, con 2.000 estrazioni per correggere la distorsione rispetto al modello standard di DEA, seguendo la metodologia di Simar e Wilson (1998). Gli investimenti nei trasporti in rapporto al PIL secondo la classificazione COFOG sono considerati come input con un ritardo e come media mobile di cinque anni. La variabile di output nel pannello a) è la densità delle componenti ferroviarie e autostradali, convogliata in un unico indicatore per il 2023 utilizzando l'analisi delle componenti principali. Nel pannello b) la variabile di output è l'indicatore di qualità del trasporto pubblico della Banca mondiale, cui viene attribuito, per il 2024, un punteggio compreso tra 1 e 7. Il pannello a) comprende 26 paesi dell'UE e il pannello b) ne comprende 23. La barra indica l'intervallo interquartile e la barra di errore indica il valore massimo e minimo dell'intervallo del campione di paesi appartenente a ciascun gruppo. I gruppi a rischio elevato e basso/medio si basano sull'analisi della sostenibilità del debito condotta dalla Commissione europea (Commissione europea, 2025a) per i paesi dell'UE inclusi nel campione.

Quando viene applicata la metodologia SFA, i punteggi relativi all'efficienza tecnica mostrano risultati lievemente inferiori e variano tra le componenti di trasporto.

Se si considerano le singole componenti degli investimenti nelle infrastrutture di trasporto (ferrovie e autostrade), l'efficienza differisce ampiamente a seconda dei gruppi di paesi e del periodo (cfr. il grafico 7). In particolare, il punteggio mediano di efficienza degli investimenti pubblici nelle ferrovie è inferiore a quello per le autostrade, con una media UE pari al 38 per cento per le ferrovie e al 43 per cento per la spesa per autostrade. Solo per l'area dell'euro l'efficienza mediana degli investimenti in ferrovie è superiore a quella delle autostrade, mentre è notevolmente inferiore nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, nei paesi a rischio elevato e nei paesi non appartenenti all'UE. I risultati mostrano ampie variazioni nel tempo dell'efficienza degli investimenti pubblici in autostrade in gran parte dei gruppi di paesi (come evidenziato dalla lunghezza dei box plot). Le pronunciate variazioni nel tempo potrebbero anche riflettere effetti non lineari, considerato la notevole

quantità di tempo necessario per completare i grandi progetti infrastrutturali²⁴. I risultati ottenuti attraverso la SFA sono sostanzialmente in linea con quelli derivati dalla DEA, malgrado le differenze nelle variabili di input, nell'arco temporale coperto, nei campioni dei paesi e nella metodologia. L'analisi rivela che per entrambe le metodologie utilizzate l'efficienza tecnica degli investimenti in infrastrutture di trasporto in tutta l'UE sembra essere relativamente bassa, anche rispetto ad altri settori degli investimenti pubblici, quali la sanità e l'istruzione²⁵.

Questi risultati sono influenzati da fattori specifici dei singoli paesi, alcuni dei quali possono essere affrontati attraverso cambiamenti di policy.

Le caratteristiche geografiche e la densità della popolazione possono aumentare la complessità e il costo dei progetti infrastrutturali, portando così a punteggi di efficienza inferiori per alcuni paesi rispetto ad altri²⁶. Inoltre, la rigidità dei requisiti normativi, la cattiva gestione e governance dei progetti e la limitata capacità amministrativa possono far aumentare i costi e ridurre l'efficienza. Affrontare tali fattori può contribuire a rendere più gestibili i progetti di infrastrutture di trasporto complessi, determinando costi inferiori e punteggi di efficienza più elevati. Sebbene ciò esuli dalla presente analisi, sarebbe utile esaminare in che modo questi fattori potenziali potrebbero contribuire ai risultati.

²⁴ Ad esempio, potrebbe esserci un lungo periodo di spesa preparatoria senza modifiche della variabile di prodotto, seguito da un forte aumento di prodotto quando viene raggiunta una tappa di completamento.

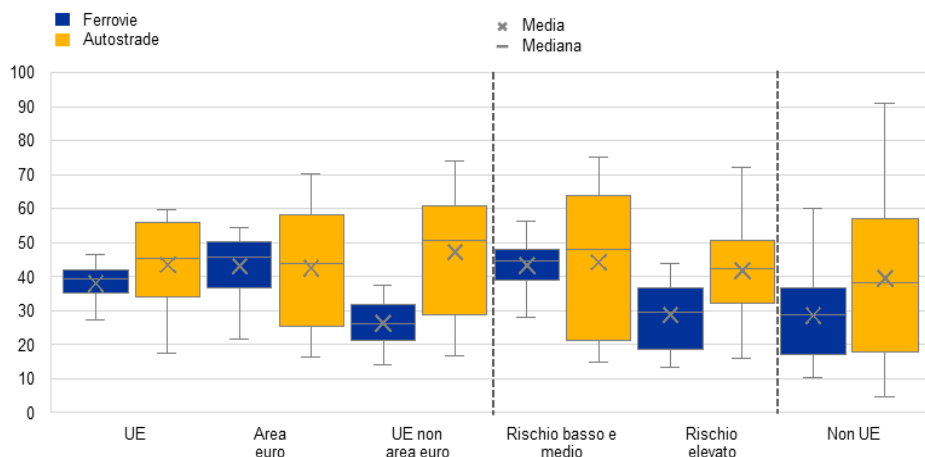
²⁵ Canzonieri e Giamboni (2024) riportano punteggi di efficienza dell'UE superiori al 90 per cento per la spesa in sanità e istruzione. Cfr. anche Herrera et al. (2025) e FMI (2025).

²⁶ Nella SFA tali differenze specifiche per paese sono prese in considerazione utilizzando effetti fissi. Inoltre, la solidità del campione dell'UE è garantita tenendo conto di vari altri fattori, come la tipologia di merce trasportata, le autovetture pro capite e l'uso pubblico della rete ferroviaria, che potrebbero influenzare l'espressione dell'efficienza, con risultati che restano ampiamente coerenti.

Grafico 7

Efficienza degli investimenti in ferrovie e autostrade secondo l'analisi della frontiera stocastica (SFA)

(valori percentuali, media 2000-2023)



Fonti: Eurostat, OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: con riguardo all'input, la spesa per manutenzione e investimenti dei paesi riportati nei dati dell'OCSE è convogliata in un unico indicatore, poi utilizzato con un ritardo e come media quinquennale. Con riferimento all'output, la lunghezza della rete ferroviaria e autostradale è divisa per la superficie del territorio, misurato secondo i dati Eurostat. L'analisi è condotta con una SFA che utilizza effetti fissi per paese per tener conto dell'eterogeneità tra paesi e che mostra risultati particolarmente significativi, al di sotto del livello dell'1 per cento. A fini di robustezza, la SFA viene ripetuta ipotizzando eteroschedasticità dei termini di errore, incorporando variabili di controllo quali le merci trasportate, l'altitudine del paese, l'urbanizzazione e il PIL pro capite. L'analisi di robustezza è limitata ai paesi dell'UE a causa di una limitata disponibilità di dati. I risultati restano molto significativi e sostanzialmente invariati dopo l'aggiunta di tali controlli. Inoltre, i risultati sono confermati utilizzando una DEA. Nella banca dati dell'OCSE, nell'ambito dei paesi dell'UE solo 14 hanno fornito dati sulla spesa per autostrade, mentre solo 17 hanno comunicato dati sulla spesa per ferrovie. Il campione totale è costituito da 17 paesi per la spesa per autostrade, tra cui Regno Unito, Svizzera e Turchia, e 25 paesi per la spesa per ferrovie, tra cui Canada, Cina, India, Norvegia, Svizzera, Turchia, Regno Unito e Stati Uniti. A causa della mancanza di dati per l'intero periodo, il campione non è omogeneo nel tempo, ragion per cui l'eterogeneità temporale, e non l'eterogeneità tra paesi, viene mostrata utilizzando un diagramma box plot. Tale diagramma illustra, pertanto, la dimensione temporale, ossia l'intervallo delle medie temporali per ciascun gruppo di paesi nel periodo 2000-2023. Le barre grandi e piccole rappresentano le medie massime e minime del gruppo di paesi in un determinato momento. I gruppi a rischio elevato e basso/medio si basano sull'analisi della sostenibilità del debito condotta dalla Commissione europea (Commissione europea, 2025a) per i paesi dell'UE inclusi nel campione.

Colmare il divario di efficienza contribuirebbe al risparmio di denaro pubblico.

Il divario di efficienza misura la distanza dal caso ipotetico di piena efficienza e fornisce un'indicazione approssimativa dei risparmi massimi che potrebbero essere ottenuti attraverso una maggiore efficienza tecnica. Applicato all'analisi di cui sopra, il divario di efficienza misura il massimo risparmio possibile che si potrebbe conseguire riducendo l'importo speso per gli investimenti nelle infrastrutture di trasporto per ottenere lo stesso livello di prodotto. Con riferimento all'UE si stima che i risparmi potenziali derivanti dalla riduzione del divario di efficienza si collochino approssimativamente tra 46 e 50 miliardi di euro in un determinato anno per i due indicatori utilizzati nella DEA²⁷. Tuttavia, i risultati relativi ai possibili risparmi vanno interpretati con cautela per diversi motivi. In primo luogo, i risultati sono sensibili alle variabili e alla metodologia utilizzate per calcolare il divario di efficienza²⁸. In

²⁷ Le stime ricavate da entrambi gli indicatori di prodotto riportati nel grafico 6 corrispondono alla somma del rispettivo divario di efficienza secondo la DEA (1 meno il punteggio di efficienza) di ciascun paese dell'UE, moltiplicato per la media mobile di cinque anni degli investimenti in trasporti pubblici di ciascun paese. Utilizzando l'approccio SFA, i risparmi stimati sarebbero notevolmente inferiori. Tuttavia, le metodologie non consentono confronti tra questi risparmi a causa di un campione di paesi non omogenei e notevolmente sottodimensionato, in cui mancavano alcuni dei maggiori paesi dell'UE, come la Germania. La SFA si concentra inoltre sugli investimenti e sulla manutenzione di ferrovie e autostrade (comunicato dall'OCSE), che è un sottoinsieme degli investimenti nel settore dei trasporti utilizzato nella DEA.

²⁸ I punteggi di efficienza possono essere influenzati dai partenariati pubblico-privato (PPP) di progetti infrastrutturali, che tuttavia non sono oggetto di analisi.

secondo luogo, essi sono determinati dalla copertura geografica, che ne limita la comparabilità. In terzo luogo, in particolare per i grandi progetti infrastrutturali che si protraggono per molti anni, la relazione tra investimenti e risultati sembra non essere lineare. Nell'analisi, ciò potrebbe essere affrontato solo in parte utilizzando medie annue ritardate multiple. In quarto luogo, i risparmi da realizzare aumentando l'efficienza sarebbero realizzati solo con ritardo, in quanto si applicherebbero agli investimenti futuri. Da ultimo, è improbabile che i risparmi siano ricorrenti; essi dovrebbero piuttosto essere considerati come fotografia della situazione attuale. Nella misura in cui si ottenesse una maggiore efficienza attraverso la razionalizzazione e una migliore gestione dei progetti infrastrutturali, questi avrebbero un impatto permanente, riducendo così la necessità potenziale di ulteriori risparmi in termini di efficienza.

5 Osservazioni conclusive

L'analisi mostra che esiste un significativo divario in termini di efficienza tecnica negli investimenti nel trasporto pubblico in tutta l'UE.

Concentrando l'attenzione sugli investimenti pubblici in infrastrutture di trasporto (la principale componente degli investimenti pubblici nell'UE), l'analisi empirica suggerisce un considerevole potenziale di risparmio attraverso una maggiore efficienza, quantificabile in un intervallo compreso tra i 46 e i 50 miliardi di euro, sebbene questi valori siano caratterizzati da un elevato grado di incertezza. I punteggi di efficienza per gli investimenti in infrastrutture di trasporto sembrano essere considerevolmente inferiori rispetto ai risultati tratti dalla letteratura riguardanti la spesa per sanità e istruzione nell'UE. Di fatto, i progetti infrastrutturali tendono a essere più ampi e complessi, il che li rende più soggetti a inefficienze. Se associata a una maggiore definizione delle priorità della spesa pubblica a favore di investimenti più produttivi, che dovrebbe favorire la crescita, una maggiore efficienza contribuirebbe a creare margini di bilancio da destinare agli investimenti strategici e a contenere i rischi legati alla sostenibilità dei conti pubblici.

Migliori pratiche di gestione e governance dei progetti possono accrescere l'efficienza degli investimenti pubblici²⁹. L'adozione di un quadro di gestione degli investimenti pubblici può contribuire a individuare le aree che necessitano di miglioramenti. Tali quadri di riferimento facilitano, inoltre, il confronto tra paesi e l'analisi comparativa delle migliori prassi. Diverse istituzioni, come il Fondo monetario internazionale, la Commissione europea, la Banca mondiale e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, hanno sviluppato sistemi che possono essere utilizzati per esaminare le prassi nazionali di governance degli enti incaricati della gestione degli investimenti pubblici³⁰. Nello specifico, tali sistemi valutano l'assetto istituzionale, inteso come solidità e regole di bilancio, e l'effettiva efficacia, misurata dal livello di raggiungimento dello scopo previsto. Per i paesi dell'UE, valutazioni recenti indicano margini di miglioramento;

²⁹ Cfr. anche FMI (2025).

³⁰ Il [Public Investment Management Assessment](#) (PIMA) dell'FMI è stata la prima iniziativa di questo tipo. La Commissione europea ha ampliato il quadro di riferimento a cinque fasi chiave (pianificazione, valutazione, selezione, contabilizzazione, esecuzione e revisioni ex post) e sta conducendo indagini periodiche.

tra questi rientrano: garantire che il controllo di qualità venga effettuato nella fase preparatoria dei progetti di investimento, integrare i cicli di pianificazione e di bilancio e accertarsi che la pianificazione degli investimenti abbia un approccio più orientato alla sostenibilità fiscale³¹.

Per colmare il divario in termini di efficienza è necessario un insieme mirato di policy volte ad agevolare gli investimenti pubblici. Tali misure di policy, che verosimilmente differiscono da un paese all'altro, vanno dalla riduzione degli oneri burocratici alla semplificazione degli obblighi di segnalazione regolamentare. Sembra inoltre che i paesi abbiano margini per migliorare la loro capacità amministrativa, razionalizzare le strutture di governance per gestire progetti di investimento complessi, come ad esempio le infrastrutture di trasporto, ed eliminare la corruzione. Le revisioni della spesa possono contribuire a dare priorità alla spesa pubblica e a individuare settori in cui è possibile realizzare ulteriori risparmi. Diversi paesi dell'UE, come Danimarca, Spagna e Paesi Bassi, effettuano regolarmente tali revisioni della spesa³². Se da un lato una valutazione dettagliata delle misure nazionali necessarie esula dall'ambito del presente articolo, dall'altro affrontare le inefficienze richiede un'analisi approfondita dei fattori sottostanti. Poiché questi variano notevolmente da un paese all'altro, alcune delle risposte di policy appropriate dovranno essere specifiche per paese. È pertanto importante che gli aggiustamenti necessari siano adeguatamente riflessi negli orientamenti di policy e nel seguito dato durante il semestre europeo, che coordina le politiche economiche nell'UE³³.

Riferimenti bibliografici

Abiad, A., Furceri, D. e Topalova, P. (2016), "The macroeconomic effects of public investment: Evidence from advanced economies", *Journal of Macroeconomics*, vol. 50, pagg. 224-240.

Afonso, A., Alves, J. e Bazah, N. (2024), "Public Sector Efficiency and the Functions of the Government", *REM Working Papers*, n. 357, ISEG – Lisbon School of Economics and Management, novembre.

Antolin-Diaz, J. e Surico, P. (2025), "The Long-Run Effects of Government Spending", *American Economic Review*, vol. 115, n. 7, pagg. 2376-2413.

Banca centrale europea (BCE) (2016), *Investimenti pubblici in Europa*, articolo 2 nel numero 2/2016 di questo Bollettino.

Barnes, S., Cournède, B. e Hanmer, F. (2025), "Assessing government spending in OECD countries and searching for savings", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1845, OECD Publishing.

³¹ Cfr. Manescu (2026). Solo per alcuni paesi dell'UE è stata riscontrata l'applicazione di buone pratiche nella pianificazione degli investimenti per importanti progetti infrastrutturali.

³² Per una panoramica, cfr. Hoogeland et al. (2024).

³³ Cfr. Commissione europea (2025b).

Bokan, N., Jacquinot, P., Lalik, M., Müller, G., Priftis, R. e Rigato, R. (2025), [Impatti macroeconomici di una maggiore spesa per la difesa: una valutazione basata su modelli](#), articolo 1 nel numero 6/2025 di questo Bollettino.

Bouabdallah, O., Dorrucchi, E., Nerlich, C., Nickel, C. e Vlad, A. (2025), ["Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions"](#), *Il Blog della BCE*, BCE, 25 luglio.

Bouakez, H. e Rebei, N. (2007), "Why does private consumption rise after a government spending shock?", *The Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'Economique*, vol. 40, n. 3, pagg. 954-979.

Canzonieri, G. e Giamboni, L. (2024), "Efficiency of Public Expenditure in Education and Health", *Discussion Papers*, n. 217, Commissione europea, dicembre.

Clancy, D., Jacquinot, P. e Lozej, M. (2016), "Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union", *Journal of Macroeconomics*, vol. 48, pagg. 305-326.

Coenen, G., Lozej, M. e Priftis, R. (2024), "Macroeconomic effects of carbon transition policies: An assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector", *European Economic Review*, vol. 167, pagg. 1047-1098.

Coenen, G., McAdam, P. e Straub, R. (2008), "Tax reform and labour-market performance in the euro area: A simulation-based analysis using the New Area-Wide Model", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 32, n. 8, pagg. 2543-2583.

Coenen, G., Straub, R. e Trabandt, M. (2012), "Fiscal Policy and the Great Recession in the Euro Area", *American Economic Review*, vol. 102, n. 3, pagg. 71-76.

Commissione europea (2025a), ["Debt Sustainability Monitor 2024"](#), *Institutional Papers*, n. 306, marzo.

Commissione europea (2025b), *2026 European Semester: Autumn package – communication*, 25 novembre.

Eurobarometro (2025), *Public opinion on urban challenges and investment in cities*, Commissione europea, giugno.

FMI (2025), "Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth", *Fiscal Monitor*, capitolo 1, ottobre.

Greene, W. (2005), "Reconsidering heterogeneity in panel data estimators of the stochastic frontier model", *Journal of Econometrics*, n. 126, numero 2, pagg. 269-303.

Haroutunian, S., Bańkowski, K., Bischl, S., Bouabdallah, O., Hauptmeier, S., Leiner-Killinger, N., O'Connell, M., Arruga Oleaga, I., Laurent, A. e Trzcinska, A. (2024), ["The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary policy perspective"](#), *Occasional Paper Series*, n. 349, BCE, maggio.

Herrera, S., Isaka, H. e Ouedraogo, A. (2025), "Efficiency of public spending in education, health, and infrastructure: an international benchmarking exercise", *Journal of Applied Economics*, vol. 28, numero 1.

Hoogeland, M., Dimitriadis, L. e Mandl, M. (2024), "How Have Spending Reviews Recently Evolved Through EU Initiatives?", *Discussion Papers*, n. 200, Commissione europea, maggio.

Ilzetzki, E. (2025), "Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups", *Kiel Report*, n. 2, Kiel Institute for the World Economy.

Kapsoli, J., Mogue, T. e Verdier, G. (2023), "Benchmarking Infrastructure Using Public Investment Efficiency Frontiers", *IMF Working Papers*, n. 2023/101, Fondo monetario internazionale.

Leeper, E.M., Walker, T.D. e Yang, S.-C.S. (2009), "Government Investment and Fiscal Stimulus in the Short and Long Runs", *Working Papers*, n. 15153, National Bureau of Economic Research.

Manescu, C. (2026), "Public investment management practices in the EU: A comparative analysis based on the 2025 Commission survey", *Discussion Papers*, Commissione europea, di prossima pubblicazione.

Moretti, E., Steinwender, C. e Van Reenen, J. (2025), "The Intellectual Spoils of War? Defense R&D, Productivity, and International Spillovers", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 107, numero 1, gennaio, pagg. 14-27.

Ramey, V.A. (2020), "The macroeconomic consequences of infrastructure investment", *Working Paper*, n. 27625, National Bureau of Economic Research.

Simar, L. e Wilson, P. (1998), "Sensitivity Analysis of Efficiency Scores: How to Bootstrap in Nonparametric Frontier Models", *Management Science*, vol. 44, numero 1, pagg. 49-61.

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

Composizione dei dati per l'area dell'euro

Salvo diversa indicazione, tutte le serie di dati che includono osservazioni relative al 2026 si riferiscono al gruppo dei 21 paesi membri dell'area dell'euro.

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (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 ²⁾ (IAPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3,5	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
2025	3,4	2,3	1,3	1,2	5,0	1,4	.	3,4	3,3	0,1	2,1
2025 1° trim.	0,8	-0,2	0,7	0,3	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
2° trim.	0,9	0,9	0,2	0,6	1,0	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
3° trim.	0,9	1,1	0,1	-0,7	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
4° trim.	0,7	0,4	0,1	0,3	1,2	0,2	.	3,4	3,0	0,6	2,1
2025 set.	-	-	-	-	-	-	3,0	3,8	2,9	-0,3	2,2
ott.	-	-	-	-	-	-	-	3,6	3,0	0,2	2,1
nov.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,2	2,9	0,7	2,1
dic.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,4	.	0,8	2,0
2026 gen.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,5	.	1,7
feb.	-	-	-	-	-	-	2,4	.	.	.	1,9

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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 ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					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)												
2023	14.664,0	14.138,0	7.750,1	3.097,9	3.215,1	1.642,0	929,1	637,6	75,0	-525,9	7.378,5	6.852,5
2024	15.234,5	14.568,9	8.040,1	3.260,4	3.196,6	1.631,3	925,9	633,1	71,8	-665,5	7.486,6	6.821,1
2025	15.820,6	15.202,3	8.321,8	3.411,1	3.352,0	1.692,1	950,7	702,4	117,3	-618,3	7.680,9	7.062,6
2025 1° trim.	3.910,0	3.750,9	2.058,3	836,3	834,5	417,4	233,4	182,0	21,9	-159,0	1.931,9	1.772,9
2° trim.	3.938,9	3.777,7	2.071,5	846,9	828,3	420,3	236,5	169,8	30,9	-161,2	1.911,0	1.749,8
3° trim.	3.970,4	3.822,1	2.087,3	857,1	842,0	424,9	240,3	175,0	35,7	-148,4	1.923,4	1.775,0
4° trim.	4.014,0	3.862,2	2.109,5	871,3	853,8	433,8	242,4	175,9	27,6	-151,8	1.925,0	1.773,2
<i>in percentuale del PIL</i>												
2025	100,0	96,1	52,6	21,6	21,2	10,7	6,0	4,4	0,7	-3,9	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2025 1° trim.	0,6	0,5	0,3	-0,2	2,7	0,8	0,0	11,3	-	-	2,4	2,3
2° trim.	0,1	0,4	0,3	0,4	-1,5	0,2	1,0	-8,4	-	-	-0,5	0,0
3° trim.	0,3	0,7	0,2	0,7	1,3	0,4	1,4	3,1	-	-	0,8	1,8
4° trim.	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	1,4	0,3	-0,7	-	-	-0,4	-0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2023	0,4	0,1	0,5	1,5	2,4	1,1	2,3	6,4	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,4	2,3	-2,5	-2,6	-1,9	-3,2	-	-	0,5	-0,1
2025	1,4	2,1	1,5	1,5	2,9	1,4	1,5	8,9	-	-	2,0	3,6
2025 1° trim.	1,6	2,2	1,6	1,9	2,4	0,2	0,1	11,4	-	-	2,7	4,0
2° trim.	1,6	2,6	1,7	1,4	3,6	1,3	0,1	15,7	-	-	0,7	2,8
3° trim.	1,4	2,0	1,4	1,5	3,3	2,2	3,6	5,3	-	-	2,9	4,2
4° trim.	1,2	1,9	1,3	1,4	3,1	2,9	2,6	4,2	-	-	2,4	3,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2025 1° trim.	0,6	0,4	0,2	0,0	0,6	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,2	-	-
2° trim.	0,1	0,4	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,4	-0,2	-	-
3° trim.	0,3	0,7	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,4	-	-
4° trim.	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025	1,4	2,0	0,8	0,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,3	-0,6	-	-
2025 1° trim.	1,6	2,1	0,8	0,4	0,5	0,0	0,0	0,5	0,3	-0,5	-	-
2° trim.	1,6	2,5	0,9	0,3	0,7	0,1	0,0	0,6	0,5	-0,9	-	-
3° trim.	1,4	1,9	0,7	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,5	-	-
4° trim.	1,2	1,8	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,6	-	-

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)												
2023	13.266,2	224,3	2.616,0	710,8	2.462,9	697,4	600,2	1.472,4	1.614,6	2.455,9	411,6	1.397,8
2024	13.718,6	233,8	2.594,3	725,6	2.547,8	734,5	635,5	1.528,3	1.687,4	2.598,6	432,8	1.515,8
2025	14.220,2	243,8	2.685,2	754,4	2.623,4	768,6	658,2	1.558,3	1.751,0	2.727,1	450,0	1.600,4
2025 1° trim.	3.512,4	60,1	669,5	185,7	649,8	188,8	162,1	385,6	430,4	669,6	110,7	397,6
2° trim.	3.542,5	61,4	671,1	188,5	654,9	190,5	162,2	388,1	435,0	678,3	112,4	396,4
3° trim.	3.565,5	61,8	668,9	189,5	657,9	193,2	165,9	390,3	440,8	684,0	113,2	404,9
4° trim.	3.611,6	60,4	681,9	192,4	663,0	196,3	168,3	394,2	445,7	695,6	113,7	402,4
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2025	100,0	1,7	18,9	5,3	18,4	5,4	4,6	11,0	12,3	19,2	3,2	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2025 1° trim.	0,7	1,4	1,8	0,9	0,6	0,8	0,6	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,3
2° trim.	0,1	-0,6	0,1	0,1	0,4	0,4	-0,9	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
3° trim.	0,3	0,7	0,0	0,2	0,4	1,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	0,0
4° trim.	0,2	0,3	-0,2	0,7	0,0	0,9	0,7	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2023	0,7	-2,7	-1,7	1,7	-0,2	6,8	-2,9	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,8
2024	0,9	-0,4	-0,5	-1,5	1,0	3,0	1,5	1,2	1,4	1,8	1,9	0,8
2025	1,3	1,5	2,2	0,5	1,3	3,3	0,2	0,9	1,0	1,1	0,6	1,8
2025 1° trim.	1,5	1,0	2,9	-0,5	1,2	3,3	0,3	0,8	1,0	1,6	1,2	2,7
2° trim.	1,4	1,5	2,8	0,4	1,3	3,5	-0,4	1,0	0,7	1,1	1,1	2,9
3° trim.	1,4	2,1	2,2	1,2	1,5	3,3	0,3	0,9	1,0	1,1	-0,3	1,4
4° trim.	1,3	1,8	1,6	1,9	1,4	3,3	0,8	0,9	1,4	0,8	0,7	0,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2025 1° trim.	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	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	-
4° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,3	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
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	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
4° trim.	1,3	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2 Attività economica

2.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
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	24,3	3,4	2,3	1,0	14,2	24,9	6,6
2025	100,0	86,1	13,9	2,7	13,8	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	25,1	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	1,0	1,0	0,6	-1,0	0,3	0,9	1,0	2,0	1,5	-0,6	0,7	1,5	1,1
2025	0,7	0,7	0,9	-1,7	-0,4	1,2	0,7	-0,1	1,3	2,2	0,9	1,2	1,1
2025 1° trim.	0,8	0,8	0,4	-1,7	-0,3	0,9	0,7	0,8	1,4	2,8	0,7	1,5	1,4
2° trim.	0,7	0,6	1,1	-2,1	-0,5	1,0	1,0	0,2	1,2	2,9	0,8	1,2	0,8
3° trim.	0,6	0,6	1,0	-1,9	-0,4	1,3	0,6	-0,5	1,3	2,4	0,7	1,1	1,0
4° trim.	0,7	0,6	1,2	-1,1	-0,5	1,5	0,6	-1,0	1,2	0,7	1,3	1,1	1,1
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
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
2025	100,0	82,1	17,9	3,5	14,3	7,4	25,0	3,6	2,4	1,1	14,3	22,4	6,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	1,4	-0,1	1,2	1,7	1,5
2025	0,4	0,5	-0,2	-2,3	-0,8	0,9	0,1	-0,4	0,9	1,8	0,7	1,1	1,6
2025 1° trim.	0,5	0,7	-0,7	-2,5	-0,8	0,7	0,2	0,8	1,0	2,5	0,4	1,5	2,0
2° trim.	0,3	0,4	-0,2	-2,3	-1,1	1,2	0,2	-0,2	0,8	2,5	0,5	0,9	1,6
3° trim.	0,7	0,7	0,6	-2,3	-0,2	1,3	0,5	-0,7	1,1	3,8	1,1	1,3	1,8
4° trim.	0,8	0,9	0,2	-1,6	-0,1	1,4	0,3	-0,4	1,7	-0,8	1,4	1,5	1,8
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,5	0,5	0,3	0,4
2025	-0,3	-0,2	-1,1	-0,6	-0,4	-0,3	-0,6	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	0,6
2025 1° trim.	-0,3	-0,1	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	0,6
2° trim.	-0,4	-0,2	-1,3	-0,3	-0,6	0,1	-0,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	0,8
3° trim.	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	1,4	0,3	0,2	0,8
4° trim.	0,1	0,3	-1,0	-0,5	0,4	-0,1	-0,3	0,6	0,4	-1,5	0,1	0,4	0,7

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 ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	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			78,8		21,2		51,3		48,7		
2023	172,765	2,9	11,296	6,6	2,4	8,990	5,7	2,306	14,5	5,711	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,354	2,8	11,053	6,4	2,1	8,715	5,5	2,339	14,6	5,665	6,1	5,388	6,6	2,6
2025	175,999	2,8	11,133	6,4	2,0	8,758	5,5	2,375	14,9	5,738	6,2	5,394	6,5	2,2
2025 1° trim.	175,637	2,7	11,072	6,3	2,1	8,702	5,5	2,371	14,8	5,651	6,1	5,421	6,6	2,4
2° trim.	176,037	2,8	11,199	6,4	2,1	8,854	5,5	2,345	14,6	5,814	6,2	5,385	6,5	2,2
3° trim.	176,048	2,8	11,234	6,4	2,0	8,855	5,5	2,380	14,9	5,790	6,2	5,444	6,6	2,1
4° trim.	176,276	2,8	11,026	6,3	2,0	8,621	5,4	2,405	15,1	5,699	6,1	5,327	6,4	2,2
2025 ago.	-	-	11,107	6,3	-	8,756	5,5	2,351	14,8	5,718	6,1	5,389	6,5	-
set.	-	-	11,144	6,3	-	8,747	5,5	2,397	15,0	5,743	6,1	5,401	6,5	-
ott.	-	-	11,140	6,3	-	8,700	5,4	2,440	15,3	5,772	6,2	5,369	6,5	-
nov.	-	-	11,026	6,3	-	8,635	5,4	2,392	15,0	5,744	6,1	5,282	6,4	-
dic.	-	-	10,954	6,2	-	8,575	5,3	2,380	15,0	5,695	6,1	5,260	6,4	-
2026 gen.	-	-	10,770	6,1	-	8,418	5,2	2,352	14,8	5,596	6,0	5,174	6,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Non destagionalizzati.

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

Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Bulgaria.

2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi ¹⁾	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2023	-1,7	-1,3	-6,1	3,1	-1,0	-5,4	2,0	-1,8	-2,5	-1,0	-1,6	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,2	-4,0	-4,9	-0,1	-0,1	-1,0	1,4	0,9	1,8	0,7	1,6	-8,5
2025	1,5	1,6	-0,6	0,8	5,5	0,9	0,1	2,4	1,4	3,1	2,2	2,1	10,4
2025 1° trim.	1,3	1,3	-1,2	-1,6	8,9	0,4	-0,3	2,3	1,5	3,1	1,7	2,8	-2,4
2° trim.	1,2	1,2	-1,4	0,5	5,7	1,4	0,5	3,0	2,1	3,6	4,0	2,3	-1,6
3° trim.	1,6	1,7	-0,5	1,2	5,1	0,5	0,3	2,0	0,9	2,8	1,5	2,6	6,4
4° trim.	2,1	2,1	0,7	3,1	2,6	1,4	-0,1	2,2	1,2	3,0	1,7	1,0	4,1
2025 ago.	1,3	1,6	-1,5	-0,1	7,7	-0,8	0,7	1,8	0,9	2,6	0,9	2,2	8,1
set.	1,3	1,3	0,5	1,3	1,9	1,8	-0,3	1,4	0,7	1,6	1,4	2,7	4,9
ott.	1,9	1,6	0,5	0,5	4,4	5,0	1,8	2,1	1,3	3,1	2,1	2,1	4,9
nov.	2,2	2,2	0,2	3,5	3,1	0,5	-1,3	2,6	1,0	3,9	1,0	0,3	5,4
dic.	2,2	2,6	1,5	5,6	-0,1	-1,0	-0,9	1,8	1,3	2,3	2,0	0,7	2,0
2026 gen.	-1,2	-2,2	-2,1	1,1	-6,2	5,8	.	2,0	1,4	2,4	0,7	.	1,1
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2025 ago.	-0,8	-0,7	-0,2	-1,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,4	-0,5	-0,3	-0,2	0,8
set.	0,0	-0,4	0,2	-0,1	-2,5	1,1	-0,8	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,2
ott.	0,7	0,5	0,3	0,4	1,4	1,7	1,7	0,4	0,5	0,4	0,5	0,3	1,4
nov.	0,2	0,6	0,0	2,4	-1,5	-2,6	-1,5	0,0	-0,4	0,6	-0,2	-0,7	3,2
nov.	-0,6	-0,6	-0,2	-0,7	0,5	-0,3	0,8	0,2	0,4	-0,4	0,6	0,2	-4,8
2026 gen.	-1,5	-2,3	-1,9	-2,3	-5,6	4,7	.	-0,1	0,3	-0,2	-1,1	.	-1,0

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Bulgaria.

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	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7	90,4
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3	90,1
2025	95,9	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1	90,0
2025 2° trim.	94,7	-10,7	77,5	-14,3	-3,0	-7,7	2,8	89,8
3° trim.	95,9	-10,0	77,8	-13,6	-3,0	-6,7	3,9	89,9
4° trim.	97,2	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,3	5,1	89,9
2026 1° trim.	.	.	77,8	.	.	.	.	89,7
2025 set.	96,1	-9,9	.	-13,4	-3,0	-7,5	4,1	.
ott.	97,3	-8,0	77,9	-12,6	-2,2	-6,7	4,2	89,9
nov.	97,4	-8,9	.	-12,8	-1,2	-5,5	5,6	.
dic.	97,0	-8,6	.	-13,2	-1,1	-6,6	5,4	.
2026 gen.	99,3	-6,8	77,8	-12,4	-1,3	-5,7	6,8	89,7
feb.	98,3	-7,1	.	-12,2	-2,1	-4,5	5,0	.

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea (col. 1-8) e Markit (col. 9-12).

Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Bulgaria.

2.7 Conti ripilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾	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	12,6	2,4	8,0	37,9	5,2	72,6	5,0	9,7	3,4
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,2	1,9	37,1	5,9	68,5	1,6	3,6	0,7
2024	15,2	81,7	2,4	2,2	-2,7	6,0	5,5	35,6	4,3	67,0	1,8	-2,4	0,8
2024 4° trim.	15,2	81,7	2,2	2,2	-1,4	6,0	5,5	35,6	4,3	67,0	1,8	2,2	0,8
2025 1° trim.	15,2	81,3	1,1	2,4	0,1	5,4	6,0	35,5	4,0	67,0	2,8	8,1	1,8
2° trim.	15,2	81,5	1,4	2,6	2,9	5,5	5,4	35,4	3,6	66,2	2,5	12,3	1,6
3° trim.	15,2	81,4	0,8	2,6	2,9	4,8	4,9	35,2	3,5	65,9	2,2	7,2	1,5

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 ¹⁾	
	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	
2025 1° trim.	1.551,1	1.475,8	75,3	753,5	642,8	391,6	361,1	357,8	381,5	48,3	90,3	32,0	26,6
2° trim.	1.503,5	1.419,8	83,7	716,9	630,0	387,5	349,0	349,8	344,7	49,1	96,1	18,6	17,3
3° trim.	1.467,6	1.421,8	45,8	721,4	626,5	382,1	355,9	316,9	342,5	47,2	96,9	23,5	20,5
4° trim.	1.476,1	1.425,6	50,5	707,0	630,6	383,9	344,5	336,7	355,0	48,5	95,5	35,2	17,9
2025 lug.	489,2	471,9	17,3	239,6	209,8	126,6	118,5	107,6	111,4	15,4	32,2	8,8	5,4
ago.	486,6	474,1	12,5	238,6	207,7	128,0	119,0	104,5	115,2	15,6	32,2	5,5	6,3
set.	491,8	475,7	16,1	243,2	209,1	127,6	118,3	104,8	115,8	16,3	32,5	9,2	8,8
ott.	495,1	468,1	27,0	235,4	202,7	127,9	114,6	116,1	119,0	15,6	31,8	7,6	4,7
nov.	493,2	484,3	8,9	234,3	210,6	128,6	116,7	113,0	124,5	17,3	32,5	9,2	4,3
dic.	487,9	473,3	14,6	237,3	217,3	127,4	113,3	107,6	111,5	15,6	31,3	18,4	8,9
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2025 dic.	5.998,3	5.743,0	255,3	2.898,8	2.529,8	1.545,1	1.410,6	1.361,2	1.423,7	193,2	378,9	109,2	82,3
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2025 dic.	37,9	36,3	1,6	18,3	16,0	9,8	8,9	8,6	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 ¹⁾, in valore e in volume per categoria di prodotti ²⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					Per memoria:	
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:				
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>														
2025 1° trim.	8,0	7,7	768,2	378,0	145,6	230,9	640,1	708,3	400,1	115,1	178,0	508,0	67,7	
2° trim.	0,0	1,7	725,3	337,9	139,3	229,7	604,4	692,2	382,6	117,8	176,7	506,1	59,4	
3° trim.	1,4	1,9	724,4	338,9	146,0	223,6	601,6	690,7	377,5	119,6	176,4	509,6	63,1	
4° trim.	0,3	-0,3	719,4	.	.	.	591,8	683,5	.	.	.	506,7	.	
2025 lug.	0,6	2,7	239,1	109,6	49,6	75,3	198,0	232,2	127,5	39,9	59,5	170,7	21,7	
ago.	-4,6	-3,6	236,8	108,9	47,9	74,2	195,8	227,4	124,1	39,4	57,9	167,8	20,4	
set.	7,8	6,1	248,5	120,4	48,5	74,2	207,7	231,1	125,9	40,3	59,0	171,1	20,9	
ott.	1,2	-3,3	237,6	109,2	48,3	74,3	196,2	223,5	121,0	39,9	55,4	167,1	18,5	
nov.	-3,4	-1,1	239,5	110,5	46,8	75,4	197,6	229,3	125,4	39,9	58,1	169,8	19,1	
dic.	3,4	4,2	242,3	.	.	.	198,0	230,7	.	.	.	169,7	.	
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>														
2024 4° trim.	-2,1	1,9	94,3	87,9	90,8	108,2	94,3	100,4	95,6	98,4	110,1	100,6	135,0	
2025 1° trim.	0,6	1,9	98,2	93,6	94,3	108,2	98,7	100,6	96,1	98,1	110,7	100,9	129,0	
2° trim.	-2,8	1,0	94,2	87,3	90,5	109,0	94,2	100,9	95,5	101,7	111,3	101,5	134,9	
3° trim.	0,2	3,0	95,2	88,6	94,9	106,7	95,2	102,0	96,4	104,0	111,4	103,1	137,8	
2025 giu.	-1,3	6,2	93,4	85,1	90,8	109,9	93,1	103,2	96,8	105,2	115,2	104,2	134,3	
lug.	-0,1	3,6	94,9	86,4	96,6	108,0	94,9	102,1	96,7	103,8	111,4	103,1	136,5	
ago.	-5,8	-1,5	93,8	86,1	94,7	106,3	93,4	101,5	96,0	104,0	110,3	102,8	136,8	
set.	6,1	6,5	96,8	93,4	93,6	105,9	97,3	102,4	96,4	104,4	112,5	103,5	140,3	
ott.	-0,1	-2,6	93,1	84,9	93,0	106,3	92,8	99,0	92,8	104,2	105,6	100,6	131,6	
nov.	-5,0	1,3	93,0	85,3	90,1	106,5	92,7	103,1	96,8	105,6	110,9	103,8	141,3	

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) ¹⁾

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2024	100,0	100,0	70,6	54,9	45,1	100,0	14,2	5,3	25,5	9,9	45,1	88,5	11,5	
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9	
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3	
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9	
2025 1° trim.	98,9	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,9	2,2	3,6	
2° trim.	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,1	0,0	-4,1	0,9	1,9	2,9	
3° trim.	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	0,9	0,3	0,3	0,7	2,0	2,7	
4° trim.	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,8	2,0	2,3	
2025 set.	100,5	2,2	2,4	1,4	3,2	0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,3	2,2	2,6	
ott.	100,7	2,1	2,4	1,0	3,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	2,1	2,3	
nov.	100,5	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,0	0,0	1,0	0,2	2,1	2,3	
dic.	100,6	2,0	2,3	0,7	3,4	0,1	0,0	0,7	-0,1	-0,9	0,3	1,9	2,2	
2026 gen.	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,7	0,1	0,8	0,2	1,6	1,8	
feb.	100,7	1,9	2,4	0,7	3,4	0,3	-0,1	1,0	0,2	0,6	0,3	1,8	2,4	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (include 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	14,2	5,3	35,5	25,5	9,9	9,6	5,6	7,5	2,4	16,3	9,4
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9
2025 1° trim.	2,6	2,7	2,5	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,7	4,2	4,1
2° trim.	3,1	2,8	3,8	-0,5	0,5	-3,2	3,3	3,0	4,4	-1,8	3,8	3,9
3° trim.	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8
4° trim.	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,7	3,7
2025 set.	3,0	2,7	3,9	0,5	0,7	-0,4	3,2	2,9	3,3	0,3	3,4	3,7
ott.	2,5	2,4	2,7	0,2	0,6	-0,9	3,2	2,9	3,9	1,0	3,4	3,7
nov.	2,4	2,3	2,7	0,2	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,3	0,4	3,9	3,7
dic.	2,5	2,1	3,5	-0,3	0,3	-1,9	3,2	3,0	3,8	0,5	3,6	3,6
2026 gen.	2,6	2,0	4,2	-0,8	0,4	-4,0	3,2	3,0	2,7	0,0	3,7	3,3
feb.	2,5	1,8	4,6	-0,4	0,7	-3,1	3,1	2,8	3,4	0,1	4,0	3,2

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)

in perc. del totale nel 2021	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,1	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,1	2,0	-4,5
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	.	.
2025 1° trim.	127,8	2,4	0,7	1,3	0,9	1,7	2,1	1,6	1,6	5,4	0,7	5,3	1,1
2° trim.	123,5	0,6	-0,1	1,1	0,3	1,7	2,3	2,1	1,4	-0,4	0,6	5,1	2,1
3° trim.	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,1	5,1	.
4° trim.	124,6	-1,2	0,6	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,8	-6,0	1,7	.	.
2025 ago.	124,1	-0,6	0,3	0,9	-0,2	1,7	2,4	2,1	1,6	-3,8	-	-	-
set.	124,0	-0,1	0,9	0,9	-0,1	1,8	2,3	1,9	1,5	-2,1	-	-	-
ott.	124,1	-0,4	0,5	0,9	0,3	1,7	2,1	1,3	1,6	-3,4	-	-	-
nov.	125,1	-1,3	0,8	1,0	0,5	1,8	2,0	0,9	1,9	-6,0	-	-	-
dic.	124,7	-2,0	0,3	1,0	0,8	1,7	1,9	0,6	1,8	-8,4	-	-	-
2026 gen.	125,6	-2,1	0,2	1,2	1,5	1,6	1,4	0,1	1,6	-8,9	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

Nota: i dati per l'area dell'euro nelle colonne dalla 1 alla 11 includono la Bulgaria.

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

in perc. del totale	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2023	114,0	6,1	4,8	6,3	3,7	4,1	0,7	-2,2	83,7	-13,0	-13,7	-12,4	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,3	3,0	2,4	2,4	2,9	2,0	0,9	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,2	2,4	2,2	2,0	3,0	1,9	0,5	-0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 1° trim.	119,1	2,3	2,3	1,9	2,9	1,8	2,1	1,9	76,7	11,1	15,8	7,1	12,3	16,3	8,2
2° trim.	119,8	2,5	2,1	1,9	3,0	2,0	0,4	-0,4	68,9	-6,1	-2,9	-8,7	-5,6	-2,8	-8,4
3° trim.	120,4	2,4	2,2	2,0	2,8	1,7	0,0	-0,7	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
4° trim.	121,5	2,5	2,2	2,3	3,4	2,0	-0,3	-1,1	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,6	-2,8
2025 set.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-0,5	-0,5	-0,5	-2,5	-3,3	-1,7
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-3,3	-5,0	-1,9	-5,4	-7,5	-3,3
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-4,5	-8,2	-1,5	-7,1	-10,9	-3,2
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-6,5	-14,8	0,8	-9,2	-16,1	-1,9
2026 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,3	-18,6	8,8	-6,7	-16,9	4,5
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,4	-21,4	-4,1	-13,3	-18,3	-7,9

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

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

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

Nota: i dati per l'area dell'euro nelle colonne dalla 10 alla 15 includono la Bulgaria.

3 Prezzi e costi

3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni	
	1	2	3	4	5
1999-2021	35,9	27,7	12,6	23,8	36,3
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9
2025 1° trim.	10,4	17,0	15,4	4,8	50,0
2° trim.	8,2	16,3	13,6	3,4	49,2
3° trim.	7,8	16,8	13,3	3,0	48,0
4° trim.	9,6	17,4	13,5	7,8	48,4
2025 set.	7,4	16,9	12,2	4,5	47,6
ott.	7,8	16,1	12,3	6,7	48,0
nov.	10,0	18,3	13,7	7,9	48,0
dic.	10,9	17,8	14,5	8,7	49,1
2026 gen.	10,3	16,4	14,1	8,6	46,9
feb.	11,5	17,1	13,9	6,5	45,8

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

Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Bulgaria.

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 ¹⁾
			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	
2023	110,5	4,7	4,5	5,2	5,0	4,0	4,5
2024	115,7	4,7	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2025	119,8	3,6	3,4	4,0	3,8	3,1	2,8
2025 1° trim.	112,3	3,5	3,6	3,5	4,0	2,5	2,5
2° trim.	124,3	3,9	3,9	4,0	4,3	3,1	4,0
3° trim.	115,8	3,4	3,3	4,0	3,5	3,4	1,9
4° trim.	126,7	3,3	2,9	4,5	3,3	3,4	3,0

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).

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									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2023	109,4	6,4	6,3	8,4	4,6	7,7	2,2	9,9	3,3	5,6	5,1	3,5
2024	114,3	4,5	3,8	5,1	7,0	4,5	3,0	3,8	1,4	3,9	4,4	3,7
2025	118,0	3,2	0,4	0,9	4,7	3,1	0,5	4,9	4,6	3,7	4,5	4,6
2025 1° trim.	116,2	3,1	1,3	0,1	5,5	3,6	1,5	4,4	3,9	3,9	4,2	3,6
2° trim.	117,3	3,1	0,4	0,4	5,7	3,1	0,5	6,0	4,9	4,6	4,3	4,5
3° trim.	118,2	3,2	-0,3	1,3	4,1	2,7	0,7	4,8	5,5	3,6	4,2	6,2
4° trim.	119,1	3,1	-0,2	1,2	3,0	2,6	-0,6	4,2	4,1	2,8	5,1	4,1
Redditi per occupato												
2023	114,8	5,3	4,6	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3
2024	119,9	4,5	4,4	4,3	4,3	4,4	4,0	3,8	3,3	4,7	4,7	4,5
2025	124,6	3,9	3,7	3,6	4,1	3,6	4,0	3,8	3,2	3,8	4,4	4,2
2025 1° trim.	122,8	3,9	4,1	3,3	4,1	4,2	4,1	3,1	1,8	4,3	4,3	3,5
2° trim.	124,1	4,0	4,0	3,7	4,9	3,4	3,8	4,4	2,9	4,4	4,3	4,8
3° trim.	125,2	4,0	3,9	3,9	4,0	3,6	4,5	3,8	4,0	3,9	4,2	4,8
4° trim.	126,2	3,7	2,7	3,4	3,5	3,3	3,7	3,7	4,2	2,8	4,7	3,6
Produttività del lavoro per occupato												
2023	104,9	-1,1	-1,6	-2,5	0,1	-2,1	2,6	-3,6	0,1	0,3	-0,3	1,7
2024	104,9	-0,1	0,6	-0,8	-2,5	-0,1	1,0	0,0	1,8	0,7	0,3	0,8
2025	105,6	0,7	3,3	2,6	-0,6	0,5	3,5	-1,1	-1,3	0,1	-0,1	-0,4
2025 1° trim.	105,7	0,8	2,8	3,2	-1,4	0,5	2,5	-1,2	-1,9	0,3	0,1	-0,2
2° trim.	105,7	0,9	3,6	3,3	-0,7	0,3	3,3	-1,5	-1,9	-0,1	-0,1	0,3
3° trim.	105,8	0,8	4,1	2,6	-0,1	0,9	3,8	-1,0	-1,4	0,3	0,0	-1,3
4° trim.	105,9	0,6	2,9	2,1	0,5	0,8	4,4	-0,4	0,1	0,0	-0,3	-0,4
Redditi per ora lavorata												
2023	108,4	4,9	4,0	5,4	4,7	5,1	5,1	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5
2024	113,0	4,2	4,5	4,4	4,3	4,3	3,7	3,8	2,9	3,9	4,4	4,2
2025	117,6	4,1	3,7	3,9	4,2	3,9	4,2	4,1	4,2	4,1	4,4	3,5
2025 1° trim.	115,7	4,1	4,3	3,8	4,2	4,3	3,9	3,6	2,3	4,5	4,2	2,7
2° trim.	116,9	4,2	3,6	4,2	4,4	3,7	4,0	4,8	3,9	4,8	4,5	4,0
3° trim.	117,8	3,8	4,5	3,6	3,9	3,4	5,0	4,2	4,2	3,7	3,9	4,3
4° trim.	118,1	3,4	2,4	2,8	3,5	3,5	3,1	3,2	6,0	2,5	4,2	2,4
Produttività per ora lavorata												
2023	98,9	-1,3	-1,3	-2,7	0,4	-2,1	2,7	-3,6	0,4	0,0	-0,8	1,1
2024	98,7	-0,2	0,2	-0,7	-2,6	-0,1	0,8	0,1	1,3	0,2	0,0	0,4
2025	99,7	1,0	3,9	3,0	-0,3	1,2	3,7	-0,8	-0,9	0,3	0,0	-1,0
2025 1° trim.	99,4	1,2	3,6	3,8	-1,2	1,0	2,5	-0,7	-1,6	0,7	0,1	-0,8
2° trim.	99,6	1,3	3,9	3,9	-0,8	1,1	3,7	-1,2	-1,5	0,2	0,2	-0,5
3° trim.	99,6	0,7	4,5	2,4	-0,1	1,0	4,0	-0,8	-2,8	0,0	-0,2	-2,0
4° trim.	99,2	0,5	3,4	1,7	0,5	1,1	3,8	-0,9	1,7	0,0	-0,8	-1,1

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 ¹⁾					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
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,25	0,47
2025 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
dic.	1,93	1,92	2,05	2,14	2,27	3,80	0,54
2026 gen.	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73
feb.	1,93	1,95	2,01	2,14	2,22	3,67	0,73

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 ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	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
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	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 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
dic.	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2026 gen.	1,97	1,98	2,05	2,38	2,90	0,92	0,82	1,21	2,03	2,22	2,97	3,77
feb.	1,96	1,95	1,98	2,23	2,73	0,78	0,52	1,09	1,96	2,08	2,74	3,59

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
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	565,6	5.396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1.153,7	1.104,9	444,9	356,1	855,9	6.216,9	41.794,2
2025 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
dic.	604,4	5.730,9	921,2	274,9	150,2	153,8	372,7	1.214,5	1.167,1	498,3	337,6	902,9	6.853,0	50.162,4
2026 gen.	628,1	5.951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1.281,0	1.284,1	526,6	343,5	908,5	6.929,1	53.077,3
feb.	640,9	6.051,7	1.028,4	262,6	162,5	184,9	388,5	1.294,1	1.265,9	559,5	390,5	903,5	6.893,8	56.480,9

Fonte: LSEG.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento			
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita:				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		TAE ³⁾	tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
2025 feb.	0,32	1,55	2,20	2,35	7,74	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	7,40	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	7,28	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	7,34	16,42	6,73	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31		
ott.	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31		
nov.	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,18	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30		
dic.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32		
2026 gen.	0,25	1,22	1,79	2,30	7,31	16,47	6,66	7,62	8,29	4,12	3,51	3,37	3,51	3,23	3,64	3,35		

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAE³⁾).

4.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita:			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
2025 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	3,46
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.	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
nov.	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,34	3,55	3,50
dic.	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,30	3,54	3,60	3,57
2026 gen.	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,53	3,40	3,70	3,29	3,45	3,57	3,57

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 ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze in essere a fine periodo; valori di mercato)

	Consistenze							Emissioni lorde ²⁾						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF						Totale	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2023	1.573,3	622,5	163,8	104,3	85,2	701,8	659,1	537,2	242,1	117,9	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1.600,2	582,1	205,9	121,2	70,4	741,8	674,7	522,8	207,9	138,0	107,7	39,6	137,3	110,2
2025	1.613,6	574,4	216,3	134,4	76,9	746,0	662,7	557,6	228,8	152,8	123,9	41,3	134,7	107,8
2025 set.	1.637,1	606,0	222,6	131,6	92,7	715,9	635,0	584,5	235,1	154,1	123,6	46,2	149,0	111,6
ott.	1.657,3	603,5	217,3	123,0	96,1	740,5	662,5	600,4	227,2	162,0	127,8	44,8	166,3	136,5
nov.	1.683,2	615,7	214,5	123,6	95,2	757,9	670,3	550,9	220,6	149,3	124,1	40,4	140,7	114,3
dic.	1.613,6	574,4	216,3	134,4	76,9	746,0	662,7	481,7	172,7	157,8	137,9	28,6	122,5	93,3
2026 gen.	1.664,5	601,7	200,0	112,5	88,0	774,8	672,7	615,7	248,3	153,3	120,5	46,4	167,7	138,8
feb.	1.653,5	620,8	197,5	107,1	88,1	747,2	659,2	538,4	229,7	141,6	114,1	40,4	126,7	100,0
A lungo termine														
2023	19.426,7	4.447,6	3.244,6	1.433,6	1.545,2	10.189,3	9.450,2	322,1	93,4	68,2	31,0	21,2	139,3	130,8
2024	20.540,3	4.776,1	3.512,5	1.527,9	1.644,2	10.607,5	9.835,6	351,3	89,5	86,0	35,1	27,0	148,8	138,1
2025	21.411,0	4.895,0	3.759,3	1.688,1	1.743,7	11.013,0	10.220,6	385,5	93,7	103,1	44,3	30,9	157,8	146,8
2025 set.	21.307,6	4.875,5	3.655,3	1.628,7	1.724,4	11.052,3	10.263,6	419,3	93,9	113,0	44,7	42,8	169,6	161,2
ott.	21.468,4	4.914,4	3.708,6	1.650,5	1.733,0	11.112,5	10.312,5	389,3	83,2	117,5	45,5	35,5	153,2	142,4
nov.	21.580,1	4.927,0	3.772,3	1.685,8	1.753,3	11.127,5	10.325,5	383,9	83,6	130,9	56,3	43,6	125,7	116,5
dic.	21.411,0	4.895,0	3.759,3	1.688,1	1.743,7	11.013,0	10.220,6	274,9	82,3	115,1	54,7	16,3	61,2	54,8
2026 gen.	21.717,8	4.942,7	3.765,5	1.678,9	1.767,1	11.242,6	10.429,1	540,8	143,3	97,5	28,4	37,1	262,9	235,8
feb.	21.986,3	4.990,5	3.805,5	1.683,0	1.780,1	11.410,3	10.584,0	381,6	89,9	84,8	28,4	23,8	183,1	169,2

Fonte: BCE.

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

2) 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 ¹⁾ (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											
2023	21.000,0	5.070,1	3.408,5	1.537,9	1.630,4	10.891,0	10.109,3	9.671,8	625,3	1.420,8	7.625,2
2024	22.140,4	5.358,2	3.718,4	1.649,1	1.714,6	11.349,3	10.510,3	10.150,1	755,1	1.588,2	7.806,4
2025	23.024,6	5.469,4	3.975,7	1.822,4	1.820,6	11.758,9	10.883,3	11.689,1	1.315,7	1.840,7	8.532,3
2025 set.	22.944,6	5.481,5	3.877,8	1.760,4	1.817,1	11.768,2	10.898,6	11.298,2	1.165,1	1.860,7	8.271,9
ott.	23.125,7	5.517,8	3.925,9	1.773,4	1.829,0	11.852,9	10.975,0	11.514,3	1.164,3	1.846,4	8.503,2
nov.	23.263,3	5.542,6	3.986,7	1.809,4	1.848,4	11.885,4	10.995,8	11.482,4	1.204,0	1.846,6	8.431,4
dic.	23.024,6	5.469,4	3.975,7	1.822,4	1.820,6	11.758,9	10.883,3	11.689,1	1.315,7	1.840,7	8.532,3
2026 gen.	23.382,3	5.544,4	3.965,5	1.791,4	1.855,1	12.017,4	11.101,9	11.938,8	1.364,6	1.819,5	8.754,3
feb.	23.639,9	5.611,3	4.003,0	1.790,1	1.868,1	12.157,4	11.243,2	12.294,1	1.320,4	1.869,3	9.104,0
Tasso di crescita ²⁾											
2025 lug.	5,5	4,9	9,3	10,9	3,9	4,8	4,8	-0,1	-0,7	-0,5	0,0
ago.	5,5	5,4	9,5	11,5	3,4	4,5	4,5	-0,1	-0,5	-0,6	0,0
set.	5,1	3,8	9,4	11,5	3,3	4,7	4,6	0,0	0,7	-0,7	0,0
ott.	5,1	3,9	9,5	10,1	3,1	4,6	4,6	-0,1	0,6	-0,8	0,0
nov.	5,6	4,8	9,6	9,9	3,9	5,0	4,8	-0,1	0,4	-0,8	-0,1
dic.	5,7	4,4	10,7	10,5	3,8	5,1	5,0	0,0	2,9	-1,9	-0,1
2026 gen.	5,7	3,8	10,0	10,0	4,7	5,3	5,0	-0,1	2,6	-2,0	0,0
feb.	5,6	4,4	9,7	8,9	4,8	4,9	4,7	0,0	2,3	-2,0	0,1

Fonte: BCE.

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

2) 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 ¹⁾

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

	TCE-17						TCE-40	
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2023	97,9	93,9	97,8	88,9	67,1	86,3	122,1	94,4
2024	98,2	94,2	97,9	89,5	67,3	87,3	124,4	94,6
2025	100,4	96,3	101,6	.	.	.	128,3	96,5
2025 1° trim.	96,8	93,1	96,5	88,4	63,7	85,9	123,2	93,2
2° trim.	100,4	96,4	101,4	92,0	65,4	89,4	128,4	96,6
3° trim.	102,1	98,0	103,8	93,6	66,6	91,1	130,8	98,3
4° trim.	101,9	97,8	104,7	.	.	.	130,7	98,0
2025 set.	102,2	98,1	104,2	-	-	-	131,1	98,5
ott.	101,9	97,7	104,3	-	-	-	130,6	97,9
nov.	101,8	97,7	104,3	-	-	-	130,4	97,8
dic.	102,2	98,0	105,4	-	-	-	131,1	98,2
2026 gen.	101,8	97,7	105,2	-	-	-	130,7	97,8
feb.	101,8	97,6	105,2	-	-	-	130,7	97,7
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2026 feb.	-0,1	-0,1	0,1	-	-	-	0,0	-0,2
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2026 feb.	5,9	5,7	10,1	-	-	-	7,0	5,7

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 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Fiorino ungherese 4	Yen giapponese 5	Zloty polacco 6	Sterlina britannica 7	Leu rumeno 8	Corona svedese 9	Franco svizzero 10	Dollaro statunitense 11
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
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
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
4° trim.	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
2025 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
dic.	8,249	24,259	7,470	384,970	182,497	4,224	0,875	5,0913	10,896	0,933	1,171
2026 gen.	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
feb.	8,168	24,260	7,470	378,607	183,452	4,218	0,870	5,0945	10,635	0,914	1,182
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2026 feb.	-0,2	-0,1	0,0	-1,5	-0,3	0,1	0,2	0,1	-0,4	-1,4	0,7
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>										
2026 feb.	7,8	-3,3	0,1	-6,1	16,0	1,1	4,8	2,4	-5,4	-2,9	13,6

Fonte: BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.10 Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, conto finanziario

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze in essere a fine periodo; transazioni nel periodo)

	Totale ¹⁾			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 4° trim.	36.029,9	34.162,5	1.867,4	12.737,4	9.943,6	14.741,9	16.499,5	-2,1	7.157,8	7.719,5	1.394,8	16.706,8
2025 1° trim.	36.224,7	34.529,9	1.694,8	12.663,7	9.910,1	14.440,5	16.517,1	39,6	7.569,8	8.102,7	1.511,0	17.000,4
2° trim.	35.908,8	34.401,6	1.507,2	12.440,6	9.686,8	14.516,8	16.696,3	14,3	7.475,0	8.018,6	1.462,1	16.874,6
3° trim.	36.829,6	35.113,8	1.715,8	12.481,0	9.762,2	15.230,7	17.306,6	-0,5	7.496,2	8.045,0	1.622,2	16.957,3
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2025 3° trim.	235,1	224,1	11,0	79,7	62,3	97,2	110,5	0,0	47,9	51,4	10,4	108,2
Transazioni												
2025 1° trim.	829,5	731,2	98,3	138,1	51,1	220,4	210,1	-8,8	480,6	470,0	-0,8	-
2° trim.	314,2	231,7	82,6	-45,6	-46,6	203,5	186,7	0,5	147,0	91,6	8,8	-
3° trim.	294,6	259,8	34,8	25,1	30,1	268,4	195,5	-4,2	-0,5	34,2	5,8	-
4° trim.	201,4	182,3	19,1	60,1	-39,5	74,3	245,4	13,6	43,7	-23,5	9,8	-
2025 lug.	38,2	32,6	5,5	22,8	9,9	56,3	35,9	0,4	-41,5	-13,2	0,1	-
ago.	140,0	161,6	-21,6	-5,3	19,2	86,4	65,5	-0,4	58,1	76,9	1,2	-
set.	116,5	65,6	50,9	7,6	1,0	125,7	94,1	-4,2	-17,1	-29,5	4,6	-
ott.	206,0	208,1	-2,1	17,0	-5,8	31,6	83,5	8,7	147,9	130,4	0,8	-
nov.	134,0	125,7	8,3	13,4	9,0	22,8	80,5	7,5	87,7	36,3	2,7	-
dic.	-138,5	-151,5	12,9	29,8	-42,7	19,8	81,4	-2,6	-191,9	-190,1	6,3	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2025 dic.	1.639,8	1.405,1	234,8	177,7	-4,9	766,6	837,6	1,1	670,9	572,4	23,5	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2025 dic.	10,4	8,9	1,5	1,1	0,0	4,8	5,3	0,0	4,2	3,6	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 monetari¹⁾

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

	M3											Totale	
	M2						M3-M2				Totale		
	M1			M2-M1			Totale	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			Totale
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale								8	9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze													
2023	1.534,0	8.820,5	10.354,5	2.306,0	2.451,9	4.757,9	15.112,4	183,5	740,3	72,8	996,6	16.109,0	
2024	1.554,5	9.048,7	10.603,2	2.545,4	2.455,2	5.000,6	15.603,8	253,8	880,6	38,3	1.172,7	16.776,5	
2025	1.587,5	9.504,8	11.092,3	2.421,2	2.563,5	4.984,7	16.077,0	259,4	851,1	19,2	1.129,7	17.206,7	
2025 1° trim.	1.558,2	9.124,4	10.682,6	2.488,7	2.487,0	4.975,7	15.658,3	241,9	894,8	43,6	1.180,3	16.838,6	
2° trim.	1.563,9	9.242,9	10.806,8	2.402,9	2.513,4	4.916,3	15.723,1	257,5	920,1	26,6	1.204,2	16.927,3	
3° trim.	1.574,9	9.321,2	10.896,1	2.350,2	2.542,5	4.892,7	15.788,8	258,6	927,6	7,4	1.193,5	16.982,4	
4° trim. ^(p)	1.587,5	9.504,8	11.092,3	2.421,2	2.563,5	4.984,7	16.077,0	259,4	851,1	19,2	1.129,7	17.206,7	
2025 ago.	1.570,5	9.270,1	10.840,6	2.384,6	2.529,9	4.914,4	15.755,0	240,6	914,8	16,1	1.171,5	16.926,5	
set.	1.574,9	9.321,2	10.896,1	2.350,2	2.542,5	4.892,7	15.788,8	258,6	927,6	7,4	1.193,5	16.982,4	
ott.	1.579,2	9.415,3	10.994,4	2.355,4	2.551,0	4.906,4	15.900,9	237,1	912,5	23,4	1.173,0	17.073,9	
nov.	1.585,5	9.473,6	11.059,0	2.407,4	2.558,2	4.965,6	16.024,7	251,7	902,0	22,2	1.175,9	17.200,6	
dic.	1.587,5	9.504,8	11.092,3	2.421,2	2.563,5	4.984,7	16.077,0	259,4	851,1	19,2	1.129,7	17.206,7	
2026 gen. ^(p)	1.597,0	9.628,4	11.225,4	2.410,9	2.568,3	4.979,3	16.204,7	237,3	862,0	40,7	1.140,0	17.344,7	
Transazioni													
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,4	-104,2	823,2	-149,2	39,8	93,6	23,3	156,7	7,6	
2024	21,2	181,6	202,8	206,0	5,9	211,9	414,7	75,6	129,8	-34,8	170,7	585,3	
2025	33,0	465,2	498,2	-123,0	101,0	-22,0	476,2	10,2	-5,3	-11,6	-6,7	469,5	
2025 1° trim.	3,7	94,5	98,2	-51,4	24,8	-26,6	71,6	-10,5	11,0	8,2	8,8	80,3	
2° trim.	5,7	141,3	147,0	-75,5	26,0	-49,6	97,4	18,3	23,0	-16,9	24,5	121,9	
3° trim.	11,0	80,4	91,4	-52,5	29,2	-23,3	68,1	1,4	4,8	-16,7	-10,5	57,5	
4° trim. ^(p)	12,6	149,1	161,7	56,5	21,0	77,5	239,2	0,9	-44,3	13,9	-29,5	209,7	
2025 ago.	3,6	29,6	33,1	-14,7	7,5	-7,2	25,9	-1,4	-4,1	-7,8	-13,3	12,6	
set.	4,4	53,3	57,6	-33,9	12,8	-21,2	36,5	18,3	11,9	-8,1	22,1	58,6	
ott.	4,3	56,0	60,3	-14,8	8,4	-6,3	53,9	-22,1	-16,0	15,5	-22,6	31,3	
nov.	6,3	58,2	64,5	52,0	7,2	59,3	123,7	14,6	-11,3	0,4	3,7	127,4	
dic.	2,1	34,9	36,9	19,2	5,4	24,6	61,5	8,4	-17,0	-2,0	-10,5	51,0	
2026 gen. ^(p)	2,0	49,8	51,8	-25,8	3,2	-22,7	29,1	5,1	10,3	21,8	37,3	66,4	
Variazioni percentuali													
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,5	42,7	19,1	0,0	
2024	1,4	2,0	2,0	8,9	0,2	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,0	17,2	3,6	
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8	
2025 1° trim.	1,7	4,4	4,0	0,7	2,3	1,5	3,2	25,7	11,7	-41,1	10,7	3,7	
2° trim.	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,7	11,0	3,4	
3° trim.	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8	
4° trim. ^(p)	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8	
2025 ago.	2,0	5,6	5,0	-6,3	3,9	-1,3	2,9	-0,1	7,7	-65,5	2,6	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.	2,1	5,7	5,1	-8,0	4,6	-1,8	2,9	-1,4	5,6	-51,3	1,3	2,8	
nov.	2,3	5,5	5,0	-6,0	4,6	-0,9	3,1	5,7	3,2	-37,2	2,1	3,0	
dic.	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8	
2026 gen. ^(p)	2,2	5,8	5,3	-5,1	3,9	-0,6	3,4	2,9	1,6	3,9	1,6	3,3	

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3¹⁾

(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 ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	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													
2023	3.317,0	2.403,6	770,8	131,0	11,6	8.406,6	5.105,6	1.014,6	2.285,1	1,3	1.269,0	227,0	542,4
2024	3.415,8	2.479,2	792,3	133,3	11,1	8.733,8	5.188,4	1.255,9	2.288,2	1,3	1.373,2	231,9	548,3
2025	3.504,8	2.575,3	772,6	150,3	6,6	8.990,0	5.472,2	1.137,5	2.379,0	1,3	1.476,5	224,6	553,0
2025 1° trim.	3.415,8	2.479,9	786,3	139,0	10,6	8.795,9	5.256,9	1.225,1	2.312,9	1,1	1.362,1	228,7	539,4
2° trim.	3.439,3	2.506,4	779,8	143,8	9,3	8.844,8	5.334,0	1.175,6	2.334,1	1,1	1.354,9	233,3	544,3
3° trim.	3.469,1	2.538,4	779,0	145,7	6,0	8.903,2	5.400,7	1.139,5	2.361,9	1,1	1.333,8	229,2	537,3
4° trim. (p)	3.504,8	2.575,3	772,6	150,3	6,6	8.990,0	5.472,2	1.137,5	2.379,0	1,3	1.476,5	224,6	553,0
2025 ago.	3.464,4	2.525,2	784,9	145,0	9,3	8.884,1	5.372,3	1.160,9	2.349,9	1,1	1.305,4	226,5	544,8
set.	3.469,1	2.538,4	779,0	145,7	6,0	8.903,2	5.400,7	1.139,5	2.361,9	1,1	1.333,8	229,2	537,3
ott.	3.473,5	2.556,2	763,3	147,8	6,1	8.932,6	5.422,9	1.139,8	2.368,9	1,0	1.383,1	223,7	546,0
nov.	3.492,5	2.565,0	773,1	148,7	5,7	8.963,9	5.452,1	1.137,1	2.373,9	0,9	1.442,9	221,6	570,1
dic.	3.504,8	2.575,3	772,6	150,3	6,6	8.990,0	5.472,2	1.137,5	2.379,0	1,3	1.476,5	224,6	553,0
2026 gen. (p)	3.533,6	2.600,7	775,7	152,7	4,5	9.079,5	5.553,0	1.144,8	2.380,7	1,0	1.411,2	240,1	580,5
Transazioni													
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,9	-99,2	0,5	-47,3	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,6	2,9	0,2	289,8	48,7	236,4	4,7	0,1	82,8	3,9	3,2
2025	116,2	111,9	-12,7	16,9	0,0	262,4	294,9	-116,1	83,6	-0,1	76,4	-4,8	3,3
2025 1° trim.	7,7	6,2	-3,9	5,5	-0,2	63,5	75,9	-30,2	18,0	-0,3	-2,2	-2,3	-9,2
2° trim.	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,5	20,7	0,0	9,8	5,9	4,9
3° trim.	34,4	32,6	-0,5	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,8	27,8	0,0	-23,8	-4,0	-7,2
4° trim. (p)	38,0	38,7	-5,9	4,6	0,6	86,4	71,6	-2,6	17,2	0,2	92,6	-4,4	14,9
2025 ago.	11,3	10,3	0,9	0,5	-0,4	11,7	17,3	-12,5	6,8	0,1	-2,4	3,2	-3,0
set.	9,9	14,0	-5,4	0,8	0,5	19,5	28,7	-21,2	12,0	0,0	25,9	2,8	-7,7
ott.	3,5	17,6	-16,2	2,1	0,0	28,7	21,8	0,0	7,0	-0,1	-7,2	-5,6	8,1
nov.	19,1	8,9	9,8	0,9	-0,4	31,4	29,2	-2,7	5,0	-0,1	59,6	-2,1	24,1
dic.	15,4	12,2	0,6	1,6	0,9	26,3	20,6	0,1	5,2	0,4	40,2	3,3	-17,3
2026 gen. (p)	3,1	2,5	0,3	2,3	-2,1	35,8	40,5	-4,6	0,1	-0,3	-41,0	8,9	25,4
Variazioni percentuali													
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,2	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,2	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	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	9,8	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	7,6	7,2	2,1
3° trim.	3,1	5,5	-5,5	15,3	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
4° trim. (p)	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2025 ago.	2,8	5,2	-5,8	14,5	-2,3	3,4	5,6	-5,6	3,3	5,7	1,6	4,1	0,3
set.	3,1	5,5	-5,5	15,3	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
ott.	3,4	5,7	-5,2	15,5	-19,9	3,1	5,9	-9,8	4,0	3,0	2,4	0,8	-1,0
nov.	3,5	5,4	-3,6	14,3	-26,7	3,1	5,8	-9,6	4,0	8,1	4,8	-1,6	2,0
dic.	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2026 gen. (p)	3,4	5,1	-2,9	12,8	-38,4	3,2	6,1	-9,1	3,4	-15,6	4,8	3,2	5,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(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								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 ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Consistenze												
2023	6.297,5	988,8	5.283,4	15.501,0	13.045,4	13.251,0	5.130,8	6.649,1	1.127,6	137,8	1.559,1	896,5
2024	6.251,0	986,9	5.238,3	15.788,1	13.258,1	13.502,0	5.189,1	6.678,6	1.251,3	139,1	1.578,8	951,2
2025	6.295,1	1.020,3	5.248,6	16.248,4	13.630,8	13.904,3	5.294,3	6.853,2	1.336,3	147,1	1.571,9	1.045,6
2025 1° trim.	6.267,5	996,6	5.245,0	15.868,4	13.333,9	13.589,1	5.203,4	6.722,3	1.271,1	137,2	1.562,0	972,4
2° trim.	6.274,4	1.007,8	5.240,6	15.955,8	13.410,2	13.679,7	5.214,0	6.767,1	1.284,5	144,6	1.571,0	974,6
3° trim.	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.021,4	13.447,9	13.720,7	5.243,8	6.808,9	1.259,1	136,1	1.566,9	1.006,6
4° trim.	6.295,1	1.020,3	5.248,6	16.248,4	13.630,8	13.904,3	5.294,3	6.853,2	1.336,3	147,1	1.571,9	1.045,6
2025 ago.	6.264,1	1.013,8	5.224,2	15.997,1	13.422,4	13.698,3	5.237,5	6.794,2	1.253,8	136,9	1.575,0	999,7
set.	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.021,4	13.447,9	13.720,7	5.243,8	6.808,9	1.259,1	136,1	1.566,9	1.006,6
ott.	6.309,3	1.025,3	5.257,9	16.115,6	13.520,8	13.791,8	5.257,2	6.817,9	1.311,1	134,6	1.572,6	1.022,2
nov.	6.310,4	1.026,4	5.258,0	16.209,1	13.578,5	13.847,0	5.266,9	6.836,2	1.338,0	137,4	1.589,9	1.040,7
dic.	6.295,1	1.020,3	5.248,6	16.248,4	13.630,8	13.904,3	5.294,3	6.853,2	1.336,3	147,1	1.571,9	1.045,6
2026 gen.	6.373,4	1.039,7	5.307,5	16.360,7	13.711,2	13.983,4	5.309,9	6.898,5	1.351,6	151,2	1.589,9	1.059,5
Transazioni												
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	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	273,7	76,2	45,2	106,5	1,0	10,9	47,1
2025	49,7	33,3	16,2	456,0	406,1	440,3	144,3	187,4	66,1	8,3	-4,4	54,3
2025 1° trim.	37,6	9,3	28,2	103,0	98,2	109,2	27,6	48,5	24,2	-2,0	-13,7	18,4
2° trim.	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,8	26,6	45,8	15,3	7,8	9,9	-0,4
3° trim.	19,1	8,3	10,7	66,2	45,9	48,2	33,3	44,7	-23,7	-8,4	-6,7	26,9
4° trim.	10,0	4,5	5,4	181,8	166,4	176,1	56,7	48,4	50,3	10,9	6,0	9,4
2025 ago.	-15,7	1,3	-17,0	20,9	7,6	15,3	15,9	15,3	-22,9	-0,7	3,1	10,1
set.	18,7	2,4	16,3	26,6	31,2	27,9	11,4	16,1	4,5	-0,7	-8,3	3,7
ott.	8,3	8,1	0,2	67,3	51,1	55,8	13,1	10,0	29,6	-1,6	3,8	12,4
nov.	5,4	1,3	4,2	72,9	59,9	58,0	11,9	19,2	26,0	2,8	18,1	-5,1
dic.	-3,7	-4,8	1,0	41,6	55,4	62,4	31,7	19,3	-5,3	9,7	-15,9	2,1
2026 gen.	51,6	17,6	33,9	69,0	42,2	40,4	-3,2	18,0	27,6	-0,2	16,6	10,2
Variazioni percentuali												
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
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
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	2,4	2,1	7,6	11,0	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	7,3
4° trim.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
2025 ago.	0,1	3,4	-0,5	2,7	2,5	2,8	2,7	2,3	3,2	1,9	1,0	7,2
set.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,3
ott.	0,6	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,0	-1,1	-0,3	8,0
nov.	0,8	3,6	0,3	3,2	3,3	3,4	3,0	2,7	7,4	1,7	0,9	6,7
dic.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
2026 gen.	0,9	4,3	0,3	3,0	3,1	3,3	2,6	2,8	6,6	7,0	0,9	5,4

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 ¹⁾

(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 ²⁾					Famiglie ³⁾				
	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
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2023	5.130,8	5.135,7	915,6	1.089,6	3.125,7	6.649,1	6.867,2	731,1	5.229,1	688,9
2024	5.189,1	5.199,9	930,7	1.097,7	3.160,7	6.678,6	6.929,5	744,8	5.255,6	678,2
2025	5.294,3	5.323,7	949,8	1.121,3	3.223,2	6.853,2	7.111,6	777,1	5.403,5	672,6
2025 1° trim.	5.203,4	5.224,1	926,5	1.112,4	3.164,5	6.722,3	6.971,8	750,4	5.294,0	677,9
2° trim.	5.214,0	5.250,1	929,7	1.114,7	3.169,6	6.767,1	7.016,7	757,7	5.333,4	676,1
3° trim.	5.243,8	5.282,0	926,6	1.126,7	3.190,5	6.808,9	7.061,1	767,3	5.369,2	672,4
4° trim.	5.294,3	5.323,7	949,8	1.121,3	3.223,2	6.853,2	7.111,6	777,1	5.403,5	672,6
2025 ago.	5.237,5	5.274,6	929,5	1.123,2	3.184,8	6.794,2	7.045,4	764,1	5.357,1	673,0
set.	5.243,8	5.282,0	926,6	1.126,7	3.190,5	6.808,9	7.061,1	767,3	5.369,2	672,4
ott.	5.257,2	5.290,7	935,3	1.126,0	3.195,9	6.817,9	7.074,0	771,1	5.373,9	673,0
nov.	5.266,9	5.300,8	938,5	1.123,4	3.204,9	6.836,2	7.093,3	775,3	5.386,8	674,1
dic.	5.294,3	5.323,7	949,8	1.121,3	3.223,2	6.853,2	7.111,6	777,1	5.403,5	672,6
2026 gen.	5.309,9	5.340,4	953,6	1.122,7	3.233,6	6.898,5	7.156,3	789,7	5.436,1	672,8
Transazioni										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,2	87,5	21,8	14,6	39,8	45,2	77,1	26,6	28,3	-9,7
2025	144,3	156,5	31,4	34,8	78,0	187,4	204,9	38,7	148,4	0,3
2025 1° trim.	27,6	35,7	-2,4	19,6	10,4	48,5	48,9	8,7	39,8	0,0
2° trim.	26,6	37,6	9,2	8,2	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,2
3° trim.	33,3	34,7	-1,4	12,0	22,7	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
4° trim.	56,7	48,6	26,0	-5,0	35,7	48,4	61,7	11,9	34,6	1,9
2025 ago.	15,9	17,8	2,7	4,1	9,1	15,3	15,8	4,2	11,5	-0,4
set.	11,4	12,1	0,6	4,0	6,8	16,1	17,0	3,8	12,3	-0,1
ott.	13,1	8,4	8,3	-2,1	6,9	10,0	20,0	4,3	4,7	1,0
nov.	11,9	12,4	4,6	-2,0	9,3	19,2	20,8	5,0	13,1	1,1
dic.	31,7	27,8	13,1	-0,9	19,4	19,3	20,8	2,6	16,8	-0,2
2026 gen.	-3,2	-3,0	-5,6	0,5	1,9	18,0	17,1	1,9	16,0	0,1
Variazioni percentuali										
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
2025	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
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.	2,4	2,8	4,0	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
3° trim.	2,8	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
4° trim.	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 ago.	2,7	3,0	3,6	4,7	1,7	2,3	2,5	4,8	2,3	-0,1
set.	2,8	2,9	2,9	4,5	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	0,1
nov.	3,0	3,1	4,0	4,2	2,3	2,7	2,9	5,6	2,7	0,0
dic.	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 gen.	2,6	2,8	3,1	2,8	2,4	2,8	3,0	5,1	2,8	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 ¹⁾

(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 ²⁾	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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2023	476,9	7.337,9	1.826,7	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7.856,0	1.842,3	117,2	2.595,7	3.300,8	2.664,2	325,1	140,4	136,0
2025	398,5	8.368,7	1.872,6	131,7	2.623,2	3.741,2	3.242,2	188,1	326,5	238,4
2025 1° trim.	388,3	7.934,8	1.834,8	121,7	2.576,4	3.401,9	2.795,3	230,5	182,9	161,3
2° trim.	410,9	7.908,1	1.833,7	129,6	2.562,0	3.382,8	2.829,8	186,2	177,9	165,9
3° trim.	430,1	8.092,7	1.842,7	132,5	2.589,9	3.527,6	3.052,8	143,3	168,3	168,6
4° trim. ^(p)	398,5	8.368,7	1.872,6	131,7	2.623,2	3.741,2	3.242,2	188,1	326,5	238,4
2025 ago.	412,7	7.967,6	1.839,6	132,9	2.575,7	3.419,5	2.885,2	160,4	206,3	179,4
set.	430,1	8.092,7	1.842,7	132,5	2.589,9	3.527,6	3.052,8	143,3	168,3	168,6
ott.	441,4	8.220,4	1.852,9	132,4	2.618,3	3.616,8	3.185,9	124,9	366,3	251,8
nov.	423,0	8.325,1	1.874,9	131,8	2.617,1	3.701,3	3.257,1	172,1	405,3	266,9
dic.	398,5	8.368,7	1.872,6	131,7	2.623,2	3.741,2	3.242,2	188,1	326,5	238,4
2026 gen. ^(p)	481,6	8.602,0	1.884,7	132,3	2.615,3	3.969,8	3.536,2	158,1	398,7	250,3
Transazioni										
2023	-199,0	325,1	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	284,7	15,6	26,7	169,7	72,8	530,5	35,7	-11,7	-16,7
2025	2,2	191,2	33,2	16,3	101,5	40,1	300,1	-142,9	21,0	32,5
2025 1° trim.	-7,2	1,7	-4,3	5,6	4,3	-3,9	23,3	-89,2	42,4	25,3
2° trim.	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,5	-5,0	4,7
3° trim.	19,2	38,0	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-34,2	-9,6	2,7
4° trim. ^(p)	-32,5	111,7	24,1	-0,8	34,5	54,0	86,1	10,9	-6,9	-0,2
2025 ago.	15,7	8,7	4,4	0,3	0,2	3,8	14,2	17,6	32,8	12,4
set.	17,4	17,8	3,4	0,3	18,9	-4,9	53,6	-5,2	-38,0	-10,7
ott.	10,4	20,6	6,1	-0,2	20,6	-5,9	31,3	-44,6	63,1	20,9
nov.	-18,4	47,2	22,0	-0,6	-0,1	25,8	35,9	42,0	8,8	7,5
dic.	-24,5	43,9	-4,0	0,0	13,9	34,1	19,0	13,6	-78,8	-28,6
2026 gen. ^(p)	73,5	5,8	10,5	0,5	2,9	-8,1	66,0	-41,0	71,0	10,3
Variazioni percentuali										
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,9	29,5	7,1	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2025 1° trim.	-6,6	2,5	0,3	17,9	3,4	2,6	-	-	2,7	-7,4
2° trim.	-0,5	2,4	0,6	19,4	3,6	1,9	-	-	-2,6	-6,0
3° trim.	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,5
4° trim. ^(p)	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2025 ago.	-3,1	2,3	1,1	19,6	2,9	1,8	-	-	6,8	5,1
set.	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,5
ott.	2,1	2,1	1,2	16,4	3,7	1,1	-	-	36,4	10,1
nov.	0,1	2,6	2,1	15,2	3,6	1,8	-	-	34,0	19,0
dic.	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2026 gen. ^(p)	15,2	2,5	2,5	12,6	4,1	0,8	-	-	42,3	24,1

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 4° trim.	-3,1	.	.	.	.	-1,2
2025 1° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,1
2° trim.	-2,9	.	.	.	.	-1,0
3° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,1

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 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	49,6	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	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
3° trim.	46,7	45,9	13,3	12,4	15,0	0,7	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	23,0	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 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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,5	2,3	11,8	74,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	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 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	1,1	0,5	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,3
2° trim.	0,5	1,0	0,8	0,7	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-1,3	3,5
3° trim.	0,8	1,1	1,0	0,7	0,4	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-1,3	3,9

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 ¹⁾

(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 ²⁾					Vita residua media in anni ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	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
2023	12,7	11,4	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	2,0
2024	12,3	10,9	4,0	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5
2025 1° trim.	12,3	10,8	3,7	1,4	0,4	8,3	2,2	1,3	2,0	2,2	1,9	3,4	2,9
2° trim.	12,8	11,3	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
3° trim.	13,2	11,7	3,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6
4° trim.	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5
2025 ago.	13,0	11,5	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,4	2,2	2,0	2,9	2,7
set.	13,2	11,7	3,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6
ott.	13,2	11,7	3,4	1,5	0,4	8,2	2,1	1,2	1,5	2,3	1,9	2,8	2,6
nov.	13,2	11,7	3,8	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,6	2,3	1,9	2,8	2,5
dic.	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5
2026 gen.	13,1	11,6	4,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5

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 4° trim.	-4,4	-2,7	-1,7	4,1	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 1° trim.	-4,6	-2,4	-1,2	4,1	2,5	-3,2	-5,8	-2,6	-3,4	4,2
2° trim.	-4,7	-2,2	-1,1	3,8	2,2	-3,2	-5,7	-3,0	-3,0	4,1
3° trim.	-5,1	-2,3	-1,1	1,4	2,6	-2,9	-5,6	-3,1	-3,2	3,5
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 4° trim.	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 1° trim.	106,0	62,0	23,9	34,5	152,9	103,4	114,2	58,3	137,4	62,1
2° trim.	106,2	62,3	23,2	33,4	151,9	103,5	115,9	57,5	138,3	61,4
3° trim.	107,1	63,0	22,9	32,8	149,7	103,2	117,7	57,2	137,8	60,6
	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 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	-4,1
2° trim.	-1,7	-1,8	-0,4	-4,3	-1,5	-4,9	0,6	-1,8	-4,8	-3,8
3° trim.	-2,2	-1,7	-0,9	-3,9	-1,6	-4,6	0,4	-1,7	-4,6	-3,4
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 4° trim.	46,6	38,0	26,3	46,0	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 1° trim.	45,4	40,4	26,2	46,6	43,2	83,0	95,0	69,5	63,2	84,2
2° trim.	48,0	39,1	25,2	46,8	42,7	82,2	96,7	69,3	62,9	88,5
3° trim.	45,2	40,7	27,9	46,5	42,4	83,7	97,6	67,6	62,3	86,8

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2026

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefono +49 69 1344 0
Sito Internet 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 18 marzo 2026.

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-01-26-053-IT-N (online)