



BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 6 / 2026



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Sintesi	3
1 Contesto esterno	8
2 Attività economica	15
3 Prezzi e costi	24
4 Andamenti del mercato finanziario	32
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	37
6 Andamenti della finanza pubblica	42
Riquadri	46
1 Quali paesi sono più vulnerabili alla crescita industriale cinese? Una panoramica dell'esposizione disomogenea dell'Europa	46
2 Navigare in acque incerte: come il conflitto in Medio Oriente sta plasmando le aspettative e le strategie di risposta delle imprese	53
3 Principali risultati delle ultime proiezioni demografiche per l'area dell'euro	58
4 La trasmissione disomogenea dei prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità alle bollette dei consumatori	64
5 L'evoluzione delle condizioni finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: una prospettiva incentrata sul Macro-Finance Financial Conditions Index (MF-FCI)	71
6 Andamenti del mercato azionario statunitense durante il boom dell'IA	78
7 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 6 maggio al 28 luglio 2026	85
Articoli	91
1 Permettere alle imprese europee di espandersi: le ragioni a favore di un regime di diritto societario in ambito UE per sbloccare investimenti, innovazione e crescita a livello transfrontaliero	91

Riquadro 1	La disciplina delle società per azioni del Delaware: assetto legislativo per le imprese statunitensi ad alto potenziale di crescita	96
Riquadro 2	Prossime fasi: vincoli e percorsi pragmatici	111
2	Spesa per la difesa e relativi effetti macroeconomici a breve e a più lungo termine	117
Riquadro 1	Comprendere le statistiche riguardanti la spesa per la difesa	122
Riquadro 2	Gli effetti macroeconomici della spesa per la difesa oltre lo scenario di base delle proiezioni: analisi di scenario basata su modelli ed evidenze empiriche	127
Riquadro 3	Benefici economici derivanti dall'aumento della spesa pubblica per R&S nel settore della difesa	135
Statistiche		S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Nella riunione del 10 settembre 2026 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il conflitto in Medio Oriente continua a esercitare pressioni sull'inflazione, che dovrebbe mantenersi su livelli sensibilmente superiori all'obiettivo per un periodo di tempo prolungato. La decisione di innalzare i tassi di interesse riflette l'impegno del Consiglio direttivo a definire la politica monetaria in modo da assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine.

Nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE l'inflazione complessiva si collocherebbe, in media, al 3,0 per cento nel 2026, al 2,5 nel 2027 e al 2,1 nel 2028. L'inflazione al netto delle componenti energetica e alimentare sarebbe pari al 2,5 per cento nel 2026, al 2,6 nel 2027 e al 2,3 nel 2028. Rispetto all'esercizio condotto per l'area dell'euro lo scorso giugno dagli esperti dell'Eurosistema, nello scenario di base le proiezioni di inflazione restano invariate per il 2026, ma sono state riviste al rialzo per il 2027 e il 2028. Nel medesimo scenario la crescita economica si attesterebbe allo 0,9 per cento nel 2026, all'1,4 nel 2027 e all'1,5 nel 2028. La correzione al rialzo delle stime per il 2026 e il 2027 riflette principalmente la migliore capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro rispetto alle attese.

Le prospettive si confermano molto incerte, con rischi al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita economica. Riguardo allo shock energetico, i nuovi scenari elaborati dagli esperti illustrano l'ampia varietà degli andamenti che crescita e inflazione registrerebbero al variare delle ipotesi su intensità e durata dello shock, nonché sui suoi effetti indiretti e di secondo impatto. Tali scenari sono stati pubblicati all'interno delle [proiezioni di settembre 2026](#) sul sito Internet della BCE.

Con la decisione del 10 settembre il Consiglio direttivo mantiene una posizione favorevole, che consente di affrontare l'incertezza causata dal conflitto. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, il Consiglio direttivo seguirà un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione delle prospettive di inflazione e dei rischi a esse associati, considerati i nuovi dati economici e finanziari, nonché della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

Attività economica

L'economia ha mostrato capacità di tenuta nel secondo trimestre del 2026, nonostante le circostanze sfavorevoli determinate dallo shock energetico. La crescita è stata generalizzata tra i diversi paesi e settori. Tale andamento sarebbe proseguito nel terzo trimestre. Il settore manifatturiero continua a registrare risultati solidi nel contesto della maggiore spesa pubblica per difesa e infrastrutture. La fiducia dei consumatori ha segnato un recupero dai bassi livelli raggiunti, contribuendo alla ripresa dei servizi dallo shock energetico iniziale. Nei servizi digitali, negli investimenti delle imprese e nelle esportazioni si riscontra un incremento delle attività legate all'intelligenza artificiale.

Il mercato del lavoro si è confermato robusto, con un tasso di disoccupazione invariato al 6,4 per cento a luglio. La crescita dell'occupazione e delle forze di lavoro continua a rallentare, mentre la produttività ha registrato un graduale incremento.

Su un orizzonte di breve termine, le prospettive per la crescita sono migliorate rispetto alle proiezioni di giugno 2026, di riflesso, in particolare, alla tenuta dei consumi privati e alla spesa pubblica. Nel medio periodo i consumi dovrebbero essere sostenuti dalla graduale flessione dei prezzi dell'energia e dal vigore del mercato del lavoro. La crescita sarà sempre più alimentata dagli investimenti delle imprese e da quelli in edilizia residenziale. L'espansione delle esportazioni dovrebbe beneficiare dell'aumento della domanda esterna, ma è frenata dalle difficoltà connesse alla competitività e dall'incertezza sulle politiche commerciali a livello mondiale.

Una crescita potenziale più elevata richiede riforme strutturali e il sostegno di solide finanze pubbliche. A tal fine è essenziale semplificare e armonizzare le regole nel mercato unico dell'UE, accelerare la transizione energetica e completare l'Unione del risparmio e degli investimenti. A fronte dell'imminente conclusione del processo di definizione del quadro giuridico per l'euro digitale, il Consiglio direttivo ha ribadito l'importanza di raggiungere quanto prima un accordo in merito al pacchetto sulla moneta unica. Le manovre di bilancio in risposta allo shock energetico dovrebbero essere temporanee, mirate e modulate.

Inflazione

Ad agosto 2026 l'inflazione è salita al 3,3 per cento, dal 2,9 di luglio. La componente energetica è aumentata al 14,3 per cento, dal 10,3 di luglio. Tale incremento rifletterebbe, in particolare, l'ingente contributo proveniente dai margini di raffinazione dei carburanti liquidi, nonché i rincari delle materie prime energetiche. La componente alimentare è rimasta invariata all'1,2 per cento. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è lievemente diminuita, portandosi al 2,4 per cento, dal 2,5 di luglio: quella dei beni è salita dallo 0,9 all'1,2 per cento e quella dei servizi è scesa dal 3,3 al 3,0 per cento.

A luglio la maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è rimasta sostanzialmente stabile. In questa fase, le retribuzioni non evidenziano una reazione

significativa allo shock energetico. Nel secondo trimestre del 2026 il costo del lavoro per dipendente è aumentato a un tasso del 3,3 per cento sul periodo corrispondente, rallentando rispetto al 3,5 registrato nel primo trimestre. L'incremento della produttività del lavoro ha inoltre contribuito a contenere la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, ridottasi al 2,6 per cento, dal 3,5 del primo trimestre. Allo stesso tempo, la crescita dei profitti per unità di prodotto è salita dallo 0,3 al 2,2 per cento. In prospettiva, l'indice salariale della BCE segnala una modesta accelerazione, al 2,7 per cento, delle retribuzioni contrattuali nella prima metà del 2027. Per gli orizzonti più brevi le aspettative di inflazione permangono su livelli elevati, ma la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca intorno al 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione in prossimità dell'obiettivo nel medio periodo.

Il conflitto in Medio Oriente e i recenti sviluppi della guerra ingiustificata mossa dalla Russia contro l'Ucraina hanno determinato un ulteriore aumento del profilo dei prezzi dell'energia. È probabile che ciò mantenga l'inflazione complessiva ben al di sopra dell'obiettivo fino alla prima metà del 2027. In seguito, la componente energetica dovrebbe segnare una diminuzione e mantenersi negativa fino alla metà del 2028, inducendo un calo dell'inflazione complessiva. Ci si attende che i rincari dell'energia si trasmettano gradualmente alla componente dei beni alimentari e a quella di fondo. Anche il miglioramento delle prospettive economiche dovrebbe contribuire a un lieve aumento dell'inflazione di fondo, che continuerebbe a crescere fino agli inizi del 2027 e si manterrebbe elevata per il resto dell'anno, riducendosi poi nel 2028. In generale, ci si attende che l'inflazione complessiva si riporti intorno all'obiettivo verso la fine del 2027, favorita dagli effetti dei più elevati tassi di interesse. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione l'entità e la persistenza dei rincari dell'energia, nonché il modo in cui questi si trasmettono alla formazione di prezzi e salari, alle aspettative di inflazione e alla dinamica economica complessiva.

Valutazione dei rischi

Le prospettive di crescita sono soggette a rischi al ribasso, riconducibili in particolare al conflitto in Medio Oriente e agli sviluppi della guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina. Nuove interruzioni nelle forniture di beni energetici potrebbero determinare un ulteriore aumento delle quotazioni dell'energia per un periodo più lungo rispetto alle attese. Ciò graverebbe sui redditi reali, sulla spesa e sugli investimenti. Un peggioramento del clima di fiducia sui mercati finanziari globali o effetti di propagazione nei mercati obbligazionari mondiali potrebbero inasprire le condizioni per la concessione del credito e quindi frenare la domanda. L'acuirsi delle tensioni commerciali tra le maggiori economie potrebbe inoltre causare ulteriori interruzioni delle catene di approvvigionamento, ridurre le esportazioni e indebolire consumi e investimenti. Per contro, la crescita potrebbe risultare superiore se l'economia e i mercati dell'energia si adattassero più rapidamente di quanto atteso alle turbative causate dai conflitti in corso o se questi si risolvessero in modo duraturo. Inoltre, l'adozione di nuove tecnologie da parte delle imprese dell'area dell'euro, la spesa per la difesa e le infrastrutture, nonché le riforme volte ad

accrescere la produttività e a completare il mercato unico dell'UE, potrebbero sospingere la crescita oltre le aspettative.

I rischi per le prospettive di inflazione sono orientati al rialzo, soprattutto a causa del conflitto in Medio Oriente e degli sviluppi della guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina. Lo shock energetico potrebbe intensificarsi ancora e gli effetti sugli altri prezzi e sui salari potrebbero risultare più pronunciati rispetto alle attese correnti. In particolare, i prezzi del gas potrebbero aumentare nel caso di ulteriori interruzioni degli approvvigionamenti o di un inverno insolitamente rigido in concomitanza con ridotti livelli delle scorte. Il protrarsi di prezzi elevati dell'energia renderebbe più probabile un aumento generalizzato dell'inflazione attraverso effetti indiretti e di secondo impatto. Nuove tensioni commerciali potrebbero determinare una maggiore frammentazione delle catene di approvvigionamento mondiali, ridurre l'offerta delle materie prime critiche e inasprire i vincoli di capacità produttiva nell'economia dell'area dell'euro. Eventi meteorologici estremi, potenzialmente accentuati dall'intensificarsi delle condizioni associate a "El Niño", e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica e ambientale, potrebbero determinare aumenti dei prezzi dei beni alimentari superiori alle attese. Per contro, l'inflazione potrebbe risultare inferiore se gli attuali conflitti geopolitici si risolvessero in modo duraturo, oppure se gli effetti indiretti o di secondo impatto derivanti dal recente shock ai prezzi dell'energia si dimostrassero meno pronunciati di quanto anticipato. Mercati finanziari più volatili e avversi al rischio potrebbero gravare sulla domanda e, quindi, ridurre a loro volta l'inflazione.

Condizioni finanziarie e monetarie

Dalla riunione del Consiglio direttivo del 23 luglio 2026 i tassi di interesse di mercato sono aumentati, riflettendo analoghi andamenti osservati sui mercati mondiali. A seguito del rialzo dei tassi di interesse deciso a giugno 2026, i tassi sul credito bancario alle imprese hanno segnato un incremento, attestandosi al 3,8 per cento a giugno e luglio, dal 3,6 di maggio. Il costo del debito societario emesso sul mercato si è collocato al 4,0 per cento a luglio, in linea con i mesi precedenti e ben al di sopra del livello registrato prima del conflitto in Medio Oriente. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese, che solitamente reagisce con un maggiore scarto temporale alle variazioni della politica monetaria, è salito ulteriormente, portandosi al 4,4 per cento a luglio, dal 4,0 di maggio e giugno. Il tasso di incremento sui dodici mesi dell'emissione di obbligazioni societarie è stato pari al 3,4 per cento, dopo il 3,6 di giugno e il 3,3 di maggio. I tassi sui mutui ipotecari sono rimasti invariati al 3,5 per cento a giugno e luglio, mentre la crescita di tali mutui ha segnato una lieve riduzione al 3,0 per cento, dal 3,1 di maggio e giugno.

Decisioni di politica monetaria

Nella riunione del 10 settembre 2026 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Pertanto, i tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale, sulle operazioni di rifinanziamento

principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati portati, rispettivamente, al 2,50, al 2,65 e al 2,90 per cento, con effetto dal 16 settembre 2026.

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

Il Consiglio direttivo si impegna a definire la politica monetaria in modo da assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, il Consiglio direttivo seguirà un approccio guidato dai dati, in base al 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.

Nel secondo trimestre del 2026 l'economia mondiale ha continuato a evidenziare una buona tenuta, poiché il vigore degli investimenti legati all'intelligenza artificiale (IA) ha compensato le difficoltà causate dal conflitto in Medio Oriente. L'attività ha mostrato una tenuta migliore del previsto in quanto il maggior slancio delle economie esportatrici di IA, come Corea del Sud, Malaysia e Taiwan, e le sorprese positive registrate in India hanno ampiamente compensato la crescita più debole degli Stati Uniti e della Cina. Il commercio mondiale ha mostrato un andamento nettamente superiore alle attese, sostenuto dalle forniture connesse all'IA e dall'anticipazione temporanea degli scambi di beni sensibili ai dazi e a elevata intensità energetica. Gli indicatori più recenti segnalano il protrarsi della capacità di tenuta nel terzo trimestre. In linea con le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2026 dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione a livello mondiale è aumentata nel secondo trimestre, in un contesto in cui i rincari dell'energia si sono trasmessi ai prezzi al consumo e le pressioni inflazionistiche si sono intensificate anche per i beni connessi all'IA. Nelle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE le prospettive per la crescita mondiale sono state riviste lievemente al rialzo rispetto all'esercizio previsivo dello scorso giugno, rispecchiando l'attenuazione delle carenze dal lato dell'offerta, l'aumento degli investimenti legati all'IA e il calo dei prezzi del petrolio. La crescita del commercio mondiale è stata rivista al rialzo in misura più consistente, di riflesso ai risultati più positivi registrati nel secondo trimestre e all'elevata intensità commerciale degli investimenti in infrastrutture per l'IA. Le prospettive per l'inflazione a livello mondiale restano invariate, in quanto l'effetto al ribasso del calo delle quotazioni del greggio e dell'attenuazione delle carenze dal lato dell'offerta è ampiamente compensato dall'aumento dei margini di raffinazione per i prodotti petroliferi, dai rincari del gas e dalle maggiori pressioni sui prezzi dei beni connessi all'IA.

Nel secondo trimestre del 2026 l'attività mondiale ha continuato a evidenziare una buona capacità di tenuta e, in base agli indicatori più recenti, tale vigore si protrarrà nel breve periodo. I dati di contabilità nazionale disponibili indicano che nel secondo trimestre del 2026 il PIL in termini reali a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) è aumentato dello 0,8 per cento sul periodo precedente. La crescita più debole degli Stati Uniti e della Cina è stata ampiamente compensata dai risultati più positivi delle economie esportatrici di IA, quali Corea del Sud, Malaysia e Taiwan, e dalla crescita superiore alle aspettative registrata in India. Gli indicatori desunti dalle indagini si sono rafforzati ulteriormente ad agosto, in presenza di un forte aumento dell'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto nel settore dei servizi e di un indice mondiale del settore manifatturiero rimasto saldamente in territorio espansivo (cfr. il pannello a) del grafico 1). In base alle indagini settoriali granulari, il comparto tecnologico si conferma il principale punto di forza, mentre l'attività nel settore dei beni di consumo è diminuita con l'attenuarsi dell'impulso temporaneo derivante dall'anticipazione degli scambi. I dati relativi al PMI mondiale indicano che le carenze dal lato dell'offerta nei settori connessi all'energia si sono notevolmente attenuate a partire da maggio, mentre altri settori non ne hanno risentito, ad eccezione del comparto dei semiconduttori, in cui le carenze sono aumentate per effetto di una forte domanda

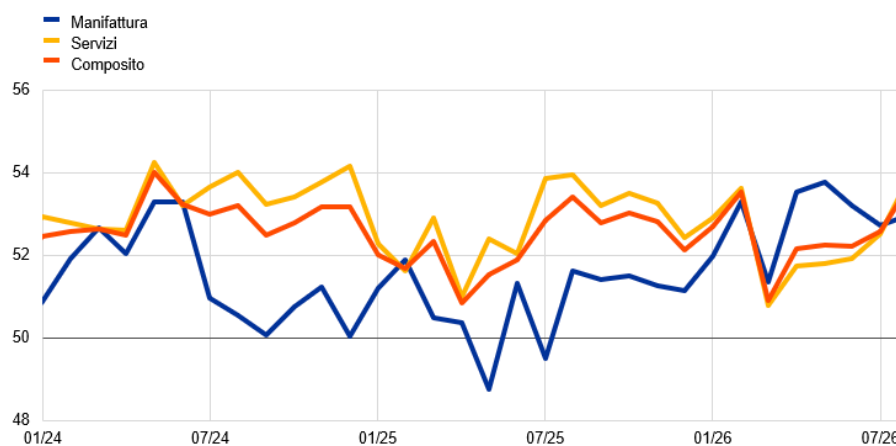
legata all'IA (cfr. il pannello b) del grafico 1). I dati più recenti segnalano un'espansione mondiale robusta nel terzo trimestre: lo strumento di previsione a brevissimo termine degli esperti della BCE indica una crescita trimestrale pari a circa l'1,0 per cento, sostanzialmente in linea con le previsioni di consenso formulate dagli analisti del settore privato.

Grafico 1

PMI mondiale relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) e carenze dal lato dell'offerta

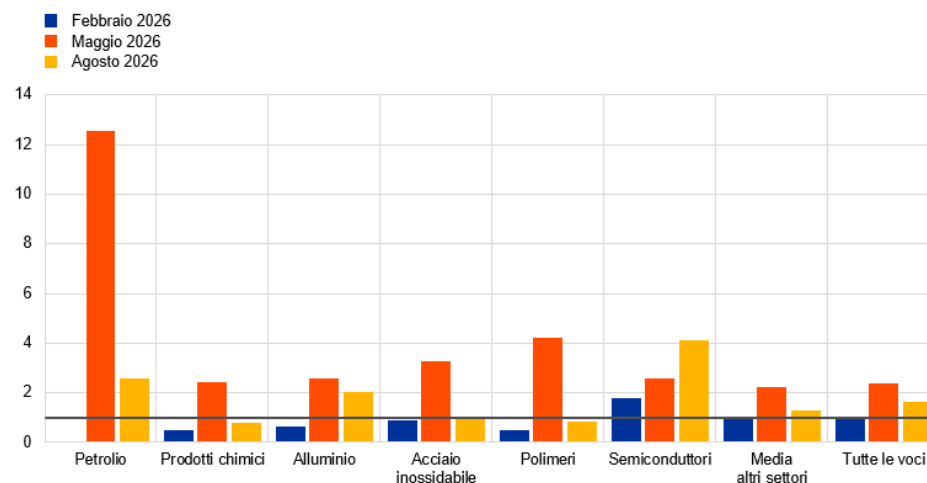
a) PMI

(indici di diffusione)



b) Carenze dal lato dell'offerta

(punteggi Z)



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

Note: nel pannello a) la linea orizzontale in corrispondenza del valore 50 indica la linea di base neutra, che divide espansione e contrazione. Nel pannello b) la voce "Media altri settori" indica le carenze medie dal lato dell'offerta per i settori non elencati singolarmente. Le carenze sono calcolate in base al numero di responsabili degli acquisti che segnalano una carenza di una determinata voce nel mese di riferimento dell'indagine e sono espresse in punteggi Z. Un valore pari a 1,0 (indicato dalla linea grigia) significa che le carenze dal lato dell'offerta sono in linea con la media di lungo periodo. I valori superiori (inferiori) a 1,0 segnalano carenze dal lato dell'offerta superiori (inferiori) alla norma. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2026.

Le prospettive per la crescita mondiale sono state riviste lievemente al rialzo nelle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE, di riflesso all'aumento degli investimenti legati all'IA, all'attenuazione delle carenze dal lato dell'offerta e alla maggiore tenuta dei

consumi privati negli Stati Uniti. La crescita del PIL mondiale in termini reali esclusa l'area dell'euro dovrebbe rallentare nel 2026, dal 3,7 per cento del 2025 al 3,1, per poi recuperare gradualmente fino al 3,3 nel 2027 e al 3,4 nel 2028. Rispetto all'esercizio previsivo dello scorso giugno, la crescita è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali per ciascun anno dell'orizzonte temporale di proiezione (2026-2028). Le revisioni al rialzo riflettono i maggiori investimenti in infrastrutture per l'IA nelle economie integrate nella catena del valore tecnologica, una rivalutazione della capacità di tenuta dei consumi statunitensi e uno shock meno negativo dal lato dell'offerta, le cui carenze si sono attenuate dallo scorso giugno. Ciononostante, nell'orizzonte temporale di proiezione la crescita mondiale dovrebbe confermarsi inferiore alla media precedente la pandemia¹.

Le rinnovate tensioni in Medio Oriente hanno provocato l'aumento dei prezzi del petrolio e del gas; i rincari di quest'ultimo sono stati amplificati, in Europa, dai bassi livelli delle scorte. I corsi petroliferi sono aumentati del 18 per cento nel periodo in esame (dall'11 giugno al 9 settembre 2026), con i prezzi che superano del 54 per cento i livelli antecedenti il conflitto in Medio Oriente. All'inizio del periodo in esame, i prezzi sono diminuiti a seguito della firma del protocollo di intesa tra Stati Uniti e Iran, ma sono risaliti successivamente, in quanto l'accordo non è riuscito a garantire l'attenuazione progressiva e duratura del conflitto. Più di recente, i nuovi attacchi tra le due parti hanno destato preoccupazioni circa la normalizzazione dei flussi petroliferi attraverso lo Stretto di Hormuz, esercitando ulteriori pressioni al rialzo. L'aumento dei prezzi è stato in parte compensato dall'indebolimento della domanda, giacché gli elevati margini di raffinazione, sospinti dalle tensioni in Medio Oriente e dagli attacchi ucraini sulle raffinerie russe, hanno inciso sul consumo di petrolio. Anche i prezzi europei del gas hanno registrato un brusco aumento, pari al 62 per cento, superando di circa il 150 per cento i livelli antecedenti alla guerra in Medio Oriente, in quanto la pressione al rialzo derivante dal conflitto è stata aggravata, in Europa, da livelli di scorte storicamente bassi. Sebbene possano rispecchiare in parte la precedente riluttanza a rifornire le scorte in presenza di prezzi elevati, tali livelli contenuti suscitano preoccupazioni circa l'eventualità che gli operatori di mercato si trovino costretti ad agire in fretta per garantire le scorte in vista dell'inverno. I prezzi dei beni alimentari sono aumentati del 22 per cento, di riflesso all'incremento di quelli del cacao, poiché i continui aggiornamenti delle previsioni sulla maggiore intensità dell'episodio di El Niño di quest'anno hanno acuito i timori riguardo all'offerta di tale bene. I rincari sono stati sostenuti anche dai prezzi di grano e mais, in quanto il recente inasprimento della guerra russa contro l'Ucraina minaccia le esportazioni di cereali dalla regione. I prezzi dei metalli sono aumentati dell'1 per cento, trainati da quelli del rame quotati a Londra. L'incremento ha riflesso il timore che gli Stati Uniti possano imporre dazi sul rame, inducendo gli investitori a riorientare le spedizioni verso tale paese prima della loro introduzione e determinando, di conseguenza, un aumento dei prezzi al di fuori del mercato statunitense.

Dopo il significativo aumento registrato nei mesi precedenti, a giugno e a luglio 2026 l'inflazione a livello mondiale è diminuita, in un contesto

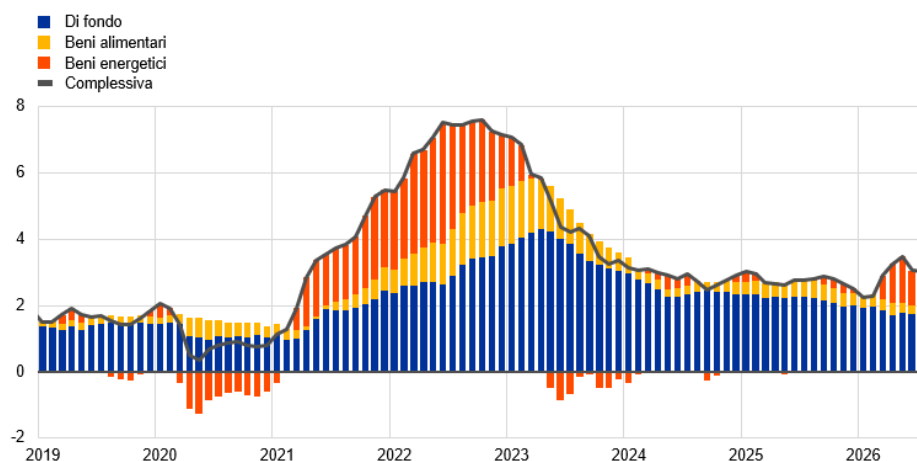
¹ Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 1 delle [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2026](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 10 settembre 2026.

caratterizzato da un calo della componente energetica. L'inflazione complessiva a livello mondiale nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), esclusa la Turchia, è scesa al 3,0 per cento a giugno ed è rimasta stabile a luglio, dopo il picco del 3,5 per cento registrato a maggio (cfr. il grafico 2). Sebbene il contributo dei rincari dell'energia sia rimasto elevato, a luglio l'inflazione dei beni energetici è scesa all'11,9 per cento dal 16,0 dello scorso maggio, di riflesso all'attenuarsi delle pressioni lungo le catene di approvvigionamento. Al contempo, sono aumentate le pressioni sui prezzi dei beni tecnologici, soprattutto nelle economie integrate nelle catene del valore connesse all'IA. Tuttavia, l'esposizione è concentrata in una gamma ristretta di prodotti, quali laptop e smartphone, il cui peso incide limitatamente nei panieri dei consumatori. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE, l'inflazione complessiva a livello mondiale dovrebbe salire al 3,5 per cento nel 2026, dal 3,1 del 2025, per poi scendere al 3,0 nel 2027 e al 2,5 nel 2028². Le prospettive restano invariate rispetto all'esercizio previsivo dello scorso giugno, in quanto l'effetto al ribasso del calo delle quotazioni del greggio e dell'attenuazione delle carenze dal lato dell'offerta è ampiamente compensato dai rincari del gas e dei beni alimentari, dall'aumento dei margini di raffinazione e dalle maggiori pressioni sui prezzi dei beni connessi all'IA. Il conflitto irrisolto in Medio Oriente, i possibili effetti di secondo impatto e un episodio di El Niño che si prevede più intenso fanno sì che i rischi per l'inflazione mondiale rimangano orientati verso l'alto.

Grafico 2

Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'aggregato OCSE comprende i paesi dell'area dell'euro membri dell'OCSE ed esclude la Turchia; è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) dell'OCSE. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2026.

Nel secondo trimestre la crescita delle importazioni mondiali è rimasta vivace, trainata dal commercio legato all'IA e dall'anticipazione temporanea degli scambi. I dati di contabilità nazionale disponibili indicano che nel secondo trimestre del 2026 le importazioni mondiali sono aumentate dell'1,8 per cento sul periodo

² Le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE per l'inflazione complessiva misurata sull'IPC a livello mondiale coprono un insieme di paesi più ampio rispetto all'aggregato dell'OCSE normalmente mostrato in questo Bollettino, includendo anche le principali economie emergenti come Brasile, Cina, India e Russia.

precedente, un livello nettamente superiore rispetto a quanto indicato nelle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2026 dagli esperti dell'Eurosistema. Questo significativo rialzo inatteso riflette il volume di scambi più intenso del previsto tra gli esportatori di tecnologia asiatici, l'anticipazione delle importazioni statunitensi di beni di consumo in vista dell'introduzione dei dazi a luglio e gli acquisti a fini precauzionali di beni a elevata intensità energetica, dovuti a timori di ulteriori interruzioni dell'offerta. Gli effetti temporanei dell'anticipazione degli scambi dovrebbero venir meno, tuttavia, il ciclo mondiale degli investimenti nell'IA continuerebbe a sostenere l'interscambio. Il vigore delle importazioni rispetto all'attività riflette l'elevata intensità di importazioni degli investimenti in centri dati e nelle relative infrastrutture per l'IA, amplificata dalla propagazione attraverso catene globali del valore tecnologiche geograficamente distanti. In base alle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE, la crescita delle importazioni mondiali dovrebbe collocarsi al 4,7 per cento nel 2026 e al 4,5 nel 2027, per poi rallentare al 3,5 per cento nel 2028. Rispetto alle proiezioni dello scorso giugno, ciò rappresenta una revisione al rialzo di 0,5 punti percentuali per il 2026 e di 0,9 punti percentuali per il 2027, dovuta ai risultati più positivi registrati nel secondo trimestre e all'interscambio più solido nel settore dell'IA e dei beni tecnologici.

Negli Stati Uniti la domanda interna ha continuato a evidenziare una buona tenuta, sostenuta dai consumi e dagli investimenti legati all'IA. Nel secondo trimestre del 2026 la crescita del PIL in termini reali è scesa allo 0,4 per cento sul periodo precedente, in quanto le scorte e l'interscambio netto hanno pesato sull'attività, mentre la domanda interna finale è rimasta vigorosa. I consumi privati hanno registrato una forte espansione e gli investimenti hanno continuato a beneficiare del consolidamento delle infrastrutture di IA. Tuttavia, si è osservata una maggiore concentrazione delle fonti di crescita. In base alle stime, nel secondo trimestre l'attività legata alla tecnologia ha contribuito per un terzo alla crescita del PIL. Il tasso di risparmio delle famiglie è sceso al 2,7 per cento a giugno, mentre gli incrementi di ricchezza hanno interessato soprattutto le famiglie a reddito più elevato con consistenti partecipazioni azionarie, aumentando l'esposizione dei consumi a una correzione nei mercati finanziari. È probabile che si verifichi un aggiustamento rispetto ai livelli elevati della spesa per consumi osservati nel secondo trimestre, con il rallentamento delle vendite al dettaglio a luglio dovuto al venir meno dei fattori di sostegno temporanei e dell'anticipazione degli scambi. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe collocarsi al 2,0 per cento per ciascun anno dal 2026 al 2028. Rispetto alle proiezioni dello scorso giugno, la crescita è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2026, in seguito ai risultati inferiori registrati nel secondo trimestre, ma al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2027 e di 0,1 punti percentuali per il 2028, per effetto della maggiore tenuta dei consumi privati e dei più dinamici investimenti in infrastrutture per l'IA.

Negli Stati Uniti l'inflazione si conferma al di sopra dell'obiettivo, mentre i segnali provenienti dalle misure delle pressioni di fondo sui prezzi sono contrastanti. A luglio l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è scesa al 3,4 per cento per effetto del calo dei prezzi dei beni energetici, tuttavia, sono emerse pressioni sui prezzi di alcuni prodotti di consumo ad alta intensità tecnologica,

sebbene il loro peso nel paniere complessivo dell'inflazione sia limitato. A giugno l'inflazione di fondo misurata sulla spesa per consumi personali (SCP) è rimasta al di sopra del 3 per cento, mentre quella relativa alla media troncata è stata prossima al 2 per cento, evidenziando la divergenza tra le misure delle pressioni di fondo sui prezzi. Tale divergenza potrebbe riflettere la concentrazione degli shock dal lato dell'offerta sui beni energetici, su quelli interessati dai dazi e sui prodotti legati all'IA e rende difficile valutare in che misura le pressioni inflazionistiche si stiano attenuando. Al contempo, il mercato del lavoro appare sostanzialmente equilibrato e le pressioni salariali rimangono contenute: nel secondo trimestre l'indice del costo del lavoro è diminuito e la forte crescita della produttività ha limitato le pressioni sul costo del lavoro per unità di prodotto. In base alle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE, l'inflazione complessiva misurata sull'IPC dovrebbe collocarsi in media al 3,4 per cento nel 2026, per poi scendere al 2,9 nel 2027 e al 2,2 nel 2028. La proiezione per il 2026 è stata rivista al rialzo di 0,2 punti percentuali, principalmente a causa di risultati più positivi nel secondo trimestre e di prezzi più elevati per le importazioni legate all'IA. Nella riunione di luglio il Federal Open Market Committee (FOMC) ha mantenuto invariato, al 3,50-3,75 per cento, l'intervallo obiettivo per il tasso sui Federal Fund.

In Cina il deterioramento della domanda interna si è esteso al terzo trimestre, nonostante il sostegno continuo delle esportazioni e degli investimenti legati all'IA. Nel secondo trimestre del 2026 la crescita del PIL in termini reali è scesa allo 0,9 per cento sul periodo precedente, di riflesso alla debole domanda delle famiglie e al freno esercitato dai rincari dei beni energetici. Gli indicatori dell'attività relativi a luglio hanno sorpreso al ribasso: la crescita sui dodici mesi delle vendite al dettaglio, la produzione industriale e gli investimenti fissi si sono tutti rivelati nettamente inferiori alle previsioni di consenso. Il rallentamento nel comparto degli immobili residenziali ha continuato a gravare sul clima di fiducia, sui consumi e sugli investimenti, mentre l'indebolimento del reddito e delle condizioni del mercato del lavoro hanno contribuito ad aumentare le difficoltà per le famiglie. Un'indagine presso le famiglie condotta dalla banca centrale della Repubblica popolare cinese segnala un progressivo deterioramento della fiducia nel reddito futuro e nell'occupazione attuale, in linea con il rallentamento della crescita della massa salariale. Le esportazioni hanno continuato a evidenziare una buona tenuta, sostenute dalla domanda legata all'IA, ma anche le importazioni hanno registrato un forte aumento. L'avanzo commerciale della Cina nei confronti dell'Unione europea (UE) ha continuato ad ampliarsi, di riflesso alla limitata esposizione dell'UE alla domanda cinese di importazioni connesse all'IA. I prezzi all'esportazione sono usciti dal territorio negativo: a maggio 2026 i prodotti legati all'IA hanno rappresentato circa due terzi dell'inflazione all'esportazione totale. In base alle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe rallentare dal 5,1 per cento del 2025 al 4,5 nel 2026, al 4,3 nel 2027 e al 4,0 nel 2028. Rispetto alle proiezioni di giugno, la crescita è stata rivista al ribasso di 0,2 punti percentuali per il 2026 a seguito dei modesti risultati registrati nel secondo trimestre, ma al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2027, per effetto dei maggiori investimenti in infrastrutture per l'IA. L'inflazione complessiva misurata sull'IPC dovrebbe confermarsi contenuta e collocarsi all'1,2 per cento nel 2026, all'1,3 nel 2027 e all'1,5 nel 2028, in un contesto caratterizzato dal

persistente sottoutilizzo della capacità produttiva e dalla debole domanda delle famiglie.

Nel secondo trimestre l'attività economica del Regno Unito ha mostrato una tenuta superiore alle attese, mentre a luglio l'aumento delle bollette energetiche delle famiglie ha spinto al rialzo l'inflazione. Nel secondo trimestre del 2026 il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,4 per cento sul periodo precedente, sostenuto soprattutto dagli investimenti privati e dai consumi, e gli indicatori desunti dalle indagini hanno segnalato una crescita modesta all'inizio del terzo trimestre. In base alle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE, il PIL in termini reali dovrebbe crescere dell'1,2 per cento sia nel 2026 sia nel 2027 e dell'1,5 nel 2028. Le proiezioni per il 2026 e il 2027 sono state riviste al rialzo, rispettivamente di 0,2 e 0,1 punti percentuali, di riflesso ai risultati più positivi registrati nel secondo trimestre e all'attenuazione delle carenze dal lato dell'offerta. A luglio l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è salita al 2,9 per cento dal 2,6 di giugno, principalmente a causa dell'aumento del massimale per i prezzi regolamentati dell'energia, mentre l'inflazione di fondo è rimasta invariata, al 2,6 per cento. Le evidenze di effetti indiretti e di secondo impatto restano contenute, con l'attenuarsi delle aspettative di inflazione delle famiglie e il rallentamento della crescita salariale nel settore privato. L'inflazione complessiva dovrebbe collocarsi al 3,0 per cento nel 2026, al 2,7 nel 2027 e al 2,0 nel 2028. Nella riunione di luglio la Bank of England ha mantenuto il tasso di riferimento invariato al 3,75 per cento.

Nel secondo trimestre del 2026 la crescita dell'area dell'euro ha superato le aspettative, salendo allo 0,6 per cento sul periodo precedente, sostenuta dalla domanda interna e dalle esportazioni, nonché da una forte ripresa del PIL irlandese. Anche al netto dei dati volatili irlandesi, la crescita economica è rimasta vigorosa allo 0,3 per cento sul periodo precedente, nonostante il conflitto in Medio Oriente. Le informazioni recenti segnalano un proseguimento della crescita nel terzo trimestre, sebbene il panorama geopolitico rimanga problematico. Il settore manifatturiero dovrebbe continuare a beneficiare della spesa per la difesa e le tecnologie digitali, nonché dell'accumulo di scorte attuato dalle imprese per attenuare i rischi legati alle catene di approvvigionamento. Nel contempo, l'attività nel settore dei servizi dovrebbe proseguire il proprio recupero, dopo il netto indebolimento causato dallo shock energetico a seguito del conflitto in Medio Oriente, sostenuta tra l'altro dalla forte domanda legata all'intelligenza artificiale (IA). Al tempo stesso, le imprese sembrano essere caute nelle loro decisioni riguardanti il personale, riducendo le assunzioni ma anche evitando l'aumento degli esuberi, mantenendo invariato il tasso di disoccupazione. Nel medio periodo il rafforzamento dei consumi privati, gli investimenti nelle nuove tecnologie digitali e nell'attività legata all'IA, la spesa pubblica per la difesa e le infrastrutture, nonché una certa ripresa delle esportazioni, dovrebbero nel complesso sostenere la crescita.

Tale scenario si riflette nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE, che prevedono una crescita media del PIL in termini reali dello 0,9 per cento nel 2026, dell'1,4 nel 2027 e dell'1,5 nel 2028. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2026 dagli esperti dell'Eurosistema, la crescita del PIL è stata rivista lievemente al rialzo per il 2026, riflettendo una maggiore capacità di tenuta rispetto a quanto previsto, come mostrano gli inattesi dati al rialzo e gli indicatori positivi desunti dalle indagini. Gli andamenti più positivi del previsto nel 2026 implicano un effetto di trascinamento nel 2027 che determina una revisione al rialzo, mentre la crescita complessiva resta invariata per il 2028. Le prospettive economiche per l'area dell'euro rimangono molto incerte, in un contesto caratterizzato dal protrarsi del conflitto in Medio Oriente e dalla perdurante volatilità dei prezzi dell'energia. Per tenere conto di tale incertezza, lo scenario di base è integrato da versioni aggiornate degli scenari aggiuntivi presentati nelle proiezioni di giugno 2026: uno più moderato, uno avverso e uno grave³.

Nel secondo trimestre del 2026 l'economia dell'area dell'euro ha mostrato una buona capacità di tenuta, con una crescita generalizzata in vari settori e paesi.

Secondo la più recente stima dell'Eurostat, nel secondo trimestre del 2026, il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,6 per cento su base trimestrale, dopo una crescita nulla nel trimestre precedente. Al netto dei dati volatili relativi all'Irlanda, la crescita del PIL in termini reali è stata pari allo 0,3 per cento, invariata rispetto al primo trimestre. Nel secondo trimestre la dinamica della crescita delle componenti della domanda interna ha subito una variazione (cfr. il grafico 3). Sia la

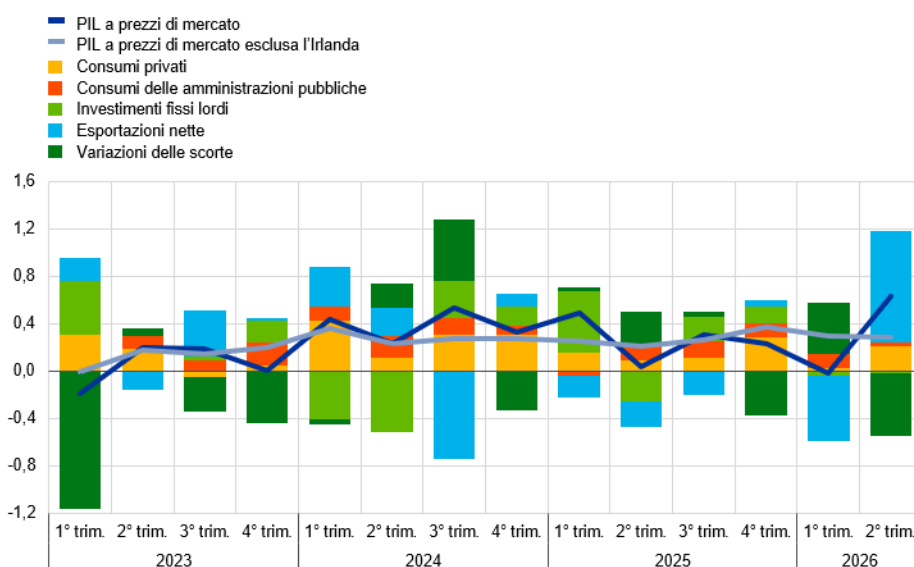
³ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2026](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 10 settembre 2026.

crescita dei consumi privati sia quella dei consumi pubblici sono rimaste positive, mentre gli investimenti hanno subito un'ulteriore lieve contrazione. Allo stesso tempo, le variazioni delle scorte hanno contribuito negativamente alla crescita del PIL. Sebbene l'interscambio netto sia risultato fortemente positivo nei dati relativi al complesso dell'area, è risultato più moderato al netto dei flussi commerciali irlandesi. Nel secondo trimestre la produzione è stata trainata sia dall'industria sia dai servizi, questi ultimi sostenuti nuovamente da quelli del settore informazione e comunicazione. Lo slancio nel settore delle costruzioni si è rafforzato rispetto al primo trimestre, determinando una ripresa della crescita. Gli andamenti nel settore manifatturiero sono stati in gran parte positivi nelle diverse economie dell'area, ma hanno risentito fortemente della volatilità di alcuni dati nazionali, in particolare di un aumento del 22 per cento in Irlanda. Pur affrontando ancora circostanze avverse derivanti da maggiori dazi e incertezza geopolitica, il settore è anche sostenuto dall'aumento della produzione legato all'industria della difesa. Nonostante le notevoli differenze tra paesi, nel secondo trimestre del 2026 la maggior parte degli Stati membri ha registrato una crescita positiva del PIL.

Grafico 3

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

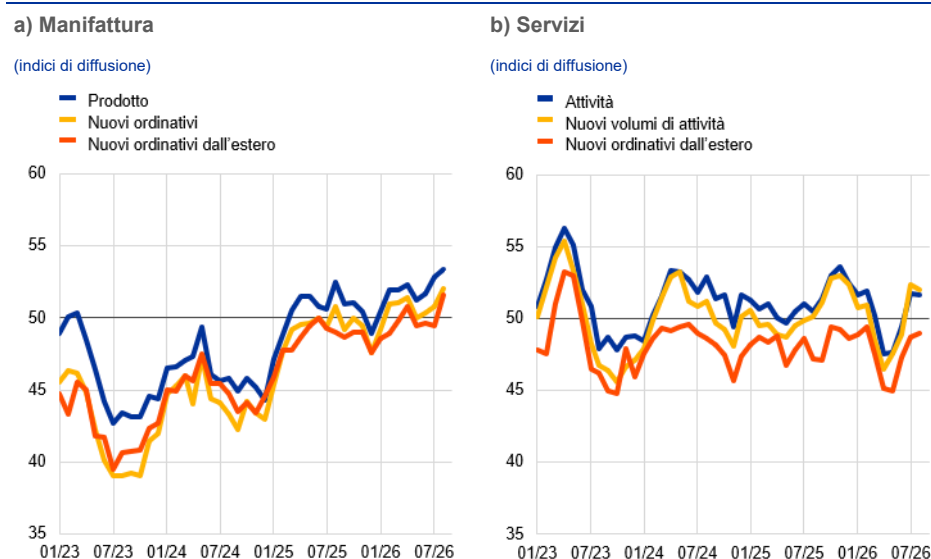
Note: il grafico mostra anche il PIL al netto dei dati relativi all'Irlanda, considerata la loro particolare volatilità. Tuttavia, per le sottocomponenti, la scomposizione del PIL include anche l'Irlanda. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026.

Le informazioni recenti segnalano il protrarsi della crescita dell'attività economica nel terzo trimestre del 2026, nonostante il panorama geopolitico rimanga difficile. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto dell'area dell'euro è salito a una media di 52,0 a luglio e agosto, registrando un netto miglioramento rispetto ai segnali di contrazione osservati nel secondo trimestre (49,1). Tale miglioramento ha interessato tutti i settori, a indicare una perdurante capacità di tenuta dell'area. Mentre l'indice della produzione manifatturiera è salito da 51,8 a 53,1 nello stesso periodo, l'indice dell'attività nei servizi ha segnato un recupero da 48,2 a 51,7 (cfr. il grafico 4). Ciò suggerisce che il settore manifatturiero dovrebbe mantenere una

buona capacità di tenuta grazie alla spesa per difesa e infrastrutture nonché alle imprese che accumulano scorte per mitigare i rischi legati alle catene di approvvigionamento⁴. Nel contempo, l'attività nel settore dei servizi dovrebbe continuare a recuperare, dopo il marcato indebolimento indotto dallo shock energetico. I risultati delle indagini prospettiche sui nuovi ordinativi indicano un miglioramento più marcato per i servizi rispetto all'industria. Inoltre, sebbene i tempi di consegna dei fornitori siano ritenuti più lunghi del normale, a luglio e agosto si sono ridotti rispetto al secondo trimestre. Le indagini della Commissione europea presso le imprese e i consumatori delineano, nel terzo trimestre, un analogo quadro di rafforzamento nei vari settori.

Grafico 4

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2026.

Il mercato del lavoro continua a indebolirsi, ma a un ritmo più lento rispetto agli ultimi mesi. Le imprese hanno continuato a ridurre le assunzioni, con un tasso di crescita dell'occupazione sul periodo corrispondente diminuito lievemente, allo 0,50 per cento, nel secondo trimestre del 2026, dallo 0,53 del primo trimestre e da una media dello 0,7 per cento nel 2025. Al tempo stesso, l'adeguamento delle forze di lavoro sembra essere graduale, senza un aumento significativo dei licenziamenti, mantenendo il tasso di disoccupazione al 6,4 per cento a luglio, invariato rispetto a giugno. Il tasso di disoccupazione è rimasto sostanzialmente stabile dalla metà del 2024 (cfr. il grafico 5). Inoltre, nel secondo trimestre la crescita delle forze di lavoro ha subito un rallentamento rispetto al trimestre precedente, riflettendo in parte un calo dell'immigrazione, che aveva fortemente sostenuto tale crescita tra il 2022 e il 2024 (cfr. il riquadro 3). In concomitanza con la moderazione della crescita dell'occupazione e con la ripresa dell'aumento del PIL, la crescita sul periodo corrispondente della produttività è salita allo 0,7 per cento nel secondo trimestre, dopo un aumento nullo nel primo. Anche la produttività, al netto degli effetti della

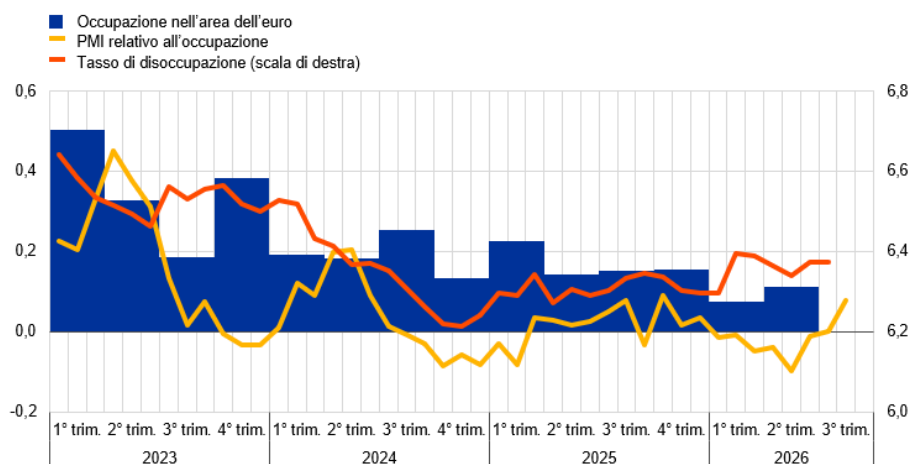
⁴ Cfr. l'articolo 2 *Spesa per la difesa e relativi effetti macroeconomici a breve e a più lungo termine* in questo numero del Bollettino.

volatilità dei dati sul PIL irlandese, è salita dello 0,7 per cento sul periodo corrispondente nel secondo trimestre, evidenziando una ripresa persistente e in rafforzamento negli ultimi trimestri.

Grafico 5

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50, poi diviso per 10 per misurare la crescita dell'occupazione sul trimestre precedente. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026 per l'occupazione nell'area dell'euro, ad agosto 2026 per il PMI relativo all'occupazione e a luglio 2026 per il tasso di disoccupazione.

Gli indicatori di breve periodo suggeriscono che l'indebolimento del mercato del lavoro potrebbe mostrare i primi segnali di raggiungimento del punto di minimo. L'indice PMI composito mensile relativo all'occupazione è aumentato ad agosto per il terzo mese consecutivo. I sottoindici riguardanti i servizi e il settore manifatturiero sono aumentati, segnalando un clima di fiducia ancora contenuto ma in lieve miglioramento, mentre il sottoindice per le costruzioni è diminuito. Allo stesso tempo, le offerte di lavoro online pubblicate sulla piattaforma Indeed hanno continuato a diminuire ad agosto, sebbene a un ritmo inferiore rispetto agli ultimi mesi, e le informazioni qualitative desunte dagli annunci degli utili societari suggeriscono che le imprese discutono meno di assunzioni e licenziamenti. Inoltre, i timori che il conflitto in Medio Oriente possa lasciare un segno significativo sul mercato del lavoro non si sono finora concretizzati e le aziende che hanno partecipato all'indagine sull'accesso al credito delle imprese hanno segnalato che il conflitto ha avuto un impatto minimo sulle loro aspettative di occupazione (cfr. il riquadro 2).

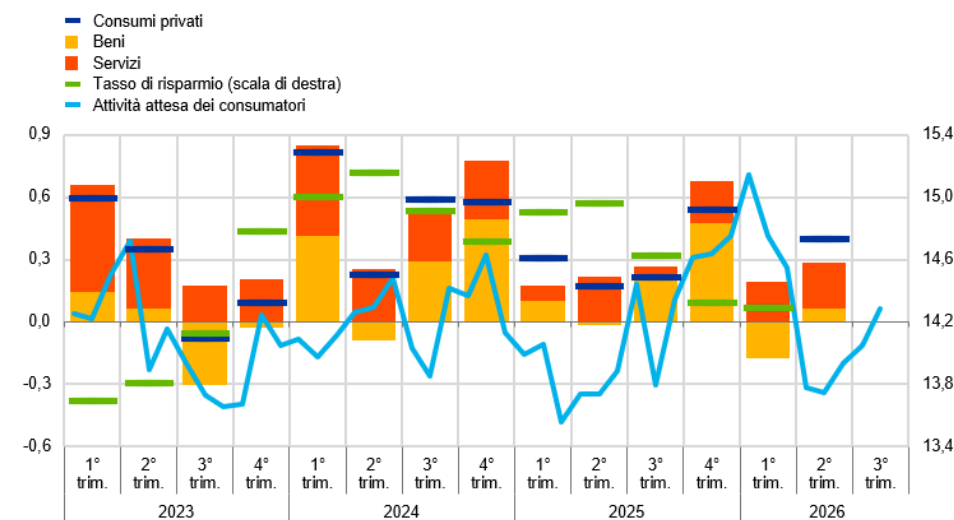
I consumi privati hanno mostrato un'accelerazione nel secondo trimestre del 2026, ma è probabile che lo slancio si attenui nel breve periodo. Nel secondo trimestre del 2026 i consumi privati sono cresciuti dello 0,4 per cento in termini congiunturali, dopo aver mostrato un incremento pari a zero nel periodo precedente (cfr. il grafico 6). La spesa interna è stata sostenuta sia dai servizi, in un contesto di flussi turistici favorevoli, sia dai beni, nonostante un calo della spesa per beni non durevoli. Il tasso di risparmio è rimasto stabile al 14,3 per cento nel primo trimestre.

Per quanto riguarda il terzo trimestre, gli indicatori ad alta frequenza segnalano una moderazione nell'andamento dei consumi delle famiglie, con il graduale dispiegarsi dell'impatto economico della guerra in Medio Oriente (cfr. il riquadro 4). A luglio le vendite al dettaglio sono diminuite dello 0,6 per cento sul mese precedente, collocandosi su un livello inferiore dello 0,4 per cento rispetto alla media del secondo trimestre, principalmente a causa di un calo delle vendite online, nonché di apparecchiature elettroniche e carburante. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea in media ha segnato una ripresa a luglio e agosto, principalmente per effetto delle aspettative delle famiglie sulle prospettive economiche generali. Tale recupero sta aiutando i servizi a riprendersi dallo shock iniziale legato all'energia. In base alle indagini della Commissione europea presso le imprese in diversi settori, anche l'attività attesa dei servizi ai consumatori è aumentata a luglio e agosto, trainata da commercio al dettaglio, servizi di alloggio e ristorazione, servizi di viaggio e prodotti alimentari, in parte compensata dai prodotti energetici. Tali segnali sono stati confermati dall'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), che ha segnalato un parziale recupero della fiducia e della spesa dei consumatori a luglio, soprattutto per le voci discrezionali quali i servizi di viaggio. In prospettiva, gli elevati prezzi dell'energia e l'incertezza legata al conflitto in Medio Oriente dovrebbero gravare sui consumi. Inoltre, secondo l'indagine CES e l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, le condizioni di offerta di credito restrittive, seppure in fase di attenuazione, potrebbero gravare ulteriormente sulla dinamica della spesa delle famiglie. Tuttavia, tali effetti negativi potrebbero essere attenuati dalla tenuta delle dinamiche di reddito e ricchezza, che hanno sostenuto i consumi privati dalla fine del 2022, in un contesto di livelli di indebitamento e di leva finanziaria delle famiglie storicamente bassi.

Grafico 6

Consumi delle famiglie, attività attesa dei consumatori e risparmi delle famiglie

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "attività attesa dei consumatori" si riferisce a una media ponderata delle aspettative delle imprese per i tre mesi successivi con riguardo alla produzione per il settore manifatturiero, all'occupazione nel settore delle costruzioni, all'attività commerciale e alla domanda di servizi desunte dall'indagine della Commissione europea presso le imprese, calcolata in base alle quote settoriali dei consumi privati dell'area dell'euro ricavate dalle tavole input-output di FIGARO per il 2023. La serie è standardizzata per l'intero campione a partire da gennaio 1999. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2026 per il tasso di risparmio, al secondo trimestre del 2026 per i consumi privati e ad agosto 2026 per l'attività attesa dei consumatori.

Gli investimenti delle imprese hanno subito una lieve contrazione nel secondo trimestre del 2026, ma dovrebbero accelerare nella seconda metà dell'anno, sostenuti dal protrarsi della spesa per la digitalizzazione e dall'espansione della difesa. Nel secondo trimestre dell'anno gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (al netto della componente volatile relativa ai prodotti di proprietà intellettuale irlandesi) hanno subito una contrazione dello 0,1 per cento sul periodo precedente, in un contesto di accresciuta incertezza e di elevati costi dell'energia (cfr. il pannello a) del grafico 7). Gli investimenti immateriali hanno fornito un contributo positivo, mentre macchinari e attrezzature hanno gravato sugli investimenti delle imprese. Le attività sia materiali sia immateriali stanno acquisendo slancio nel terzo trimestre del 2026, come mostra la crescente fiducia nei settori dei beni di investimento e dei servizi digitali. Gli investimenti attesi nella seconda metà del 2026 e oltre continuano a essere trainati dalle tecnologie di IA e dalla digitalizzazione. Gli investimenti materiali vengono sostenuti dalla domanda di hardware legato all'IA, robotizzazione e prodotti per la difesa, soprattutto nei paesi produttori di semiconduttori. Secondo un'indagine della Commissione europea, al momento nel settore dei beni di investimento la domanda è un fattore meno limitante rispetto allo spazio a disposizione e alle attrezzature. Gli investimenti immateriali continuano a essere stimolati dalla digitalizzazione. L'espansione dei cloud e l'adozione dell'intelligenza artificiale stanno portando all'attuale e sempre crescente costruzione di centri dati nei paesi dell'Europa meridionale, grazie alla presenza di energie rinnovabili e di terreni e all'accesso ai fondi del Next Generation EU. Allo stesso tempo, la carenza di lavoratori qualificati e le preoccupazioni circa la disponibilità di energia, la complessità delle autorizzazioni e l'attuazione di nuovi regolamenti dell'UE pongono sfide alla digitalizzazione. In prospettiva, la crescita

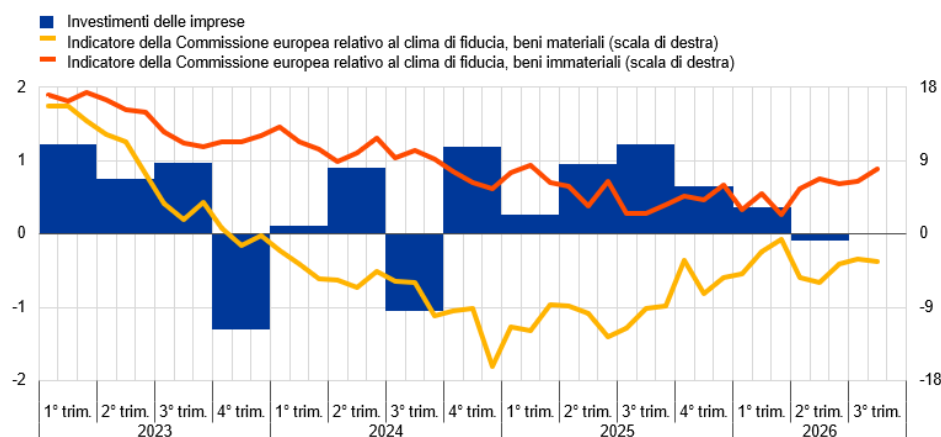
degli investimenti dovrebbe essere sostenuta dall'aumento della domanda, dal crescente margine operativo lordo e dal miglioramento del clima di fiducia, mentre i più elevati tassi di interesse e l'incertezza riguardo al Medio Oriente continuano a esercitare un freno (cfr. il riquadro 2).

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini

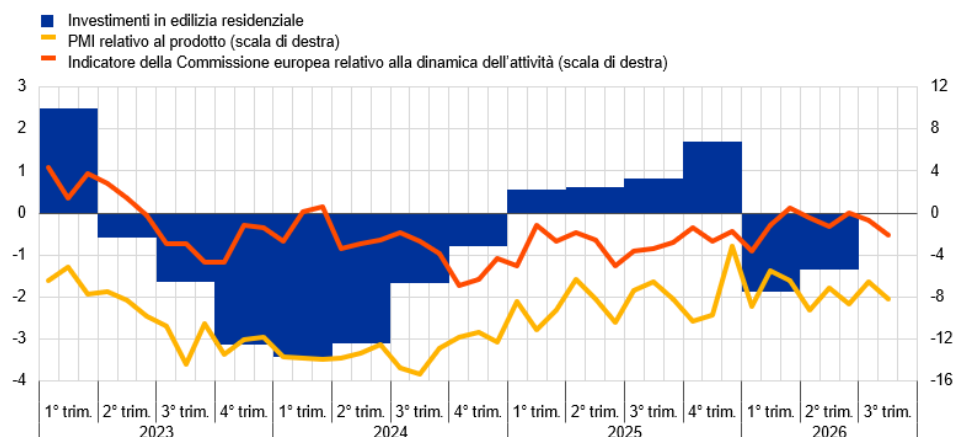
a) Investimenti delle imprese

(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. Per gli indicatori di fiducia, "beni materiali" si riferisce al settore dei beni di investimento (produttori di macchinari e attrezzature materiali) mentre "beni immateriali" si riferisce a una media ponderata dei sottosettori che forniscono investimenti legati a prodotti di proprietà intellettuale, ovvero attività editoriali (NACE J58); programmazione e consulenza informatica (NACE J62); attività dei servizi di informazione (NACE J63). Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla valutazione della media ponderata, da parte del settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione, circa l'andamento dell'attività nei tre mesi precedenti, standardizzata per ottenere la medesima 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 secondo trimestre del 2026 per gli investimenti e ad agosto 2026 per il PMI relativo al prodotto e gli indicatori della Commissione europea.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno continuato a diminuire nel secondo trimestre del 2026, ma dovrebbero tornare a segnare valori di crescita positivi nel breve periodo. Nel secondo trimestre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti dell'1,3 per cento sul periodo corrispondente, dopo un calo dell'1,9 per cento nel trimestre precedente (cfr. il

pannello b) del grafico 7). Il calo è stato relativamente generalizzato tra i maggiori paesi dell'area dell'euro, ma particolarmente accentuato in Italia, dove i deboli risultati potrebbero in parte riflettere effetti di calendario legati alla graduale revoca degli incentivi finanziari per la ristrutturazione di immobili. Nel contempo, la produzione nelle costruzioni e nei lavori specializzati di costruzione nel secondo trimestre è stata superiore, in media, dello 0,8 per cento rispetto al trimestre precedente. Gli indicatori dell'attività desunti dalle indagini forniscono segnali contrastanti per il terzo trimestre: se da un lato il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale, a luglio e agosto si è collocato, in media, al di sopra del livello del secondo trimestre, dall'altro l'indicatore della Commissione europea relativo alle recenti tendenze dell'attività nei settori delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione è sceso al di sotto del livello segnato nel secondo trimestre e i vincoli meteorologici hanno raggiunto massimi storici. Contemporaneamente, le concessioni edilizie residenziali hanno continuato ad aumentare, con un tasso di crescita sui tre mesi precedenti che a maggio si è collocato all'1,2 per cento. Secondo l'indagine della Commissione europea presso i consumatori, le intenzioni delle famiglie di intraprendere lavori di ristrutturazione di immobili residenziali sono risalite nel terzo trimestre, mentre quelle di acquistare o costruire un'abitazione sono rimaste sostanzialmente stabili. Tuttavia, l'indagine della BCE sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio evidenzia un indebolimento della domanda di credito: le banche segnalano una minore domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni nel secondo trimestre e si attendono un ulteriore calo nel terzo trimestre. Nel complesso, è probabile che gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale tornino a registrare una crescita positiva nel breve periodo, sebbene ci si attenda che la ripresa resti graduale.

Il recente rialzo delle esportazioni di beni dall'area dell'euro non denota ancora un rafforzamento generalizzato della dinamica delle esportazioni. Nel trimestre conclusosi a giugno, i volumi delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area sono aumentati del 2,1 per cento, dopo un primo trimestre debole. Anche i dati di contabilità nazionale relativi al secondo trimestre evidenziano un aumento delle esportazioni complessive del 3,4 per cento sul trimestre precedente. Questo dato, tuttavia, deve essere interpretato con cautela, in quanto influenzato dalla volatilità delle esportazioni irlandesi legata all'attività delle imprese multinazionali, solo limitatamente collegate alla dinamica di fondo degli scambi commerciali dell'area dell'euro. A giugno sono aumentate anche le esportazioni verso gli Stati Uniti, sebbene tale aumento abbia riguardato beni non direttamente interessati dai dazi, tra cui alcuni prodotti connessi all'IA come apparecchiature informatiche di calcolo, memorizzazione, archiviazione e networking per i centri dati. Le esportazioni soggette ai dazi, invece, hanno continuato a indebolirsi. Da ciò si evince che le più elevate barriere commerciali imposte dagli Stati Uniti lo scorso anno potrebbero ancora gravare sulle categorie colpite. Gli indicatori desunti dalle indagini sono rimasti modesti: il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero è tornato a riaffacciarsi in territorio positivo dopo quattro anni e mezzo, anche se nel settore tecnologico gli ordinativi dall'estero hanno continuato a evidenziare una dinamica relativamente vigorosa, sostenuta dal consolidamento delle infrastrutture di IA a livello globale. Il conflitto in Medio Oriente sembra aver prodotto effetti meno destabilizzanti di quanto precedentemente atteso, con vincoli dal lato dell'offerta ancora limitati e in

attenuazione, anche se i più elevati livelli di costi e incertezza continuano a gravare sulle prospettive. Nel complesso, secondo le proiezioni le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero crescere più lentamente rispetto alla domanda estera nel breve periodo, determinando un ulteriore calo delle relative quote di mercato. Tale calo riflette in parte il recente vigore della domanda mondiale di beni connessi all'IA, in particolare di fondamentali componenti hardware di calcolo, memorizzazione e networking per i centri dati, un settore in cui l'area dell'euro è meno specializzata rispetto ai suoi concorrenti. Nel resto dell'orizzonte temporale di proiezione le quote di mercato dovrebbero continuare a risentire delle più ampie sfide di competitività. Dal lato delle importazioni, i dati di contabilità nazionale mostrano un rialzo dell'1,5 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre, implicando un contributo positivo dell'interscambio netto alla crescita del PIL dell'area dell'euro di 0,9 punti percentuali.

Lo scenario di base delle proiezioni prevede una crescita annua del PIL in termini reali dello 0,9 per cento nel 2026, dell'1,4 nel 2027 e dell'1,5 nel 2028.

Rispetto all'esercizio dello scorso giugno, la crescita del PIL per il 2026 è stata rivista lievemente al rialzo, a seguito delle indicazioni positive derivanti da dati inattesi e dagli indicatori desunti dalle indagini, che implicano un effetto di trascinamento nel 2027. Su un orizzonte di breve termine, le prospettive per la crescita sono migliorate rispetto allo scorso esercizio di proiezione degli esperti, in particolare per effetto della tenuta dei consumi privati e della spesa pubblica. Nel medio periodo, la graduale flessione dei prezzi dell'energia e il vigore del mercato del lavoro dovrebbero sostenere il reddito delle famiglie e, di conseguenza, i consumi. La crescita sarà sempre più alimentata dagli investimenti delle imprese e nell'edilizia residenziale. L'espansione delle esportazioni dovrebbe beneficiare dell'aumento della domanda esterna, ma è frenata dalle sfide di competitività e dall'incertezza riguardante le politiche commerciali a livello mondiale. Le prospettive economiche per l'area dell'euro restano molto incerte nell'attuale contesto caratterizzato dal conflitto in corso in Medio Oriente e dalla perdurante volatilità dei prezzi dell'energia. Per tener conto di tale incertezza, lo scenario di base è integrato da versioni aggiornate dei tre scenari alternativi delineati nelle proiezioni di giugno 2026: uno più moderato, uno avverso e uno grave (cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2026](#)).

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è aumentata al 3,3 per cento ad agosto 2026, in rialzo dal 2,9 di luglio. Tale aumento è stato determinato da un'impennata dell'inflazione dei beni energetici provocata dal conflitto in Medio Oriente, mentre l'inflazione dei beni alimentari è rimasta invariata⁵. Ad agosto lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è sceso al 2,4 per cento, dal 2,5 di luglio, a causa di un calo dell'inflazione dei servizi che ha ampiamente compensato l'aumento dell'inflazione dei beni industriali non energetici (NEIG). Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste sostanzialmente stabili negli ultimi mesi. Finora, le retribuzioni non hanno mostrato una risposta significativa allo shock energetico. Il tasso di crescita su base annua del costo del lavoro per dipendente è sceso al 3,3 per cento nel secondo trimestre del 2026, dal 3,5 del primo trimestre dell'anno.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE prevedono che l'inflazione complessiva si collochi in media al 3,0 per cento nel 2026, per poi scendere al 2,5 nel 2027 e al 2,1 nel 2028⁶. Rispetto all'esercizio condotto lo scorso giugno dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione complessiva resta invariata per il 2026, ma è stata rivista al rialzo per il 2027 e il 2028. Le prospettive restano molto incerte, con rischi al rialzo per l'inflazione. Per illustrare tale incertezza, lo scenario di base delle proiezioni è integrato con versioni aggiornate dei tre scenari alternativi contenuti nelle proiezioni di giugno 2026. Questi differiscono per quanto riguarda le ipotesi concernenti l'entità e la persistenza del conflitto in Medio Oriente e dello shock sui prezzi dell'energia, l'impatto dello shock sul contesto internazionale e sull'incertezza, l'intensità degli effetti indiretti e di secondo impatto sull'inflazione.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC è salita al 3,3 per cento ad agosto, dal 2,9 del mese precedente (cfr. il grafico 8). Tale aumento è stato determinato da un'impennata dell'inflazione dei beni energetici, parallelamente a un'inflazione dei beni alimentari stabile e a un lieve calo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è salito al 14,3 per cento ad agosto, dal 10,3 di luglio, a causa di un aumento dei prezzi dell'energia del 2,9 per cento sul mese precedente e di un notevole effetto base positivo⁷. Ad agosto l'inflazione dei beni alimentari si è collocata all'1,2 per cento, invariata rispetto a luglio. All'interno della componente alimentare, ad agosto l'inflazione è scesa dallo 0,7 per cento di luglio allo 0,6 per i prodotti trasformati, mentre per quelli non trasformati è salita al 2,7 per cento, dal 2,4 dello stesso periodo. Le variazioni sul mese precedente dei prezzi degli alimentari non trasformati sono state superiori al solito per il mese di agosto, riflettendo

⁵ I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 9 settembre 2026. Secondo i dati completi sullo IAPC pubblicati dall'Eurostat il 17 settembre 2026, ad agosto nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi si è attestata al 3,2 per cento.

⁶ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2026](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 10 settembre 2026.

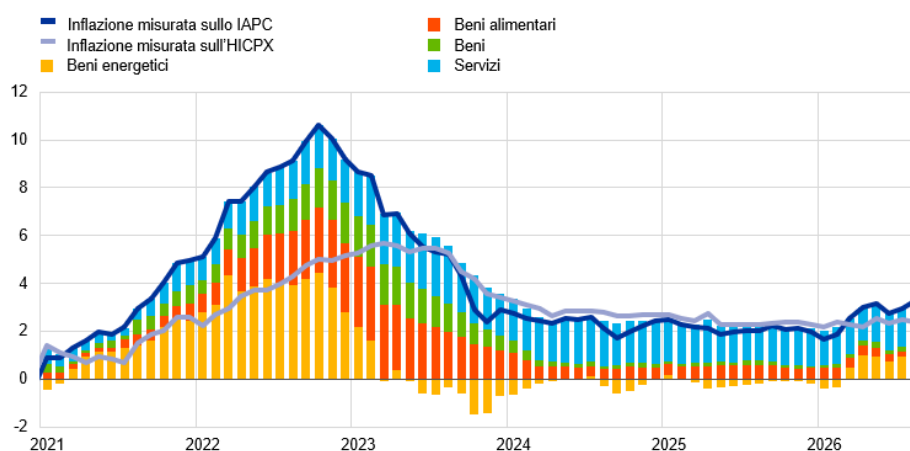
⁷ Per un'analisi dei prezzi di elettricità e gas corrisposti dai consumatori, cfr. il riquadro 4 *La trasmissione disomogenea dei prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità alle bollette dei consumatori* in questo numero del Bollettino.

probabilmente una certa pressione al rialzo derivante dalle condizioni di caldo estremo e siccità che hanno interessato l'Europa durante l'estate. Ad agosto l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare è scesa al 2,4 per cento, dal 2,5 del mese precedente. Tale diminuzione è riconducibile al calo dell'inflazione dei servizi, dal 3,3 al 3,0 per cento, che ha ampiamente compensato l'aumento dell'inflazione dei beni industriali non energetici, dallo 0,9 all'1,2 per cento.

Grafico 8

Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

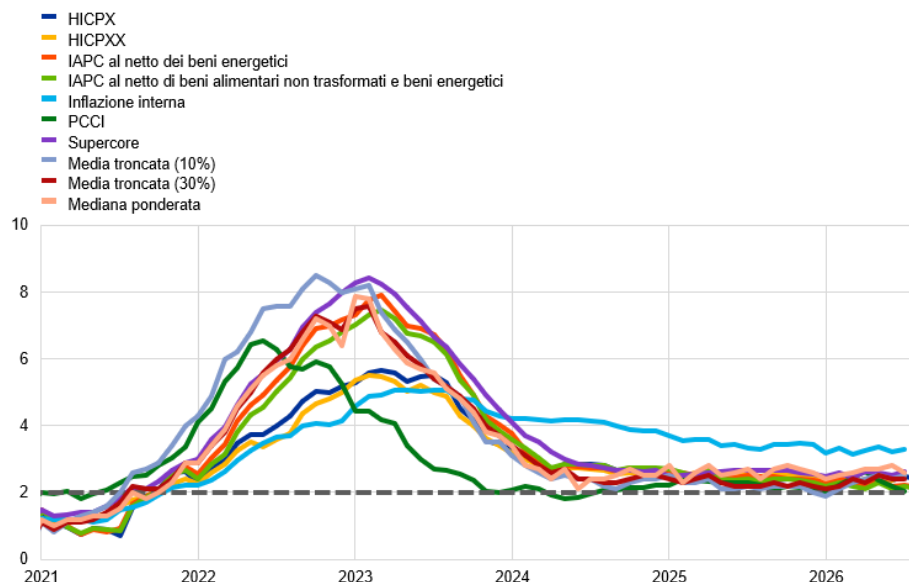
Note: la voce "Beni" si riferisce ai beni industriali non energetici. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2026 (stima preliminare).

Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste sostanzialmente stabili negli ultimi mesi (cfr. il grafico 9), collocandosi tra il 2,1 e il 2,6 per cento a luglio 2026. Dopo essere aumentate lievemente a luglio, le misure dell'inflazione basate sull'esclusione di alcune componenti disponibili per agosto si sono lievemente allentate. In merito alle misure basate su modelli, la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component, PCCI) è scesa al 2,1 per cento a luglio, dal 2,2 di giugno, rimanendo tuttavia invariata al 2,1 per cento se si esclude l'energia. Contemporaneamente, l'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è salito lievemente, dal 2,5 per cento al 2,6. Nello stesso periodo anche l'inflazione interna, che include voci a basso contenuto di importazioni (prevalentemente riferite ai servizi) è aumentata, portandosi dal 3,2 al 3,3 per cento.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari; l'acronimo HICPXX indica lo IAPC al netto delle componenti energetiche, alimentari e delle voci relative a viaggi, abbigliamento e calzature. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2026 (stima preliminare) per HICPX, HICPXX e IAPC al netto dei beni energetici e a luglio 2026 per le restanti misure.

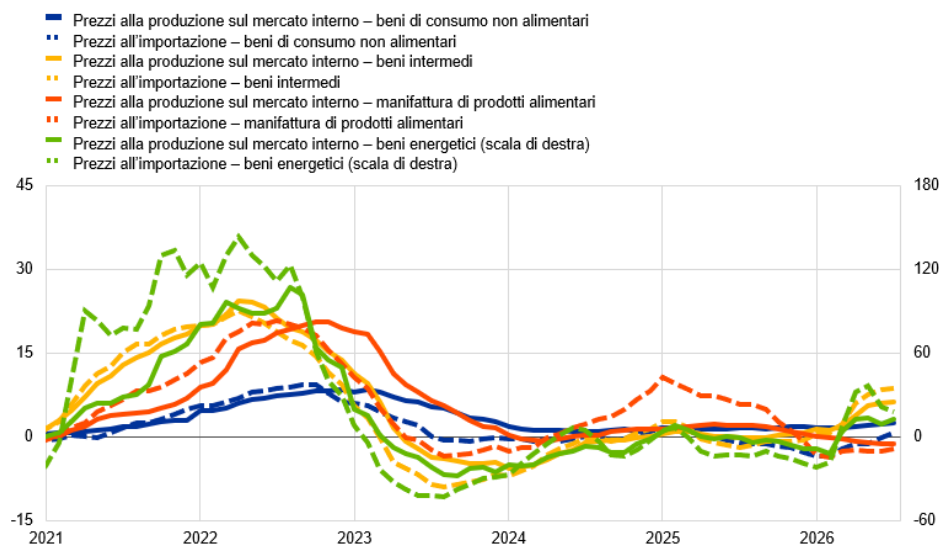
A luglio 2026 le misure delle pressioni inflazionistiche sono aumentate nella maggior parte delle fasi della catena di formazione dei prezzi (cfr. il grafico 10).

Agli stadi iniziali della catena, l'inflazione alla produzione dei beni energetici è salita al 12,9 per cento a luglio 2026, dall'8,8 di giugno, mentre quella relativa ai prezzi all'importazione dei beni energetici è scesa al 18,2 per cento, dal 21,8 dello stesso periodo. Tuttavia, entrambe le misure sono rimaste elevate, suggerendo il protrarsi di forti pressioni sui prezzi legate all'energia. Anche per quanto riguarda i beni intermedi le pressioni sono rimaste elevate, sulla scia dei forti aumenti dei tassi di inflazione per i prezzi alla produzione interna e all'importazione, balzati rispettivamente al 6,3 e all'8,8 per cento a luglio. Nello stesso mese, agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, gli indicatori delle pressioni inflazionistiche sui beni di consumo non alimentari hanno segnalato spinte più forti, con incrementi sia dell'inflazione all'importazione sia di quella alla produzione sul mercato interno, aumentate rispettivamente allo 0,7 e al 2,4 per cento. In seguito alle forti pressioni durante il 2025, la dinamica dei prezzi degli alimentari è rimasta debole, saldamente in territorio negativo. Per i beni alimentari processati il tasso di crescita su base annua dei prezzi alla produzione è rimasto invariato, al -1,2 per cento a luglio, interrompendo la graduale tendenza al ribasso iniziata a settembre 2025, mentre per i prezzi all'importazione si è registrato un lieve aumento al -2,0 per cento a luglio, dal -2,6 di giugno. Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici e alimentari, nonché più in generale le pressioni inflazionistiche, sono oggetto di un attento monitoraggio, a causa del conflitto in corso in Medio Oriente.

Grafico 10

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2026.

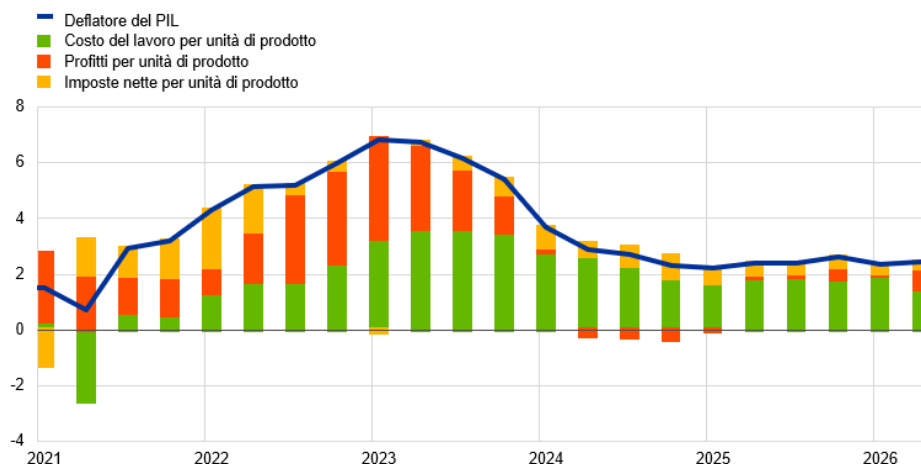
Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono rimaste invariate al 2,4 per cento nel secondo trimestre del 2026 (cfr. il grafico 11). Ciò riflette un calo dei contributi del costo del lavoro per unità di prodotto (dal 2,0 all'1,5 per cento) e delle imposte per unità di prodotto (dallo 0,3 allo 0,2 per cento), controbilanciato da un aumento dei contributi forniti dagli utili unitari (dallo 0,1 allo 0,7 per cento). La diminuzione del tasso di crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per unità di prodotto (dal 3,5 al 2,6 per cento) è stata determinata da un aumento della crescita della produttività del lavoro (dallo 0,0 allo 0,7 per cento), rafforzato dal minore tasso di crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per dipendente (dal 3,5 al 3,3 per cento). Quest'ultima flessione rispecchia un calo della crescita delle retribuzioni contrattuali, che nel secondo trimestre del 2026 ha rallentato al 2,4 per cento, dal 2,6 del periodo precedente, nonché una lieve diminuzione del contributo fornito dalla componente eccedente i minimi contrattuali, sceso da 1,0 a 0,9 punti percentuali nello stesso periodo. In prospettiva, l'indice salariale della BCE, aggiornato con i dati sugli accordi negoziati fino alla fine di agosto 2026, suggerisce che le pressioni sulle retribuzioni contrattuali si stabilizzeranno al 2,6 per cento nel 2026, per poi aumentare lievemente al 2,7 per cento nella prima metà del 2027⁸. Le proiezioni formulate a settembre 2026 prevedono un rallentamento del tasso di crescita sui dodici mesi del costo del lavoro dipendente, dal 3,8 per cento del 2025 al 3,3 nel 2026. Nel 2027 e nel 2028 dovrebbe rimanere al 3,3 per cento, al di sopra della sua media di lungo periodo, sostenuto dal miglioramento delle prospettive economiche e dalla tenuta del mercato del lavoro. L'atteso calo dell'inflazione dovrebbe mantenere moderate le pressioni salariali.

⁸ Per ulteriori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BCE [New data release: ECB wage tracker points to stable negotiated wage pressures in 2026](#) del 17 giugno 2026.

Grafico 11

Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo del lavoro per dipendente apporta un contributo positivo alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto. Il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026.

Nel periodo in esame, compreso tra l'11 giugno e il 9 settembre 2026, le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati sono lievemente aumentate in un contesto di accresciuta volatilità, mentre le aspettative di inflazione a più lungo termine erano ancora saldamente ancorate intorno al 2 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 12). Le prospettive di inflazione a breve termine degli investitori hanno pressoché rispecchiato le oscillazioni dei corsi petroliferi e sono rimaste altamente sensibili all'incertezza sull'evoluzione del conflitto in Medio Oriente. Dopo la firma del protocollo d'intesa tra Stati Uniti e Iran il 17 giugno 2026, le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati sono diminuite. Tuttavia, in seguito al riacutizzarsi delle tensioni e all'aumento dei corsi petroliferi, all'inizio di luglio erano salite al di sopra dei livelli osservati prima del 17 giugno. Alla fine del periodo in esame, il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale era salito di circa 15 punti base, collocandosi al 2,3 per cento. Per le scadenze a medio e più lungo termine le misure di compensazione dell'inflazione sono rimaste relativamente stabili, senza variazioni significative nel periodo in esame per il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale, pari al 2,2 per cento circa. Una volta corrette per i premi per il rischio di inflazione, le misure delle aspettative di inflazione a medio e lungo termine ricavate dai mercati sono rimaste saldamente ancorate intorno al 2 per cento. Sia nell'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il terzo trimestre del 2026, sia nell'edizione di settembre 2026 dell'indagine della BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), la media e la mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono mantenute al 2 per cento.

Grafico 12

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

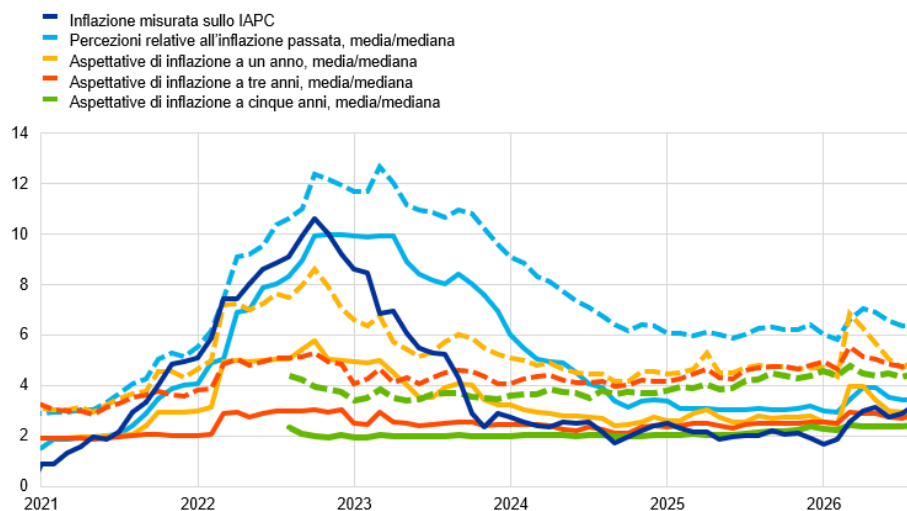
a) Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: Il pannello a) mostra i tassi swap a termine indicizzati all'inflazione su due diversi orizzonti temporali per l'area dell'euro. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 giugno 2026). Nel pannello b) le linee tratteggiate indicano il tasso medio e le linee continue quello mediano. Per il pannello a) le ultime osservazioni si riferiscono al 9 settembre 2026. Per il pannello b) le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2026 sia per l'inflazione misurata sullo IAPC (stima preliminare) sia per l'indagine sulle aspettative dei consumatori.

Le aspettative di inflazione a breve e medio termine dei consumatori sono aumentate ad agosto 2026, mentre le percezioni riguardo all'inflazione passata sono rimaste invariate (cfr. il pannello b) del grafico 12). Secondo l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori di agosto 2026, il tasso mediano dell'inflazione percepita nei dodici mesi precedenti si è mantenuto stabile al 3,5 per cento⁹. Le aspettative mediane per l'inflazione nei dodici mesi successivi sono

⁹ La raccolta dei dati dell'edizione di agosto 2026 dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectation Survey, CES) si è conclusa il 24 agosto 2026.

lievemente aumentate, al 3,0 per cento, dal 2,9 di luglio, mentre quelle a tre anni sono salite dal 2,7 al 2,9 per cento nello stesso periodo. Allo stesso tempo, le aspettative mediane di inflazione a cinque anni sono aumentate di 0,1 punti percentuali, collocandosi al 2,5 per cento. Analizzando la volatilità mensile, le aspettative di inflazione dei consumatori restano al di sopra dei livelli osservati prima del conflitto in Medio Oriente. Negli ultimi mesi, tuttavia, sono rimaste sostanzialmente stabili, continuando a segnalare un ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo a medio termine.

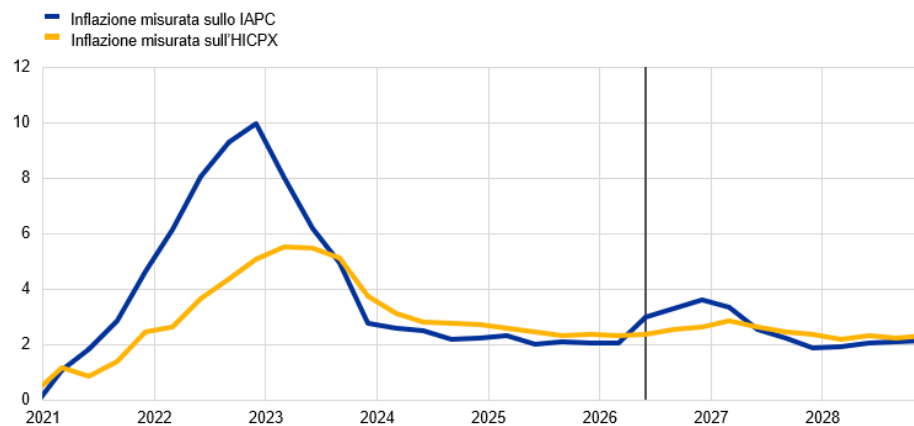
Secondo le proiezioni formulate a settembre 2026 l'inflazione complessiva dovrebbe aumentare dal 2,1 per cento del 2025 al 3,0 nel 2026, per poi diminuire al 2,5 per cento nel 2027 e tornare al 2,1 nel 2028 (cfr. il grafico 13).

In prospettiva, l'inflazione complessiva salirebbe al 3,6 per cento nel quarto trimestre del 2026. L'inflazione dei beni energetici raggiungerebbe il proprio massimo alla fine del 2026, a causa dei rincari delle materie prime energetiche e dell'aumento dei prezzi dei carburanti raffinati per il trasporto, superiore rispetto ai rincari del greggio. L'inflazione dei beni energetici scenderebbe poi bruscamente nel 2027 a causa del calo dei prezzi delle materie prime energetiche e di effetti base negativi, prima di aumentare leggermente nel 2028 con l'introduzione del sistema dell'UE per lo scambio di quote di emissione (EU Emissions Trading System 2, ETS2). L'inflazione dei beni alimentari dovrebbe aumentare nel breve periodo, in un contesto caratterizzato dal graduale dispiegarsi degli effetti indiretti dei passati rincari dei beni energetici e dall'impatto delle condizioni meteorologiche avverse, per poi scendere verso il 2 per cento più avanti nell'orizzonte di proiezione. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe aumentare gradualmente nel breve periodo, collocandosi in media al 2,5 per cento nel 2026 e al 2,6 nel 2027, rispecchiando il graduale accumulo di effetti indiretti derivanti dai rincari dei beni energetici a livello sia interno sia mondiale nel contesto dell'aumento dei prezzi all'importazione e dei costi degli input manifatturieri. Successivamente scenderebbe al 2,3 per cento nel 2028. Rispetto all'esercizio di giugno 2026, le prospettive di inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2027 e di 0,1 punti percentuali per il 2028. L'inflazione misurata sull'HICPX è stata oggetto di una lieve correzione al rialzo di 0,1 punti percentuali sia per il 2027 sia per il 2028.

Grafico 13

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: la linea verticale grigia indica l'ultimo trimestre prima dell'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026 (dati storici) e al quarto trimestre del 2028 (proiezioni). Le proiezioni di settembre 2026 sono state finalizzate il 28 agosto 2026 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 19 agosto 2026. Le serie storiche e i dati relativi alle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX sono registrati con frequenza trimestrale.

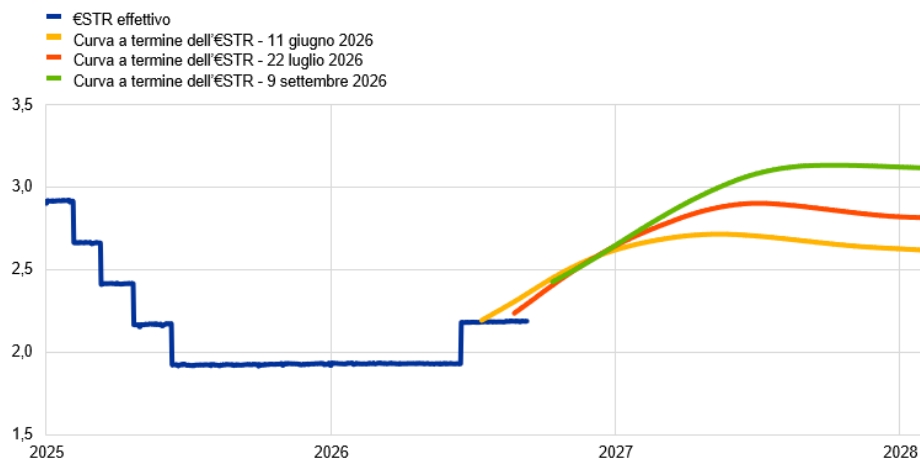
Nel periodo in esame, compreso tra l'11 giugno e il 9 settembre 2026, i tassi di mercato a breve termine nell'area dell'euro sono stati determinati principalmente dagli sviluppi del conflitto in Medio Oriente e dai relativi effetti sui prezzi dei beni energetici, che hanno indotto gli operatori di mercato a rivedere le proprie previsioni sull'inflazione a breve termine. Seppur in presenza di una certa volatilità, i tassi privi di rischio a breve termine hanno concluso il periodo in esame rimanendo sostanzialmente invariati. Al contempo, i tassi privi di rischio a lungo termine hanno raggiunto livelli storicamente elevati, riflettendo un aumento sincronizzato dei rendimenti obbligazionari a livello mondiale. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono mossi sostanzialmente in linea con i tassi privi di rischio. Nel periodo considerato, le valutazioni azionarie si sono rafforzate, con gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti che hanno registrato incrementi sostanzialmente simili, sulla scorta di robusti utili societari. Su entrambe le sponde dell'Atlantico, gli incrementi si sono concentrati nel settore finanziario, sospinti da una più accentuata pendenza della curva dei rendimenti, mentre i titoli del comparto tecnologico sono rimasti volatili. I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti sia nel segmento di qualità elevata (investment grade) sia in quello ad alto rendimento (high yield). Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense (+1,0 per cento) e su base ponderata per l'interscambio (+0,4 per cento).

I tassi privi di rischio a breve termine nell'area dell'euro hanno terminato il periodo in esame sostanzialmente invariati, nonostante una certa volatilità infraperiodica dovuta agli sviluppi del conflitto in Medio Oriente, mentre i tassi privi di rischio a più lungo termine hanno registrato aumenti a livello globale (cfr. il grafico 14). Al termine del periodo in esame, il tasso di riferimento euro short-term rate (€STR) si è attestato al 2,19 per cento, in seguito alle decisioni adottate dal Consiglio direttivo di aumentare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, nella riunione dell'11 giugno 2026, e di mantenerli invariati in quella del 23 luglio successivo. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 101 miliardi di euro, portandosi a 2.117 miliardi, principalmente di riflesso alla costante riduzione dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria. I tassi a breve termine hanno evidenziato una marcata volatilità all'interno del periodo, dato che gli operatori di mercato hanno rivisto le prospettive di inflazione in risposta agli sviluppi del conflitto in Medio Oriente e alle connesse fluttuazioni dei prezzi dell'energia. Ciononostante, hanno concluso il periodo in esame rimanendo sostanzialmente invariati: il 9 settembre 2026 la curva a termine dell'€STR incorporava circa 40 punti base di aumenti cumulati dei tassi di riferimento entro fine anno, un livello analogo a quanto ipotizzato all'inizio del periodo. Oltre l'orizzonte del 2026, i tassi a termine dell'€STR sono aumentati rispetto ai livelli di giugno.

Grafico 14

Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

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

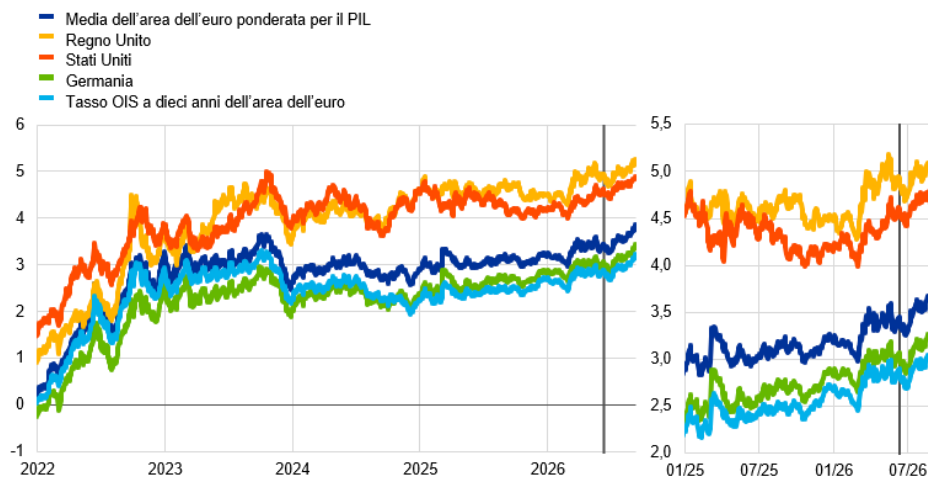
Nel periodo in esame i tassi a lungo termine privi di rischio sono saliti ai massimi storici degli ultimi decenni, di riflesso a un sincronico aumento dei rendimenti obbligazionari a livello mondiale (cfr. il grafico 15). Il tasso OIS a dieci anni nell'area dell'euro è cresciuto di 37 punti base, raggiungendo il 3,2 per cento. Il rendimento dei titoli del Tesoro statunitensi a dieci anni è aumentato di circa 38 punti base, salendo al 4,9 per cento, mentre quello dei titoli di Stato decennali del Regno Unito (gilt) è cresciuto di circa 37 punti base, fino al 5,3 per cento, anche se con significative oscillazioni all'interno del periodo. I rendimenti sulle scadenze superiori a dieci anni hanno raggiunto i massimi storici degli ultimi decenni. Tale ridefinizione dei prezzi a livello mondiale si colloca in un contesto di forte espansione delle emissioni di obbligazioni societarie volte a finanziare gli investimenti connessi all'intelligenza artificiale (IA), in particolare negli Stati Uniti. Inoltre, le consistenti emissioni di obbligazioni sovrane correnti e attese a livello mondiale hanno esercitato pressioni al rialzo sui rendimenti. L'aumento dei rendimenti a lungo termine nel periodo in esame ha prolungato una tendenza al rialzo che, a partire dalla fine del 2024, ha seguito un andamento sostanzialmente parallelo nelle varie giurisdizioni, determinato in larga misura da un incremento dei premi a termine reali¹⁰.

¹⁰ I rendimenti a lungo termine nell'area dell'euro hanno raggiunto un punto di minimo locale alla fine del 2024, dopo il ciclo di rialzo del periodo 2022-2023.

Grafico 15

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

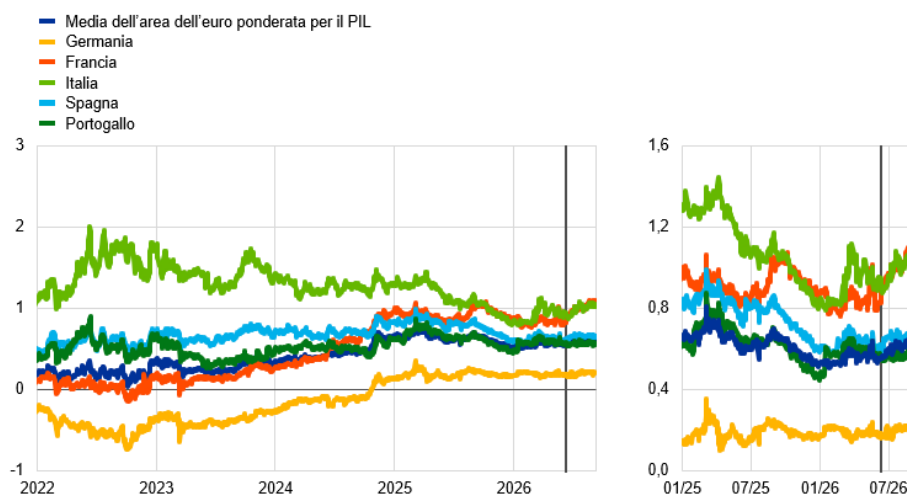
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 giugno 2026). Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 settembre 2026.

Nel periodo in esame, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro sono aumentati e i differenziali rispetto ai tassi privi di rischio sono rimasti sostanzialmente invariati, al netto di una certa eterogeneità tra paesi (cfr. il grafico 16). Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è cresciuto di 45 punti base, chiudendo il periodo considerato al 3,9 per cento. In tutta l'area dell'euro, i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno sostanzialmente seguito gli andamenti dei tassi privi di rischio, anche se nei paesi con livelli di debito più elevati si è registrato un lieve incremento dei differenziali.

Grafico 16

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

(punti percentuali)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 giugno 2026). Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 settembre 2026.

I titoli azionari dell'area dell'euro si sono rafforzati nel periodo considerato, sulla scia di una stagione degli utili positiva in un contesto di volatilità infraperiodica che riflette gli sviluppi del conflitto in Medio Oriente e le preoccupazioni legate al consolidamento delle infrastrutture di IA (cfr. il grafico 17). L'indice di riferimento del mercato azionario dell'area dell'euro è salito del 2,7 per cento nel periodo in esame, sospinto principalmente da valutazioni più elevate nel settore finanziario. Se da un lato il sottoindice relativo alle società non finanziarie (SNF) è sceso dell'1,9 per cento, le quotazioni delle azioni bancarie sono aumentate del 19,2 per cento, sostenute da una maggiore pendenza della curva dei rendimenti e da una solida stagione degli utili. Il rendimento azionario negli Stati Uniti è stato comparabile: l'indice generale del mercato azionario è aumentato del 2,8 per cento, con incrementi registrati per le SNF e per le banche rispettivamente del 2,4 e del 9,1 per cento. I titoli del settore tecnologico sono stati particolarmente volatili in entrambe le giurisdizioni, nonostante gli utili elevati, a causa della loro sensibilità ai rialzi dei tassi di interesse a lungo termine e dei ricorrenti timori di valutazioni elevate. Tale volatilità ha riflesso anche le incertezze sul fatto che i considerevoli investimenti effettuati nell'IA siano in grado di generare una crescita degli utili sufficiente a soddisfare le elevate aspettative incorporate nelle valutazioni vigenti.

Grafico 17

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 (11 giugno 2026). Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 settembre 2026.

I differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ridotti sia nel segmento di qualità elevata (investment grade) sia in quello ad alto rendimento (high yield) nel periodo in esame. La riduzione è stata più marcata nel segmento ad alto rendimento, in cui i differenziali si sono ridotti di circa 9 punti base. I differenziali sulle obbligazioni di qualità più elevata si sono ridotti approssimativamente di 3 punti base, sia per le SNF sia per le società finanziarie.

Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense e su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 18).

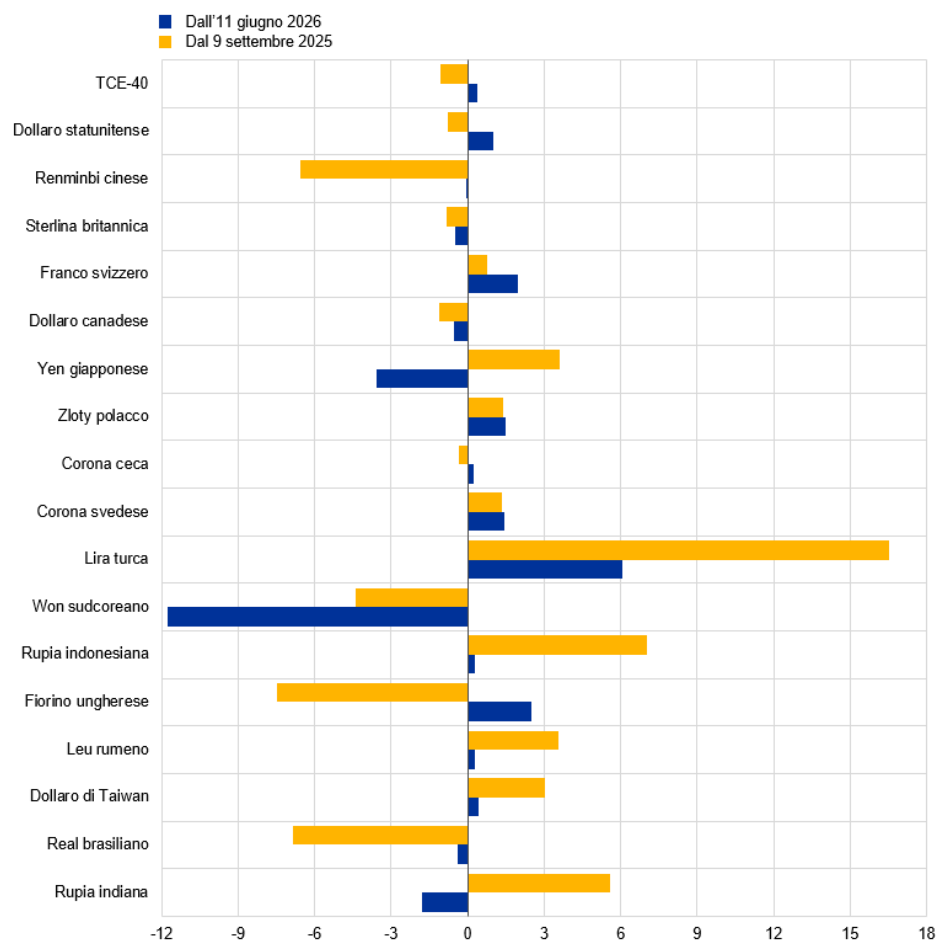
Il rafforzamento rispetto al dollaro statunitense (+1,0 per cento) è stato determinato principalmente da variazioni delle aspettative di mercato sull'orientamento di politica

monetaria del Federal Reserve System. Nel contempo, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 40 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato dello 0,4 per cento, in un contesto caratterizzato da andamenti eterogenei dei tassi di cambio bilaterali. L'euro si è apprezzato nei confronti del franco svizzero (+2,0 per cento), dello zloty polacco (+1,5 per cento) e del fiorino ungherese (+2,5 per cento), perdendo tuttavia terreno rispetto alla sterlina britannica (-0,5 per cento), al won sudcoreano (-11,8 per cento) e allo yen giapponese (-3,6 per cento). Il tasso di cambio JPY/EUR ha evidenziato una volatilità relativamente elevata nel corso del periodo in esame. A fine luglio, Stati Uniti e Giappone hanno avviato un intervento coordinato sul mercato dei cambi che ha inizialmente indotto un apprezzamento dello yen. Tuttavia, a fine agosto, tale apprezzamento si era per la maggior parte invertito. Lo yen ha evidenziato un netto apprezzamento nei confronti dell'euro da inizio settembre, principalmente a causa delle variazioni delle aspettative di mercato sull'orientamento di politica monetaria della Banca del Giappone.

Grafico 18

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 al 9 settembre 2026.

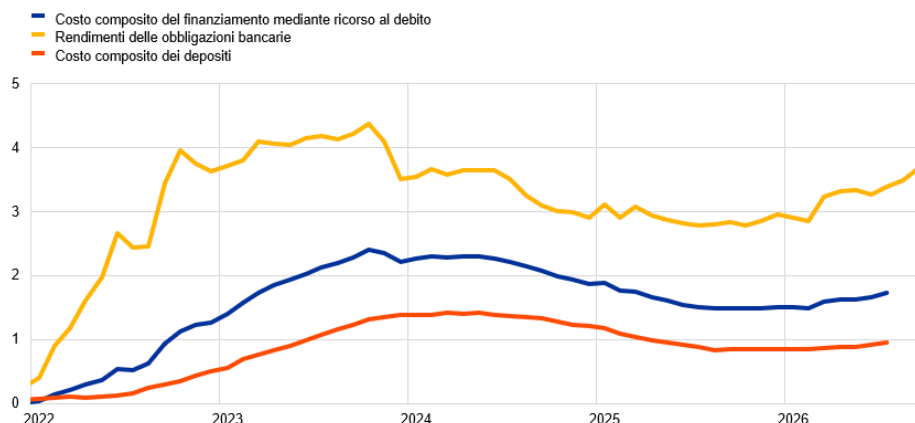
Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del 23 luglio 2026 le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie sono rimaste sostanzialmente stabili. A luglio i tassi sui prestiti bancari alle imprese si sono collocati al 3,8 per cento, lievemente al di sopra dei livelli di maggio, mentre quelli sui prestiti alle famiglie sono rimasti al 3,5 per cento. Nel periodo in esame, compreso tra l'11 giugno e il 9 settembre 2026, sono aumentati sia il costo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato per le società non finanziarie, sia quello del capitale di rischio, riflettendo tassi a lungo termine privi di rischio più elevati, nonché incrementi dei premi per il rischio azionario. A luglio la crescita dei prestiti alle imprese è aumentata ulteriormente, portandosi al 4,4 per cento, mentre quella dei prestiti alle famiglie è rimasta sostanzialmente stabile al 3,1 per cento. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) ha registrato un incremento, collocandosi al 3,4 per cento.

A giugno e luglio i costi della provvista bancaria sono rimasti pressoché invariati, dopo aver registrato un andamento complessivamente al rialzo da marzo (cfr. il grafico 19). A luglio il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro si è collocato all'1,7 per cento. Nello stesso mese i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono lievemente aumentati, rispecchiando le pressioni al rialzo nei mercati obbligazionari mondiali, mentre i loro differenziali si sono mantenuti contratti. I tassi interbancari sono aumentati a seguito della decisione del Consiglio direttivo di innalzare i tre tassi di interesse di riferimento della BCE a giugno. A luglio il tasso composito sui depositi, che misura il costo marginale della provvista bancaria tramite i depositi, è lievemente salito all'1,0 per cento, rispecchiando l'aumento dei tassi di interesse sui depositi a termine, in seguito al trasferimento da parte delle banche dell'aumento dei tassi di riferimento. Allo stesso tempo, i tassi sui depositi a vista e sui conti di risparmio sono rimasti perlopiù invariati.

Grafico 19

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 sostenuti dalle banche per le nuove operazioni relative a 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 luglio 2026 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito e per il costo composito dei depositi, e al 9 settembre 2026 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

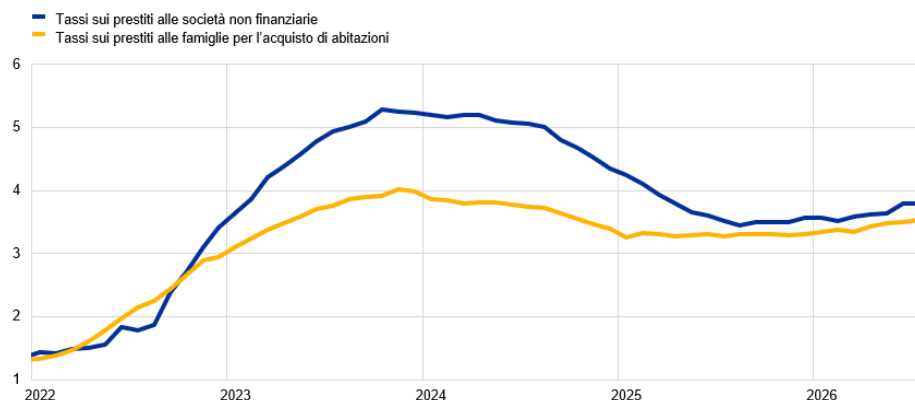
Fino alla fine di luglio i tassi sul credito bancario sono aumentati per le imprese, rimanendo invece stabili per le famiglie (cfr. il grafico 20).

Il costo dei prestiti bancari alle società non finanziarie è salito al 3,8 per cento a giugno e luglio, dal 3,6 di maggio. Gli incrementi dei tassi si sono concentrati nei prestiti con periodi di determinazione più lunghi (oltre cinque anni). Il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese si è leggermente ridotto, in quanto i tassi sui prestiti sono aumentati in misura relativamente minore per le piccole e medie imprese rispetto a quelle di grandi dimensioni. A giugno e luglio il costo dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente invariato, al 3,5 per cento.

Grafico 20

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 luglio 2026.

Nel periodo in esame, compreso tra l'11 giugno e il 9 settembre 2026, per le imprese è aumentato il costo del finanziamento, sia mediante emissione di debito sul mercato sia mediante capitale di rischio.

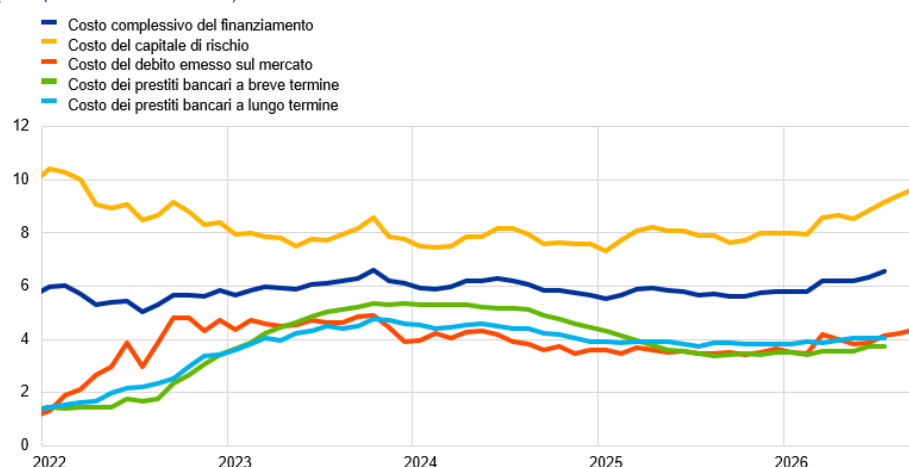
A luglio il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, è aumentato per il secondo mese consecutivo, portandosi al 6,5 per cento (cfr. il grafico 21)¹¹.

Le principali determinanti di tale incremento sono state il costo del capitale di rischio e quello del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato, mentre il costo dei prestiti bancari è aumentato solo marginalmente. I dati giornalieri relativi all'intero periodo di riferimento mostrano che l'aumento del costo del debito emesso sul mercato è dovuto a tassi privi di rischio più elevati, compensati solo in parte da un lieve calo dei differenziali sulle obbligazioni societarie, soprattutto nel segmento ad alto rendimento (high yield) (cfr. la sezione 4 *Andamenti del mercato finanziario*). Anche il costo del finanziamento mediante capitale di rischio è aumentato nel periodo in esame, principalmente per effetto di un premio per il rischio azionario più elevato, mentre l'incremento dei tassi a lungo termine privi di rischio ha svolto un ruolo meno rilevante.

Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie si basa su dati mensili ed è calcolato come media dei costi dei prestiti bancari a breve e a lungo termine (dati medi mensili) e dei costi del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), ponderata per i rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 settembre 2026 per il costo del debito emesso sul mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri) e a luglio 2026 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari a breve e a lungo termine (dati mensili).

A luglio la crescita dei prestiti alle imprese è ulteriormente aumentata, mentre quella dei prestiti alle famiglie è rimasta sostanzialmente invariata rispetto ai mesi precedenti (cfr. il grafico 22). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle società non finanziarie, che solitamente risponde alle variazioni della politica monetaria con maggior ritardo, è ulteriormente salito al 4,4 per cento a luglio. Avendo segnato un aumento dal 4,0 per cento di maggio e giugno, si è collocato in

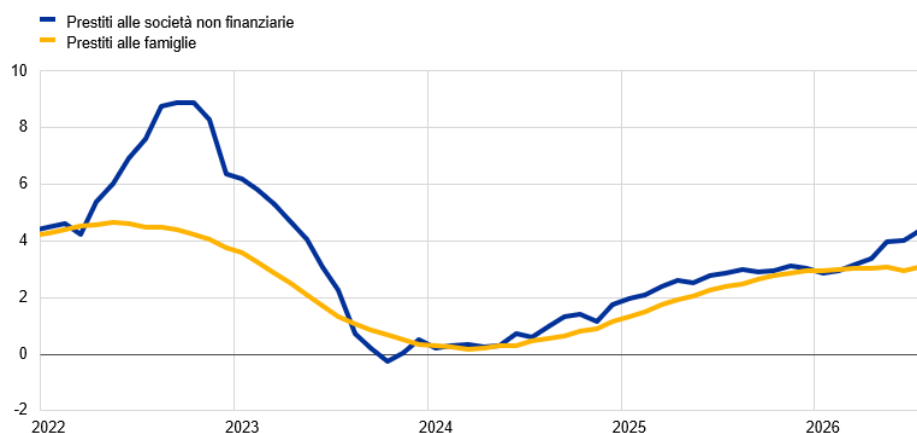
¹¹ A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie sono disponibili solo fino a luglio 2026.

prossimità della sua media storica del 4,3 per cento dall'inizio del 1999. Il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno mediante ricorso al debito da parte delle imprese è salito ulteriormente al 4,4 per cento a luglio, anch'esso in rialzo dal 4,0 di maggio e giugno, rispecchiando il più vigoroso aumento dell'indebitamento delle imprese presso le banche, mentre l'emissione netta di obbligazioni societarie si è confermata modesta. Nel complesso, i prestiti a breve termine hanno registrato un forte aumento nella prima metà dell'anno e anche a luglio, riflettendo probabilmente il maggior fabbisogno di capitale circolante a fronte dello shock energetico. A luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato al 3,1 per cento, collocandosi al di sotto della sua media storica del 4,1 per cento dall'inizio del 1999. La crescita del credito al consumo e dei mutui ipotecari ha continuato a oscillare, rispettivamente intorno al 5 e al 3 per cento. La crescita delle altre tipologie di prestiti alle famiglie, inclusi quelli alle imprese individuali, è rimasta contenuta, in linea con gli andamenti storici. Secondo l'ultima [indagine sulle aspettative dei consumatori](#) (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE a luglio 2026, il conflitto in Medio Oriente continua a influenzare negativamente le aspettative delle famiglie sull'accesso al credito, sebbene tali preoccupazioni risultino lievemente attenuate.

Grafico 22

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 luglio 2026.

A giugno e luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è lievemente aumentato, pur rimanendo nel complesso moderato (cfr. il grafico 23). A luglio la crescita sui dodici mesi di M3 è salita al 3,4 per cento, dopo aver oscillato intorno al 3 per cento dalla metà del 2025. Rimane quindi ben al di sotto della sua media storica del 5,2 per cento osservata dall'inizio del 1999.

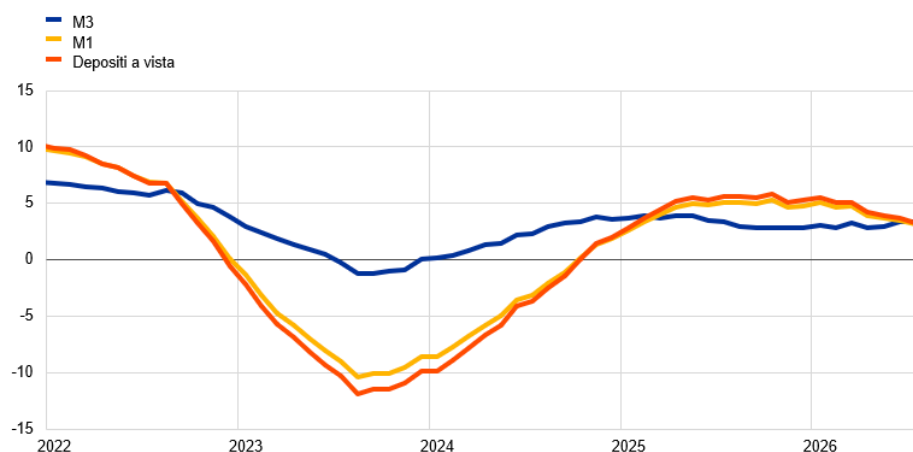
Tuttavia, nei mesi fino a luglio i flussi mensili hanno mostrato un'accresciuta volatilità, dovuta alle ampie oscillazioni mensili dei flussi netti dall'estero. A luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende circolante e depositi a vista, è sceso al 3,1 per cento, dopo il 3,7 di maggio e il 3,5 di giugno. Questo calo riflette i consistenti deflussi di depositi da parte degli intermediari finanziari non bancari registrati a luglio, che hanno

compensato alcuni degli afflussi osservati nei mesi precedenti. Per quanto concerne le contropartite, il credito interno ha svolto un ruolo maggiore nella creazione di moneta dall'inizio della guerra in Medio Oriente. Al contrario, la riduzione del bilancio dell'Eurosistema ha continuato a gravare sulla crescita di M3.

Grafico 23

M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2026.

Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2026, l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe allentarsi nel 2026, per poi tornare a inasprirsi nel 2027 e nel 2028¹². L'allentamento previsto per il 2026 è generalizzato dal lato della spesa, mentre il successivo inasprimento riflette il venir meno delle misure temporanee di sostegno connesse all'aumento dei prezzi dell'energia, la scadenza di gran parte del finanziamento nell'ambito del programma Next Generation EU (NGEU) e fattori non discrezionali. Il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche, pari al 3,0 per cento del PIL nel 2025, dovrebbe aumentare in misura significativa al 3,6 per cento del PIL nel 2026, raggiungendo un picco del 3,7 nel 2027 e scendendo al 3,6 nel 2028. Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL dell'area dell'euro dovrebbe aumentare a poco meno del 90 per cento nel 2028, in quanto i perduranti disavanzi primari e i valori della componente stock-flussi controbilanciano gli effetti favorevoli dei differenziali tra tassi di interesse e crescita.

Dopo essere risultato neutrale nel 2025, l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe allentarsi di 0,5 punti percentuali di PIL nel 2026, per poi inasprirsi cumulativamente in misura analoga nel biennio 2027-2028¹³. L'allentamento nel 2026 è generalizzato dal lato della spesa.

L'aumento degli investimenti pubblici riflette la crescita della spesa per difesa e infrastrutture, soprattutto in Germania, ma anche in altri paesi più piccoli, oltre alla spesa finanziata dal programma Next Generation EU. Anche i trasferimenti di bilancio dovrebbero aumentare, trainati dalla forte crescita della spesa pensionistica e di altre prestazioni sociali, nonché dai trasferimenti in conto capitale alle imprese finanziati dal programma Next Generation EU. Nel 2026 le misure temporanee di sostegno in materia di energia introdotte dai governi dall'inizio del conflitto in Medio Oriente forniranno uno stimolo aggiuntivo pari a circa lo 0,1 per cento del PIL, principalmente grazie alla riduzione delle imposte indirette e all'aumento dei sussidi. Nel 2027 l'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe inasprirsi di circa 0,4 punti percentuali di PIL, riflettendo in parte il venir meno delle suddette misure di sostegno e la scadenza di gran parte dei finanziamenti erogati nell'ambito del programma NGEU. Tale inasprimento è generalizzato nei vari paesi, benché in parte compensato dal protrarsi delle misure espansive adottate in Germania. L'ulteriore inasprimento nel 2027 e nel 2028 è riconducibile a fattori non discrezionali, in particolare il drenaggio fiscale e il disallineamento tra basi imponibili e PIL¹⁴. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli

¹² Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2026](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 10 settembre 2026.

¹³ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito da queste all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del 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.

¹⁴ Il drenaggio fiscale si riferisce all'aumento del gettito fiscale che si verifica quando le basi imponibili nominali crescono, ma i parametri di un sistema fiscale progressivo non vengono adeguati di conseguenza.

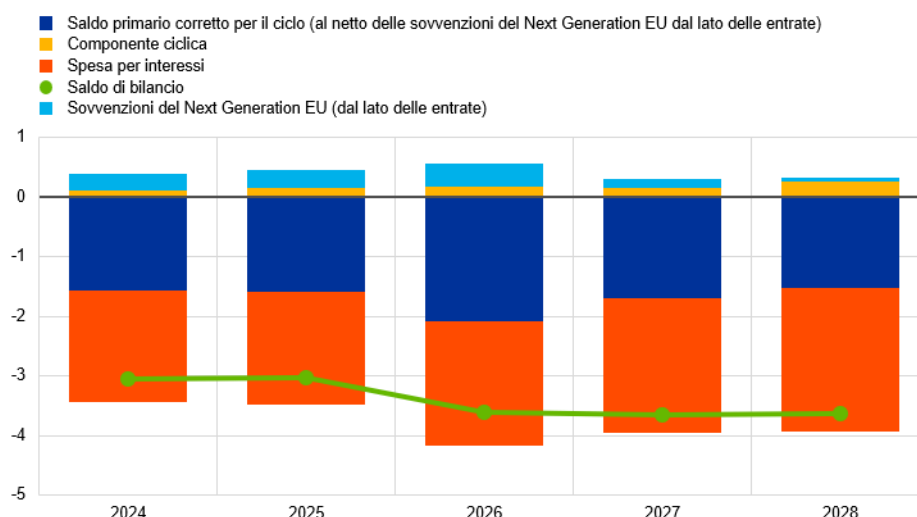
esperti dell'Eurosistema a giugno 2026, la revisione dei dati storici per Germania e Francia indica un orientamento delle politiche di bilancio lievemente più accomodante nel 2025, mentre le prospettive per il periodo successivo restano sostanzialmente invariate.

Si prevede un peggioramento del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, con un disavanzo che nel 2027 raggiungerà un picco ben al di sopra della soglia del 3 per cento (cfr. il grafico 24).

In retrospettiva, il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro è lievemente diminuito, dal 3,1 per cento del PIL nel 2024 al 3,0 nel 2025. La stima per il 2025 è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali rispetto all'esercizio previsivo di giugno 2026, in ragione principalmente dei dati rivisti relativi alla Germania. In prospettiva, tale disavanzo dovrebbe registrare un brusco aumento al 3,6 per cento del PIL nel 2026 e raggiungere un picco del 3,7 nel 2027, per poi diminuire in misura marginale al 3,6 nel 2028. Gran parte del peggioramento del saldo di bilancio dovrebbe verificarsi nel 2026, di riflesso all'allentamento dell'orientamento della politica di bilancio. Inoltre, si prevede che la spesa per interessi aumenti di 0,2 punti percentuali di PIL nel 2026 e di ulteriori 0,3 punti percentuali in termini cumulati nel biennio 2027-2028. Nello stesso periodo, la componente ciclica favorevole e il previsto inasprimento fiscale dovrebbero sostanzialmente compensare il protratto aumento della spesa per interessi, determinando un lieve miglioramento della posizione di bilancio nel 2028. Rispetto alle proiezioni di giugno 2026, il saldo di bilancio resta sostanzialmente invariato nell'orizzonte temporale di proiezione, in quanto l'effetto base derivante dal maggiore disavanzo del 2025 e dal lieve allentamento dell'orientamento della politica di bilancio nel 2026 sono compensati da andamenti ciclici più favorevoli.

Grafico 24
Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



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

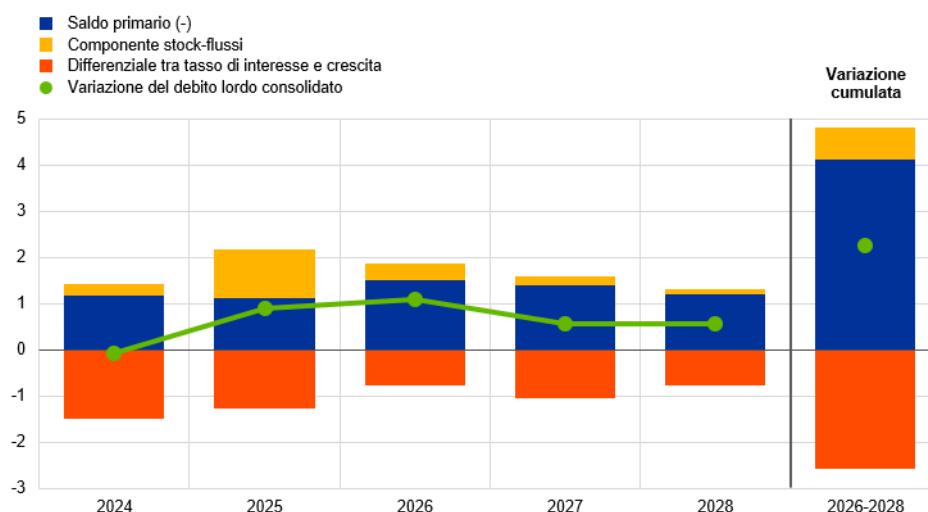
Nell'orizzonte temporale di proiezione il rapporto tra il debito e il PIL dell'area dell'euro dovrebbe seguire un andamento crescente, che lo porterà a raggiungere un livello appena inferiore al 90 per cento del PIL nel 2028.

Ciò segna un'inversione di tendenza rispetto al calo significativo osservato tra il 2021 e il 2024. Si prevede che il rapporto tra il debito pubblico e il PIL aumenti, dall'87,1 per cento del 2025 all'89,4 entro la fine dell'orizzonte di proiezione. Tale aumento riflette i perduranti disavanzi primari e i valori della componente stock-flussi, modesti ma costantemente positivi, compensati solo in parte dai differenziali favorevoli tra tassi di interesse e crescita (cfr. il grafico 25). Rispetto alle proiezioni di giugno 2026, l'andamento del rapporto fra il debito delle amministrazioni pubbliche e il PIL è stato corretto verso il basso per l'intero orizzonte temporale di proiezione. Ciò è riconducibile a un minore rapporto tra il debito e il PIL calcolato per il 2025 e a differenziali più favorevoli fra tasso di interesse e tasso di crescita, dovuti a un maggior incremento del PIL nominale.

Grafico 25

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

(in punti percentuali del PIL, salvo diversa indicazione)



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

I recenti sviluppi della governance di bilancio si sono concentrati sulle procedure per i disavanzi eccessivi e sulla possibilità di estendere la clausola di salvaguardia nazionale alla spesa per le misure in materia di energia.

Il 10 luglio il Consiglio dell'Unione europea ha avviato una procedura per disavanzo eccessivo (PDE) nei confronti della Bulgaria, mentre analoghe procedure a carico di altri sei paesi dell'area dell'euro sono state sospese¹⁵. Il Consiglio dell'UE ha finora approvato l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale per la spesa per la difesa per 14 paesi dell'area dell'euro¹⁶. Il 18 agosto la Commissione europea ha pubblicato una comunicazione che fornisce ulteriori dettagli sulla propria precedente proposta di ampliare l'ambito di applicazione di tale clausola alle misure relative

¹⁵ I paesi dell'area dell'euro attualmente sottoposti a una PDE sono: Belgio, Bulgaria, Francia, Italia, Austria, Slovacchia e Finlandia.

¹⁶ La clausola di salvaguardia nazionale è stata attivata per Belgio, Bulgaria, Germania, Estonia, Grecia, Spagna, Croazia, Lettonia, Lituania, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia. L'11 settembre l'Italia ne ha richiesto l'attivazione sia per le spese di difesa sia per le misure relative all'energia. Ulteriori informazioni sulla [clausola di salvaguardia nazionale per la spesa per la difesa](#) sono disponibili sul sito Internet del Consiglio.

all'energia, annunciata nell'ambito del pacchetto di primavera del semestre europeo 2026¹⁷. Tale comunicazione spiega che la proroga riguarda misure che rafforzino la sicurezza strutturale e la resilienza del sistema energetico europeo e accelerino la transizione verso fonti diverse dai combustibili fossili. Finora solo la Grecia e l'Italia hanno chiesto tale proroga, sebbene la Commissione abbia precisato che saranno prese in considerazione anche le richieste presentate in una fase successiva.

¹⁷ Per ulteriori dettagli, cfr. la comunicazione della Commissione [*Orientamenti per gli Stati membri sull'ampliamento della clausola di salvaguardia nazionale per la sicurezza energetica*](#).

Riquadri

1 Quali paesi sono più vulnerabili alla crescita industriale cinese? Una panoramica dell'esposizione disomogenea dell'Europa

a cura di Ginevra Aguiari, Francesco Chiacchio, Matteo Falagiarda, Vanessa Gunnella ed Emiel Cornelius Marchand

La rapida trasformazione industriale della Cina è causa di una distribuzione non uniforme di sfide e opportunità tra le diverse economie dell'UE.

Nel cosiddetto “shock cinese 2.0” convergono una serie di dinamiche osservate in Cina, tra cui una rapida espansione del comparto manifatturiero ad alta tecnologia, politiche più incentrate sull'autonomia industriale e miglioramenti diffusi in termini di competitività dei prezzi. Nonostante abbiano determinato un aumento delle pressioni concorrenziali in alcuni settori, le economie europee potrebbero anche trarre vantaggio da tali dinamiche in termini di costi inferiori delle importazioni, legami di investimento ed effetti indiretti dei progressi tecnologici¹. Il rapporto tra rischi e opportunità varia tra i diversi paesi dell'UE, riflettendo differenze relative alla specializzazione settoriale, all'integrazione nelle catene del valore manifatturiere e all'esposizione nei confronti dei settori in cui si registra una rapida espansione delle imprese cinesi. È importante comprendere tale eterogeneità in una prospettiva più ampia a livello di UE, in quanto l'esposizione asimmetrica agli shock mondiali può avere conseguenze sulla competitività, sugli investimenti e sulla crescita, nonché sulla convergenza macroeconomica e sul funzionamento dell'unione monetaria.

Negli ultimi anni le analogie tra le strutture delle esportazioni di beni della Cina e quelle di diversi paesi dell'UE sono notevolmente aumentate. Un indice che misura la sovrapposizione tra la composizione settoriale delle esportazioni di beni cinesi e quella di ciascun paese dell'UE, segnala che l'analogia sta aumentando in diversi paesi dell'Unione². L'incremento è più marcato nelle economie a forte vocazione manifatturiera, come la Germania, mentre è più contenuto nei paesi con strutture delle esportazioni più specializzate, tra cui alcuni paesi più piccoli dell'UE (cfr. il pannello a) del grafico A). I dati settoriali suggeriscono che tale incremento è stato trainato principalmente da macchinari e mezzi di trasporto (cfr. il pannello b) del grafico A), di riflesso al rapido sviluppo del settore automobilistico cinese e a un più ampio spostamento in avanti nella catena del valore verso prodotti più avanzati e ad alta intensità tecnologica. Ciò indica l'intensificarsi della concorrenza in settori che negli ultimi decenni sono stati le principali determinanti della crescita di alcune economie europee, tra cui i comparti della produzione automobilistica e dei macchinari industriali.

¹ Cfr., ad esempio, Amicucci et al. (2026), Anaya Longaric et al. (2026) e Lane (2026).

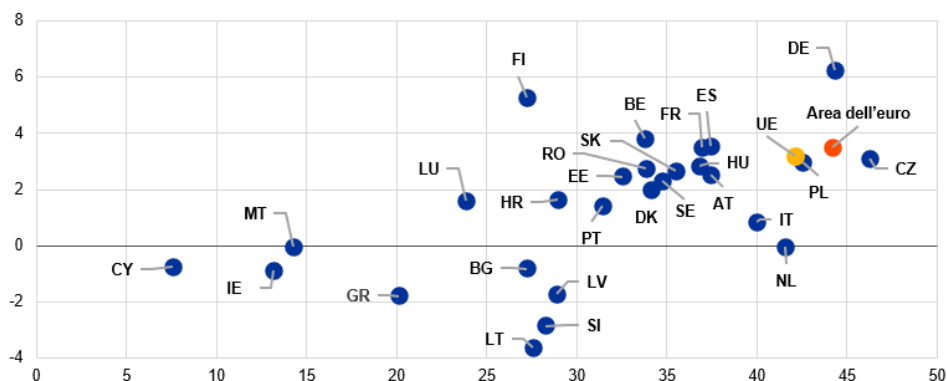
² L'indice di analogia delle esportazioni (export similarity index, ESI) si basa sulla misura proposta da Finger e Kreinin (1979). Per una recente applicazione agli andamenti degli scambi commerciali cinesi, cfr. de Soyres et al. (2025).

Grafico A

Analogia tra le esportazioni di beni della Cina e dell'UE

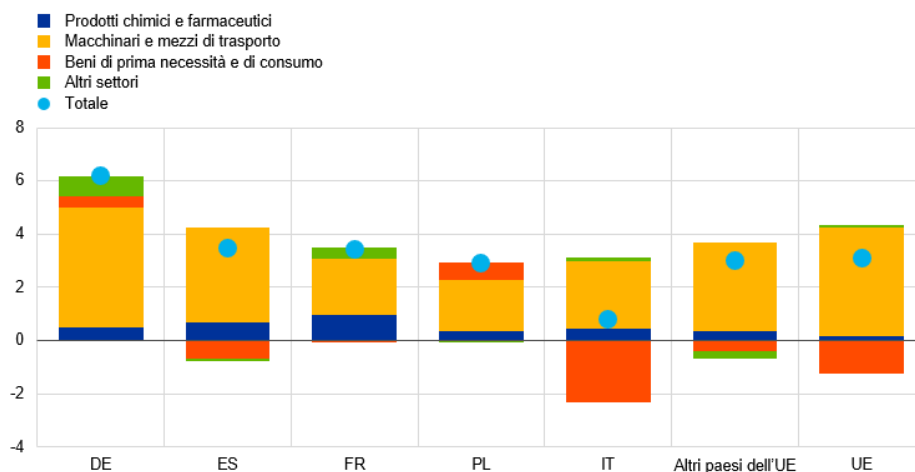
a) Analogia con le esportazioni cinesi nel 2025 e variazione a partire dal 2019

(asse delle ascisse: analogia, in percentuale; asse delle ordinate: variazione, in punti percentuali)



b) Contributi settoriali alle variazioni delle analogie con le esportazioni cinesi tra il 2019 e il 2025

(punti percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice di analogia delle esportazioni (export similarity index, ESI) misura la sovrapposizione tra le strutture delle esportazioni di beni della Cina e quelle dei paesi dell'UE nei diversi settori. Valori più elevati indicano una maggiore somiglianza tra i panieri di esportazione. Negli aggregati delle voci "UE", "Area dell'euro" e "Altri paesi dell'UE" non sono inclusi i flussi commerciali tra i paesi all'interno di ciascun aggregato. Nel pannello b) i contributi positivi indicano i settori in cui le strutture delle esportazioni sono divenute più simili nel tempo, mentre i contributi negativi indicano una crescente divergenza. Le classificazioni per settore si basano sulle categorie della Classificazione tipo per il commercio internazionale (CTCI), con alcune categorie aggregate ai fini della presentazione.

Di pari passo con la crescente concorrenza sulle esportazioni, la dipendenza della Cina dalle importazioni industriali europee sembra essere diminuita.

A partire dal 2019 l'analogia tra le strutture delle esportazioni di beni dei paesi dell'UE e le importazioni cinesi di beni è diminuita in tutta l'UE (cfr. il pannello a) del grafico B). Il calo è più pronunciato per le economie integrate nelle catene del valore europee dei settori manifatturiero e automobilistico, tra cui la Germania e diverse economie dell'Europa centrale, e riflette in larga misura gli andamenti dei settori relativi a macchinari e mezzi di trasporto (cfr. il pannello b) del grafico B), in cui tali economie sono altamente specializzate. Ciò è in linea con l'incremento della concorrenza esercitata dai produttori cinesi, la sostituzione con altri fornitori esteri, le variazioni nella composizione della domanda cinese e la recente debolezza della

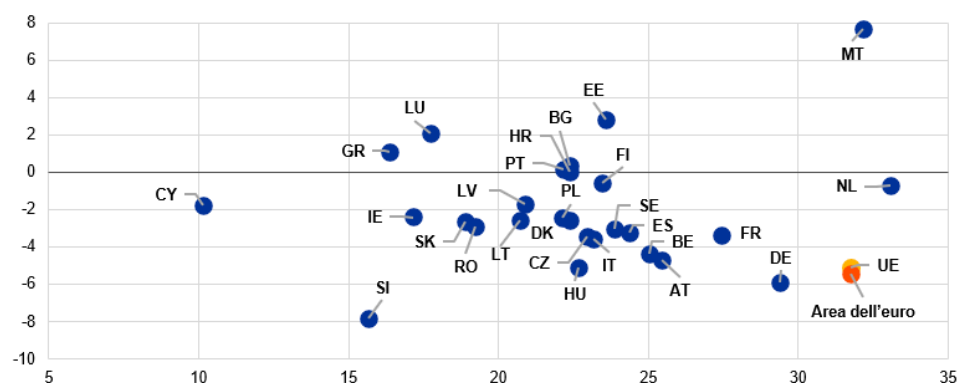
domanda interna in Cina. Tali andamenti sono stati accompagnati da un calo significativo delle esportazioni dell'UE verso la Cina a partire dal 2019 (cfr. il grafico C) che, pur essendo generalizzato in tutti i paesi dell'UE, è stato particolarmente significativo in Germania, a causa della specializzazione di tale paese nei settori manifatturiero e dei beni di investimento.

Grafico B

Analogia tra le esportazioni di beni dell'UE e le importazioni di beni della Cina

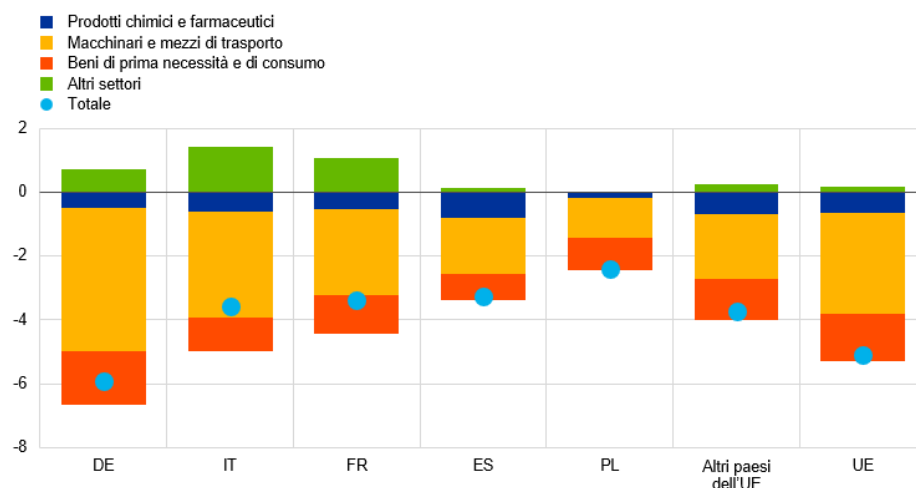
a) Analogia tra la Cina e i suoi partner commerciali nel 2025 e variazione a partire dal 2019

(asse delle ascisse: analogia, in percentuale; asse delle ordinate: variazione, in punti percentuali)



b) Contributi settoriali alle variazioni dell'analogia tra la Cina e i suoi partner commerciali nel periodo 2019-2025

(punti percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.

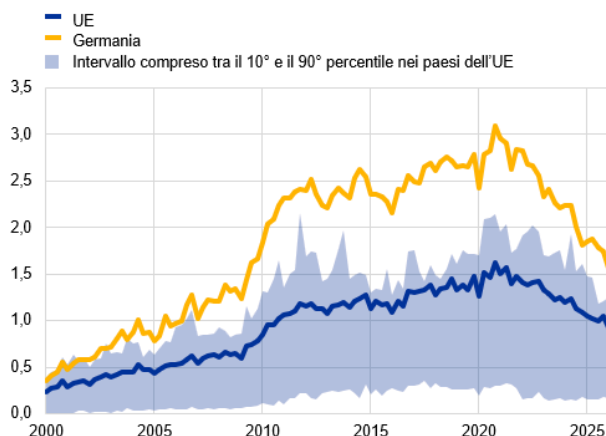
Note: l'indice di analogia dei partner commerciali (Partner Similarity Index; cfr. de Soyres et al., 2025) misura la sovrapposizione tra le strutture delle esportazioni di beni dei paesi dell'UE e la composizione settoriale delle importazioni di beni della Cina. Valori più elevati indicano una più stretta corrispondenza tra le esportazioni dell'UE e le importazioni cinesi. Negli aggregati delle voci "UE", "Area dell'euro" e "Altri paesi dell'UE" non sono inclusi i flussi commerciali tra i paesi all'interno di ciascun aggregato. Nel pannello b) i contributi positivi indicano i settori in cui le strutture delle esportazioni dell'UE sono divenute più simili nel tempo alla composizione settoriale delle importazioni cinesi, mentre i contributi negativi indicano una crescente divergenza. Le classificazioni per settore si basano sulle categorie della CTCL, con alcune categorie aggregate ai fini della presentazione.

Grafico C

Esportazioni di beni dell'UE verso la Cina

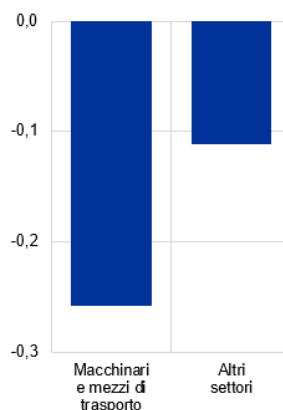
a) Esportazioni dell'UE verso la Cina

(in percentuale del PIL)



b) Variazione delle esportazioni dell'UE verso la Cina tra il 2019 e il 2025

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: Trade Data Monitor, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico mostra le esportazioni cumulate su dodici mesi verso la Cina in percentuale del PIL nominale.

La crescente concorrenza della Cina e la sua minore dipendenza dalle importazioni europee gravano sull'andamento delle esportazioni dell'UE.

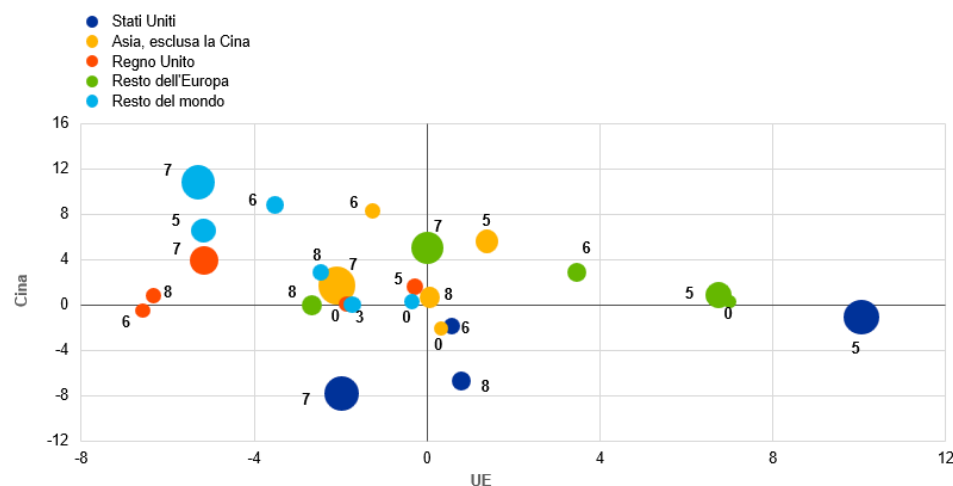
Sebbene il commercio mondiale abbia continuato a espandersi negli ultimi anni, la quota dell'UE nelle esportazioni mondiali di beni è diminuita, in particolare nei confronti di settori e destinazioni in cui la Cina ha rafforzato la propria presenza a livello mondiale e, segnatamente, il comparto dei macchinari e dei mezzi di trasporto (cfr. il grafico D). È probabile che la profonda integrazione della Cina nelle catene di approvvigionamento regionali e l'attività più intensa nel settore dei beni intermedi e di investimento amplifichino le pressioni concorrenziali in Asia. Nei mercati terzi più sensibili ai prezzi le imprese cinesi potrebbero anche beneficiare di vantaggi in termini di costi e di linee di prodotti più ampie³. Per contro, i paesi dell'UE hanno aumentato le proprie quote di mercato delle esportazioni verso gli Stati Uniti, a fronte di una riduzione della quota della Cina, il che potrebbe riflettere un riorientamento dell'interscambio legato alle recenti tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Tali incrementi si sono concentrati nei settori a maggior valore aggiunto, mettendo in evidenza le aree in cui le imprese europee rimangono competitive a livello internazionale.

³ La crescente concorrenza da parte degli esportatori cinesi potrebbe ripercuotersi sulle imprese europee non solo in termini di riduzione delle quote di mercato delle esportazioni, ma anche ridimensionando il potere di determinazione dei prezzi e i margini di profitto nei settori esposti alla concorrenza (cfr. Al-Haschimi et al., 2024).

Grafico D

Variazioni delle quote di mercato delle esportazioni di beni dell'UE e della Cina per alcuni prodotti e destinazioni tra il 2019 e il 2025

(variazioni delle quote di mercato delle esportazioni, in punti percentuali)



Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.

Note: i cerchi si riferiscono ai seguenti settori della CTCL: 0 (Beni alimentari); 3 (Energia); 5 (Prodotti chimici e farmaceutici); 6 (Beni manifatturieri di base); 7 (Macchinari e mezzi di trasporto); 8 (Beni di consumo). Il colore indica la destinazione delle esportazioni, mentre la dimensione del cerchio riflette la quota delle esportazioni al di fuori dell'UE nel 2025. Sono riportati solo i settori che rappresentano più dell'1 per cento delle esportazioni al di fuori dell'UE.

La crescita industriale della Cina sta riconfigurando il commercio mondiale, influenzando in misura diversa l'esposizione delle economie europee.

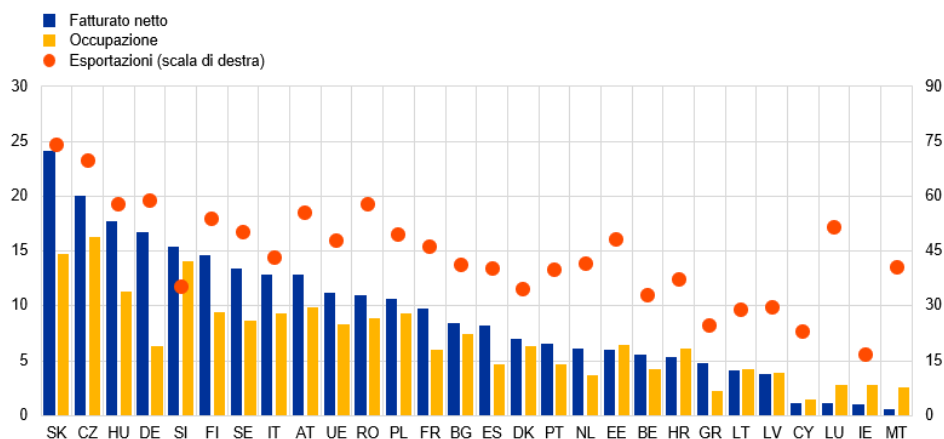
Sebbene, in termini aggregati, il quadro sia in gran parte determinato dalle economie a forte vocazione manifatturiera, gli effetti variano significativamente da un paese all'altro e tra i vari settori. Le economie specializzate in macchinari, mezzi di trasporto e altri beni di investimento appaiono più esposte alla crescente concorrenza esercitata dalle imprese cinesi e al calo della domanda cinese di beni industriali importati. Per contro, alcuni settori hanno finora mostrato una maggiore capacità di tenuta, mettendo in evidenza le aree in cui le imprese europee rimangono competitive a livello internazionale⁴. Inoltre, alcune delle economie maggiormente esposte alla crescente concorrenza cinese poggiano in misura significativa su settori dipendenti da materie prime critiche (cfr. il grafico E), mettendo in luce potenziali vulnerabilità delle catene di approvvigionamento strategiche, dovute anche alle restrizioni imposte dalla Cina sulle esportazioni di tali materiali (cfr. Attinasi et al., 2025; Banin et al., 2025). Comprendere l'impatto disomogeneo della crescita cinese sui diversi paesi e settori può contribuire a orientare le risposte politiche a livello nazionale e di UE. Per quanto riguarda le economie più esposte, potrebbe essere importante diversificare le catene di approvvigionamento, rafforzare la capacità industriale interna e favorire l'innovazione per migliorare la resilienza e adattarsi al contesto in evoluzione del commercio mondiale.

⁴ L'analisi è incentrata sull'interscambio di beni e non riflette i punti di forza dell'interscambio di servizi, in cui diverse economie europee mantengono solide posizioni a livello internazionale. Inoltre, non rileva i potenziali vantaggi di legami economici più stretti con la Cina, anche attraverso flussi di investimenti e trasferimenti di tecnologia.

Grafico E

Dipendenza da materie prime critiche per paese

(in percentuale)



Fonti: Eurostat, Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.

Note: le barre blu mostrano la quota del fatturato netto delle imprese nei settori dipendenti da materie prime critiche (settori NACE 24-30). Le barre gialle indicano la quota di occupazione corrispondente. I punti arancioni individuano la quota corrispondente delle esportazioni totali di beni. I dati relativi all'occupazione e al fatturato si riferiscono al 2024; quelli relativi alle esportazioni si riferiscono al 2025.

Riferimenti bibliografici

Al-Haschimi, A., Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T. e Spital, T. (2024), [“Why competition with China is getting tougher than ever”](#), *Il Blog della BCE*, 3 settembre.

Amicucci, A., Gnocco, N., Gunnella, V., Lindemann, C., Merendino, A. e Montes-Galdón, C. (2026), [L’impatto della crescita industriale cinese sull’area dell’euro](#), riquadro 2 nel numero 3/2026 di questo Bollettino.

Anaya Longaric, P., Esposito, C., Gunnella, V., Lecourt, N., Martínez Hernández, C. e Pongetti, G. (2026), [Cosa ha mantenuto bassa l’inflazione dei beni? Il ruolo dell’esposizione alle importazioni dalla Cina](#), riquadro 6 nel numero 4/2026 di questo Bollettino.

Attinasi, M.-G., Boeckelmann, L., Gerinovic, R. e Meunier, B. (2025), [Svelare i costi nascosti delle dipendenze critiche](#), articolo 1 nel numero 5/2025 di questo Bollettino.

Banin, M., D’Agostino, M., Gunnella, V. e Lebastard, L. (2025), [Quanto è vulnerabile l’area dell’euro alle restrizioni sulle esportazioni cinesi di terre rare?](#), riquadro 1 nel numero 6/2025 di questo Bollettino.

de Soyres, F., Fisgin, E., Gaillard, A., Santacreu, A.M. e Young, H. (2025), [“The Sectoral Evolution of China’s Trade”](#), *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 28 febbraio.

Finger, J.M. e Kreinin, M.E. (1979), “A Measure of ‘Export Similarity’ and Its Possible Uses”, *The Economic Journal*, vol. 89, n. 356, dicembre, pagg. 905-912.

Lane, P.R. (2026), “[Europe and the world economy](#)”, intervento di apertura tenuto in occasione dell'Asian Monetary Policy Forum, Singapore, 22 maggio.

Navigare in acque incerte: come il conflitto in Medio Oriente sta plasmando le aspettative e le strategie di risposta delle imprese

a cura di Katalin Bodnár, Davide Fantino, Sara Lamboglia e Laura Lebastard

L'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) nell'area dell'euro relativa al secondo trimestre del 2026 ha messo in luce l'esposizione delle imprese al conflitto in Medio Oriente, e l'impatto di quest'ultimo sulle loro aspettative e strategie di risposta¹. Partendo da precedenti analisi basate sull'indagine riferita al primo trimestre del 2026, che ha rilevato un significativo mutamento delle aspettative delle imprese intervistate dopo l'avvio delle ostilità in Medio Oriente il 28 febbraio 2026, i quesiti ad hoc inclusi nell'edizione del secondo trimestre forniscono ulteriori evidenze sui modi in cui il conflitto stia incidendo sulle imprese dell'area dell'euro². L'ultima edizione dell'indagine consente anche di valutare se la distribuzione delle risposte fornite dalle imprese si sia modificata in seguito all'annuncio del protocollo di intesa tra Stati Uniti e Iran del 14 giugno, dato che circa un quarto degli intervistati ha risposto dopo tale annuncio³. Con la ripresa degli attacchi marittimi a inizio luglio, è emerso il carattere ancora attuale di un'analisi a livello di impresa sull'impatto del conflitto.

Le imprese che operano nel settore commerciale, le imprese esportatrici e le piccole e medie imprese (PMI) hanno segnalato la maggiore esposizione al conflitto in Medio Oriente. In media, le grandi imprese hanno riportato una minore esposizione al conflitto rispetto alle PMI: il 28 per cento di esse ha indicato un valore di esposizione superiore a sette, su scala da uno a dieci, a fronte di una quota del 35 per cento tra le PMI (cfr. il grafico A). Le imprese esportatrici hanno dichiarato, in media, un grado di esposizione più elevato rispetto a quelle non esportatrici. Ciò riflette probabilmente due fattori: a) le imprese esportatrici possono operare in mercati geograficamente distanti, più direttamente colpiti dal conflitto in Medio Oriente rispetto all'area dell'euro; b) le imprese esportatrici sono più soggette ad attività di importazione (cfr. Bernard et al., 2012) e sono quindi più vulnerabili alle interruzioni delle catene di approvvigionamento. Se è vero che le imprese esportatrici tendono a essere più grandi, la maggiore esposizione delle PMI sembra indicare che dimensioni e internazionalizzazione possano incidere sulle imprese attraverso canali diversi: le imprese esportatrici sono più esposte a causa della loro maggiore integrazione nelle reti di scambi commerciali globali, mentre le PMI potrebbero mostrare una limitata capacità di assorbire gli shock dal lato dei costi o adeguare le catene di approvvigionamento. Le PMI sono inoltre più dipendenti dalla domanda dei consumatori e più sensibili allo shock energetico associato al conflitto⁴.

¹ Per ulteriori informazioni, cfr. l'indagine SAFE della BCE relativa al secondo trimestre del 2026.

² Per un'analisi precedente, cfr. Fantino et al. (2026).

³ La raccolta dei dati si è svolta tra il 21 maggio e il 26 giugno 2026.

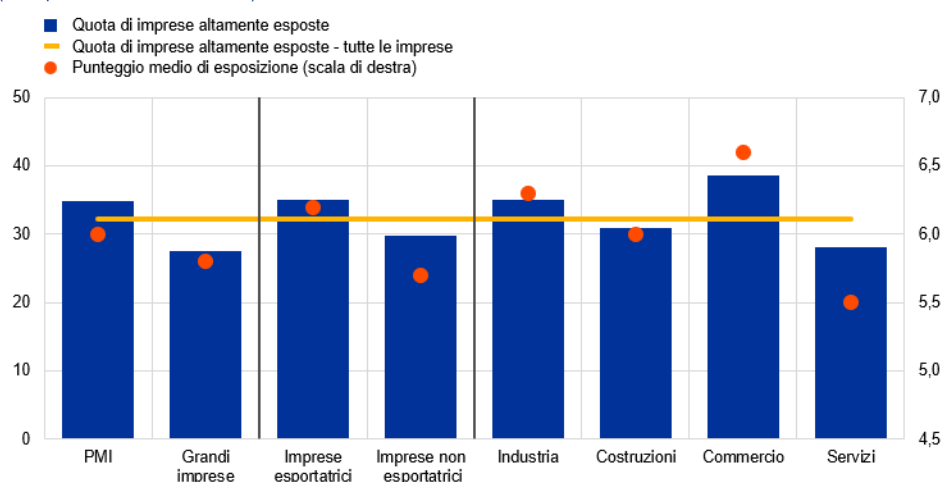
⁴ Cfr. Dausà i Noguera et al. (2026).

In termini di composizione settoriale, la quota maggiore di imprese altamente esposte si riscontra nel settore del commercio (che comprende il commercio all'ingrosso e al dettaglio) e quella più esigua in quello degli altri servizi. La minore esposizione di quest'ultima categoria di imprese riflette presumibilmente una più contenuta incidenza dei costi energetici e un maggiore orientamento al mercato interno. Simili eterogeneità sono confermate se si considerano i punteggi medi di esposizione come metrica alternativa per l'esposizione delle imprese al conflitto.

Grafico A

Quota di imprese altamente esposte al conflitto in Medio Oriente e punteggio medio di esposizione per tipo di impresa

(valori percentuali e scala da 1 a 10)



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

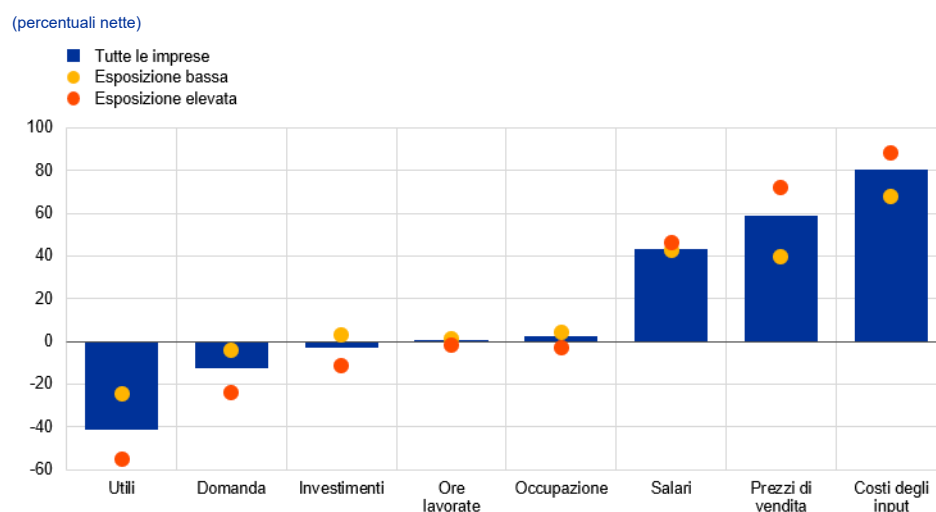
Note: risultati ponderati per l'indagine. Per "imprese altamente esposte" si intendono le imprese che hanno indicato un punteggio superiore a sette, su scala da uno a dieci, in risposta al quesito "In quale misura la guerra in Medio Oriente (con i relativi rincari dell'energia e le turbative alle catene di approvvigionamento e al trasporto marittimo) ha influenzato l'attività della sua impresa?". La voce "Commercio" comprende il commercio all'ingrosso e al dettaglio. Tutte le differenze tra i punteggi medi sono statisticamente significative. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026.

Il conflitto in Medio Oriente ha influenzato principalmente le aspettative delle imprese in merito alle variabili nominali e alla domanda, mentre l'impatto sulle altre variabili reali è risultato contenuto. Le imprese hanno riferito che il conflitto ha avuto il maggiore impatto sulle aspettative relative alle variabili nominali: un saldo netto del 79 per cento delle imprese si attende costi degli input più elevati, un saldo netto del 58 per cento prevede prezzi di vendita più elevati e un saldo netto del 43 per cento si attende salari più elevati nei prossimi dodici mesi (cfr. il grafico B). Sebbene le imprese più esposte abbiano segnalato un impatto al rialzo sulle aspettative relative ai costi degli input e ai prezzi di vendita rispetto a quelle meno esposte, l'effetto sulle aspettative salariali è stato sostanzialmente omogeneo tra le diverse imprese. Ciò sembra indicare che le imprese considerano la dinamica salariale come guidata principalmente da pressioni inflazionistiche generalizzate, che possono spingere i lavoratori a chiedere compensazioni per gli aumenti attesi del costo della vita, piuttosto che dal grado di esposizione del settore o dell'impresa stessa. Un saldo netto del 40 per cento delle imprese ha segnalato un impatto negativo del conflitto sulle aspettative relative agli utili. Prendendo in esame le variabili reali, un saldo netto del 14 per cento delle imprese ha riportato aspettative più contenute per la domanda. Per contro, non sono state rilevate variazioni delle

aspettative delle imprese sull'occupazione, sulla media delle ore lavorate e sulla crescita degli investimenti, con percentuali nette registrate per queste variabili prossime allo zero. Tuttavia, tra le sole imprese con esposizione elevata, un saldo netto dell'11 per cento ha segnalato un impatto negativo del conflitto sulla crescita degli investimenti attesa. Suddividendo il campione tra prima e dopo la data dell'annuncio del protocollo di intesa si osserva poca variazione nella distribuzione delle risposte. Da ciò si evince che l'annuncio ha avuto un effetto limitato sulla valutazione delle imprese in merito alle implicazioni economiche del conflitto.

Grafico B

Impatto del conflitto in Medio Oriente sulle aspettative delle imprese



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

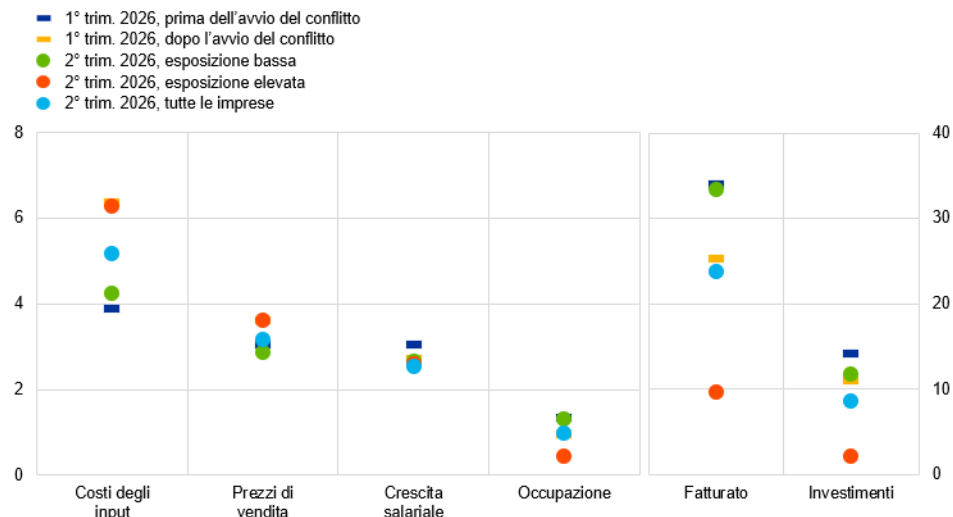
Note: risultati ponderati per l'indagine. Rispondendo al quesito "In che modo la guerra in Medio Oriente e le connesse variazioni dei prezzi dell'energia incidono sulle aspettative della sua impresa nei prossimi dodici mesi?", le imprese hanno potuto indicare se le loro aspettative avessero subito variazioni al rialzo, al ribasso o se fossero rimaste invariate. Le percentuali nette sono state calcolate sottraendo alla quota di imprese che hanno segnalato aspettative al rialzo quella delle imprese che hanno dichiarato aspettative al ribasso. La voce "Esposizione bassa" si riferisce alle imprese che hanno indicato un punteggio inferiore a cinque, su scala da uno a dieci, in risposta al quesito riportato nel grafico A. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026.

Le aspettative quantitative delle imprese sulle variazioni dei costi degli input e dei prezzi di vendita sono rimaste nel complesso elevate e superiori ai livelli antecedenti la guerra, mentre quelle relative alla crescita salariale si sono attenuate (cfr. il grafico C). Le imprese fortemente colpite dal conflitto hanno segnalato aspettative di crescita dei costi e dei prezzi più alte, comparabili a quelle rilevate nelle risposte raccolte subito dopo l'avvio delle ostilità, il 28 febbraio, mentre quelle riportate dalle imprese meno colpite si sono allineate maggiormente alle risposte delle indagini precedenti il conflitto. Per contro, le aspettative sulla crescita salariale si sono lievemente attenuate rispetto all'edizione precedente, sia per le imprese altamente esposte sia per quelle meno esposte. Tale attenuazione osservata nel secondo trimestre, rispetto al primo, appare in contrasto con la quota netta del 43 per cento delle imprese che hanno segnalato aspettative di incrementi salariali in seguito al deflagrare del conflitto. Tuttavia, ciò è probabilmente ascrivibile al fatto che, in assenza del conflitto, le aspettative di crescita salariale avrebbero evidenziato un rallentamento più significativo. Tale interpretazione sembra altresì coerente con le risposte qualitative fornite nell'indagine telefonica condotta dalla BCE presso le imprese in merito alle aspettative sui prezzi di vendita e sui salari (cfr. Elding et al., 2026).

Grafico C

Aspettative delle imprese in base a esposizione e data dell'intervista

(scala di sinistra: variazioni percentuali nei dodici mesi successivi; scala di destra: percentuali nette di aumenti attesi nei successivi tre mesi)



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: aspettative medie di variazione ponderate per le indagini. Domande periodiche dell'indagine SAFE sulle aspettative.

Le aspettative su costi degli input, prezzi di vendita, salari e occupazione si riferiscono ai dodici mesi successivi. Le aspettative su fatturato e investimenti sono espresse su un orizzonte di tre mesi. Le percentuali nette degli aumenti attesi sono state calcolate sottraendo alla quota di imprese che hanno segnalato aspettative al rialzo quella delle imprese che hanno dichiarato aspettative al ribasso. I gruppi "esposizione elevata" ed "esposizione bassa" sono classificati come nel grafico B. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026.

Nel secondo trimestre le aspettative qualitative sulla crescita del fatturato e degli investimenti nei successivi tre mesi e quelle sulla crescita dell'occupazione nei successivi dodici mesi si sono indebolite rispetto ai livelli precedenti il conflitto. La moderazione attesa è stata notevolmente più marcata per il fatturato che per gli investimenti. Le imprese altamente esposte hanno rivisto al ribasso le aspettative: soltanto un saldo netto del 10 per cento di esse si aspetta un aumento del fatturato, mentre un saldo netto del 2 per cento si attende un aumento degli investimenti; tali valori sono sensibilmente inferiori a quelli registrati tra tutte le imprese nel primo trimestre, prima del deflagrare del conflitto (saldi netti pari al 34 e 14 per cento, rispettivamente). Le aspettative sulla crescita dell'occupazione nei successivi dodici mesi si sono collocate all'1,4 per cento nel primo trimestre, prima dell'avvio delle ostilità, per poi calare all'1,0 per cento nel secondo trimestre, quando le imprese fortemente colpite hanno dichiarato di attendersi una minore crescita (0,5 per cento).

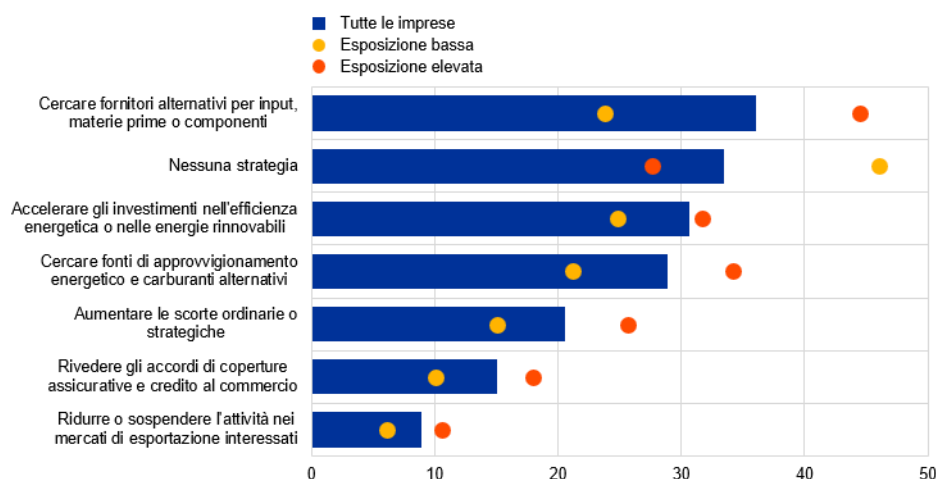
Circa due terzi degli intervistati stanno facendo fronte al conflitto cercando fornitori alternativi e accelerando gli investimenti nell'efficienza energetica (cfr. il grafico D). Le strategie più diffuse tra quelle segnalate dalle imprese in risposta al conflitto sono state la ricerca di fornitori alternativi per input, materie prime o componenti (36 per cento), l'accelerazione degli investimenti nell'efficienza energetica o nelle energie rinnovabili (31 per cento) e la ricerca di fornitori di energia o carburanti alternativi (29 per cento). Quasi la metà delle imprese a bassa esposizione ha dichiarato di non aver attuato strategie di risposta, a fronte di appena il 28 per cento tra quelle altamente esposte. Per le imprese del secondo gruppo, la strategia più comune è stata quella di cercare fornitori alternativi per gli input (44 per

cento). Un numero molto limitato di imprese ha dichiarato di aver ridotto, o di avere intenzione di ridurre, la propria attività nei mercati di esportazione interessati. Al tempo stesso, una quota significativa di imprese che hanno segnalato un basso grado di esposizione sta anche adottando azioni cautelative contro futuri shock derivanti da tensioni geopolitiche.

Grafico D

Strategie delle imprese in risposta al conflitto in Medio Oriente

(in percentuale degli intervistati)



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: percentuali ponderate per l'indagine delle imprese che hanno risposto al quesito "Quali delle seguenti azioni ha già adottato la sua impresa o quali strategie ha pianificato per i prossimi dodici mesi in risposta alle tensioni geopolitiche in Medio Oriente?". Le imprese potevano selezionare più opzioni. I gruppi "Esposizione elevata" ed "Esposizione bassa" sono classificati come nel grafico B. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026.

Riferimenti bibliografici

Banca centrale europea (BCE) (2026), *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - Second quarter of 2026*, luglio.

Bernard, A., Jensen, B., Redding, S. e Schott, P. (2012), "The Empirics of Firm Heterogeneity and International Trade", *Annual Review of Economics*.

Dausà i Noguera, N., Dimou, M. e Kouvavas, O. (2026), *Analisi degli effetti di propagazione della guerra in Medio Oriente sui consumi nell'area dell'euro*, riquadro 2 nel numero 5/2026 di questo Bollettino.

Elding, C., Morris, R., Riedel, Z. e Roma, M. (2026), *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie*, riquadro 5 nel numero 5/2026 di questo Bollettino.

Fantino, D., Ferrando, A., Groß, J., Lamboglia, S., Lebastard, L., Rariga, J. e Schmidt, M. (2026), "How the war in the Middle East is reshaping euro area firms' expectations", *Il Blog della BCE*, BCE, 26 maggio.

Principali risultati delle ultime proiezioni demografiche per l'area dell'euro

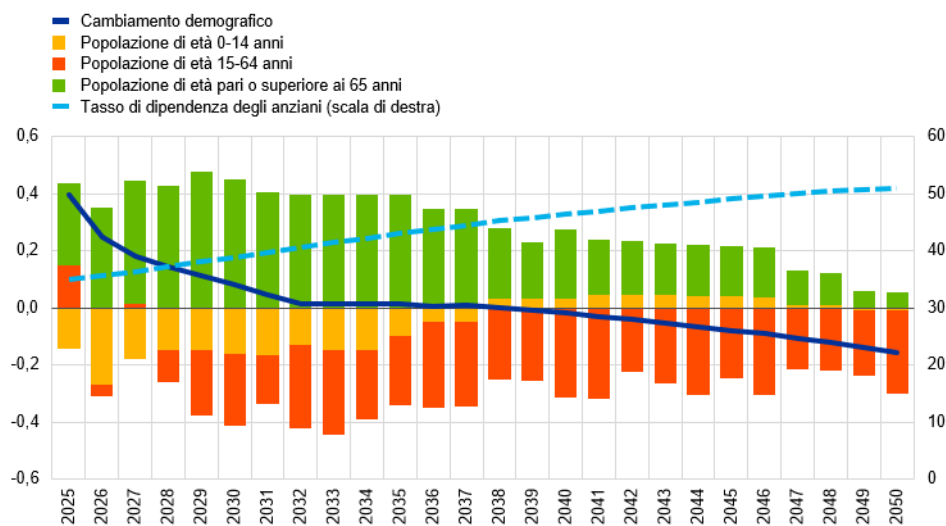
a cura di Stephan Haroutunian, Leo Orlygsson e Joachim Schroth

Le ultime tendenze demografiche suggeriscono che la popolazione dell'area dell'euro aumenterà temporaneamente per poi tornare a collocarsi, nel 2050, a 358 milioni (come nel 2025) anche se con una diversa struttura per età (cfr. il grafico A). Secondo le proiezioni EUROPOP 2025, pubblicate il 16 aprile 2026, la popolazione dell'area dell'euro dovrebbe raggiungere un massimo di 361,4 milioni nel 2037, per poi ridimensionarsi¹. La struttura della popolazione subirà variazioni significative: aumenterà la quota di persone di età pari o superiore a 65 anni, mentre si ridurrà il numero di bambini (0-14 anni) e di persone in età lavorativa (15-64 anni)². Il forte aumento della popolazione in età più avanzata fino alla metà del prossimo decennio riflette il fatto che un forte contingente della generazione del “baby boom” raggiungerà l'età pensionabile. Ci sarà poi un calo nella fascia di età 15-64 anni dovuto al passaggio in età lavorativa dei nati durante il recente periodo di bassi tassi di natalità.

Grafico A

Proiezioni della crescita demografica complessiva, contributi per fascia di età e tasso di dipendenza degli anziani

(scala di sinistra: variazioni percentuali sui dodici mesi e contributi in punti percentuali; scala di destra: valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea blu continua mostra la variazione percentuale annua della popolazione totale in base alle proiezioni EUROPOP 2025; le barre indicano i contributi in punti percentuali delle diverse coorti di età. La linea azzurra tratteggiata mostra l'indice di dipendenza degli anziani, definito come la quota di individui di età pari o superiore ai 65 anni rispetto alla popolazione in età lavorativa.

Secondo le proiezioni, dopo il 2050 il calo della popolazione dovrebbe sostanzialmente proseguire allo stesso ritmo e con la stessa composizione

¹ Cfr. Commissione europea (2026).

² Per età lavorativa si intende comunemente la fascia di età compresa tra i 15 e i 74 anni. Tuttavia, ai fini di un'analisi economica e di bilancio dei cambiamenti demografici, la classe di età 15-64 anni è più significativa.

prevista per il 2050. Tale calo, che avverrebbe a un tasso di crescita medio pari a circa il -0,2 per cento annuo, è determinato principalmente da una flessione della popolazione in età lavorativa. Ne risulta un aumento del tasso di dipendenza degli anziani, che dovrebbe passare dal 35 per cento nel 2025 al 51 per cento nel 2050 e al 62 per cento nel 2100³. In altre parole, se attualmente per ogni persona anziana le persone in età lavorativa sono poco meno di tre, nel 2050 tale rapporto scenderà a 1 su 2, per poi diminuire ancora in maniera significativa nel 2100.

Le proiezioni demografiche per i prossimi due decenni sono state riviste al rialzo a causa dei maggiori afflussi migratori (cfr. il grafico B). I flussi di immigrazione netti verso l'area dell'euro nel periodo dal 2022 al 2024 sono stati significativamente più elevati di quanto anticipato nelle precedenti proiezioni EUROPOP, pubblicate nel 2023. Tale dato riflette una più forte immigrazione a carattere economico e il protrarsi più a lungo del previsto della guerra russa in Ucraina. Per il periodo dal 2022 al 2050, la stima per l'immigrazione media netta è stata modificata al rialzo, passando da 1,2 milioni a circa 1,4 milioni di persone l'anno. Oltre la metà di questo incremento è ascrivibile alla Spagna che, secondo le proiezioni, riceverà un terzo dell'immigrazione netta prevista. In linea con gli andamenti osservati in passato, è atteso che il 77 per cento dei migranti sia costituito da persone in età lavorativa. Un ulteriore 20 per cento avrà meno di 15 anni ed è quindi probabile che entri a far parte, in futuro, delle forze di lavoro, stimolando la crescita economica potenziale⁴. Tuttavia, tali proiezioni sulle migrazioni sono caratterizzate da notevole incertezza e implicano un rapporto tra migrazione netta e popolazione notevolmente superiore alla media storica di lungo periodo. Inoltre, le proiezioni sull'immigrazione si concentrano in paesi come la Spagna, dove i flussi migratori oscillano considerevolmente nel corso del ciclo economico e possono rapidamente invertirsi.

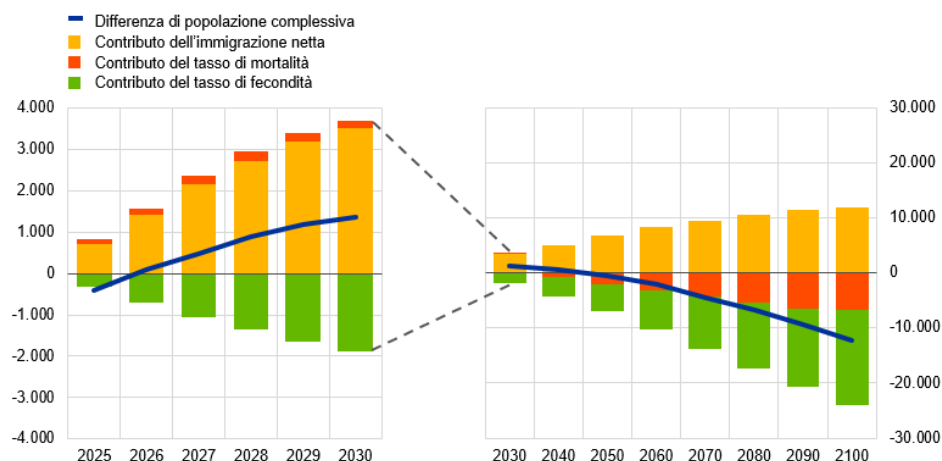
³ Il previsto calo della popolazione in termini aggregati cela una marcata eterogeneità tra paesi. Tra il 2025 e il 2100 la popolazione dovrebbe aumentare in sette paesi dell'area dell'euro, in particolare Lussemburgo (+36,4 per cento) e Malta (+26,0 per cento). Fra i 14 paesi per i quali è previsto un calo della popolazione nello stesso periodo, rilevano particolarmente i casi di Lettonia (-34 per cento), Lituania (-33,4 per cento) e Grecia (-30,1 per cento).

⁴ Come argomentato in Arce et al. (2026), negli ultimi anni le migrazioni hanno generalmente contribuito a un aumento delle forze di lavoro dell'area dell'euro e sostenuto la crescita economica. Cfr. anche Consolo et al. (2026).

Grafico B

Revisione delle prospettive demografiche per l'area dell'euro rispetto alle proiezioni EUROPOP 2023

(differenza assoluta in migliaia di persone)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le revisioni sono calcolate come differenza tra le proiezioni demografiche EUROPOP 2025 ed EUROPOP 2023 per la variazione dei livelli di popolazione rispetto al 1° gennaio 2025. Il pannello di sinistra mostra la differenza annua tra i due esercizi di proiezione fino al 2030, mentre quello di destra riporta le differenze su base decennale. La linea blu mostra le revisioni relative agli stock di popolazione al 1° gennaio e include un errore di proiezione pari a circa -400.000 unità per il 1° gennaio 2025; le barre impilate rappresentano le revisioni cumulative delle variazioni demografiche fino all'anno indicato incluso.

Nel più lungo periodo, la stima della popolazione dell'area dell'euro è stata rivista al ribasso rispetto al precedente esercizio previsivo EUROPOP, a causa di tassi di fecondità significativamente più bassi. Se nell'edizione del 2023 si riteneva che il tasso di fecondità totale fosse sceso temporaneamente a causa della pandemia, i dati più recenti indicano un calo più persistente. Nel 2024 il tasso di fecondità complessivo nell'area dell'euro è stato pari a 1,33 figli per donna e, secondo le proiezioni, dovrebbe scendere ulteriormente fino al 2026. Come le precedenti proiezioni, EUROPOP 2025 prevede una ripresa del tasso di fecondità nell'orizzonte di proiezione, ma a un livello inferiore. Questa revisione al ribasso è legata ad alcune ipotesi sulla convergenza tra paesi⁵ ed è altresì riconducibile a diversi fattori socioeconomici che incidono sulla fecondità in tutto il mondo, alcuni dei quali potrebbero non invertirsi nel prossimo futuro. Tra questi figurano i più elevati livelli di istruzione e indipendenza economica femminile (cfr. Kim, 2026), la scarsità di immobili residenziali (cfr. Li, 2024) e la divergenza di opinioni politiche tra giovani uomini e giovani donne (cfr. Milosav et al., 2026) che potrebbe complicare la ricerca di un partner affine.

L'ultima revisione del tasso di fecondità è stata la più consistente dalla prima edizione delle proiezioni EUROPOP, nel 2008 (cfr. il grafico C). Nelle successive edizioni, la Commissione europea ha progressivamente rivisto al ribasso le stime del tasso di fecondità. L'entità dell'ultima revisione rispetto a EUROPOP 2023, tuttavia, equivale alla somma di tutte le revisioni precedenti dal 2008, anno in cui le proiezioni demografiche sono state pubblicate per la prima volta nel loro formato attuale. Rispetto a EUROPOP 2008, si prevede che nel periodo 2020-2050 siano nati o

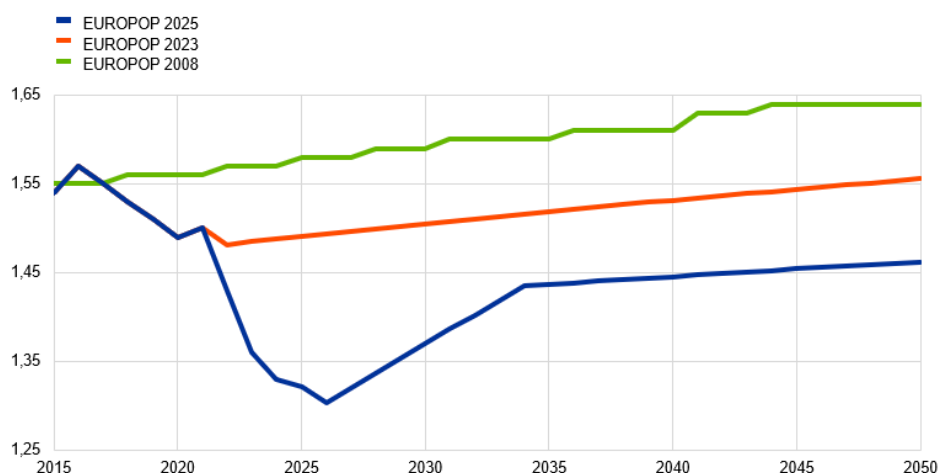
⁵ Il calo del tasso di fecondità nel 2025 e nel 2026 si basa sul numero di nati vivi nella prima metà del 2025.

nasceranno 13 milioni di bambini in meno. La revisione al ribasso, pari a -5,7 milioni, è stata consistente anche rispetto a EUROPOP 2023. Unitamente alla moderata modifica al rialzo dei tassi di mortalità, che nel 2024 non erano tornati esattamente ai livelli precedenti la pandemia, essa compensa appieno la maggiore immigrazione netta prevista entro il 2050. Nella seconda metà del secolo, nonostante l'ipotesi di un ulteriore recupero del tasso di fecondità da 1,46 figli per donna nel 2050 a 1,53 entro il 2100, il calo demografico stimato è più marcato rispetto a EUROPOP 2023, con una riduzione della popolazione di 12 milioni di unità entro il 2100. I maggiori contributi a tale calo sono ascrivibili a Germania (-9,4 milioni) e Italia (-5,4 milioni), con una compensazione soltanto parziale da parte della Spagna (+4,6 milioni), la cui popolazione dovrebbe superare quella italiana entro il 2100. Sebbene i più ingenti cali demografici riguardino la fascia di età compresa tra 0 e 14 anni, si prevede che nel 2100 anche la popolazione in età lavorativa sarà inferiore di 7 milioni di unità rispetto a quanto previsto in EUROPOP 2023. A 175 milioni, il livello è significativamente inferiore a quello attuale di 228 milioni. Tuttavia, se le future riforme pensionistiche comporteranno un aumento della partecipazione alle forze di lavoro, tale diminuzione potrebbe non esercitare un così forte freno sulla componente della crescita potenziale.

Grafico C

Proiezioni del tasso di fecondità nell'area dell'euro nelle diverse serie EUROPOP

(nati vivi per donna)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: il tasso di fecondità è dato dal numero medio di figli nati da una donna nel corso della sua vita.

È probabile che le più recenti prospettive demografiche attenuino inizialmente le pressioni che l'invecchiamento della popolazione esercita sulle finanze pubbliche, per poi intensificarle in seguito. Secondo le proiezioni contenute nel rapporto della Commissione europea del 2024 sull'invecchiamento della popolazione (2024 Aging Report), nell'area dell'euro la spesa pubblica connessa all'invecchiamento (per pensioni, assistenza sanitaria, cure a lungo termine e istruzione) dovrebbe aumentare di 1,3 punti percentuali nello scenario di base, raggiungendo il 26,4 per cento del PIL nel 2050. Tale incremento è dovuto principalmente all'aumento dei costi per pensioni e cure a lungo termine e, in misura minore, di quelli per l'assistenza sanitaria. Le spese relative all'istruzione dovrebbero diminuire in conseguenza della bassa fecondità. Secondo EUROPOP 2025,

le prospettive demografiche più favorevoli fino al 2050 circa, determinate da un aumento dell'immigrazione netta, dovrebbero condurre a un tasso di dipendenza degli anziani inferiore rispetto a quanto stimato nell'esercizio del 2023. Ciò allenterebbe lievemente le pressioni sul finanziamento della spesa connessa all'invecchiamento della popolazione, fino a quando la popolazione migrante non raggiungerà l'età pensionabile. Tuttavia, la persistenza dell'immigrazione netta è soggetta a grande incertezza, dato che fattori quali, ad esempio, la risoluzione dei conflitti potrebbero comportare l'inversione di alcuni di questi flussi. Al tempo stesso, i minori tassi di fecondità, di natura più strutturale rispetto all'evoluzione dell'immigrazione netta, stanno riducendo la popolazione. Quest'ultimo fattore si traduce in una riduzione delle coorti che entrano nel mercato del lavoro, riduzione che a sua volta incrementa il tasso di dipendenza degli anziani e le connesse pressioni sulla provvista dei sistemi pensionistici. Pertanto, i più positivi andamenti demografici per il periodo fino al 2050 rispetto alle proiezioni EUROPOP 2023 non dovrebbero indurre a sottovalutare la necessità di riformare i sistemi pensionistici.

Nel complesso, il calo e l'invecchiamento della popolazione continuano a porre sfide significative per l'economia dell'area dell'euro. Le riforme pensionistiche e del mercato del lavoro dovrebbero essere orientate ad aumentare la partecipazione alle forze di lavoro. È probabile che l'incremento della spesa connessa all'invecchiamento demografico e la riduzione della base imponibile della popolazione in età lavorativa esercitino una pressione crescente sulle finanze pubbliche⁶. In particolare, i paesi i cui conti pubblici sono già vulnerabili dovrebbero astenersi dal revocare precedenti riforme previdenziali che abbiano contribuito a migliorare la sostenibilità dei rispettivi sistemi pensionistici. La ricostituzione delle riserve di bilancio esaurite durante la pandemia e le crisi energetiche e un approccio di conti pubblici più favorevole alla crescita consentirebbero una più agevole gestione dei costi connessi all'invecchiamento della popolazione.

Riferimenti bibliografici

Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. e Weissler, M. (2025), "[Foreign workers: a lever for economic growth](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 8 maggio.

Bodnár, K. e Nerlich, C. (2022), "[The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#)", *Occasional Paper Series*, n. 296, BCE, giugno.

Commissione europea (2024), "[2024 Ageing Report – Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#)", *Institutional Paper*, n. 279, aprile.

Commissione europea (2026), "[Population projections in the EU](#)".

Consolo, A., Dias da Silva, A., Furbach, N. e Gomez-Salvador, R. (2026), [Le determinanti delle forze di lavoro nell'area dell'euro](#), articolo 2 nel numero 3/2026 di questo Bollettino.

⁶ Cfr. anche Bodnár e Nerlich (2022).

Kim, J. (2023), "[Female education and its impact on fertility](#)", IZA World of Labor.

Li, W. (2024), "Do surging house prices discourage fertility? Global evidence, 1870-2012", *Labour Economics*, vol. 90, ottobre.

Milosav, Đ., Dickson, Z., Hobolt, S.B., Klüver, H., Kuhn, T. e Rodon, T (2026), "[The youth gender gap in support for the far right](#)", *Journal of European Public Policy*, vol. 33, numero 2, pagg. 444-468.

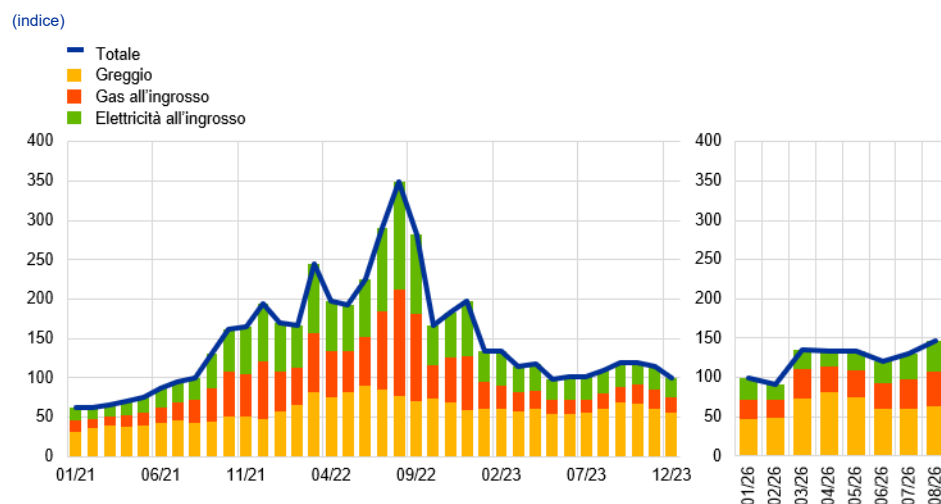
La trasmissione disomogenea dei prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità alle bollette dei consumatori

a cura di Friderike Kuik, Eliza Lis e Johannes Schäfer

Il brusco aumento dei prezzi dell'energia nella prima metà del 2026 ha evocato ricordi dello shock sui prezzi dell'energia del periodo 2021-2022, ma sotto molti punti di vista la natura dello shock nel 2026 è diversa. Finora, lo shock sui prezzi dell'energia nel 2026 è stato di entità inferiore, con aumenti più limitati dei prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità rispetto all'ultima crisi energetica (cfr. il grafico A)¹. L'impatto dei prezzi all'ingrosso del gas sui prezzi all'ingrosso dell'elettricità, che è in genere forte in quanto i prezzi del gas determinano i prezzi marginali dell'elettricità, è stato frenato dalla transizione verso l'elettricità generata da fonti rinnovabili. Inoltre, il modo in cui i prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità si trasmettono ai prezzi al dettaglio ha subito un'evoluzione. Il presente riquadro esamina il modo in cui le variazioni dei prezzi all'ingrosso del gas vengono trasmesse ai consumatori, concentrandosi sul loro impatto sui prezzi all'ingrosso dell'elettricità, nonché sulla determinazione dei prezzi al dettaglio di gas ed elettricità².

Grafico A

Indice complessivo dei costi dei beni energetici per l'area dell'euro



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

Note: con prezzi all'ingrosso del gas si intendono le quotazioni per il gas TTF olandese. I prezzi del greggio (in euro/barile), quelli del gas all'ingrosso (in euro/MWh) e quelli dell'elettricità all'ingrosso (in euro/MWh) sono indicizzati ad agosto 2021 = 100 e a gennaio 2026 = 100 e poi aggregati. I pesi di aggregazione per l'indice del costo totale dell'energia si basano sul contributo rispettivo di petrolio, gas ed elettricità ai consumi finali di energia dell'UE, sulla base dei dati fino al 2024 incluso e mantenuti stabili successivamente. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2026.

Le pressioni sui prezzi dell'elettricità sono state inferiori nel 2026 rispetto al periodo 2021-2022, in parte a causa dell'aumento della quota di energia elettrica generata da fonti rinnovabili. Nel periodo 2021-2022 la siccità ha ridotto

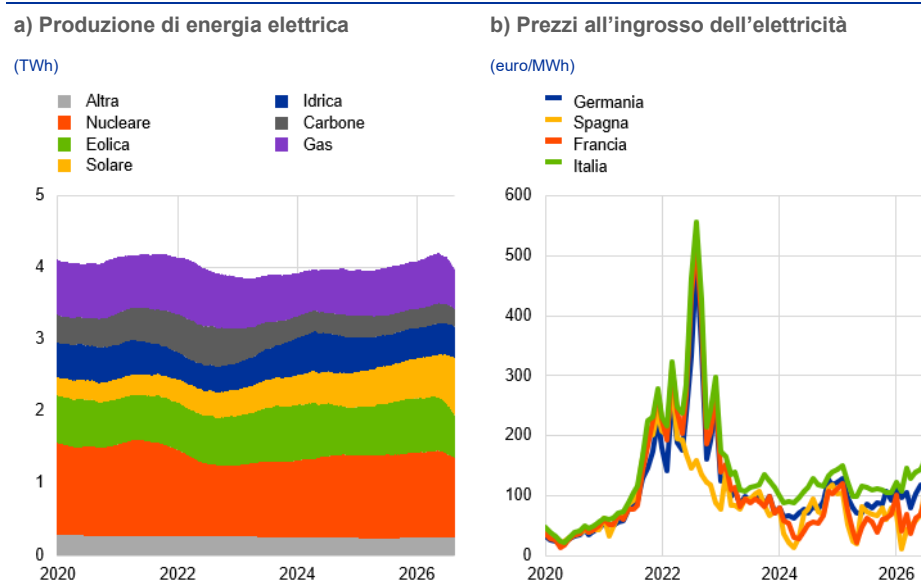
¹ Cfr. anche Banca centrale europea (2026) e Demuth et al. (2026).

² Per un'analisi della trasmissione del greggio ai prezzi al consumo dei carburanti, cfr. Kuik et al. (2026).

la produzione di energia da fonte idrica e un elevato numero di centrali nucleari francesi era in fase di manutenzione. Ne è conseguita una maggiore dipendenza dal gas per la produzione di energia elettrica in tutta Europa, in un momento in cui le forniture di gas erano state gravemente ridotte a seguito dello scoppio della guerra in Ucraina (cfr. il pannello a) del grafico B)³. Nel 2026, finora, le pressioni sul mercato del gas sono state relativamente più contenute⁴. Inoltre, molti paesi hanno aumentato la produzione di elettricità a basso rilascio di emissioni, in particolare attraverso le energie rinnovabili (cfr. il pannello a) del grafico B). Di conseguenza, nel 2026 i prezzi all'ingrosso dell'elettricità sono aumentati in misura più modesta rispetto al periodo 2021-2022. Inoltre, essi hanno evidenziato andamenti divergenti all'interno dei diversi mercati europei a partire dallo shock sui prezzi dei beni energetici del periodo 2021-2022 (cfr. il pannello b) del grafico B).

Grafico B

Produzione a livello aggregato di elettricità e prezzi all'ingrosso dell'elettricità nei paesi dell'area dell'euro



Fonti: European Network of Transmission System Operators for Electricity, LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) i dati si basano su una media mobile centrata su 365 giorni della somma della produzione giornaliera di energia elettrica in Germania, Spagna, Francia e Italia. La voce "Altro" comprende l'energia elettrica prodotta da varie fonti minori, tra cui biomasse, energia geotermica, altre fonti rinnovabili, petrolio, petrolio da scisti, torba e rifiuti. Nel pannello b) i dati si basano su medie mensili. Le ultime osservazioni si riferiscono al 20 agosto 2026 per il pannello a) e ad agosto 2026 per il pannello b).

L'effetto della quota crescente di energia elettrica prodotta da fonti rinnovabili sui prezzi all'ingrosso dell'elettricità è negativo, non lineare e disomogeneo tra paesi (cfr. il grafico C). Al tempo stesso, la capacità e la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili variano notevolmente da un paese all'altro⁵. Insieme, tali fattori possono causare andamenti disomogenei dei prezzi. In Spagna, dove la quota di energia elettrica generata da fonti rinnovabili è la più elevata, il numero di ore in cui i prezzi dell'energia elettrica sono fissati dai prezzi del gas è costantemente

³ Cfr. Kuik et al. (2022).

⁴ Cfr. Demuth et al. (2026).

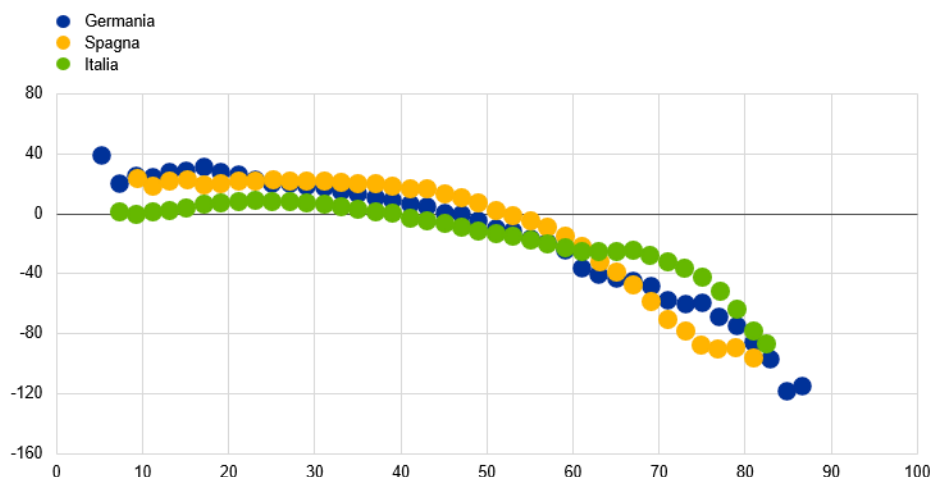
⁵ Cfr. Commissione europea (2026). Per una spiegazione delle considerazioni politiche più ampie per conseguire gli obiettivi dell'UE in materia di sicurezza energetica e di neutralità climatica, cfr. Grynberg et al. (2026).

inferiore ed è diminuito considerevolmente nel corso degli anni (cfr. il grafico D). Andamenti analoghi si osservano in Francia, dove l'energia nucleare spesso domina il mix di elettricità e la determinazione dei prezzi. Per contro, in Italia i prezzi dell'elettricità sono ancora spesso determinati dai prezzi del gas.

Grafico C

Prezzi all'ingrosso dell'elettricità e produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili

(asse delle ascisse: quota percentuale di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, asse delle ordinate: deviazione percentuale dal prezzo atteso)



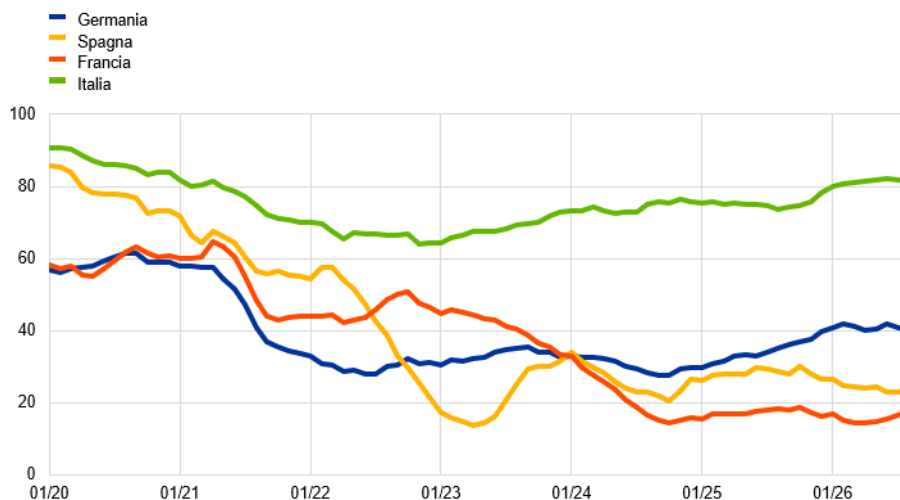
Fonti: European Network of Transmission System Operators for Electricity, LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: in base a Quintana (2024), i prezzi all'ingrosso dell'elettricità del giorno prima sono regrediti sul gas naturale e sui prezzi delle quote di emissione negoziate nell'ambito del sistema dell'UE (EU Emissions Trading System). I residui della regressione colgono la deviazione dal prezzo atteso con il gas come fattore di determinazione dei prezzi marginali, rispecchiando principalmente il ruolo delle tecnologie diverse dal gas come fattore di determinazione dei prezzi marginali. I residui sono aggregati in intervalli di 2 punti percentuali della corrispondente quota rinnovabile. La Francia è esclusa in considerazione del ruolo preponderante dell'energia nucleare in termini di quota, sia di produzione di energia elettrica sia di determinazione dei prezzi. I dati si riferiscono al periodo dal 2015 in poi. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2026. I dati per il periodo da giugno 2022 a febbraio 2023 sono esclusi per la Spagna in quanto era in vigore l'"eccezione iberica", una misura politica che dissociava i prezzi all'ingrosso dell'elettricità dai prezzi del gas.

Grafico D

Ore in cui il prezzo dell'elettricità è fissato sulla base del gas

(percentuale media di ore in un mese, media mobile centrata su 12 mesi)



Fonti: European Network of Transmission System Operators for Electricity, LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: il prezzo dell'elettricità in una determinata ora è classificato come fissazione del prezzo da parte del gas se il prezzo orario all'ingrosso dell'elettricità è pari o superiore al costo marginale a breve termine dell'elettricità alimentata a gas. Tale costo dell'elettricità alimentata a gas è calcolato a partire dal prezzo giornaliero del gas all'ingrosso e dal prezzo giornaliero del sistema di scambio di quote di emissione dell'UE, ipotizzando 2 MWh di input di gas per 1 MWh di produzione di energia elettrica e un fattore di emissione di 0,4 tonnellate di CO₂ per MWh di energia elettrica prodotta a gas. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2026.

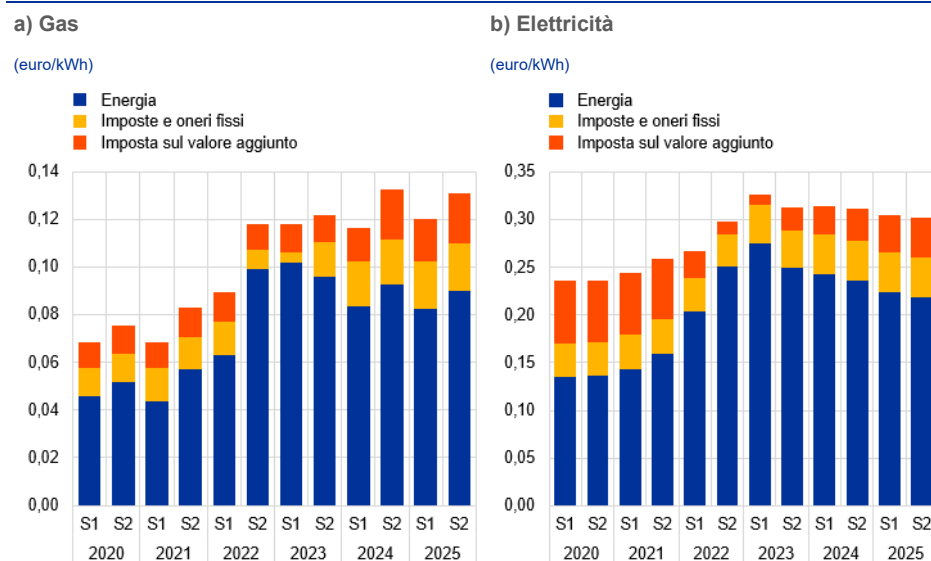
La trasmissione dei prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità all'inflazione di tali beni energetici, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), dipende dai meccanismi di fissazione dei prezzi al dettaglio e dalla composizione dei prezzi. I prezzi al dettaglio possono essere regolamentati o

basati sul mercato e possono essere adeguati in maniera flessibile o a intervalli fissi in entrambi i settori. Il ritmo di trasmissione è più rapido quando i prezzi sono basati sul mercato e adeguati in maniera flessibile. Imposte e oneri relativamente lenti frenano la trasmissione delle variazioni dei prezzi all'ingrosso dell'energia all'inflazione misurata sullo IAPC di gas ed elettricità. Nel 2025 le imposte e gli oneri hanno rappresentato in media il 31 per cento dei prezzi del gas e il 27 per cento dei prezzi dell'elettricità nell'area dell'euro (cfr. il grafico E)⁶. L'intensità della trasmissione può dipendere anche dalla durata del picco del prezzo dell'energia. Ad esempio, nei paesi in cui i fornitori di energia acquistano energia elettrica e gas con anni di anticipo sul mercato dei contratti future e offrono contratti a più lungo termine ai propri clienti, un picco di breve durata dei prezzi all'ingrosso potrebbe avere solo un impatto limitato sui consumatori.

⁶ La compilazione degli indici IAPC dei prezzi di gas ed elettricità svolge altresì un ruolo rispetto alla rapidità e all'intensità con cui le variazioni dei prezzi al dettaglio si manifestano nello IAPC. Fino al 2023 alcuni paesi registravano nello IAPC solo una parte dei contratti in essere (ad esempio, solo nuovi contratti), cosicché lo IAPC non era pienamente rappresentativo dei costi effettivi sostenuti dalle famiglie in periodi di elevate oscillazioni dei prezzi all'ingrosso. Tale metodologia è stata ora adeguata a una copertura rappresentativa delle diverse tipologie di contratto.

Grafico E

Composizione dei prezzi al dettaglio nell'area dell'euro



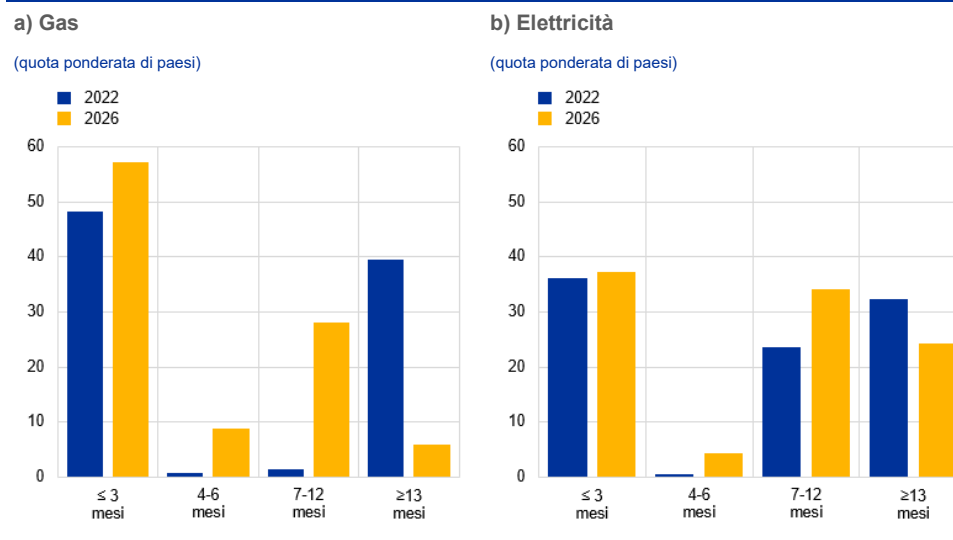
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i prezzi al dettaglio indicati si applicano ai consumatori che rientrano nelle fasce di consumo mediane di 20-199 GJ per gas e di 2000-4999 kWh per l'elettricità. I dati aggregati per i paesi dell'area dell'euro si basano sui pesi dello IAPC, utilizzando il contributo di ciascun paese al gas e all'elettricità dell'area.

Nel complesso, la trasmissione dei prezzi all'ingrosso a quelli al dettaglio ha subito un'accelerazione per i prezzi del gas, ma la dinamica generale della trasmissione ritardata e disomogenea rimane sia per i prezzi del gas sia per quelli dell'elettricità (cfr. il grafico F). In diversi paesi dell'area dell'euro i mercati al dettaglio dell'elettricità e del gas hanno subito un processo di sempre maggiore liberalizzazione. Le nuove tipologie di contratto tendono a ridurre la durata dei contratti a tempo prestabilito o a introdurre tariffe più flessibili. Tali tariffe hanno spesso legami più stretti con i prezzi all'ingrosso, il che aumenta la frequenza delle variazioni dei prezzi al dettaglio. Secondo un'indagine condotta nel 2026 dalle banche centrali nazionali dell'Eurosistema, le variazioni dei prezzi all'ingrosso del gas dovrebbero trasmettersi all'inflazione misurata sullo IAPC del gas in un periodo da 1 a 3 mesi in oltre la metà dell'area dell'euro, in un periodo da 4 a 6 mesi in circa un decimo dell'area e in un periodo da 7 a 12 mesi in circa un terzo dell'area, tutti intervalli temporali superiori rispetto al 2022. In particolare, dal 2022 la quota di paesi che segnalano una lenta trasmissione nell'arco di 13-24 mesi è diminuita da circa il 40 a circa il 5 per cento. La trasmissione ai prezzi dell'elettricità è più ampia (in un periodo che va da meno di un mese a due anni) e si stima che sia ancora pressoché identica a quella del 2022.

Grafico F

Trasmissione delle variazioni dei prezzi all'ingrosso all'inflazione misurata sullo IAPC del gas e dell'elettricità nei paesi dell'area dell'euro



Fonte: BCE.

Note: basato su un'indagine delle banche centrali nazionali dell'Eurosistema. Le risposte sono ponderate per il contributo di ciascun paese all'inflazione misurata sullo IAPC di gas ed elettricità nell'area dell'euro.

Diverse caratteristiche strutturali si sono evolute a partire dallo shock sui prezzi dell'energia del periodo 2021-2022 e hanno modificato la trasmissione dei prezzi all'ingrosso del gas alle fatture al consumo. La quota crescente di energie rinnovabili nella produzione di energia elettrica ha indebolito il collegamento meccanico tra i prezzi all'ingrosso del gas e i prezzi all'ingrosso dell'elettricità. La trasmissione delle variazioni dei prezzi all'ingrosso all'inflazione del gas misurata sullo IAPC ha subito un'accelerazione. Insieme ai miglioramenti degli indici IAPC dei prezzi di elettricità e gas che rappresentano meglio i costi per i consumatori, tali andamenti suggeriscono che le variazioni dei prezzi del gas all'ingrosso potrebbero trasmettersi all'inflazione del gas misurata sullo IAPC in modo lievemente più rapido rispetto al passato, ma in modo meno intenso per l'inflazione dell'elettricità misurata sullo IAPC, con variazioni tra paesi che permangono in entrambi i casi. L'offerta e la domanda di energia continuano a risentire del conflitto in Medio Oriente, ma hanno risentito anche degli eventi meteorologici estremi durante l'estate. Ciò implica che la dinamica dei prezzi all'ingrosso dell'energia richieda un attento monitoraggio, in quanto la loro trasmissione ai prezzi al consumo resta un'importante fonte di volatilità a breve termine dell'inflazione misurata sullo IAPC.

Riferimenti bibliografici

Banca centrale europea (2026), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026*.

Commissione europea (2026), *"EU energy markets: evolving gas-electricity price linkages in a more volatile system"*, 2026 Spring Economic Forecast, 26 maggio.

Demuth, L., Manu, A. e Stalla-Bourdillon, A. (2026), "[Energy shock: why oil and gas prices have risen less than expected](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 27 luglio.

Grynberg, C., Vinci, F. e De Sanctis, A. (2026), "[Energy security and industrial competitiveness: the case for a European Energy Union](#)", *Occasional Papers Series*, n. 388, BCE.

Kuik, F., Adolfsen, J.F., Lis, E.M. e Meyler, A. (2022), *[Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo](#)*, articolo 1 nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

Kuik, F., Lis, E., Nickel, C. e Porqueddu, M. (2026), "[From well to pump: how fuel prices are formed](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 31 luglio.

Quintana, J. (2024), "[The impact of renewable energies on wholesale electricity prices](#)", *Economic Bulletin*, numero 2024/Q3, Banco de España, 4 settembre.

L'evoluzione delle condizioni finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: una prospettiva incentrata sul Macro-Finance Financial Conditions Index (MF-FCI)

a cura di Tilman Bletzinger, Giulia Martorana e Jakub Mistak

I cambiamenti nelle aspettative di mercato riguardo all'orientamento della politica monetaria statunitense possono influenzare le condizioni finanziarie mondiali, anche attraverso ricadute sull'area dell'euro. Le aspettative di mercato sui tassi di interesse ufficiali statunitensi sono state riviste significativamente in entrambe le direzioni durante l'estate, in un contesto caratterizzato da accresciuti rischi geopolitici e prospettive economiche incerte. Con il persistere di rischi e incertezza, l'evoluzione dei tassi di riferimento per gli Stati Uniti e le altre economie avanzate rimane soggetta a ulteriori rivalutazioni. Per gli Stati Uniti, è improbabile che l'impatto di tali rivalutazioni della politica monetaria rimanga circoscritto all'economia interna: un ampio filone della letteratura empirica rileva che gli shock di politica monetaria statunitensi si ripercuotono in modo significativo sulle condizioni finanziarie dell'area dell'euro¹.

Per far luce su questi effetti di propagazione, il presente riquadro applica anche agli Stati Uniti l'indicatore delle condizioni finanziarie (ICF), originariamente elaborato per l'area dell'euro. Il metodo di analisi presenta diverse caratteristiche che possono essere applicate anche al caso statunitense². L'ICF è stimato mediante un modello autoregressivo vettoriale (VAR) per sintetizzare le informazioni contenute in un insieme di prezzi finanziari in un unico indicatore rilevante per le dinamiche macroeconomiche³. Esso incorpora variabili finanziarie con una trasformazione minima ed è espresso in unità e in scala paragonabili a quelle di un tasso di riferimento. La specifica per gli Stati Uniti include il tasso effettivo dei Federal Fund, il rendimento dei titoli del Tesoro a dieci anni, il tasso reale dei titoli del Tesoro a termine a due anni su un orizzonte di un anno e a pronti a cinque anni, i differenziali dei mutui ipotecari e delle obbligazioni societarie rispetto ai titoli del Tesoro, il rapporto prezzo/utili delle azioni corretto per il ciclo economico (cyclically adjusted equity price-to-earnings, CAPE) e il tasso di cambio effettivo nominale del dollaro statunitense.

I coefficienti stimati sottolineano il ruolo predominante dei tassi di interesse, oltre ai contributi meno rilevanti dei differenziali di credito e delle valutazioni azionarie (cfr. il pannello a) del grafico A). Al tasso effettivo sui Federal Fund corrisponde il coefficiente più elevato (0,63), seguito dai due tassi reali (circa 0,45 ciascuno) e dal rendimento dei titoli del Tesoro a dieci anni (circa 0,40). I differenziali sui mutui ipotecari e sulle obbligazioni societarie mostrano coefficienti più modesti

¹ Cfr., ad esempio, Ca' Zorzi et al. (2023).

² Per maggiori dettagli sulla metodologia e una specifica per l'area dell'euro, cfr. Bletzinger et al. (2026).

³ L'ICF è stimato congiuntamente con il VAR su dati mensili da gennaio 1999 a dicembre 2025. L'inflazione vi figura come divario tra l'inflazione sui dodici mesi misurata sulla spesa per consumi personali (SCP) e l'obiettivo di inflazione del 2 per cento fissato dalla Federal Reserve, mentre il prodotto economico come deviazione dal prodotto potenziale.

(pari a circa 0,11 ciascuno), che rilevano i premi per il rischio e i costi di indebitamento per famiglie e imprese. Il rapporto CAPE presenta un coefficiente negativo, in linea con il fatto che valutazioni azionarie più elevate implicano condizioni finanziarie più accomodanti. Il tasso di cambio del dollaro riceve il peso positivo minore, rispecchiando il grado di apertura commerciale relativamente modesto dell'economia statunitense e il ruolo del dollaro statunitense come valuta globale⁴.

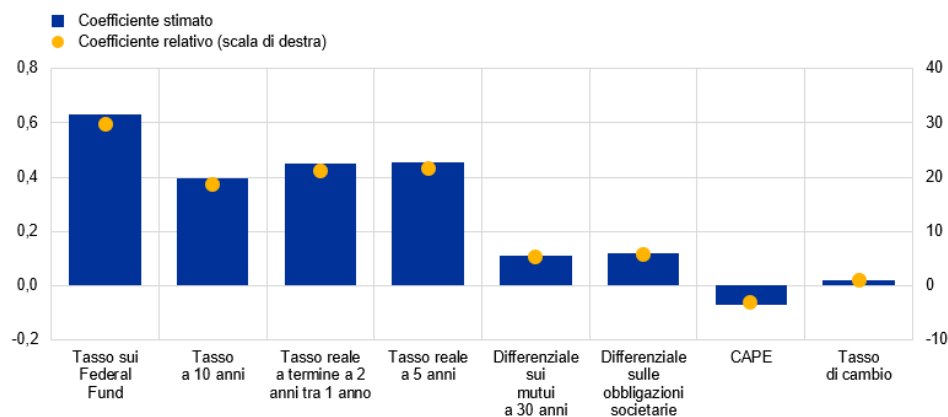
⁴ Come nella versione dell'ICF macrofinanziario per l'area dell'euro, i coefficienti sono normalizzati in modo tale che la somma del quadrato dei loro valori sia pari a 1.

Grafico A

L'ICF macrofinanziario statunitense

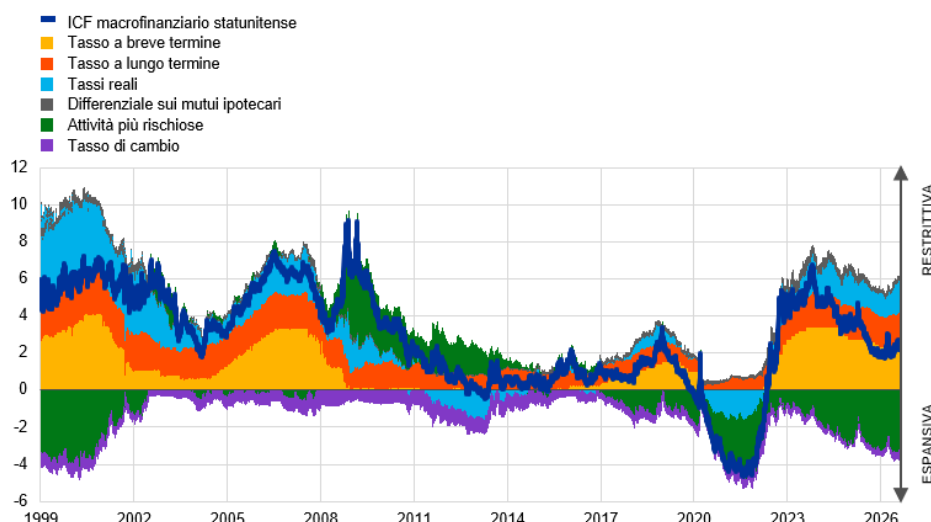
a) Coefficienti dell'ICF

(coefficienti)



b) ICF macrofinanziario statunitense e sua scomposizione

(indice)



Fonti: LSEG, Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

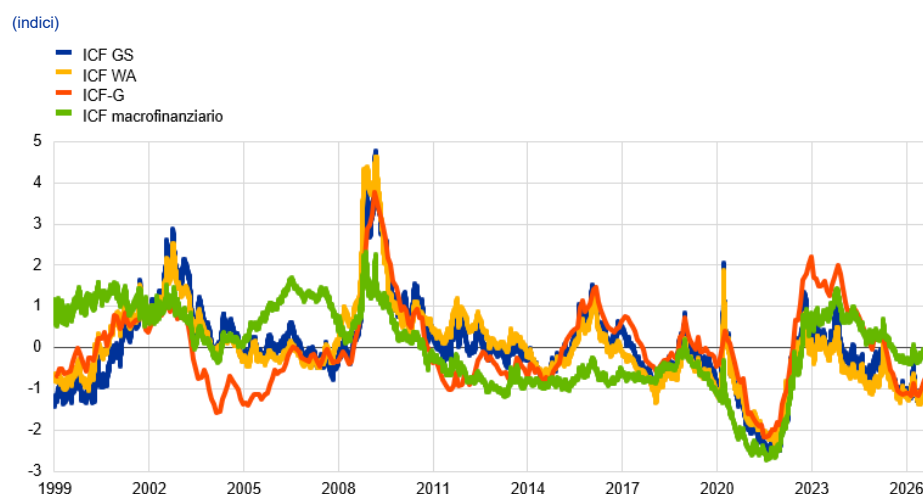
Note: nel pannello a) le barre blu mostrano i coefficienti stimati delle variabili che compongono l'ICF macrofinanziario statunitense; gli indicatori gialli mostrano gli stessi coefficienti normalizzati per far sì che la loro somma sia pari a 100. Nel pannello b), l'indice è scomposto in "tasso a breve termine" (tasso effettivo sui Federal Fund), "tasso a lungo termine" (rendimento dei titoli del Tesoro a dieci anni), "tassi reali" (tasso reale a termine a due anni dei titoli del Tesoro su un orizzonte di un anno e tasso reale a pronti a cinque anni sui medesimi titoli), "differenziale sui mutui ipotecari" (tasso sui mutui ipotecari a 30 anni meno il rendimento dei titoli del Tesoro a 30 anni), "attività più rischiose" (differenziale sulle obbligazioni societarie con rating A rispetto al rendimento dei titoli del Tesoro a dieci anni e al rapporto CAPE) e "tasso di cambio" (tasso di cambio effettivo nominale del dollaro statunitense). Le ultime osservazioni si riferiscono al 28 agosto 2026.

L'ICF macrofinanziario statunitense tiene traccia dei principali episodi economici e finanziari negli Stati Uniti dal 1999 (cfr. il pannello b) del grafico A). L'indicatore ha registrato un aumento persistente durante il ciclo di rialzo dei tassi di interesse attuato dal Federal Reserve System tra il 1999 e il 2001 e ha raggiunto il suo massimo storico durante la crisi finanziaria mondiale, con un inasprimento dovuto alle attività più rischiose. È rimasto stabile tra il 2010 e il 2014, con un tasso sui Federal Fund prossimo al limite inferiore effettivo, ed è sceso al livello più basso ad agosto 2021, a seguito delle politiche espansive connesse alla pandemia di COVID-19. L'inasprimento più marcato nel periodo considerato ha

coinciso con il ciclo di rialzo del biennio 2022-2024. Le condizioni finanziarie si sono allentate nel corso del 2025, quando la Federal Reserve ha iniziato a tagliare i tassi, per poi inasprirsi in seguito allo scoppio della guerra in Medio Oriente. L'indicatore segue sostanzialmente l'andamento dei principali indici di riferimento statunitensi, in particolare durante i periodi di tensione sui mercati finanziari, sebbene a volte se ne discosti a causa della maggiore dipendenza di tali indici dai prezzi delle azioni (cfr. il grafico B)⁵.

Grafico B

ICF macrofinanziario e altri ICF negli Stati Uniti



Fonti: LSEG, Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per "ICF GS" si intende l'ICF di Goldman Sachs, per "ICF WA" la media ponderata dell'ICF e per "ICF-G" l'impatto delle condizioni finanziarie sulla crescita. A tutti gli ICF è attribuito il punteggio Z. L'ultima osservazione per l'indicatore ICF-G si riferisce a luglio 2026. Per tutti gli altri, l'ultima osservazione si riferisce al 28 agosto 2026.

Gli ICF macrofinanziari statunitensi e dell'area dell'euro mostrano dinamiche sostanzialmente sincronizzate, con una correlazione tra le condizioni finanziarie negli Stati Uniti e nell'area dell'euro riconducibile principalmente alle attività più rischiose. Il grafico C riporta i due indicatori in termini di

scostamento rispetto alle medie incondizionate implicite nel modello, in modo che lo zero corrisponda, nei rispettivi modelli VAR, a condizioni finanziarie coerenti con un'inflazione in linea con l'obiettivo e a un prodotto all'altezza del suo potenziale, rendendo gli indicatori sostanzialmente comparabili⁶. Il grafico D coglie questo comovimento attraverso la correlazione mobile tra i due indicatori, scomposta nei contributi additivi dei canali principali. Tale correlazione rimane positiva per tutto il campione e aumenta durante episodi di stress globale, quali il periodo successivo alla crisi finanziaria globale e la pandemia. Le attività più rischiose costituiscono il canale predominante che collega i due indicatori, mentre i tassi reali e a lungo termine forniscono contributi positivi minori ma costanti, soprattutto tra il 2022 e il 2025, allorché la Federal Reserve e la BCE reagirono in modo sostanzialmente analogo a uno shock inflazionistico comune. Per contro, il canale dei cambi riduce la

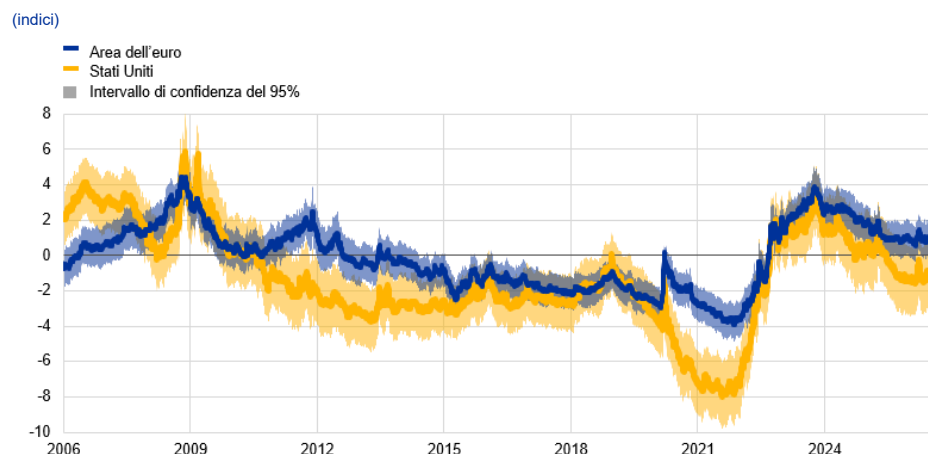
⁵ Cfr. Hatzius et al. (2017), Arrigoni et al. (2022) e Ajello et al. (2023).

⁶ La media incondizionata implicita nel modello VAR fornisce un valore di riferimento per le condizioni finanziarie analogo al concetto di ICF* (FCI-star) elaborato da Caballero et al. (2025), ma con la limitazione che tale valore è costante nel tempo.

correlazione tra gli ICF statunitensi e quelli dell'area dell'euro nei periodi in cui le politiche monetarie della BCE e della Federal Reserve sono diversamente orientate.

Grafico C

Scostamenti tra gli ICF macrofinanziari degli Stati Uniti e dell'area dell'euro

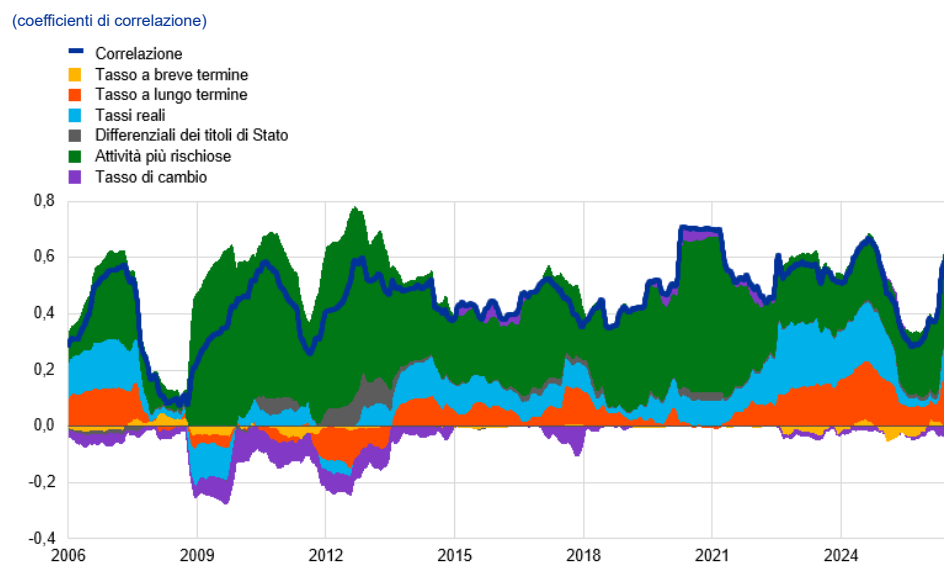


Fonti: LSEG, Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: ciascun ICF macrofinanziario è mostrato in termini di scostamento rispetto alla sua media incondizionata, che è un valore coerente con un'inflazione in linea con l'obiettivo e con un output gap nullo. Gli intervalli ombreggiati riflettono l'incertezza nella stima dei parametri. Le ultime osservazioni si riferiscono al 28 agosto 2026.

Grafico D

Variazione nel tempo della correlazione tra le condizioni finanziarie degli Stati Uniti e quelle dell'area dell'euro, scomposta per canale



Fonti: LSEG, Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

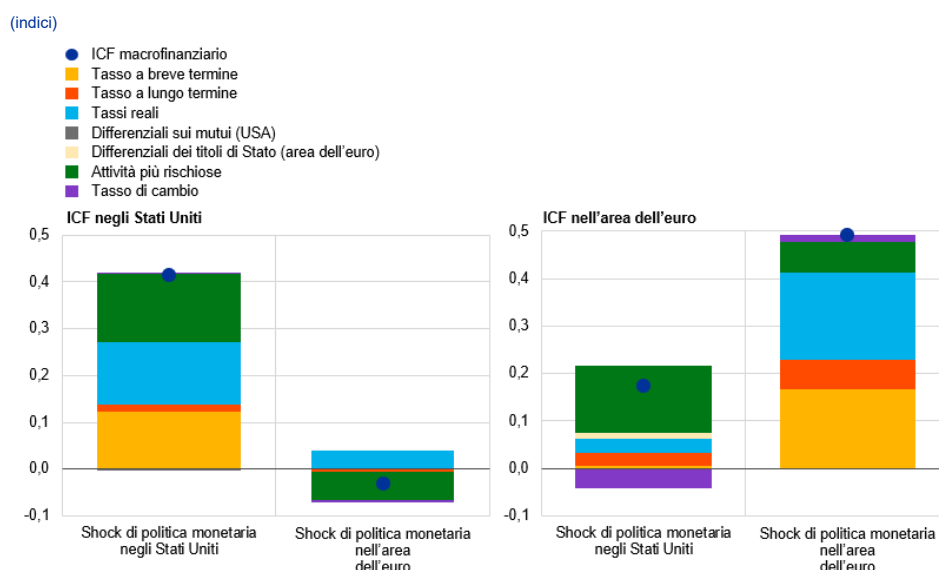
Note: il grafico mostra la correlazione mobile tra le variazioni su cinque giorni di negoziazione degli ICF macrofinanziari relativi a Stati Uniti e area dell'euro, calcolata su una finestra mobile di 252 giorni di negoziazione e scomposta nei contributi provenienti dai canali dell'area dell'euro, rappresentati come intervalli colorati. Il campione di stima inizia il 5 gennaio 2006. Le ultime osservazioni si riferiscono al 28 agosto 2026.

Le variazioni inattese dei tassi di riferimento statunitensi incidono in misura significativa sulle condizioni finanziarie dell'area dell'euro, con effetti di propagazione che si trasmettono principalmente attraverso le attività più rischiose. Il grafico E mostra le risposte stimate a un giorno degli ICF statunitensi e

dell'area dell'euro a uno shock restrittivo inatteso di 25 punti base in entrambe le giurisdizioni⁷. Uno shock restrittivo della Federal Reserve innalza sia l'ICF statunitense sia, in misura minore, quello dell'area dell'euro, con un effetto di propagazione dovuto principalmente alla rivalutazione delle attività più rischiose, compensato in parte dal canale del tasso di cambio⁸. Uno shock restrittivo della BCE di pari entità fa aumentare l'ICF dell'area dell'euro su tassi a lungo termine, tassi reali e attività più rischiose, mentre ha un impatto modesto sull'ICF statunitense.

Grafico E

Scomposizione delle reazioni dell'ICF macrofinanziario agli shock di politica monetaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro



Fonti: LSEG, Haver Analytics, Jarociński e Karadi (2020) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: reazioni degli ICF macrofinanziari statunitensi (pannello di sinistra) e dell'area dell'euro (pannello di destra) a shock di politica monetaria di 25 punti base da parte della Federal Reserve e della BCE, identificati attraverso dati inattesi ad alta frequenza rilevati in concomitanza dei rispettivi annunci di politica monetaria. I pallini blu scuro mostrano la reazione dell'indice complessivo; le barre colorate mostrano i contributi additivi dei singoli canali.

In prospettiva, le variazioni delle attese sui tassi di riferimento statunitensi potrebbero influire sulle condizioni finanziarie dell'area dell'euro, con le attività più rischiose che probabilmente rimarranno un canale di propagazione fondamentale. Le stime espone nel presente riquadro suggeriscono che le attività più rischiose spieghino in gran parte la reazione delle condizioni finanziarie dell'area dell'euro agli shock di politica monetaria statunitensi, essendo il canale di gran lunga più importante e statisticamente più robusto tra quelli considerati. Ciò riflette l'elevato grado di integrazione dei mercati azionari e delle obbligazioni societarie a livello mondiale e significa che le variazioni nella remunerazione richiesta per detenere attività rischiose statunitensi tendono a propagarsi alle medesime attività nell'area dell'euro, facendo sì che la politica monetaria statunitense si trasmetta alle condizioni finanziarie nell'area. Una rivalutazione delle aspettative di mercato

⁷ Alle variazioni giornaliere dei due ICF macrofinanziari e delle loro componenti viene applicata una regressione sugli shock di politica monetaria di Stati Uniti e area dell'euro, identificati attraverso dati inattesi ad alta frequenza rilevati in concomitanza dei rispettivi annunci di politica monetaria, come in Jarociński e Karadi (2020).

⁸ La trasmissione degli shock di politica monetaria statunitense ai corsi azionari dell'area dell'euro è in linea con le precedenti evidenze descritte in Grothe et al. (2021).

riguardo all'andamento dei tassi ufficiali statunitensi potrebbe quindi essere seguita da una rivalutazione generalizzata delle attività più rischiose e da una trasmissione alle condizioni finanziarie dell'area dell'euro, indipendentemente dall'orientamento della politica monetaria della BCE.

Riferimenti bibliografici

- Ajello, A., Cavallo, M., Favara, G., Peterman, W.B., Schindler, J. e Sinha, N.R. (2023), "[A New Index to Measure U.S. Financial Conditions](#)", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 30 giugno.
- Arrigoni, S., Bobasu, A. e Venditti, F. (2022), "[Measuring Financial Conditions using Equal Weights Combination](#)", *IMF Economic Review*, vol. 70, pagg. 668-697.
- Bernanke, B.S. e Kuttner, K.N. (2005), "[What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?](#)", *The Journal of Finance*, vol. 60, n. 3, pagg. 1221-1257.
- 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.
- Caballero, R.J., Caravello, T.E. e Simsek, A. (2026), "[FCI-star](#)", *NBER Working Papers*, n. 33952, National Bureau of Economic Research, versione rivista.
- Ca' Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G., Jarociński, M., Stracca, L. e Strasser, G. (2023), "[Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#)", *International Journal of Central Banking*, vol. 19, numero 2, giugno, pagg. 95-144.
- Grothe, M., Helmersson, T., Quint, D. e Vassallo, D. (2021), "[Risk of spillovers from US equity market corrections to euro area markets and financial conditions](#)", *Financial Stability Review*, BCE, maggio.
- Hatzius, J., Stehn, S.J., Fawcett, N., Fishman, K.R. (2017), "[Our New G10 Financial Conditions Indices](#)", *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, 20 aprile.
- Jarociński, M. e Karadi, P. (2020), "[Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#)", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n. 2, aprile, pagg. 1-43.

Andamenti del mercato azionario statunitense durante il boom dell'IA

a cura di Magdalena Grothe, Bruno Lopes Mendes, Ana-Simona Manu e Luca Tondo

Negli ultimi anni le valutazioni azionarie statunitensi sono state sostenute dagli ingenti utili realizzati e attesi legati al boom dell'intelligenza artificiale (IA). Con l'espressione "boom dell'IA" si fa riferimento al ritmo serrato di innovazione e all'utilizzo crescente delle tecnologie di IA osservati dal debutto pubblico di ChatGPT a novembre 2022, che hanno generato opportunità di investimento in molti settori dell'economia e un rapido aumento delle valutazioni azionarie. Esaminato mediante un modello di sconto dei dividendi, l'incremento di tali valutazioni può essere favorito da tre fattori principali: aspettative più elevate sugli utili, tassi di sconto più ridotti e premi per il rischio più contenuti¹. Nelle tornate di pubblicazione dei risultati dei primi mesi di quest'anno molte società statunitensi hanno evidenziato performance solide: la crescita complessiva degli utili di quelle incluse nell'indice S&P 500 ha nuovamente superato le aspettative precedenti². Gli utili elevati hanno alimentato le attese di un'ulteriore crescita dei profitti, sostenuta dalla perdurante espansione degli investimenti legati all'IA e dalle aspettative di conseguenti incrementi di produttività. Un modo per valutare il ruolo degli utili, dei tassi di interesse e dei premi per il rischio nei rendimenti azionari consiste nell'adottare un modello di sconto dei dividendi, che scompone i rendimenti in tali determinanti fondamentali. La scomposizione del modello mostra che le aspettative di un protratto aumento della redditività delle imprese sono il principale fattore alla base dei prezzi delle attività rischiose negli Stati Uniti (cfr. il pannello a) del grafico A). Oltre a sostenere le valutazioni, le attese di utili elevati hanno anche frenato il rischio azionario, come emerge da una scomposizione delle stime, ricavate dai mercati, dei rischi estremi per i corsi azionari, effettuata mediante regressioni quantiliche (cfr. il pannello b) del grafico A).

¹ Per una trattazione storica più ampia dei cicli di forte espansione e contrazione dei mercati azionari indotti dall'innovazione tecnologica, cfr. Andersson et al. (2026).

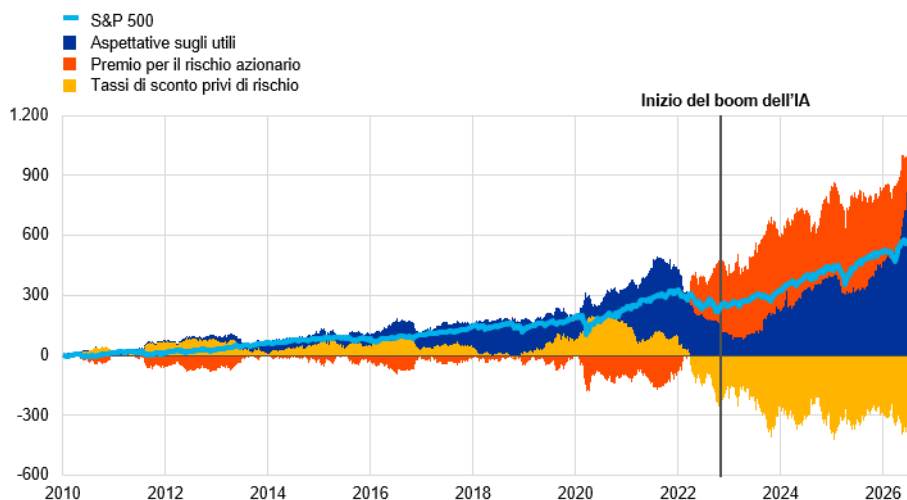
² Per analisi correlate riguardanti gli andamenti del mercato azionario statunitense, la dinamica sostenuta degli utili, la crescente concentrazione del mercato e i rischi connessi, cfr. Grothe et al. (2024) e la *Financial Stability Review* della BCE (2026).

Grafico A

Determinanti dei corsi azionari statunitensi

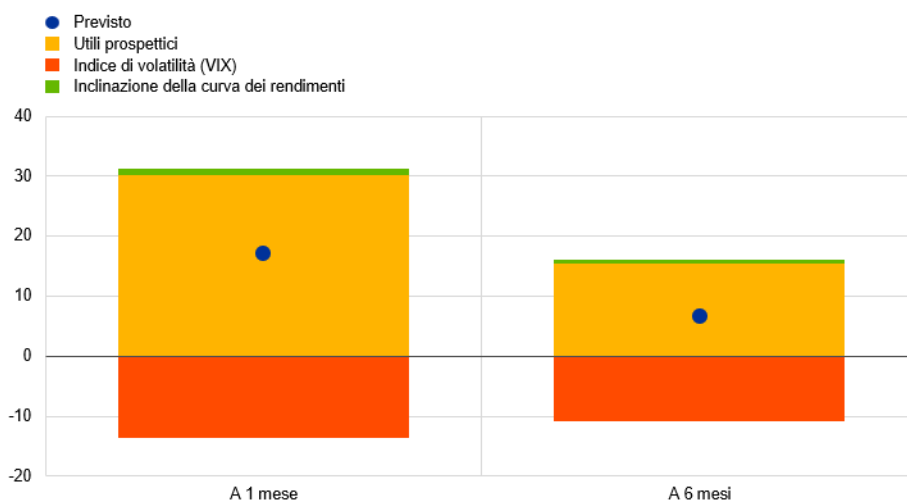
a) Scomposizione dei rendimenti dell'indice S&P 500

(variazioni cumulate e contributi da gennaio 2010 in punti percentuali)



b) Scomposizione del 10° percentile previsto dei rendimenti dell'indice S&P 500

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Bloomberg, Cboe Global Markets, LSEG, Haver analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello a) la scomposizione si basa su un modello di sconto dei dividendi. Il modello include il riacquisto di azioni proprie, attualizza i flussi di cassa futuri con tassi di interesse alla scadenza adeguata e comprende tre orizzonti temporali attesi per la crescita dei dividendi. Il residuo ottenuto dalla scomposizione dei rendimenti in aspettative sugli utili e fattori di sconto, rappresentato in rosso, può essere interpretato come contributo del premio per il rischio azionario. Un contributo più elevato corrisponde a un premio per il rischio azionario inferiore. I contributi positivi possono essere interpretati come un segnale di propensione al rischio, che sostiene i corsi azionari oltre i contributi delle aspettative sugli utili e dei tassi di sconto. La dicitura "Inizio del boom dell'IA" si riferisce alla fine di ottobre 2022. Nel pannello b) i punti indicano il 10° percentile atteso dei rendimenti dell'indice S&P 500 sul periodo corrispondente per orizzonti a uno e sei mesi, stimato mediante regressioni quantiliche. Le variabili del modello sono il differenziale a termine (10a-2a), la volatilità implicita del mercato azionario (Cboe Volatility Index, VIX) e la crescita a dodici mesi degli utili per azione. Le ultime osservazioni si riferiscono al 21 agosto 2026 per il pannello a) (dati settimanali) e al 31 agosto 2026 per il pannello b).

Durante il boom dell'IA, sui mercati azionari statunitensi si è registrata una pronunciata propensione al rischio e la remunerazione attesa dagli investitori per il rischio azionario è scesa su livelli modesti. Il premio per il rischio azionario è una misura comunemente utilizzata della remunerazione richiesta dagli investitori per l'assunzione del rischio azionario e può essere interpretato come il rendimento aggiuntivo delle azioni rispetto alle attività prive di rischio. Esso può essere approssimato dalla differenza tra il rendimento degli utili di una società, che è una

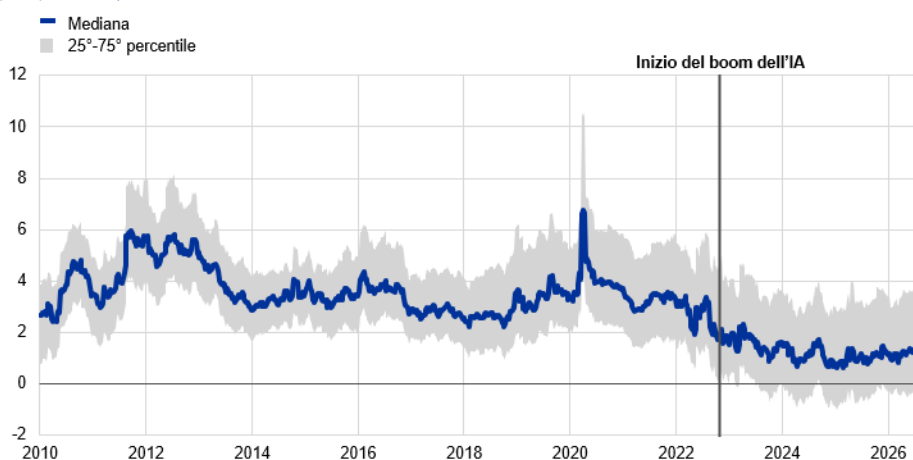
misura degli utili che ci si attende che questa generi nei successivi 12 mesi in rapporto al prezzo della sua azione, e il rendimento dei titoli del Tesoro statunitense a 10 anni. In prospettiva storica, la distribuzione dei premi per il rischio tra i singoli titoli dell'indice S&P 500 si è ridotta, scendendo su valori prossimi allo zero per il 25° percentile (cfr. il pannello a) del grafico B). Un'analisi più approfondita delle distribuzioni intrasettoriali a livello di impresa rivela che il prezzo del rischio nel mercato azionario è divenuto modesto in diversi settori statunitensi. La tendenza è particolarmente marcata nel comparto tecnologico, in cui sono classificate molte società legate all'IA, ma è altresì osservabile in altri settori come quello industriale (cfr. il pannello b) del grafico B). È probabile che ciò rifletta l'accresciuta propensione degli investitori all'esposizione verso titoli legati all'IA, nonché un più diffuso ottimismo circa i potenziali benefici derivanti dall'adozione di tale tecnologia. Inoltre, all'interno dei settori, le azioni più rischiose hanno beneficiato di una più favorevole determinazione dei prezzi del rischio, come evidenziato dalla compressione delle estremità superiori delle distribuzioni settoriali della rischiosità, che nei diversi comparti segnalano una più ampia propensione al rischio da parte degli investitori.

Grafico B

Determinazione del prezzo del rischio azionario per le società dell'indice S&P 500

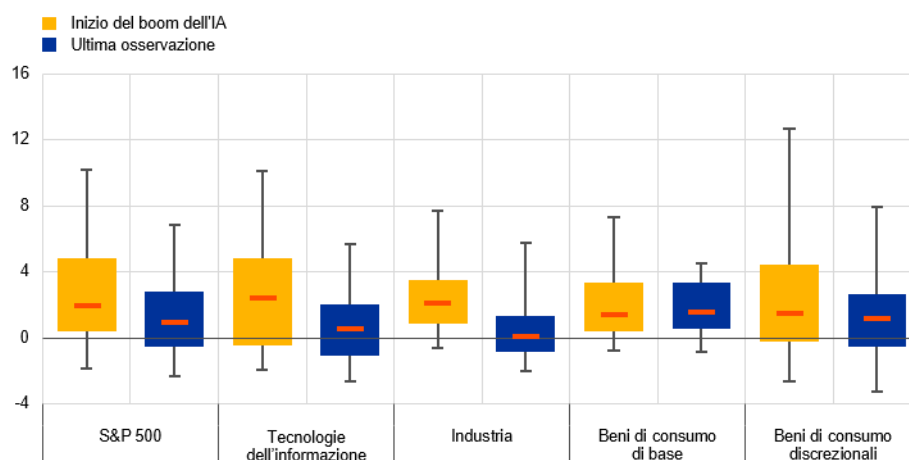
a) Distribuzione dei premi per il rischio azionario nell'indice S&P 500

(punti percentuali)



b) Distribuzione dei premi per il rischio azionario nei settori dell'indice S&P 500

(punti percentuali)



Fonti: LSEG ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per ciascuna società dell'indice S&P 500 il premio per il rischio azionario è approssimato dalla differenza tra il rendimento degli utili della società e il rendimento dei titoli del Tesoro statunitense a 10 anni. Nel pannello a) la dicitura "Inizio del boom dell'IA" si riferisce alla fine di ottobre 2022. Nel pannello b) le linee orizzontali rosse rappresentano la mediana, i baffi rappresentano il 5° e il 95° percentile e le barre gialle e blu l'intervallo tra il 25° e il 75° percentile. Le ultime osservazioni si riferiscono al 28 agosto 2026 (dati settimanali).

Gli ingenti utili e l'ampia propensione al rischio degli investitori hanno contribuito a preservare la tenuta dei mercati azionari statunitensi alle pressioni connesse all'aumento dei tassi di interesse a più lungo termine negli Stati Uniti e alle circostanze geopolitiche sfavorevoli. Il boom dell'IA ha mantenuto i mercati azionari statunitensi insolitamente al riparo dai grandi shock avversi. Ciò può essere dimostrato confrontando la reazione del premio per il rischio azionario statunitense agli shock precedenti e successivi all'inizio del boom dell'IA, mediante proiezioni locali e shock strutturali ricavati dai modelli. Dall'inizio del boom dell'IA nell'autunno del 2022, negli Stati Uniti i premi per il rischio azionario hanno mostrato reazioni inferiori e trascurabili agli shock macroeconomici avversi che hanno interessato il paese e a quelli di avversione al rischio a livello mondiale, in netto contrasto con le dinamiche di rivalutazione osservate in precedenza (cfr. il pannello a) del grafico C). L'elevata capacità di tenuta del mercato azionario statunitense agli shock geopolitici avversi è stata particolarmente evidente nelle settimane iniziali del conflitto in Medio Oriente. Un event study consente di riassumere le reazioni dei rendimenti azionari al brusco aumento del rischio geopolitico nei primi tre mesi del conflitto. I risultati mostrano che durante la fase iniziale di quest'ultimo, a marzo 2026, il segmento del mercato statunitense legato all'IA (qui approssimato dal gruppo di imprese denominato "Magnifiche 7") e il settore delle tecnologie dell'informazione in senso più ampio sono rimasti in gran parte immuni dallo shock, mentre altri comparti come quello dei beni di consumo di base hanno registrato un calo dei rendimenti azionari (cfr. il pannello b) del grafico C)³. Ad aprile e a maggio il mercato azionario statunitense nel suo complesso ha continuato a evidenziare una buona tenuta agli andamenti geopolitici avversi, trainato dai segmenti legati all'IA.

³ Cfr. anche un'analisi correlata delle recenti reazioni dei mercati agli shock geopolitici in Ferrari Minesso et al. (2026).

Grafico C

Sensibilità della determinazione del prezzo del rischio azionario statunitense agli shock avversi

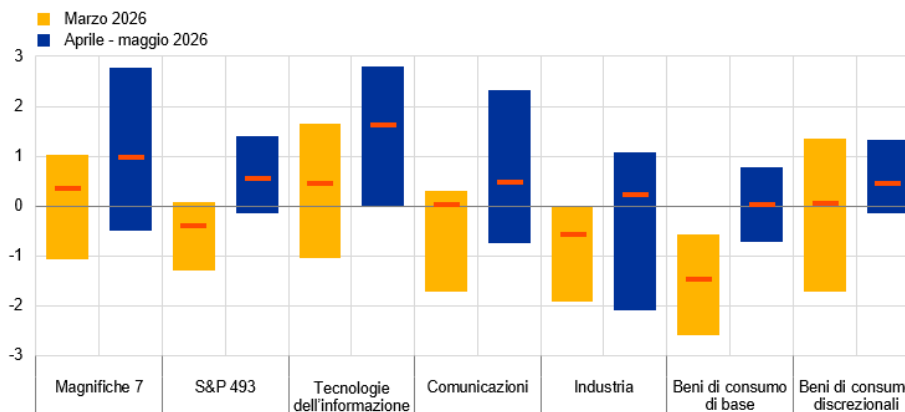
a) Reazione dei premi per il rischio azionario statunitensi agli shock strutturali avversi prima e dopo l'inizio del boom dell'IA

(punti percentuali)



b) Rendimenti azionari statunitensi in prossimità delle fasi di massimo rischio geopolitico – da marzo a maggio 2026

(punti percentuali)



Fonti: Bloomberg, LSEG, Haver analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

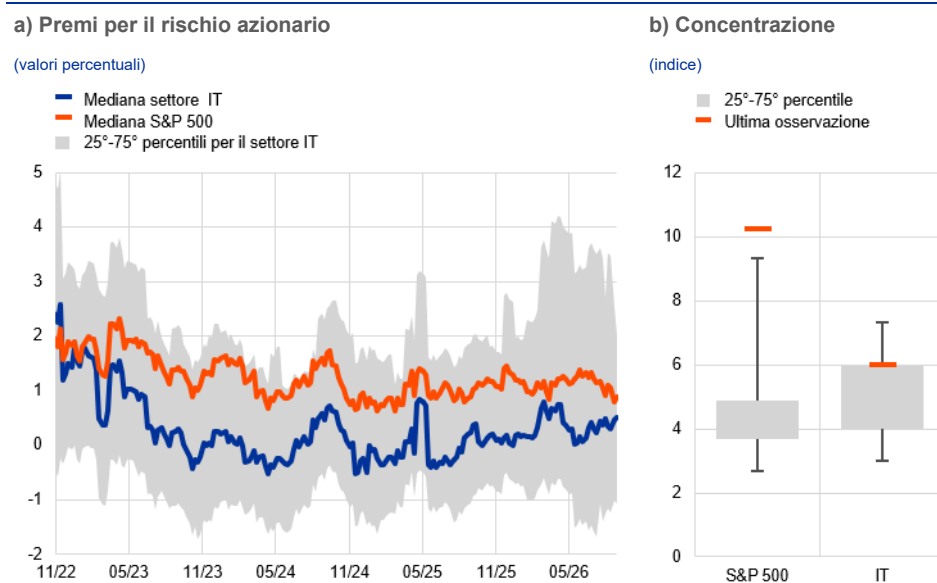
Note: il pannello a) mostra la sensibilità del premio medio per il rischio azionario delle società incluse nell'indice S&P 500 agli shock macroeconomici avversi negli Stati Uniti e a quelli di avversione al rischio a livello mondiale, stimati mediante proiezioni locali. Gli shock sono individuati mediante un modello BVAR a due paesi come in Brandt et al. (2026) e calibrati su una flessione della quotazione azionaria, nell'arco di una settimana, pari al 3 per cento per lo shock macroeconomico avverso e al 2 per cento per lo shock di avversione al rischio. Le barre blu e gialle rappresentano l'intervallo di confidenza del 95 per cento, mentre la linea rossa indica la reazione media. Il pannello b) mostra l'intervallo dei rendimenti azionari in concomitanza di alcuni eventi che hanno determinato elevati livelli di rischio geopolitico. I rendimenti azionari sono calcolati per alcuni settori su una finestra di due giorni a cavallo degli eventi considerati. I giorni di tali eventi sono selezionati sulla base dei dieci valori più elevati dell'indice di rischio geopolitico registrati durante la fase iniziale del conflitto in Medio Oriente a marzo 2026 e durante il periodo più recente successivo al primo annuncio di cessate il fuoco. Le linee orizzontali rosse rappresentano la mediana. Le ultime osservazioni si riferiscono al 31 agosto 2026 per il pannello a) (dati settimanali) e al 29 maggio 2026 per il pannello b).

Nonostante la favorevole determinazione dei prezzi del rischio, l'indebolimento della fiducia verso i rialzi trainati dall'IA e la crescente differenziazione dei prezzi tra le imprese tecnologiche pongono rischi di correzioni più ampie in un mercato sempre più concentrato. Un esame più attento della distribuzione dei premi per il rischio azionario tra i singoli titoli tecnologici mostra che, sebbene il prezzo mediano del rischio sia rimasto significativamente compresso negli ultimi mesi, le code della distribuzione si sono ampliate (cfr. il pannello a) del grafico D). Ciò indica che alcune parti del mercato, in particolare le azioni più rischiose collocate

nella coda superiore della distribuzione dei premi per il rischio, sono vulnerabili al venir meno della propensione al rischio da parte degli investitori, che iniziano a richiedere una maggiore remunerazione per il rischio incorporato nei loro investimenti. Inoltre, un'ondata di vendite in un numero contenuto di tali imprese potrebbe causare flessioni più ampie del mercato, data la natura fortemente concentrata del mercato azionario. L'indice di Herfindahl-Hirschman, una misura della concentrazione del mercato, è al di sopra del proprio 95° percentile storico per l'indice generale S&P 500 e del 75° percentile per il settore IT (cfr. il pannello b) del grafico D). Tale concentrazione amplifica il rischio che risultati significativamente inferiori alle attese evidenziati dalle azioni di alcune società a elevata capitalizzazione, in particolare quelle esposte a cospicui investimenti legati all'IA, possano trasmettersi al più ampio mercato. Ciò potrebbe inoltre accrescere le preoccupazioni relative all'eventualità che, per le imprese, le aspettative ottimistiche sugli utili possano realizzarsi simultaneamente e che gli investimenti su larga scala finanziati mediante ricorso al debito rimangano sostenibili in un contesto di rapida evoluzione tecnologica.

Grafico D

Determinazione del prezzo del rischio azionario e concentrazione nel settore tecnologico statunitense e nell'indice S&P 500



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

Note: nel pannello a) per ciascuna società del settore tecnologico inclusa nell'indice S&P 500 il premio per il rischio azionario è calcolato come differenza tra il rendimento degli utili della società e il rendimento dei titoli del Tesoro statunitense a 10 anni. Nel pannello b) la concentrazione è misurata mediante un indice adeguato di Herfindahl-Hirschman compreso tra 1 e il numero di società considerate. I baffi rappresentano il 5° e il 95° percentile della distribuzione dell'indice calcolata a partire dal 1990. Le ultime osservazioni si riferiscono al 28 agosto 2026 per il pannello a) (dati settimanali) e al 29 agosto 2026 per il pannello b) (dati settimanali).

Riferimenti bibliografici

Andersson, M., Breckenfelder, J., Corradin, S., Nikolov, K. e Viola, M. (2026), "The AI boom: rational enthusiasm or the next dot-com bubble?", *Il Blog della BCE*, BCE, 17 agosto.

BCE (2026), *Financial Stability Review*.

Ferrari Minesso, M., Mendes, B., Stalla-Bourdillon, A. e Vidaházy, V. (2026), *La reazione dei mercati finanziari statunitensi agli shock geopolitici che incidono sull'offerta di petrolio*, riquadro 2 nel numero 4/2026 di questo Bollettino.

Grothe, M., Manu, A. e Tomov, T. (2024), *Fattori alla base della tenuta dei corsi azionari statunitensi: struttura del mercato, aspettative sugli utili o premi per il rischio azionario?*, riquadro 1 nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 6 maggio al 28 luglio 2026

a cura di Samuel Bieber e Christian Lizarazo

Il presente riquadro illustra le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il terzo e il quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2026. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dal 6 maggio al 28 luglio 2026 ("periodo di riferimento").

La liquidità media in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a diminuire. Nel periodo di riferimento l'offerta di liquidità si è ridotta, 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. Un aumento dei fattori autonomi netti ha altresì contribuito alla riduzione complessiva della liquidità in eccesso.

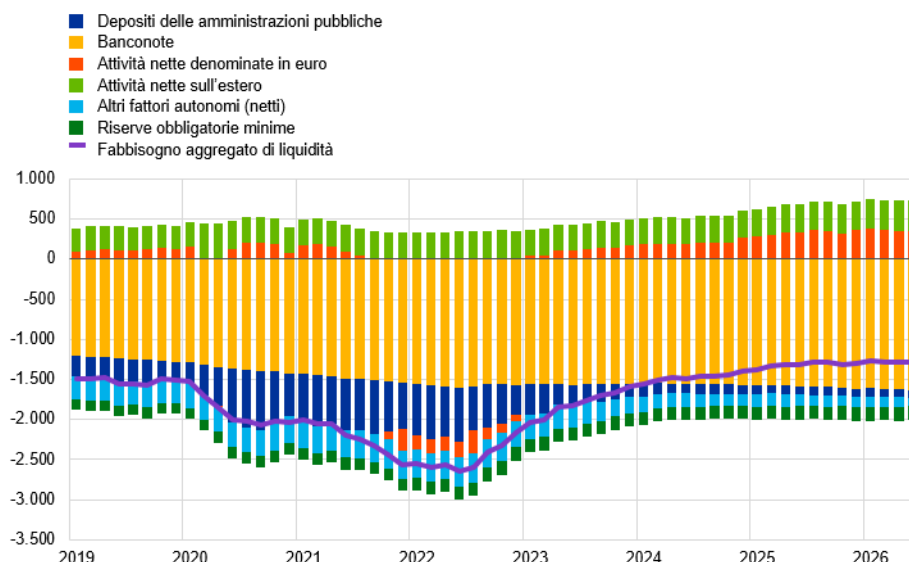
Fabbisogno di liquidità

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 11 miliardi di euro, salendo a 1.284 miliardi (cfr. la tavola A). Il maggiore fabbisogno di liquidità è stato determinato da un aumento dei fattori autonomi netti, che ha rispecchiato principalmente un calo dei fattori autonomi di immissione della liquidità (cfr. la tavola A). Le riserve obbligatorie minime sono aumentate di 2 miliardi di euro, collocandosi a 174 miliardi e contribuendo anch'esse 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; l'ottavo si protrae fino all'anno solare successivo. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto periodo di mantenimento del 2026.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di immissione di liquidità sono diminuiti di 11 miliardi di euro, principalmente per effetto di un calo di 15 miliardi di euro delle attività nette denominate in euro. Tale riduzione è

ricongducibile a un incremento dei depositi denominati in euro destinati a finalità diverse dalla politica monetaria, che assorbono liquidità. Al contempo, le attività nette sull'estero sono aumentate di 4 miliardi di euro, compensando in parte il calo dei fattori autonomi di immissione di liquidità.

Nel periodo in esame i fattori autonomi di assorbimento della liquidità hanno registrato un calo più contenuto, pari a 2 miliardi di euro. Ciò ha rispecchiato un aumento del valore medio delle banconote in circolazione (16 miliardi di euro), che è stato più che compensato da una diminuzione degli altri fattori autonomi netti (10 miliardi di euro) e dei depositi delle amministrazioni pubbliche detenuti presso l'Eurosistema (8 miliardi di euro).

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

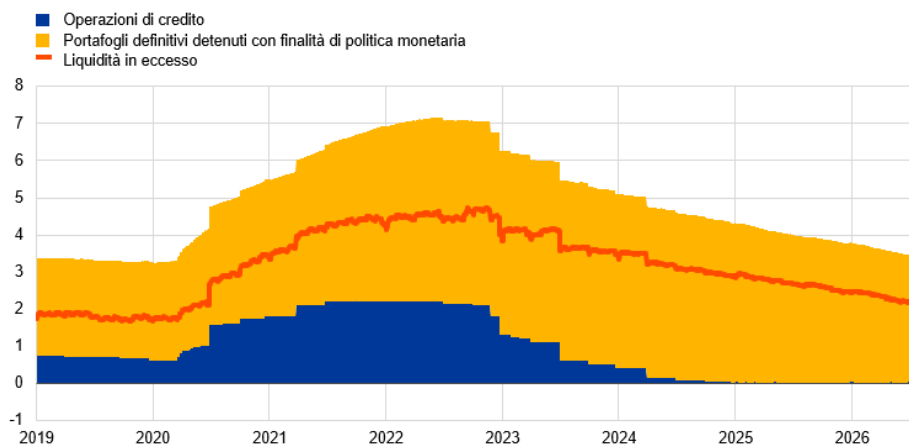
Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 147 miliardi di euro, collocandosi a 3.485 miliardi (cfr. il grafico B). Tale flessione è riconducibile

principalmente alla riduzione di 150 miliardi di euro delle consistenze detenute nei portafogli definitivi di politica monetaria dell'Eurosistema, per effetto del protratto rimborso dei titoli detenuti nell'ambito del PAA e del PEPP, in assenza di reinvestimenti. Di conseguenza, nel periodo in esame la liquidità fornita da questi portafogli è scesa a 3.458 miliardi di euro.

Grafico B

Liquidità offerta attraverso operazioni di mercato aperto e liquidità in eccesso

(migliaia di miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto periodo di mantenimento del 2026.

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è aumentato di 3 miliardi di euro, collocandosi a 27 miliardi. Gli importi medi in essere delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi sono aumentati, rispettivamente, di 1 e 2 miliardi di euro. La partecipazione a queste operazioni regolari rimane limitata, riflettendo le più che adeguate posizioni di liquidità delle banche e la disponibilità immediata di fonti alternative di finanziamento sul mercato. Tuttavia, nel 2026 il numero di banche che stanno testando la fattibilità della propria partecipazione ha continuato a crescere: ciò indica che gli enti creditizi stanno consolidando la loro prontezza operativa a ricorrere a tali operazioni.

Liquidità in eccesso

Nel periodo in esame la liquidità in eccesso è diminuita di 157 miliardi di euro, portandosi a 2.201 miliardi (cfr. il grafico B). La liquidità in eccesso è data dalla somma tra le disponibilità che le banche detengono nei propri conti correnti oltre i requisiti minimi di riserva e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario mediante strumenti di politica monetaria e il fabbisogno di liquidità delle banche a copertura delle riserve obbligatorie. Dopo aver raggiunto un massimo di 4.748 miliardi di euro a novembre 2022, la liquidità in eccesso è diminuita costantemente.

Andamenti dei tassi di interesse

Nel periodo in esame il Consiglio direttivo ha innalzato i tre tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base, incluso il tasso sui depositi presso la banca centrale, attraverso il quale orienta la politica monetaria. A seguito di tale

aumento, i tassi sui depositi presso la banca centrale, sulle ORP e sulle operazioni di rifinanziamento marginale si sono collocati, rispettivamente, al 2,25, al 2,40 e al 2,65 per cento (cfr. la tavola B).

Nel periodo di riferimento la media dell'€STR (euro short-term rate) è aumentata di 25 punti base, in linea con l'innalzamento del tasso sui depositi presso la banca centrale. In media, nel periodo di riferimento l'€STR si è collocato 6,8 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, rimanendo invariato rispetto al primo e al secondo periodo di mantenimento del 2026.

Nel periodo di riferimento 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, il tasso sui pronti contro termine ha superato quello sui depositi presso la banca centrale di 1,6 punti base, in aumento rispetto agli 0,7 punti base registrati nel periodo di riferimento precedente.

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 6 maggio - 28 luglio 2026						Periodo di riferimento precedente: 11 febbraio - 5 maggio 2026	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: 6 maggio - 16 giugno 2026		Quarto periodo di mantenimento: 17 giugno - 28 luglio 2026		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fattori di immissione della liquidità								
Fattori autonomi	730	(-11)	728	(-6)	731	(+2)	740	(+35)
- Attività nette sull'estero	376	(+4)	377	(+3)	375	(-2)	371	(+8)
- Attività nette denominate in euro	354	(-15)	352	(-9)	356	(+4)	369	(+28)
Operazioni di politica monetaria	3.485	(-147)	3.514	(-78)	3.456	(-59)	3.632	(-145)
- ORP	14	(+1)	13	(-1)	15	(+1)	13	(-0)
- ORLT	13	(+2)	13	(+1)	14	(+1)	11	(+0)
- Portafogli definitivi	3.458	(-150)	3.488	(-78)	3.427	(-61)	3.608	(-144)
- Altri fattori di immissione della liquidità	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Fattori di assorbimento della liquidità								
Fattori autonomi	1.840	(-2)	1.844	(+4)	1.836	(-8)	1.842	(-0)
- Banconote in circolazione	1.628	(+16)	1.623	(+7)	1.632	(+9)	1.612	(+5)
- Depositi delle amministrazioni pubbliche	96	(-8)	97	(-5)	94	(-3)	104	(+2)
- Altri fattori autonomi (netti)	116	(-10)	123	(+2)	110	(-13)	126	(-8)
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	253	(+76)	179	(+0)	328	(+150)	177	(+3)
- Riserve obbligatorie minime ¹⁾	174	(+2)	174	(+2)	174	(+0)	172	(+3)
- Operazioni di rifinanziamento marginale	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)
- Depositi presso la banca centrale	2.121	(-231)	2.221	(-88)	2.022	(-198)	2.353	(-112)
- Liquidità in eccesso ²⁾	2.201	(-157)	2.225	(-90)	2.177	(-49)	2.358	(-112)
Altre informazioni basate sulla liquidità								
- Fabbisogno aggregato di liquidità ³⁾	1.284	(+11)	1.289	(+12)	1.279	(-10)	1.273	(-33)
- Fattori autonomi netti ⁴⁾	1.110	(+9)	1.115	(+10)	1.105	(-10)	1.102	(-35)

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 delle condizioni di liquidità dell'Eurosistema sono reperibili nel 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: 6 maggio - 28 luglio 2026				Periodo di riferimento precedente: 11 febbraio - 5 maggio 2026			
	Terzo periodo di mantenimento: 6 maggio - 16 giugno 2026		Quarto periodo di mantenimento: 17 giugno - 28 luglio 2026		Primo periodo di mantenimento: 11 febbraio - 24 marzo 2026		Secondo periodo di mantenimento: 25 marzo - 5 maggio 2026	
ORP	2,15	(+0,00)	2,40	(+0,25)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	2,40	(+0,00)	2,65	(+0,25)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	2,00	(+0,00)	2,25	(+0,25)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(-0,00)	2,18	(+0,25)	1,93	(-0,00)	1,93	(+0,00)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	2,01	(+0,00)	2,27	(+0,26)	2,01	(-0,00)	2,01	(+0,01)

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

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

Articoli

1 Permettere alle imprese europee di espandersi: le ragioni a favore di un regime di diritto societario in ambito UE per sbloccare investimenti, innovazione e crescita a livello transfrontaliero

a cura di Adam Baumann, Zakaria Gati, Daphne Momferatou, Laura Parisi e Lucia Quaglietti

1 Introduzione

Una chiara debolezza strutturale si pone alla base della sfida della competitività dell'Europa: le imprese europee faticano a raggiungere dimensioni sufficienti e incontrano barriere alle operazioni transfrontaliere.

I tassi di ingresso sul mercato delle imprese nell'UE sono sostanzialmente comparabili con quelli negli Stati Uniti, tuttavia, le società non riescono sistematicamente a trasformarsi nelle grandi imprese ad alta intensità di ricerca e sviluppo (R&S) che stimolano la crescita della produttività e dei salari (cfr. Draghi, 2024; Letta, 2024). Inoltre, alcuni osservatori sostengono che l'Europa è più concentrata su un'innovazione incrementale piuttosto che radicale (cfr. Fuest et al., 2024).

Una dimensione specifica di questa sfida in termini di competitività è la frammentazione del diritto societario nell'UE. Le imprese che operano a livello transfrontaliero nell'UE devono confrontarsi con diversi regimi giuridici, che possono limitare formazione di capitale, l'innovazione, gli investimenti e la crescita economica (cfr. Schnabel, I., 2026). Per affrontare questo problema, a marzo 2026 la Commissione europea ha proposto di introdurre una forma societaria facoltativa (EU Inc.) che istituisce un quadro giuridico armonizzato a complemento del diritto societario nazionale.

Questa proposta è importante dal punto di vista della BCE. Riducendo gli ostacoli all'attività e agli investimenti transfrontalieri delle imprese, EU Inc. è in grado di sostenere il mercato unico rafforzando la concorrenza, l'innovazione e la crescita della produttività, con ricadute positive per l'allocazione delle risorse, la stabilità dei prezzi e la trasmissione della politica monetaria. Inoltre, EU Inc. può contribuire a rendere i mercati dei capitali europei più profondi, un obiettivo fondamentale dell'agenda dell'Unione del risparmio e degli investimenti, nonché favorire una più efficiente allocazione dei risparmi e una più efficace condivisione dei rischi all'interno dell'area dell'euro.

Il presente articolo esamina come tali ostacoli limitino la capacità di espansione delle imprese dell'UE e in che modo una normativa unica in

materia di diritto societario potrebbe contribuire a farvi fronte. L'articolo individua le condizioni necessarie affinché la proposta possa avere un impatto significativo, nonché le lacune che, se non affrontate, potrebbero limitarne l'efficacia.

2 La sfida dell'espansione delle imprese in Europa: fatti stilizzati

L'Europa crea imprese, ma fatica a consentirne l'espansione, con conseguenze per la produttività. Mentre in Europa il tasso di natalità annuo delle imprese è simile a quello degli Stati Uniti, pari a circa il 10 per cento annuo (cfr. Adilbish et al., 2025), una divergenza significativa emerge in seguito, allorché le imprese di successo cercano di espandersi, raccogliere capitali e operare su scala transfrontaliera¹. Le imprese con meno di dieci dipendenti nell'UE rappresentano poco più del 20 per cento dell'occupazione totale, circa il doppio rispetto alla quota registrata negli Stati Uniti (cfr. il pannello a) del grafico 1). Ciò è importante per la produttività del lavoro (cfr. il pannello b) del grafico 1): le grandi imprese generano circa il doppio del valore aggiunto per occupato rispetto alle microimprese in quanto beneficiano di economie di scala, di una maggiore specializzazione manageriale, di una maggiore accumulazione di capitale immateriale, di una maggiore spesa per R&S e di una migliore integrazione nei mercati internazionali (cfr. Andrews et al., 2016; Euroistema, 2021; CompNet, 2025; OCSE, 2026). Un esercizio controfattuale suggerisce che circa un terzo del divario di produttività aggregata tra UE e Stati Uniti possa essere ricondotto a differenze nella composizione per dimensione delle imprese, sulla base degli incrementi di produttività che si registrerebbero se l'UE avesse la stessa distribuzione dell'occupazione per dimensione aziendale registrata negli Stati Uniti².

¹ Le misurazioni del tasso di natalità delle imprese variano a seconda dell'armonizzazione e delle definizioni di nascita. La misurazione del 10 per cento è basata sul progetto OCSE DynEmp. Cfr. anche le elaborazioni di Eurostat in Fedotenkov e Vandeplas (2026).

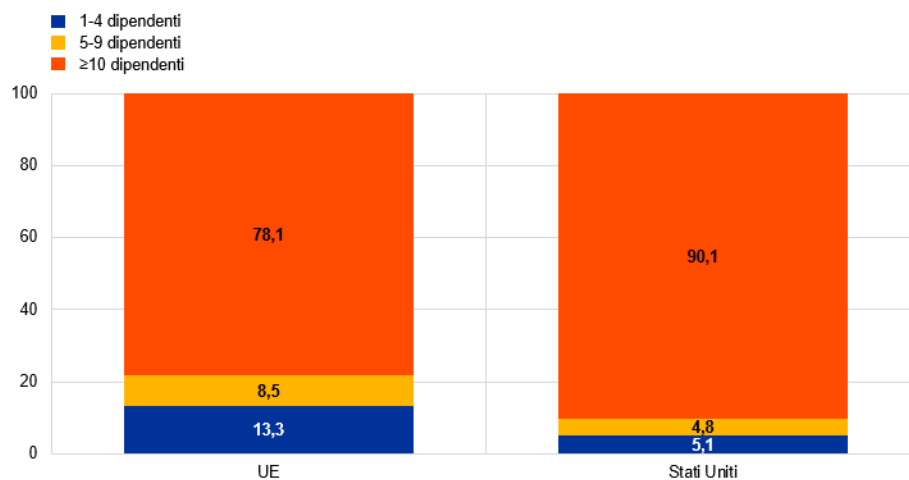
² Questa stima è un calcolo approssimativo del divario a livello di produttività del lavoro, che calcola quale sarebbe il livello aggregato di produttività del lavoro nell'UE se questa avesse mantenuto il livello di produttività osservato all'interno di ciascuna classe dimensionale di impresa, ma avesse avuto la stessa distribuzione dell'occupazione in base alle dimensioni aziendali registrata negli Stati Uniti. La produttività del lavoro nell'UE per dimensione aziendale è misurata come valore aggiunto per occupato (cfr. le statistiche strutturali sulle imprese di Eurostat (SBS), 2023). Poiché il dato sul valore aggiunto statunitense per dimensione di impresa non è disponibile se non per il settore manifatturiero, il valore aggiunto a livello settoriale calcolato dal Bureau of Economic Analysis viene ripartito tra le diverse classi di dimensioni delle imprese utilizzando le quote dei ricavi rivenienti dal Censimento economico del 2022, ipotizzando un rapporto costante tra valore aggiunto e ricavi all'interno dei singoli settori. A beneficio di una migliore comparabilità, le imprese statunitensi senza dipendenti vengono in parte attribuite alla classe dimensionale più piccola, in quanto Eurostat include in questa classe i titolari che lavorano attivamente e le imprese senza dipendenti, mentre i dati statunitensi sulla dimensione delle imprese riguardano esclusivamente le imprese con dipendenti. I valori sono convertiti utilizzando il PIL in termini reali (parità di potere d'acquisto); nell'esercizio controfattuale la produttività all'interno delle classi viene mantenuta fissa.

Grafico 1

Distribuzione dimensionale e produttività del lavoro per dimensione di impresa nel 2023

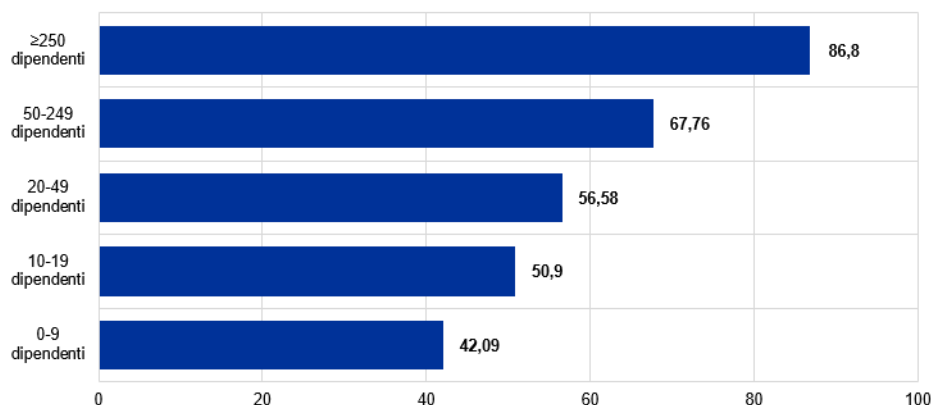
a) Distribuzione dimensionale nell'UE e negli Stati Uniti

(in percentuale dell'occupazione totale)



b) Produttività del lavoro per dimensione di impresa nell'UE

(migliaia di euro per occupato)



Fonti: statistiche sulla demografia di impresa e statistiche strutturali sulle imprese (SBS) dell'Eurostat; statistiche sulla dinamica delle imprese statunitensi.

Note: i dati dell'UE si riferiscono alle imprese e quelli statunitensi alle aziende; si tratta di definizioni sostanzialmente comparabili. La rilevazione comprende le sezioni B-S (escluse O e S94) della classificazione NACE Rev. 2. La produttività del lavoro è misurata come valore aggiunto al costo dei fattori per occupato.

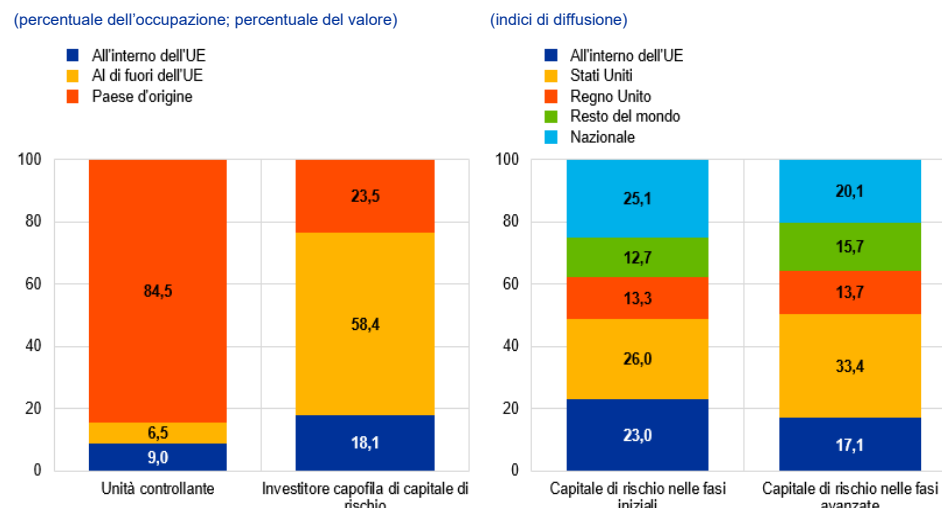
L'accesso limitato al finanziamento mediante ricorso al mercato è un importante motivo per cui le imprese europee innovative faticano a crescere.

Le imprese innovative necessitano di cicli di finanziamento successivi e di accesso a ingenti riserve di capitale di rischio, ma i mercati dei capitali dell'UE restano relativamente poco profondi, frammentati a livello nazionale e dominati dagli investitori istituzionali domestici (cfr. Böninghausen et al.; 2025, Baumann et al.; 2026). Il pannello a) del grafico 2 mostra che circa l'85 per cento dell'occupazione nell'UE è rappresentato da imprese a controllo domestico. Per contro, il finanziamento mediante capitale di rischio ha un carattere decisamente più internazionale: oltre la metà del valore aggregato delle operazioni mediante capitale di rischio è riconducibile a investitori capofila non provenienti da paesi dell'Unione, e gli investitori statunitensi svolgono un ruolo particolarmente rilevante nei cicli di finanziamento avanzati (cfr. il pannello b) del grafico 2; Baumann et al. 2026). Ciò è in linea con le evidenze recenti secondo cui le imprese europee innovative trasferiscono sempre più spesso all'estero la propria sede centrale, la proprietà intellettuale o alcune funzioni aziendali, il più delle volte negli Stati Uniti (cfr. Weik et al., 2024; Banca europea per gli investimenti (BEI), 2026a). Man mano che le imprese crescono, molte start-up europee adottano strutture societarie statunitensi, nella maggior parte dei casi sotto forma di società costituite nello stato del Delaware, per accedere a modelli di governance riconosciuti a livello internazionale, a finanziamenti mediante capitale di rischio e a mercati più profondi per l'offerta pubblica iniziale. Il quadro normativo in materia di diritto societario del Delaware è illustrato nel riquadro 1.

Grafico 2

Fonte del controllo e del finanziamento mediante capitale di rischio delle imprese dell'UE

a) Distribuzione complessiva per provenienza degli investitori capofila in termini di controllo e capitale di rischio b) Investitore capofila di capitale di rischio per fase di operazione e capitale di rischio



Fonti: statistiche dell'Eurostat sulle affiliate estere che operano nell'UE e PitchBook.

Note: nel pannello a) le statistiche sul commercio delle affiliate estere che operano nell'UE classificano le imprese in base al paese dell'unità istituzionale che ne detiene il controllo finale, attribuendo la totalità dell'occupazione a tale paese. I valori relativi alle voci "All'interno dell'UE" e "Al di fuori dell'UE" indicano il controllo, rispettivamente, di un altro Stato membro e di paesi non appartenenti all'UE. Gli ultimi dati si riferiscono al 2023. Il pannello b) mostra la distribuzione del valore delle operazioni mediante capitale di rischio in base all'ubicazione dell'investitore capofila (o unico) e alla fase del ciclo di acquisizione del medesimo capitale. PitchBook potrebbe indicare più investitori capofila o un unico investitore per singola transazione.

Oltre alla disponibilità complessiva di capitale di rischio, assume rilievo anche dove questo viene allocato: le future imprese "scale-up" tendono a essere più giovani, più produttive e a maggiore intensità di innovazione, mentre tra l'UE e gli Stati Uniti sussistono differenze sostanziali nei profili delle imprese "scale-up" che hanno ricevuto finanziamenti mediante capitale di rischio.

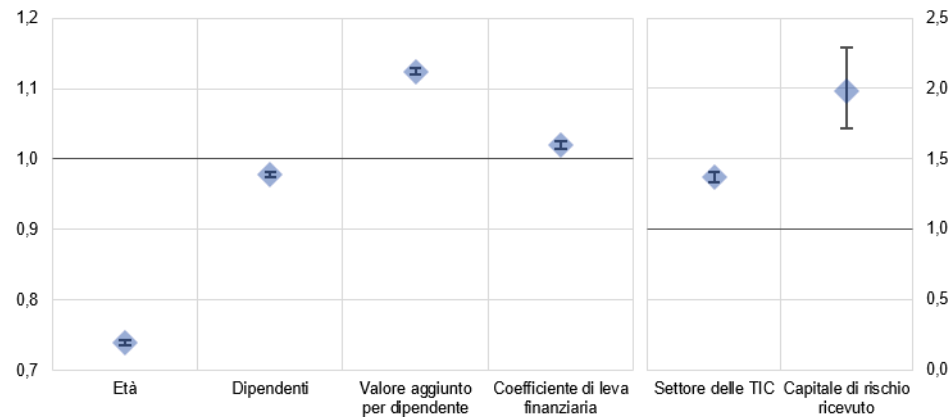
Per quanto riguarda le caratteristiche osservate nelle imprese prima della fase di espansione, il pannello a) del grafico 3 mostra che gli aumenti dimensionali futuri sono sistematicamente associati a imprese più giovani, più produttive, con maggiore probabilità di aver beneficiato di capitale di rischio in precedenza e più frequentemente attive in settori ad alta intensità di conoscenza. Ciò risulta coerente con la letteratura, che mostra come un aumento dimensionale conseguito con successo sia generalmente preceduto da sostanziali investimenti in capacità e trasformazione organizzativa (cfr. OCSE, 2021). Il pannello b) del grafico 3 estende tale analisi a un campione di imprese "scale-up" dell'UE e degli Stati Uniti che hanno ricevuto finanziamenti mediante capitale di rischio. Rispetto alle controparti dell'UE, negli Stati Uniti le imprese la cui espansione è finanziata con capitale di rischio sono più giovani e meno redditizie, ma più grandi in termini di occupazione e con maggiore leva finanziaria, un andamento coerente con il fatto che il capitale di rischio statunitense affluisca nelle aziende in una fase più precoce e che queste ultime crescano poi più rapidamente. Ciò potrebbe riflettere differenze nella selezione degli investitori o nella popolazione delle imprese che chiedono

finanziamenti mediante capitale di rischio, che le stime non sono in grado di distinguere.

Grafico 3
Caratteristiche delle imprese che diventano “scale-up”

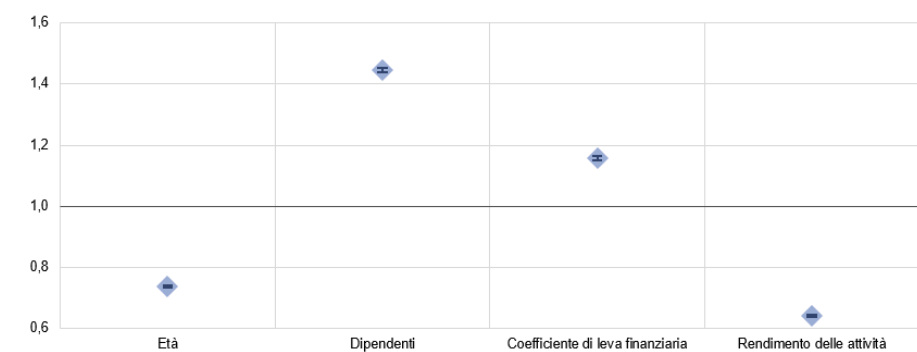
a) Caratteristiche precedenti l’espansione

(rapporti di probabilità)



b) Differenza nelle caratteristiche delle imprese in espansione dell’UE e statunitensi che si sono finanziate mediante capitale di rischio

(rapporti di probabilità)



Fonti: S&P Capital IQ, Preqin, Orbis, PitchBook ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: coefficienti derivanti da regressioni logistiche con intervalli di confidenza del 95 per cento; le covariate sono standardizzate. Nel pannello a) l’espansione è definita come crescita annualizzata dell’occupazione pari ad almeno il 10 per cento in tre anni, per le imprese con almeno dieci dipendenti e costituite da più di un anno. Le covariate sono misurate un anno prima del periodo di scale-up, con effetti fissi per anno, paese e settore. La voce “Capitale di rischio ricevuto” (dati delle operazioni tratti da Preqin e incrociati con Orbis) si riferisce al periodo compreso tra uno e tre anni antecedenti la fase di scale-up. Le TIC sono definite in base al codice di attività a due cifre della classificazione NACE. Le covariate sono winsorizzate al 2 per cento. Il pannello b) mostra una regressione logistica di un indicatore per le sedi centrali degli Stati Uniti (rispetto all’UE) sulle caratteristiche standardizzate delle imprese, con effetti fissi per settore e anno, che evidenzia un campione, tratto da PitchBook e riferito al 2025, di 962 imprese scale-up statunitensi e dell’UE che hanno beneficiato di finanziamenti mediante capitale di rischio tra il 2021 e il 2024; la stima si basa su osservazioni effettuate nel periodo compreso tra il 2021 e il 2022. Il valore relativo alla voce “Rendimento delle attività” è calcolato come rapporto tra l’utile al lordo di interessi, imposte, svalutazioni e ammortamenti e il totale delle attività.

Riquadro 1
La disciplina delle società per azioni del Delaware: assetto legislativo per le imprese statunitensi ad alto potenziale di crescita

a cura di Zakaria Gati

Negli Stati Uniti è possibile costituire una società con sede legale diversa dal luogo in cui questa svolge l’attività economica in misura molto più significativa rispetto all’UE, consentendo al diritto societario statale di fungere da quadro giuridico portabile per le imprese attive su tutto il territorio

nazionale. Ciò contrasta con gli approcci tradizionali europei basati sulla “sede effettiva”, secondo i quali il riconoscimento giuridico e il diritto societario applicabile erano storicamente legati in misura maggiore all’amministrazione centrale o alla sede principale di attività, come sottolineato da Gelter (2017)³. Una società per azioni costituita nel Delaware può avere sede principale, assumere dipendenti, detenere attività, raccogliere capitali e generare utili al di fuori di tale stato, mentre gli affari societari interni sono soggetti alla legislazione del Delaware. La società rimane soggetta alle normative operative, fiscali, del lavoro e settoriali vigenti nelle giurisdizioni in cui svolge la propria attività, ma non è tenuta ad adottare una nuova personalità giuridica. Questa portabilità ha contribuito a rendere l’assetto del Delaware il quadro normativo di riferimento in materia di diritto societario (ovvero una “lingua franca” giuridica, come definito in Broughman et al. (2014)) per fondatori, investitori e intermediari legali che operano al di fuori dei confini statali. Nell’UE, la mobilità transfrontaliera è già protetta dalla giurisprudenza in materia di libertà di stabilimento, ma le imprese continuano a essere costituite ai sensi di uno dei numerosi regimi nazionali di diritto societario.

Il regime del Delaware si distingue non perché consenta un’unica forma societaria, ma perché offre un ecosistema istituzionale completo per la costituzione e la crescita delle società. La società per azioni del Delaware ne costituisce il fulcro, sostenuta da una normativa flessibile, tribunali specializzati, una vasta giurisprudenza, un’amministrazione efficiente e un settore dei servizi legali altamente qualificato. Questa combinazione garantisce certezza giuridica e strumenti uniformi di governance e finanziamento, quali azioni privilegiate, opzioni, titoli convertibili, diritti di liquidazione privilegiati, diritti di veto e rappresentanza nel consiglio di amministrazione, rendendo il modello del Delaware un riferimento per start-up, scale-up e investitori dislocati in diverse aree geografiche.

L’appetibilità di questo regime è di tutta evidenza: il pannello a) del grafico A evidenzia la crescita costante della quota di richieste di costituzione di imprese ad alto potenziale presentate nel Delaware, mentre il pannello b) illustra l’elevato numero di soggetti giuridici già costituiti in tale Stato. Inoltre, la costituzione di imprese nel Delaware diventa sempre più diffusa man mano che le imprese si espandono: Broughman et al. (2014) riscontrano che il 67,8 per cento delle start-up supportate da capitale di rischio è stato inizialmente costituito nel Delaware. La percentuale sale al 79 per cento se si tiene conto delle successive riorganizzazioni societarie. Alon-Beck (2025) ha rilevato che circa il 97 per cento degli “unicorni” statunitensi inclusi nel campione sono stati costituiti in tale Stato, e il pannello c) del grafico A, mostra che oltre la metà delle società statunitensi quotate in borsa sono state costituite nel Delaware. Il predominio del modello del Delaware si autoalimenta anche grazie al crescente numero di precedenti e alla sua diffusione, e attualmente funge di fatto da standard nazionale.

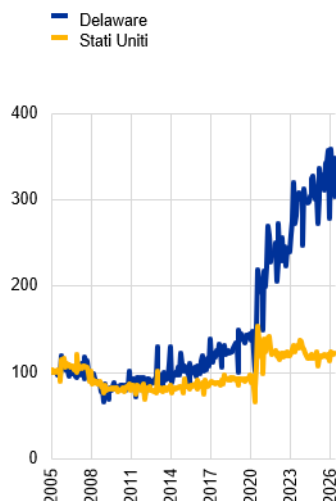
³ Tale distinzione è stata attenuata, ma non eliminata, dalla giurisprudenza della Corte di giustizia dell’Unione europea in materia di libertà di stabilimento. Nelle cause Centros, Überseering e Inspire Art, la Corte ha limitato la facoltà degli Stati membri di rifiutare il riconoscimento delle società validamente costituite in un altro Stato membro, ampliando così la mobilità delle imprese all’interno dell’UE.

Grafico A

Demografia di impresa nel Delaware

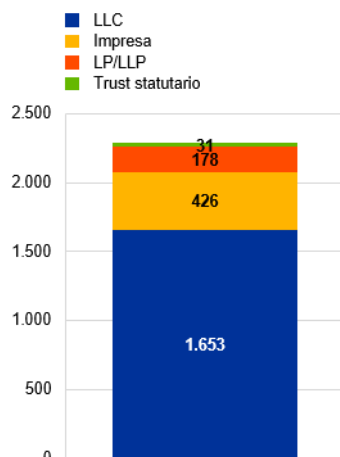
a) Richieste di costituzione da parte di imprese ad alto potenziale negli Stati Uniti

(indice: 2005:1 =100)



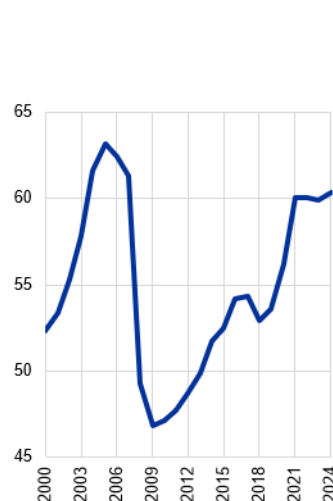
b) Scomposizione delle imprese costituite nel Delaware per forma giuridica (2025)

(migliaia di imprese)



c) Quota di società per azioni statunitensi quotate in borsa costituite nel Delaware

(in punti percentuali)



Fonti: US Census Bureau, Annual Report Statistics - Delaware Division of Corporations, dataset di Spamann e Wilkinson relativo agli stati storici di costituzione delle società quotate negli Stati Uniti ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le richieste da parte delle imprese ad alto potenziale corrispondono a quelle relative al numero identificativo del datore di lavoro che lo US Census Bureau considera potenzialmente destinate a diventare imprese datrici di lavoro, sulla base delle caratteristiche associate alla costituzione di imprese con libro paga (ad esempio, forma giuridica, assunzioni previste, acquisizione di imprese e settore industriale). I dati sono destagionalizzati. Nel pannello c) le informazioni relative allo Stato di costituzione sono tratte da Spamann e Wilkinson, che hanno utilizzato i documenti depositati presso il sistema elettronico di raccolta, analisi e recupero dei dati della Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti. Tali dati non si riferiscono alla sede centrale o alle attività operative, ma alla sede legale.

I vantaggi per le imprese costituite nel Delaware comportano importanti compromessi. I critici sostengono che un ecosistema così concentrato possa favorire i dirigenti, gli azionisti di controllo e gli avvocati che rappresentano sempre gli stessi soggetti, limitando la trasparenza e la responsabilità (cfr. Cary, 1974; Whitehead, 2025). I recenti casi di società che hanno lasciato il Delaware per trasferirsi in Nevada e in Texas illustrano inoltre la tensione esistente tra una sana concorrenza regolamentare e l'arbitraggio normativo, in quanto le imprese potrebbero ricercare una ridotta esposizione al rischio di contenzioso e vincoli meno stringenti imposti agli azionisti.

3 Ostacoli all'espansione ed EU Inc.: un approccio basato sul ciclo di vita societario

Le imprese dell'UE si trovano ad affrontare un'ampia serie di ostacoli giuridici e normativi che aumentano i costi della crescita e dell'espansione transfrontaliera all'interno del mercato unico⁴. I risultati delle indagini indicano che, rispetto agli Stati Uniti, i requisiti regolamentari e amministrativi rappresentano un importante ostacolo agli investimenti e un notevole onere per le imprese dell'UE

⁴ Le stime della BCE suggeriscono che gli ostacoli che persistono nel mercato unico equivalgono a dazi pari a circa il 67 per cento per i beni e al 95 per cento per i servizi (cfr. Bernasconi et al., 2025), mentre quelli nei mercati azionari dell'UE sono diminuite solo in misura modesta nell'ultimo decennio (cfr. Anaya Longaric et al., 2026).

(cfr. il pannello a) del grafico 4). La quota di personale, anche manageriale, destinata ad attività di compliance è un altro elemento che varia notevolmente tra i paesi dell'Unione europea e può essere particolarmente elevata per le imprese di minori dimensioni, dal momento che i costi di compliance hanno una notevole componente fissa (cfr. il pannello b) del grafico 4). A questi costi si aggiunge la frammentazione normativa tra gli Stati membri: la maggior parte delle imprese dell'UE dichiara di dover rispettare standard e procedure diversi nell'attività transfrontaliera (cfr. BEI, 2026b)⁵.

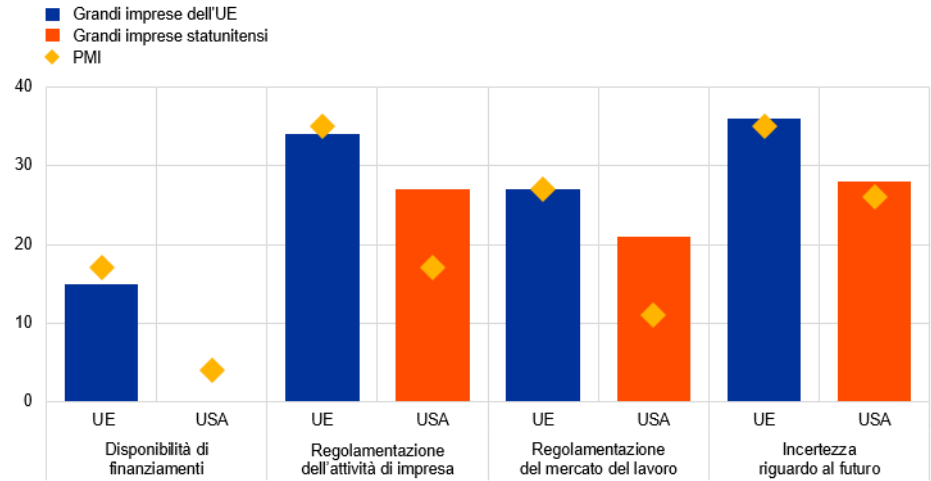
⁵ Oltre il 60 per cento delle imprese dell'UE ha dichiarato di dover rispettare requisiti regolamentari diversi nei vari Stati membri (cfr. BEI, 2026b).

Grafico 4

Ostacoli strutturali agli investimenti per le imprese dell'UE e degli Stati Uniti

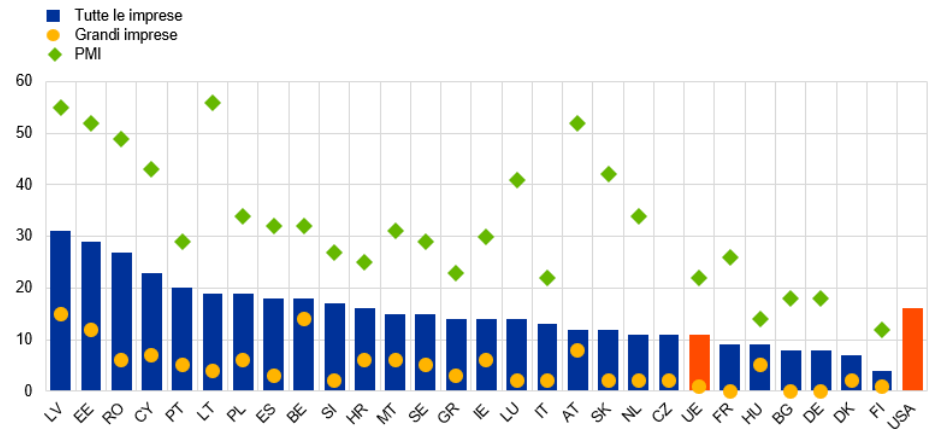
a) Principali ostacoli agli investimenti

(in percentuale degli intervistati)



b) Imprese con oltre il 10 per cento dei dipendenti destinato ad attività di compliance

(in percentuale degli intervistati)



Fonti: indagine sugli investimenti della BEI ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: nel pannello a) le barre rappresentano la quota di imprese che individuano ciascun fattore come uno dei principali ostacoli agli investimenti a lungo termine; gli indicatori a rombo indicano le quote corrispondenti per le piccole e medie imprese (PMI). UE e USA si riferiscono ai rispettivi aggregati dell'indagine del gruppo BEI sugli investimenti e il relativo finanziamento. Valori più elevati indicano che un maggior numero di imprese considera il fattore uno degli ostacoli principali. Nel pannello b) i dati dell'UE si riferiscono all'indagine del 2025 e quelli degli Stati Uniti all'indagine del 2024. Per gli Stati Uniti non sono disponibili scomposizioni per dimensione.

Il diritto societario è una delle dimensioni più frammentate del mercato unico.

La disciplina secondo cui una società è costituita determina gli strumenti di finanziamento che si possono offrire agli investitori, i dispositivi di governance da adottare nelle fasi di operatività ed espansione e le procedure da rispettare al momento dell'uscita dal mercato. A differenza di molti altri ambiti normativi, il diritto societario varia ogni volta che un'impresa stabilisce o riorganizza un soggetto giuridico in un altro Stato membro, eventualità spesso necessaria, o economicamente vantaggiosa, per le imprese che stabiliscono una presenza stabile

in un altro Stato membro⁶. Di conseguenza, le imprese che intendono espandersi o investire in altre parti dell'UE devono attenersi al diritto societario applicabile a esse e alle loro nuove società controllate, cioè potenzialmente fino a 27 regimi diversi. Le differenze nel diritto societario possono aumentare i costi di operatività a livello transfrontaliero attraverso le società controllate e potrebbero limitare investimenti, innovazione e crescita della produttività.

Per comprendere al meglio le implicazioni economiche della frammentazione del diritto societario nel mercato unico, è utile adottare un approccio basato sul ciclo di vita delle imprese (cfr. la figura 1)⁷. Nelle fasi successive dello sviluppo di un'impresa le differenze nazionali diventano vincoli stringenti. La consultazione pubblica condotta nel 2025 dalla Commissione europea ha confermato questo andamento: le imprese, infatti, percepiscono la frammentazione del diritto societario come un ostacolo significativo nel corso di tutto il proprio sviluppo, citando come problematiche più frequenti le procedure di costituzione, la mobilità aziendale, gli accordi di finanziamento e la governance⁸.

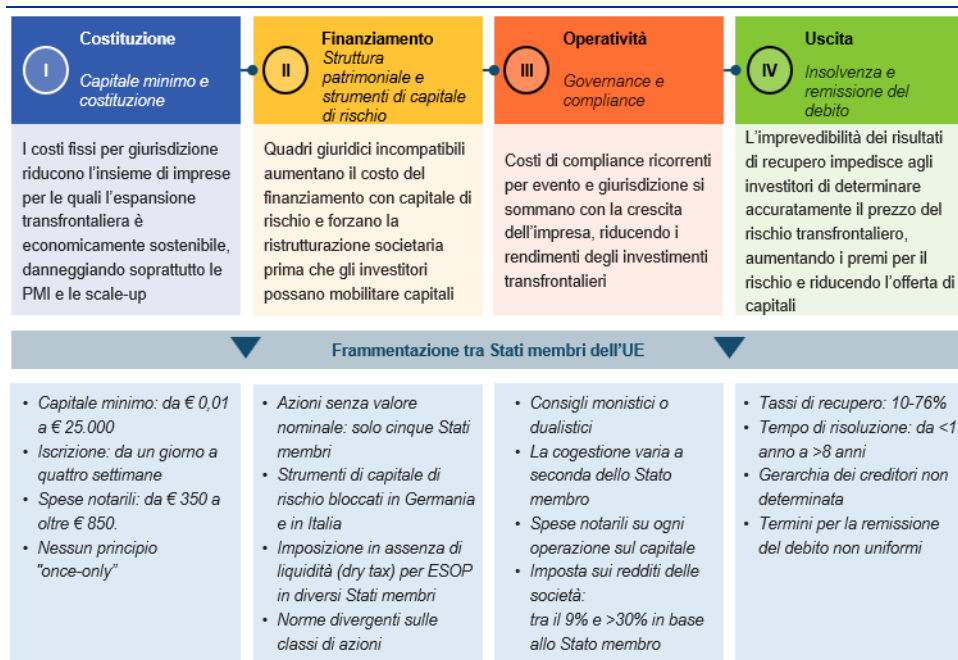
⁶ Sebbene le libertà fondamentali dell'UE consentano la fornitura transfrontaliera di scambi e servizi da parte di un unico Stato membro di costituzione, avere una sede locale è spesso necessario o economicamente vantaggioso, a causa dei requisiti del paese ospitante in materia di lavoro, fiscalità e concessione di licenze, dei minori costi di transazione e delle preferenze degli investitori per i soggetti costituiti in loco.

⁷ Il modello basato sul ciclo di vita delle imprese si fonda sulla letteratura di economia industriale sulle dinamiche imprenditoriali, che distingue le seguenti fasi di sviluppo di un'impresa: avvio, crescita, consolidamento e uscita dal mercato (cfr. Klepper, 1996). Nel presente articolo ci si avvale di un adattamento analitico incentrato sulle fasi in cui il diritto societario diventa economicamente rilevante per le imprese che operano nei vari Stati membri.

⁸ Cfr. la consultazione pubblica della Commissione europea "Un unico insieme armonizzato di norme per le imprese innovative di tutta l'UE - 28° regime".

Figura 1

Frammentazione del diritto societario nel mercato unico: approccio basato sul ciclo di vita delle imprese



Fonte: esperti della BCE.

Note: con "capitale minimo" si intende il capitale sociale previsto dalla legge per costituire una società; con "azioni senza valore nominale" si intendono azioni senza valore nominale fisso; con "strumenti di capitale di rischio" si intendono strumenti di finanziamento comunemente utilizzati nel capitale di rischio, come strumenti convertibili e warrant; L'acronimo "ESOP" sta per piani di partecipazione azionaria/stock option dei dipendenti (employee stock ownership/option plans); con "consigli monistici o dualistici" si intendono strutture di governance interna a uno o due livelli; con "cogestione" si intende la rappresentanza dei dipendenti nella governance interna; con "tassi di recupero", "tempo di risoluzione", "gerarchia dei creditori" e "termini per la remissione del debito" si intendono le caratteristiche principali dei quadri nazionali in materia di insolvenza. Questi esempi mostrano le differenze tra gli Stati membri dell'UE.

In risposta, il 18 marzo la Commissione ha pubblicato una proposta che istituisce una nuova forma societaria, denominata EU Inc. Tale proposta di regolamento introduce una forma giuridica opzionale pienamente armonizzata di società a responsabilità limitata con una denominazione chiaramente identificabile (EU Inc.) disponibile nei sistemi giuridici nazionali di tutti gli Stati membri, cui potranno aderire tutte le società dell'UE, indipendentemente da dimensioni o oggetto sociale. In quanto regolamento direttamente applicabile, crea un corpus unico di norme relative ad alcuni degli aspetti più rilevanti del diritto societario, con lo stesso contenuto e ambito di applicazione, indipendentemente dallo Stato membro di costituzione⁹. L'obiettivo è ridurre la frammentazione del diritto societario e rendere il quadro giuridico che disciplina le imprese più semplice e più favorevole alla costituzione, agli investimenti e all'espansione transfrontaliera. La proposta si basa sui suggerimenti contenuti nei rapporti Letta e Draghi e segue i precedenti tentativi

⁹ La proposta riguarda principalmente l'attività transfrontaliera di un'impresa, vale a dire la costituzione, il finanziamento, la governance e la ristrutturazione di imprese che operano nei vari Stati membri, piuttosto che gli scambi transfrontalieri di beni e servizi.

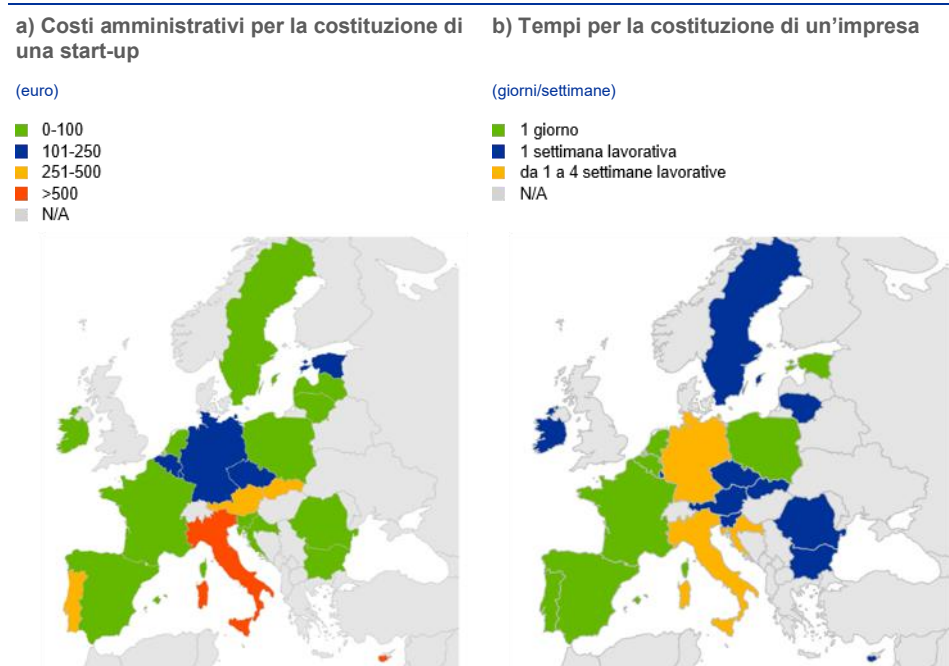
che non hanno soddisfatto le aspettative, come la *Societas Europaea*¹⁰. Le sezioni seguenti analizzano la proposta considerando tutto il ciclo di vita delle imprese.

3.1 Costituzione transfrontaliera

Il processo di insediamento giuridico in un altro Stato membro dell'UE può comportare notevoli costi fissi (cfr. la figura 2). Sebbene in linea di principio le imprese possano accedere a un altro mercato dell'UE senza stabilirsi in tale Stato membro, spesso costituiscono delle società controllate come nuovi soggetti giuridici quando istituiscono una presenza locale stabile. In tal caso, la frammentazione del diritto societario diventa rilevante, in quanto le società controllate sono costituite in base al diritto del paese ospitante. Ciò significa che devono attenersi a procedure di costituzione e a norme sul capitale minimo diverse, dovendo altresì sostenere i relativi costi amministrativi e rispettare i tempi necessari all'avviamento di un'attività.

Figura 2

Costi e tempi necessari per la costituzione di una nuova impresa nel 2025



Fonti: SNS Scoreboard della Europe Startup Nations Alliance e Natural Earth (per i dati cartografici).

Note: valori basati sulla consultazione di esperti, con l'obiettivo ultimo di raggiungere un costo finale di registrazione dell'impresa vincolante inferiore a 100 euro e una tempistica di costituzione non superiore a un giorno per le start-up. Le osservazioni si riferiscono al 2025.

Al fine di ridurre tali costi, la proposta di regolamento introduce una forma societaria semplificata e armonizzata. Tale forma societaria può essere costituita attraverso un'interfaccia digitale comune, basata sul sistema di interconnessione dei

¹⁰ Il quadro normativo della *Societas Europaea*, introdotto nel 2001, ha deluso le aspettative principalmente per i continui rimandi al diritto nazionale su aspetti fondamentali della normativa societaria. La diffusione è rimasta contenuta, con circa 3.000 registrazioni, in prevalenza di grandi imprese in grado di soddisfare il requisito di capitale minimo pari a 120.000 euro. Secondo la letteratura empirica tale scarso utilizzo è dovuto alla costante dipendenza dalle normative nazionali, all'elevata soglia di capitale minimo e ai complessi requisiti per la costituzione transfrontaliera.

registri delle imprese (Business Registers Interconnection System), con un periodo di costituzione previsto di 48 ore e un costo amministrativo massimo di 100 euro. La proposta elimina i requisiti minimi obbligatori di capitale sociale, applica il principio “once-only” alle procedure amministrative e consente alle società di costituire un’EU Inc. attraverso diverse modalità, tra cui costituzione ex novo, fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere.

Tali misure potrebbero ridurre considerevolmente i costi di ingresso delle imprese, ma anche i costi di espansione in altri Stati membri, sebbene i benefici attesi dipenderanno dalle modalità di attuazione delle disposizioni negli Stati membri. Possono ridurre i costi fissi di ingresso, di adeguamento legale, di contrattazione e di compliance e diminuire le spese previste per la futura espansione, consentendo alle imprese di adottare il regime, lasciando invariata la propria personalità giuridica. Poiché il regime è aperto a tutte le società a responsabilità limitata, evita anche complicati criteri di ammissibilità basati sulle dimensioni o sul riconoscimento della qualifica di impresa innovativa. Tuttavia, le imprese EU Inc. restano soggette agli obblighi nazionali per quanto riguarda l'imposizione fiscale, la registrazione e l'autorizzazione come datore di lavoro e i requisiti amministrativi specifici del settore. Inoltre, la costituzione delle società e l'applicazione delle norme continuano a basarsi su registri di imprese interconnessi, ma ancora nazionali. Come ulteriore passo, dal 2030 la Commissione europea intende istituire un registro centrale dell'UE, perché la costituzione possa gradualmente prescindere dall'attuale architettura, basata sul singolo paese.

3.2 Finanziamento transfrontaliero

Le legislazioni nazionali differiscono nel trattamento degli strumenti azionari e delle stock option per i dipendenti (cfr. la tavola 1). Queste differenze aumentano la complessità giuridica e possono rendere alcune giurisdizioni meno compatibili con i modelli di finanziamento tramite capitale di rischio. Tale ostacolo è particolarmente rilevante per le imprese innovative, la cui crescita dipende tipicamente da cicli successivi di finanziamento azionario, che comportano modifiche dei diritti degli investitori e strutture patrimoniali sempre più complesse.

Tavola 1

Confronto tra regimi di stock option per i dipendenti tra i vari Stati membri

	Aliquota fiscale applicabile ai dipendenti	Tempistica della tassazione dei dipendenti	Tassazione dei datori di lavoro	Azionisti di minoranza e oneri amministrativi	Ambito di applicazione del regime	Prezzo di esercizio
EE						
LV						
LT						
FR						
PT						
DE						
CZ						
GR						
AT						
IT						
PL						
IE						
NO						
SE						
ES						
DK						
BE						
NL						
FI						

Fonti: Not Optional Latest Country Rankings ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: Not Optional, un'iniziativa creata da Index Ventures e da alcuni dei principali imprenditori d'Europa per migliorare la competitività delle start-up europee, valuta l'"appetibilità" dei regimi nazionali di stock option per i dipendenti su una scala da uno (meno favorevole - rosso scuro) a cinque (più favorevole - blu scuro) in base a sei parametri: aliquota fiscale applicabile ai dipendenti, tempistica della tassazione dei dipendenti, tassazione dei datori di lavoro, azionisti di minoranza e oneri amministrativi, ambito di applicazione del regime e prezzo di esercizio. Più nello specifico, l'"aliquota fiscale applicabile ai dipendenti" indica l'onere fiscale e contributivo applicabile; la "tempistica della tassazione dei dipendenti" definisce il momento di origine della passività fiscale; la "tassazione a carico dei datori di lavoro" è il corrispondente onere fiscale e contributivo per l'impresa; l'"ambito di applicazione del regime" indica quali imprese e dipendenti possono beneficiare di un trattamento favorevole; "azionisti di minoranza e oneri amministrativi" indicano i costi e i vincoli associati alla creazione del regime e all'acquisizione da parte dei dipendenti dello status di azionisti di minoranza, mentre il "prezzo di esercizio" rappresenta la flessibilità di fissare i prezzi di esercizio al di sotto dell'ultima valutazione di finanziamento.

Per far fronte a tali limiti, la proposta di regolamento introduce un quadro di finanziamento armonizzato applicabile in tutti gli Stati membri. Consente l'uso di azioni senza valore nominale, classi di azioni differenziate, strumenti di capitale privilegiato, warrant e strumenti convertibili, pur riconoscendo esplicitamente le modalità di finanziamento comunemente utilizzate nei mercati di capitale di rischio, come gli strumenti di tipo Simple Agreement for Future Equity (SAFE) e Keep It Simple Security (KISS)¹¹. La proposta istituisce inoltre un piano opzionale europeo di partecipazione azionaria dei dipendenti (European Employee Stock Ownership Plan, EU-ESOP), volto a facilitare la remunerazione basata sulla partecipazione al capitale e a migliorare la capacità delle imprese di attrarre e trattenere personale altamente

¹¹ SAFE e KISS sono strumenti standardizzati per il finanziamento nelle fasi iniziali, che consentono agli investitori di fornire capitale a una start-up in cambio del diritto di ricevere azioni in una fase di finanziamento futura, rinviando pertanto la valutazione a uno stadio successivo e semplificando i termini dell'investimento nella fase di avviamento.

qualificato. Inoltre, consente alle società EU Inc. di chiedere l'ammissione alla negoziazione su un sistema multilaterale, sostenendo la loro capacità di espansione.

Tali disposizioni potrebbero migliorare le condizioni di finanziamento attraverso due canali complementari. In primo luogo, l'uniformazione degli strumenti di finanziamento riduce l'incertezza giuridica e i costi di transazione, limitando la necessità di adeguamenti legislativi specifici per paese e facilitando l'utilizzo di una documentazione comune per gli investimenti. La valutazione di impatto condotta dalla Commissione europea stima un risparmio di circa 1.100 euro per ciclo di finanziamento e tra 1.780 e 2.850 euro per i trasferimenti di azioni sul mercato secondario. Tali guadagni sono particolarmente rilevanti nelle fasi di avvio e di crescita iniziale, in cui i costi fissi di adeguamento legale sono elevati rispetto alle dimensioni dell'operazione. Una forma EU Inc. riconoscibile e l'interconnessione dei registri potrebbero inoltre ridurre i costi delle verifiche preliminari (screening) e di due diligence per gli investitori non nazionali, facilitando una maggiore partecipazione transfrontaliera ai mercati europei di capitale di rischio. In secondo luogo, il progetto EU-ESOP potrebbe migliorare la capacità delle imprese di attrarre e trattenere talenti, rinviando la tassazione fino alla cessione delle azioni sottostanti, piuttosto che al momento dell'assegnazione, della maturazione o dell'esercizio. Ciò ridurrebbe l'onere finanziario derivante dalla tassazione di partecipazioni illiquide. Tuttavia, gli Stati membri manterrebbero la discrezionalità rispetto alle aliquote fiscali e alla classificazione del reddito azionario dei dipendenti, mentre le più ampie differenze nelle condizioni di ammissibilità, nelle norme di valutazione e nelle procedure amministrative, continuerebbero a limitare la portabilità della proprietà azionaria dei dipendenti nel mercato unico.

3.3 Operazioni transfrontaliere

Man mano che le imprese si espandono nel mercato unico, incorrono in costi di compliance su base continuativa, derivanti da differenze in termini di dispositivi di governance, diritti degli azionisti e strutture dei consigli di amministrazione nei vari Stati membri¹². Ulteriori divergenze nei requisiti in materia di cogestione, revisione contabile e rendicontazione aumentano ulteriormente la complessità organizzativa per le imprese che operano in più giurisdizioni¹³.

La proposta di regolamento istituisce un quadro di governance comune applicabile a tutti gli Stati membri. EU Inc. offre un elevato grado di flessibilità

¹² Le strutture dei consigli di amministrazione, i diritti degli azionisti, le modalità di voto e la composizione dei consigli di amministrazione differiscono tra gli Stati membri. Alcuni paesi (ad esempio la Svezia) impongono modelli monistici, mentre altri (ad esempio la Germania) dualistici. Le differenze fiscali aggiungono un ulteriore livello di complessità, con aliquote dell'imposta sui redditi delle società che vanno dal 9 per cento in Ungheria a oltre il 30 per cento in Germania; permangono inoltre divergenze per quanto riguarda le deduzioni per attività di ricerca e sviluppo, gli ammortamenti e la deducibilità degli interessi.

¹³ Le soglie di cogestione e la loro dipendenza da forme giuridiche nazionali hanno suscitato un certo dibattito, soprattutto in Germania, riguardo alle imprese che utilizzano forme giuridiche straniere o che si trasformano in una società europea (Societas Europaea), fissando così la quota di partecipazione al momento della costituzione. Tali strutture sono state ritenute legali e delle salvaguardie in merito sono parte del negoziato sul 28° regime.

contrattuale attraverso uno statuto societario armonizzato e adotta il modello monistico come struttura di governance di default. Inoltre, consente e standardizza l'utilizzo di processi "digitali per definizione" per un'ampia gamma di procedure aziendali, tra cui le assemblee degli azionisti, le operazioni sul capitale e le modifiche allo statuto. L'eliminazione dell'obbligo di intervento notarile per le operazioni sul capitale potrebbe essere rilevante per le società che intraprendono successive fasi di finanziamento man mano che crescono e l'armonizzazione delle norme sui diritti degli azionisti potrebbe ridurre l'incertezza giuridica per gli azionisti di minoranza e gli investitori esterni, contenendo gli oneri in materia di due diligence e i costi di transazione. Tuttavia, secondo la proposta, le norme sulla partecipazione dei dipendenti rimangono soggette alla legislazione dello Stato membro in cui ha sede il consiglio di amministrazione. I requisiti relativi al coinvolgimento dei dipendenti nel processo decisionale delle società potrebbero pertanto continuare a variare da una giurisdizione all'altra, anche per le società costituite nell'ambito del regime EU Inc.

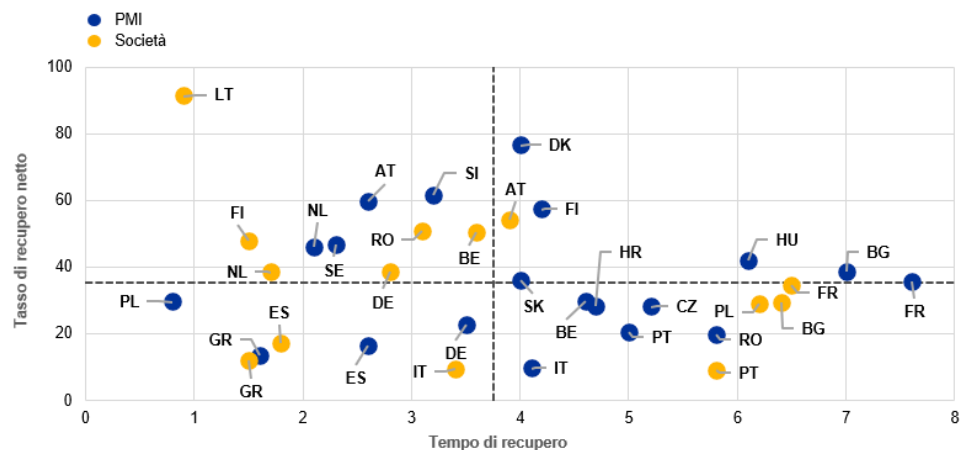
3.4 Uscita

Meccanismi di uscita efficienti sono essenziali per riallocare le risorse a seguito di fallimenti aziendali e per sostenere l'assunzione di rischi da parte delle imprese, in quanto determinano i rendimenti attesi degli investitori. I costi di uscita e di ristrutturazione incidono considerevolmente nei settori ad alto contenuto tecnologico e innovativo, dove il rischio di fallimento è per natura più elevato (cfr. Coatanlem e Coste, 2025, Bothner et al., 2026). Tuttavia, tra i quadri normativi nazionali in materia di insolvenza permangono notevoli differenze per quanto riguarda i tassi di recupero, i tempi di risoluzione e l'esdebitazione degli imprenditori (cfr. il grafico 5). Ciò accresce l'incertezza giuridica e potrebbe scoraggiare gli investimenti transfrontalieri.

Grafico 5

Eterogeneità in materia di insolvenza nell'UE per PMI e società

(asse delle ascisse: anni; asse delle ordinate: valori percentuali)



Fonte: Autorità bancaria europea (2025).

Note: il tasso di recupero netto e il tempo di recupero sono medie ponderate. Prestiti a PMI e società soggette a procedure esecutive formali, per paese che gestisce tali procedure; i prestiti sono ponderati per l'importo nominale in essere al momento del fallimento. I dati dell'ABE sottostanti si basano su raccolte di dati bancari di AnaCredit e specifiche. Al fine di assicurare che le medie nazionali si basino su un numero sufficiente di osservazioni, sono esclusi i paesi con prestiti segnalati relativi a meno di 500 PMI o 10 società. Le linee tratteggiate indicano le mediane tra paesi. Le osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023.

La proposta di regolamento introduce procedure di liquidazione integralmente digitali e accelerate per le società solvibili e istituisce regimi semplificati di liquidazione giudiziale per le start-up innovative. Questi includono procedure ottimizzate e aste elettroniche. Tali disposizioni possono contenere i costi amministrativi legati allo scioglimento delle imprese, migliorare l'efficienza procedurale e aumentare la prevedibilità dei risultati della liquidazione, riducendo il premio per l'incertezza che gli investitori attualmente attribuiscono all'esposizione transfrontaliera. Procedure di uscita più rapide e trasparenti potrebbero altresì limitare i costi associati al fallimento delle imprese, facilitarne il rientro degli imprenditori e migliorare la riallocazione di capitale e manodopera verso usi più produttivi. Armour e Cumming (2008) mostrano che regimi di uscita più efficienti hanno un effetto positivo sul lavoro autonomo e sui tassi di ingresso delle imprese, suggerendo che i miglioramenti nell'efficienza di uscita si ripercuotano sulla decisione a monte di avviare e ampliare iniziative imprenditoriali ad alto rischio.

Allo stesso tempo, la proposta lascia invariato gran parte del più ampio quadro normativo europeo che disciplina l'uscita delle imprese dal mercato.

In questo caso, il regolamento adotta un approccio più mirato rispetto alle restanti disposizioni di cui sopra, che sono accessibili a tutte le imprese che optano per la costituzione come EU Inc. Il quadro semplificato per l'insolvenza si applica solo alle start-up innovative, lasciando la maggior parte delle imprese soggette ai regimi nazionali esistenti. Inoltre, le procedure di insolvenza, le gerarchie dei creditori e i procedimenti giudiziari continuano in larga misura a essere disciplinati dalla legislazione nazionale; è pertanto probabile che persista una considerevole eterogeneità dei tassi di recupero e dei tempi di risoluzione.

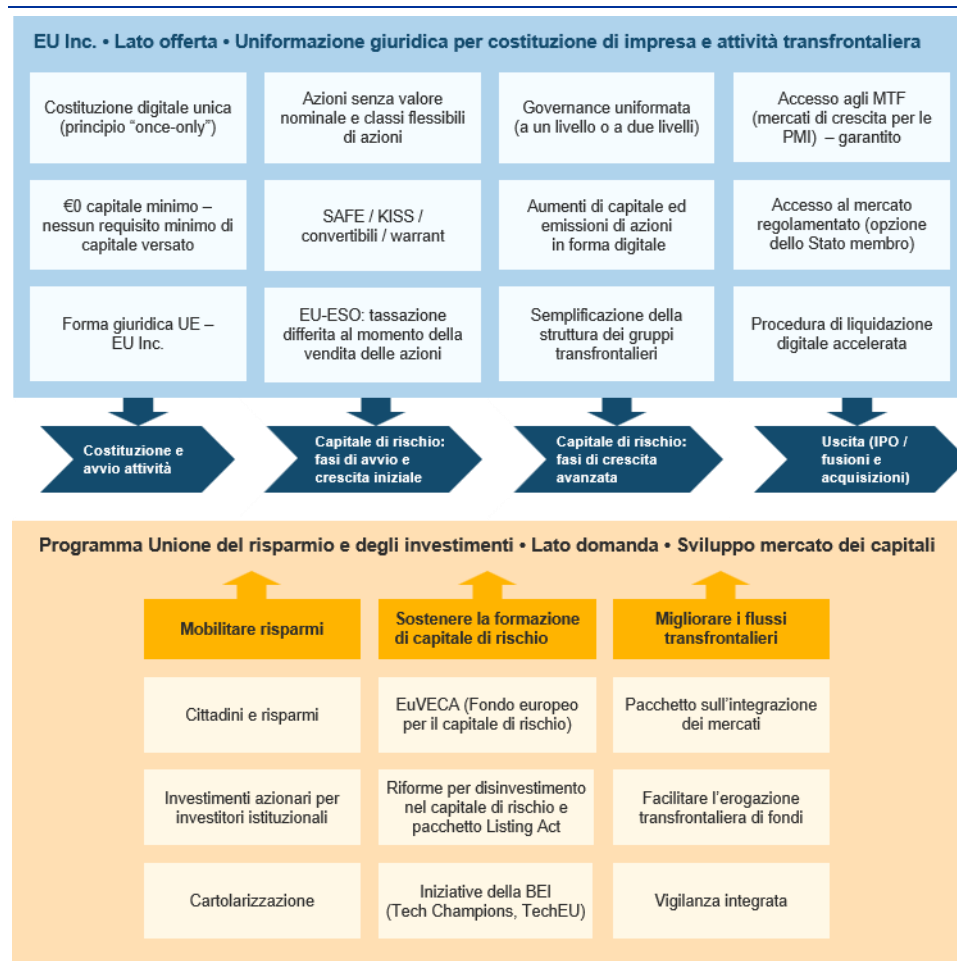
All'estremo opposto del ciclo di vita delle imprese, la proposta non affronta gli ostacoli che impediscono alle imprese di successo di espandersi e quotarsi

sui mercati azionari. La proposta stabilisce l'accesso ai sistemi multilaterali di negoziazione, particolarmente importanti per le imprese più giovani, ma non offre un percorso altrettanto integrato verso i mercati regolamentati per le imprese in fase di consolidamento e che necessitano volumi di capitale più ampi. Relegare tale accesso alla competenza del diritto nazionale non affronta la frammentazione nella fase di espansione e di uscita, limitando potenzialmente le offerte pubbliche iniziali (initial public offerings, IPO) e indebolendo opportunità di uscita e valutazioni tramite capitale di rischio.

Le disposizioni di finanziamento di una società EU Inc. integrano più in generale gli obiettivi dell'Unione del risparmio e degli investimenti. EU Inc. mira a ridurre gli attriti giuridici che ostacolano la capacità delle imprese di accedere al capitale esterno, creando un quadro normativo societario armonizzato. L'Unione del risparmio e degli investimenti si prefigge di mobilitare i risparmi e migliorare l'allocazione del capitale di rischio approfondendo e integrando i mercati dei capitali. In questo senso, EU Inc. sostiene l'offerta di veicoli societari investibili, mentre l'Unione del risparmio e degli investimenti cerca di espandere la domanda di investimenti transfrontalieri.

Figura 3

Interazioni tra EU Inc. e il programma dell'Unione del risparmio e degli investimenti



Fonte: esperti della BCE.

Questa complementarità è particolarmente evidente nei mercati dei capitali di rischio. Riducendo i costi di transazione legali connessi alle operazioni transfrontaliere e uniformando gli strumenti di finanziamento alle imprese, EU Inc. riduce gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri e facilita una maggiore integrazione dei mercati dei capitali. Tuttavia, la sua efficacia dipende in ultima analisi dalla disponibilità di investitori che intendano mobilitare capitali a livello transfrontaliero. Per contro, un mercato dei capitali europeo più profondo e integrato si potrebbe realizzare con successo se le imprese operassero con un quadro normativo comune in materia di diritto societario. Ciò è particolarmente vero per diminuire il fabbisogno di finanziamento nelle fasi più avanzate di sviluppo delle imprese in Europa, dove le opportunità sono limitate dalla frammentazione dei mercati azionari pubblici e dallo spessore relativamente contenuto dei mercati secondari. EU Inc. e l'Unione del risparmio e degli investimenti dovrebbero essere considerate iniziative che si rafforzano a vicenda: una riduce la frammentazione del diritto societario, mentre l'altra amplia il volume di capitale per finanziare la crescita.

4 Condizioni per l'efficacia economica di EU Inc.

EU Inc. funzionerà come regime societario facoltativo, che affianca i quadri normativi vigenti a livello nazionale in tale ambito. Quantificarne l'impatto macroeconomico esula dall'ambito del presente articolo, in quanto la sua efficacia dipenderà dalle decisioni delle imprese in merito alla sua adozione e da riforme complementari. Ciò nonostante, le simulazioni del Fondo monetario internazionale suggeriscono che le riforme volte a ridurre le barriere all'ingresso nel mercato per le imprese e a migliorare i quadri normativi in materia di insolvenza possono generare notevoli guadagni economici (cfr. Dizioli et al., 2026).

Affinché tale regime abbia successo, una prima condizione è che mantenga un'appetibilità sufficiente per raggiungere un'ampia adozione da parte del mercato. Gli incentivi per indurre le imprese ad adottare EU Inc. potrebbero essere verosimilmente diversi tra gli Stati membri. È probabile che l'adozione sia più elevata laddove i quadri giuridici nazionali siano relativamente restrittivi o impongano oneri amministrativi. In base alle stime della valutazione di impatto condotta dalla Commissione europea, su un orizzonte decennale sarebbero circa 300.000 le società che potrebbero adottare EU Inc., generando risparmi amministrativi per le imprese compresi tra 328 e 440 milioni di euro¹⁴. Tali risparmi dovrebbero essere trainati principalmente da procedure di registrazione più semplici, dal principio "once-only", dall'eliminazione dei requisiti minimi di capitale sociale e da procedure di chiusura digitalizzate.

Una seconda condizione è l'applicazione omogenea di tale regime in tutta l'UE. Sebbene il regolamento istituisca un quadro normativo sostanziale comune in materia di diritto societario, alcuni aspetti importanti, quali le procedure di registrazione, le prassi amministrative, la risoluzione delle controversie e parti del

¹⁴ Cfr. Commissione europea (2026), "Commission Staff Working Document – Impact assessment report accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the 28th regime corporate legal framework – 'EU INC'".

processo di costituzione, restano disciplinati dagli ordinamenti giuridici nazionali. Prassi amministrative o interpretazioni giudiziarie divergenti potrebbero ridurre la certezza del diritto e indebolire i vantaggi dell'armonizzazione. Per far fronte ai timori relativi all'applicazione delle norme e alla risoluzione delle controversie, la Commissione suggerisce agli Stati membri di considerare l'istituzione di sezioni giudiziarie specializzate dedicate alla gestione dei casi relativi a EU Inc.

In terzo luogo, EU Inc. dovrebbe essere integrato da riforme del mercato unico più ampie, volte a sostenere l'espansione transfrontaliera e la crescita e delle imprese. La tassazione, la regolamentazione del mercato del lavoro, compresa la cogestione, la normativa in materia di insolvenza e settoriale, continuano a essere disciplinate in larga misura dai quadri normativi nazionali¹⁵. Sebbene la proposta sia potenzialmente in grado di ridurre la frammentazione del panorama giuridico societario, non elimina la complessità normativa più ampia legata all'operatività tra i diversi Stati membri. Il suo contributo alle decisioni di espansione delle imprese dipenderà quindi dai progressi complementari in altri settori, tra cui il programma dell'Unione del risparmio e degli investimenti. Tale aspetto è approfondito nel riquadro 2.

Infine, è probabile che l'impatto a lungo termine di EU Inc. dipenda da dinamiche di rete che si autoalimentano. Con l'aumentare dell'adozione di tale forma societaria, l'esperienza probabilmente acquisita da investitori, consulenti legali, intermediari finanziari e tribunali con un quadro di diritto societario comune ridurrà l'incertezza giuridica, uniformerà le prassi contrattuali e abbasserà ulteriormente i costi delle transazioni. L'esperienza del quadro normativo del Delaware in materia di diritto societario mostra come questi effetti di rete possano trasformare gradualmente un regime giuridico facoltativo in uno standard di mercato ampiamente riconosciuto. Inoltre, mette in evidenza l'importanza di integrare l'armonizzazione giuridica con tribunali specializzati, competenze maturate in ambito giuridico, mercati dei capitali profondi e un contesto giuridico federale unificato.

Riquadro 2

Prossime fasi: vincoli e percorsi pragmatici

a cura di Daphne Momferatou e Leo Orlygsson

La proposta della Commissione europea è attualmente in discussione presso il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione europea; l'accordo definitivo è previsto entro la fine del 2026. È probabile che il dibattito sulla proposta e su qualsiasi futura estensione oltre l'ambito del diritto societario sia influenzato da preferenze sociali e politiche più ampie in merito all'assunzione di rischi, alla tassazione, ai mercati del lavoro e ad altre questioni sensibili.

I risultati delle indagini suggeriscono che gli europei attribuiscono maggiore importanza ai propri sistemi politici e servizi pubblici, mentre gli americani pongono maggiore enfasi sulla libertà e sulle

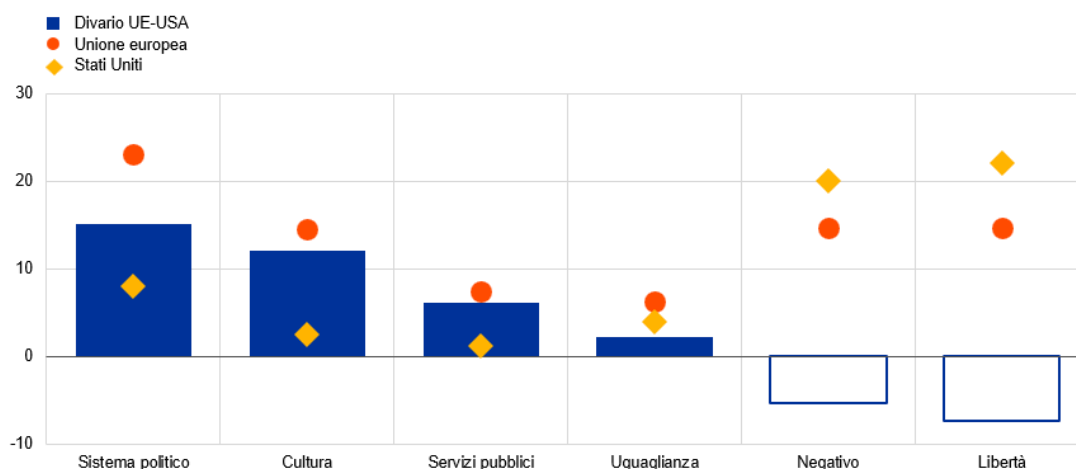
¹⁵ L'approccio della Commissione riflette in parte i vincoli imposti dal Trattato: mentre l'armonizzazione del diritto societario può essere perseguita mediante un regolamento ai sensi dell'articolo 114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) a maggioranza qualificata, diversi ambiti correlati, la tassazione delle imprese ai sensi dell'articolo 115 del TFUE e alcuni aspetti del diritto del lavoro richiedono l'unanimità in seno al Consiglio dell'Unione europea, rendendo difficile, sul piano politico e giuridico, realizzare un'armonizzazione completa tra i diversi settori con un unico strumento.

opportunità (cfr. il grafico A). Le rilevazioni sulle differenze tra UE e Stati Uniti mostrano che la minore partecipazione al mercato nell'UE indica una tolleranza al rischio inferiore, una minore fiducia nei mercati e lacune nell'alfabetizzazione finanziaria di base (cfr. Christelis et al., 2026). Tali preferenze contribuiscono a spiegare le differenze negli assetti istituzionali, tra cui l'equilibrio tra stabilità, redistribuzione, regolamentazione e sostegno all'assunzione di rischi da parte delle imprese. Inoltre, suggeriscono che il sostegno alle riforme che comportano compromessi sociali significativi potrebbe variare a seconda dei paesi e dei soggetti interessati¹⁶.

Grafico A

Fonti di orgoglio nazionale nell'Unione europea e negli Stati Uniti

(quota di intervistati che esprimono cosa li rende orgogliosi del proprio paese; differenza in punti percentuali tra le quote dell'UE e degli Stati Uniti)



Fonti: Pew Research Center ed elaborazioni della BCE.

Note: risposte all'indagine Pew Global Attitudes della primavera 2025. I valori dell'UE corrispondono a medie ponderate per il PIL di nove Stati membri (Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Ungheria, Paesi Bassi, Polonia e Svezia). Valori positivi indicano quote più elevate nell'UE rispetto agli Stati Uniti. La categoria "Negativo" si riferisce alle risposte che esprimono mancanza di orgoglio.

È difficile realizzare un quadro giuridico dell'UE pienamente armonizzato in materia di diritto societario; pertanto, disporre di un regime opzionale che affianchi i 27 regimi nazionali in vigore rappresenta un'alternativa pragmatica, che consente alle imprese di optare per un assetto comune, preservando nel contempo i sistemi nazionali. Tre percorsi complementari potrebbero sostenerne lo sviluppo graduale, anche in settori che non rientrano nell'ambito di applicazione della proposta.

Il primo percorso è l'integrazione differenziata attraverso la cooperazione rafforzata o coalizioni tra alcuni Stati membri disposti a cooperare¹⁷. Il brevetto unitario e il tribunale unificato dei brevetti mostrano come sia possibile sviluppare un quadro di riferimento facoltativo a livello di UE, laddove sarebbe altrimenti difficile raggiungere l'unanimità. Nel caso di EU Inc., tale cooperazione potrebbe favorire lo sviluppo di strumenti complementari, come tribunali specializzati, documentazione sugli investimenti uniformata e strumenti informativi comuni.

Il secondo percorso prevede la sperimentazione normativa attraverso sandbox o regimi pilota. Ai fini di EU Inc., ciò permetterebbe di verificare l'efficacia dell'armonizzazione, soprattutto per quanto riguarda la regolamentazione, prima dell'introduzione a pieno funzionamento in tutta l'UE. Il regime

¹⁶ Cfr. anche la discussione al riguardo in Wunsch e Langenus (2026).

¹⁷ La cooperazione rafforzata è un meccanismo formale, previsto dai trattati dell'UE, che consente a un gruppo di Stati membri di adottare tra loro norme dell'Unione vincolanti, mentre una coalizione di volenterosi è un accordo informale per la cooperazione al di fuori di uno specifico quadro giuridico dell'UE.

pilota per la tecnologia DLT (distributed ledger technology) dimostra come la sperimentazione di nuove infrastrutture di mercato in un ambiente controllato possa coesistere con gli obiettivi di tutela degli investitori e di stabilità finanziaria¹⁸. Il quadro di riferimento in materia di diritto societario proposto, EU Inc., potrebbe inoltre integrare in maniera utile le soluzioni tecnologiche tra i vari Stati membri¹⁹. Per quanto riguarda la tassazione e il diritto del lavoro si potrebbe applicare un approccio analogo alle sandbox realizzate con successo a livello di UE.

Un terzo percorso è la convergenza, guidata dal mercato, verso l'adozione volontaria. Se EU Inc. dovesse rivelarsi allettante per le giovani imprese e gli investitori a livello transfrontaliero, l'adozione volontaria potrebbe a sua volta favorire un'ulteriore integrazione. La pressione concorrenziale potrebbe incentivare le autorità nazionali a modernizzare i propri quadri normativi di riferimento, permettendo di raggiungere la convergenza attraverso l'adeguamento autonomo delle prassi di mercato, piuttosto che mediante un'armonizzazione guidata dall'alto. Nel tempo, ciò potrebbe promuovere una convergenza più ampia anche al di là delle imprese che ricorrono direttamente a EU Inc.

5 Osservazioni conclusive

La sfida in termini di competitività che l'Europa deve affrontare è sempre più considerata una sfida in termini di espansione e internazionalizzazione, ma la dimensione relativa al diritto societario resta in gran parte irrisolta.

La coesistenza di 27 regimi nazionali di diritto societario fa sì che le imprese che si espandono nel mercato unico continuino a dover far fronte alla frammentazione giuridica nelle fasi di costituzione, finanziamento, governance e uscita dal mercato.

In questo contesto, il regime proposto, EU Inc., segna un importante passo in avanti verso una maggiore armonizzazione del diritto societario. L'introduzione di una forma societaria comune facoltativa potrebbe limitare la frammentazione giuridica, ridurre i costi di transazione e migliorare la prevedibilità dell'attività transfrontaliera delle imprese, diventando, di conseguenza, un tassello importante di un contesto europeo imprenditoriale e degli investimenti maggiormente integrato. Tuttavia, i suoi pieni vantaggi economici dipenderanno da progressi paralleli nell'ambito del mercato unico e dai programmi dell'Unione del risparmio e degli investimenti, in particolare da una maggiore integrazione dei mercati dei capitali e da ulteriori riduzioni della frammentazione normativa.

L'esperienza tratta da altri regimi di diritto societario suggerisce che i vantaggi dell'armonizzazione non si limitino al testo giuridico. L'efficacia di un quadro societario comune dipende dalla sua struttura formale e dalla certezza del diritto,

¹⁸ La BCE ha accolto con favore il regime e la relativa estensione, ma sottolinea la necessità di un quadro giuridico più ampio per le attività rappresentate da token. Cfr. [l'intervento di apertura](#) di P. Cipollone in occasione dell'evento "Building Europe's integrated digital asset ecosystem: from vision to implementation" ospitato dalla House of the Euro.

¹⁹ Nel suo intervento di apertura, dal titolo "Building the rails for Europe's tokenised financial markets", P. Cipollone ha sottolineato che non è possibile superare la frammentazione giuridica soltanto mediante soluzioni tecnologiche e ha messo in evidenza il potenziale di progresso che potrebbe essere raggiunto grazie al quadro giuridico di base di EU Inc.

dalle prassi di mercato e dall'esperienza istituzionale che si sviluppano nel tempo intorno a esso. L'impatto finale della proposta dipenderà dalla capacità del processo legislativo di preservare un quadro giuridico sufficientemente armonizzato e da una sua applicazione sufficientemente omogenea per promuovere uno standard societario europeo riconosciuto, in grado di sostenere la crescita delle imprese nel mercato unico.

EU Inc. non è la soluzione miracolosa alle sfide legate all'espansione e all'internazionalizzazione che l'Europa deve affrontare. Essendo un regime opzionale, il suo impatto economico dipenderà dalla volontà delle imprese di adottarlo e dall'applicazione coerente nei vari Stati membri. Inoltre, la proposta si concentra deliberatamente sul diritto societario, per cui non affronta i fattori complementari che determinano la crescita delle imprese, come la tassazione e la regolamentazione del mercato del lavoro. Analogamente, diversi vincoli che assumono particolare rilevanza durante le fasi più avanzate dello sviluppo delle imprese, come quadri normativi più ampi in materia di insolvenza, la profondità dei mercati azionari pubblici, nonché la disponibilità di capitale di crescita in fase avanzata e l'integrazione dei sistemi giuridici, esulano in gran parte dall'ambito di applicazione della proposta. I negoziati sul regime EU Inc. sono in corso e il Consiglio dell'Unione europea sollecita i colegislatori a raggiungere un accordo entro la fine del 2026²⁰. Il testo finale contribuirà a stabilire se l'Europa sia in grado di creare un contesto che non si limiti a favorire l'avviamento di imprese innovative, ma che consenta loro anche di espandersi, ricevere investimenti e rimanere in Europa.

Riferimenti bibliografici

Adilbish, O.E., Cerdeiro, D.A., Duval, R.A., Hong, G.H., Mazzone, L., Rotunno, L., Toprak, H.H. e Vaziri, M. (2025), [“Europe’s Productivity Weakness: Firm-level Roots and Remedies”](#), *Working Paper n. 2025/040*, Fondo monetario internazionale, febbraio.

Alon-Beck, A. (2025), [“Incorporating Unicorns: An Empirical Analysis”](#), *Houston Law Review*, vol. 62, n. 5, pagg. 891-952.

Anaya Longaric, P., Bellinghausen, L., Parisi, L., Quaglietti, L. e van Overbeek, F. (2026), [Valutare l'integrazione transfrontaliera dei mercati azionari nell'area dell'euro: cosa si evince da un modello gravitazionale](#), riquadro 1 nel numero 3/2026 di questo Bollettino.

Andrews, D., Criscuolo, C. e Gal, P.N. (2016), [“The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy”](#), *OECD Productivity Working Papers*, n. 2016-5, OECD Publishing, Parigi.

²⁰ La proposta della Commissione europea è attualmente in fase di negoziato nell'ambito della procedura legislativa ordinaria, con discussioni in corso in seno al Consiglio dell'Unione europea e al Parlamento europeo. Il testo definitivo potrebbe quindi differire dalla proposta della Commissione europea, in quanto i colegislatori dovranno definire la propria posizione.

Armour, J. e Cumming, D. (2008), "Bankruptcy law and entrepreneurship", *American Law and Economics Review*, vol. 10, n.2, pagg. 303-350.

Autorità bancaria europea (EBA) (2025), [Call for advice for the purposes of benchmarking of national loan enforcement frameworks \(Final report\)](#), ottobre.

Banca europea per gli investimenti (BEI) (2026a), [Drivers of relocation by innovative EU startups and scaleups](#).

Banca europea per gli investimenti (BEI) (2026b), [EIB Investment Report 2025/2026](#).

Baumann, A., Gati, Z., Vinci, F., Wolf, G. (2026), [Il divario dell'Europa nel settore dei capitali di rischio e il finanziamento delle imprese ad alto potenziale di crescita](#), riquadro 1 nel numero 5/2026 di questo Bollettino.

Bernasconi, R., Cordemans, N., Gunnella, V., Pongetti, G. e Quaglietti, L. (2025), [In cosa consiste il potenziale non sfruttato del mercato unico dell'UE?](#), articolo 1 nel numero 8/2025 di questo Bollettino.

Böninghausen, B., Evrard, J., Gati, Z., Gori, S., Lambert, C., Legran, D., Schuster, W.E. e van Overbeek, F. (2025), [Should we mind the gap? An assessment of the benefits of equity markets and policy implications for Europe's capital markets union](#), *Occasional Paper Series*, n. 373, BCE.

Bothner, J., Lopez-Garcia, P., Momferatou, D. e Setzer, R. (2026), [Why is Europe lagging behind in high tech sectors? The role of institutional and regulatory quality](#), *Working Paper Series*, n. 3185, BCE.

Broughman, B., Fried, J. M. e Ibrahim, D. (2014), "Delaware Law as Lingua Franca: Theory and Evidence", *The Journal of Law and Economics*, vol. 57, n. 4, pagg. 865-895.

Cary, W. L. (1974), [Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware](#), *The Yale Law Journal*, vol. 83, n. 4, pagg. 663-705.

Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T., Kenny, G. e Meyer, J. (2026), [Stockholding in Europe: Evidence from the Consumer Expectations Survey](#), *Working Paper Series*, n. 3239, BCE.

Christelis, D., la Franca, I., Georgarakos, D., Jappelli, T., Kenny, G. e Meyer, J., (2026), [Why do euro area consumers \(not\) invest in stocks?](#), *SUERF Policy Brief*, n. 1518, SUERF.

Cipollone, P. (2026), [Building the rails for Europe's tokenised financial markets](#), intervento di apertura tenuto in occasione dell'evento *Building Europe's integrated digital asset ecosystem: from vision to implementation* ospitato dalla House of the Euro, Bruxelles, 23 marzo.

Coatanlem, Y. e Coste, O. (2025), [Cost of Failure, Disruptive Innovation and Targeted Flexicurity: more evidence supporting targeted reforms](#), *IEP@BU Working Paper Series*, Università Bocconi.

CompNet (2025), *Firm Productivity Report*, aprile.

Dizioli, A., Fotiou, A. e Garrido, J.M. (2026), “*Toward a 28th European Enterprise Regime: A Single Rulebook to Enable Cross-Border Scale-Up in Europe*”, *Departmental Paper Series*, n. 2026/014, Fondo monetario internazionale.

Draghi, M. (2024), *The future of European competitiveness*, Commissione europea, settembre.

Eurosystem work stream on productivity, innovation and technological progress (2021), “*Key factors behind productivity trends in EU countries*”, *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE.

Fedotenkov, I. e Vandeplas, A. (2026), “*Demographic Change and Business Dynamics in the EU*”, *European Economy Discussion Papers*, n. 251, Commissione europea.

Fuest, C., Gros, D., Mengel, P.-L., Presidente, G. e Tirole, J. (2024), *EU Innovation Policy: How to Escape the Middle Technology Trap*, ifo Institute.

Gelter, M. (2017), “Centros, the Freedom of Establishment for Companies and the Court’s Accidental Vision for Corporate Law”, in F. Nicola e B. Davies (a cura di), *EU Law Stories: Contextual and Critical Histories of European Jurisprudence*, Cambridge University Press, pagg. 309-337.

Klepper, S. (1996), “Entry, Exit, Growth, and Innovation over the Product Life Cycle”, *American Economic Review*, vol. 86, n. 3, pagg. 562-583.

Letta, E. (2024), *Much more than a market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens*, aprile.

OCSE (2021), “*Understanding Firm Growth: Helping SMEs Scale Up*”, *OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship*, OECD Publishing, Parigi.

OCSE (2026), *OECD Compendium of Productivity Indicators 2026*, OECD Publishing, Parigi.

Schnabel, I. (2026), *Made in Europe*, intervento pronunciato in occasione di una conferenza in memoria di Eugen Böhm von Bawerk, Österreichische Akademie der Wissenschaften, Vienna, 11 febbraio.

Whitehead, C.K. (2025), “Delaware’s Agency Problem”, *Cornell Legal Studies Research Paper Series*, n. 25-25, Cornell University Law School, agosto.

Weik, S., Achleitner, A.K. e Braun, R. (2024), “Venture capital and the international relocation of startups”, *Research Policy*, vol. 53, n. 7.

Wunsch P. e Langenus G. (2026), “*Eurosclerosis 2.0 in a Changing World: From Repetition to Rupture*”, *Policy Paper*, Nationale Bank van België/Banque nationale de Belgique.

Spesa per la difesa e relativi effetti macroeconomici a breve e a più lungo termine

a cura di Cristina Checherita-Westphal, Marta Rodríguez-Vives,
Tibor Lalinský e Miles Parker

1 Introduzione

La maggior parte dei paesi europei si è impegnata a incrementare sensibilmente la propria spesa per la difesa nel prossimo decennio. Questa tendenza è sostenuta dagli sforzi dell'Organizzazione del trattato dell'Atlantico del Nord (NATO) tesi al conseguimento di più elevati livelli di spesa per la difesa e dalle recenti iniziative europee volte ad accelerare gli investimenti nel comparto, nonché a rafforzare l'autonomia strategica del continente. Nel vertice NATO di giugno 2025 i paesi membri dell'Alleanza si sono impegnati a investire annualmente il 5 per cento del PIL entro il 2035, confermando tale orientamento e il proprio sostegno all'Ucraina nel vertice di luglio 2026. L'obiettivo del 5 per cento del PIL si compone di una quota pari al 3,5 per cento, destinata alla spesa strettamente militare, e di uno stanziamento dell'1,5 per cento, utilizzabile per altre attività legate alla difesa e alla sicurezza.

Negli ultimi tre decenni, dopo la fine della guerra fredda, la maggior parte dei paesi europei ha significativamente ridotto la propria spesa per la difesa. Questa redistribuzione delle risorse pubbliche ha sostenuto altre priorità strategiche. Tuttavia, ha anche contribuito all'insufficienza degli investimenti nelle capacità di difesa, a una base industriale e tecnologica di difesa europea (EU defence technological and industrial base, EDTIB) frammentata e a una crescente dipendenza da fornitori esterni all'UE (principalmente gli Stati Uniti) per i sistemi militari critici. Tale frammentazione comporta notevoli costi economici per via della duplicazione delle procedure di approvvigionamento, della compressione delle economie di scala e della riduzione degli incentivi alla capacità di innovazione. Ricostruire le capacità di difesa e rafforzare l'EDTIB richiederanno finanziamenti continuativi, maggiore coordinamento tra gli Stati membri dell'UE e strategie di approvvigionamento più integrate.

Attualmente, a livello di UE, sono diverse le iniziative a sostegno della maggiore spesa per la difesa e dell'EDTIB. A marzo 2025 la Commissione europea ha varato il piano "Preparati per il 2030". In primo luogo, il piano sostiene un incremento della spesa per la difesa a livello nazionale. Pertanto, nell'ambito del Patto di stabilità e crescita (PSC), l'attivazione delle clausole di salvaguardia nazionali consente agli Stati membri dell'UE di incrementare gli investimenti e le altre spese per la difesa oltre i limiti precedentemente concordati. Lo scostamento è limitato a un massimo dell'1,5 per cento del PIL nel periodo 2025-2028 ed è subordinato al mantenimento della sostenibilità del debito nel medio termine. In secondo luogo, il piano include lo strumento di azione per la sicurezza dell'Europa

(Security Action for Europe, SAFE), avente una capacità totale di 150 miliardi di euro, con l'obiettivo di fornire agli Stati membri dell'UE prestiti volti a promuovere gli investimenti nel settore della difesa attraverso approvvigionamenti comuni. In terzo luogo, il piano "Preparati per il 2030" conferisce alla Banca europea per gli investimenti il compito di ampliare e accrescere la portata dei finanziamenti erogati per progetti nel settore della difesa e della sicurezza. Infine, diverse altre iniziative dell'UE promuovono l'assistenza in materia di sicurezza prestata all'Ucraina. Pur non avendo necessariamente un impatto diretto sull'economia dell'area dell'euro, tali iniziative potrebbero contribuire indirettamente al miglioramento della sicurezza e delle capacità militari in Europa¹.

Secondo la banca dati Janes sui bilanci, la spesa dell'aggregato dell'area dell'euro destinata alla difesa potrebbe aumentare di quasi 1 punto percentuale di PIL nel prossimo decennio e raggiungere il 2,5 per cento del PIL nel 2035². Una scomposizione per tipologia di spesa mostra che nel medio periodo saranno probabilmente gli approvvigionamenti a determinarne la crescita, mentre nel più lungo periodo dovrebbe prevalere la spesa per il personale, nonché quella per la gestione e la manutenzione (cfr. il grafico 1). Nell'area dell'euro gli investimenti in ricerca e sviluppo (R&S) nel settore della difesa sono marginali, in contrasto con il contributo atteso a livello di intera NATO.

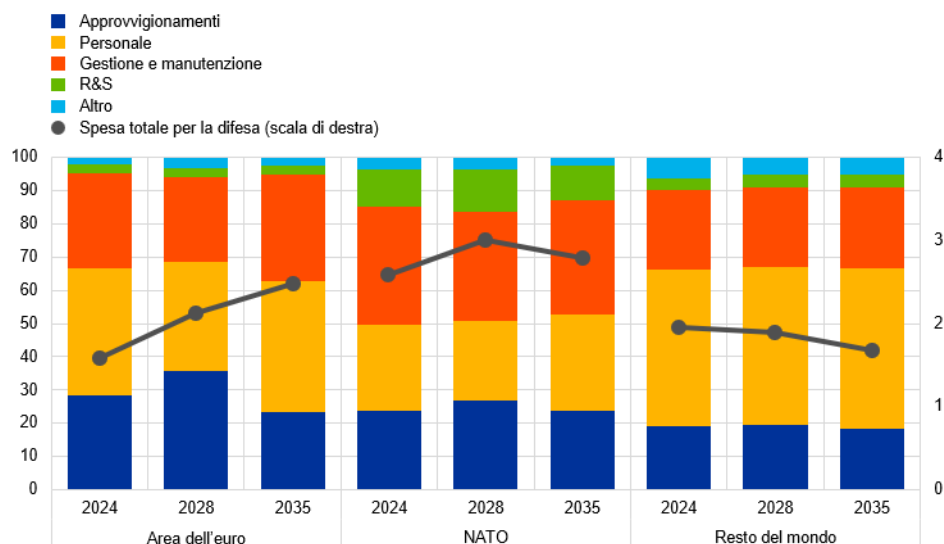
¹ Cfr. il comunicato stampa della Commissione europea [La Commissione presenta il Libro bianco sulla difesa europea e il piano ReArm Europe/Preparati per il 2030](#) del 19 marzo 2025 e la documentazione successiva. Più di recente, il Consiglio europeo ha approvato gli atti legislativi a sostegno di un prestito di 90 miliardi di euro all'Ucraina. Cfr. il comunicato stampa del Consiglio europeo [Il Consiglio finalizza un prestito di 90 miliardi di euro a sostegno dell'Ucraina](#) del 23 aprile 2026. Il prestito sarà finanziato attraverso un prestito dell'UE sui mercati dei capitali, che sarà coperto dal margine di manovra del bilancio dell'UE.

² La banca dati Janes sui bilanci per la difesa (JANES defence budget, JDB) è un database commerciale che fornisce dati e proiezioni sui bilanci per la difesa di 112 paesi nel periodo 2005-2036. Ove possibile, utilizza dati di bilancio provenienti da fonti governative ufficiali: programmi in corso e annunciati, libri bianchi, strategie di difesa, comunicazioni di finanziamenti e previsioni a dieci anni basate sui cicli di sostituzione delle attrezzature. Il riquadro 1 confronta solo i dati ufficiali COFOG e quelli ricavati dalla banca dati della NATO.

Grafico 1

Spesa per la difesa: andamenti per tipologia di impiego (2024-2035)

(scala di sinistra: in percentuale della spesa totale per la difesa; scala di destra: in percentuale del PIL)



Fonti: banca dati Janes ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dall'aggregato dell'area dell'euro sono escluse Malta e Cipro. L'aggregato della NATO esclude i paesi dell'area dell'euro non aderenti all'Alleanza, ossia Austria, Cipro, Irlanda e Malta. La voce "Resto del mondo" non include i paesi membri della NATO. Elaborazioni su dati Janes. La voce "R&S" sta per ricerca, sviluppo, sperimentazione e valutazione.

L'aumento della spesa per la difesa in Europa ha diverse implicazioni

macroeconomiche. La spesa militare incide sulla produzione economica attraverso tre canali principali: domanda, offerta e sicurezza (cfr. Dunne et al., 2005). Nel breve e nel medio periodo la spesa pubblica per infrastrutture, personale militare e materiale di difesa stimola la domanda interna. Quanto ciò influisca sull'attività economica dipende, tra gli altri fattori, dalla misura in cui la spesa rimane all'interno dell'economia nazionale. Nel più lungo periodo, la spesa per la difesa può accrescere l'offerta aggregata aumentando lo stock di capitale dell'economia e incoraggiando l'innovazione e lo sviluppo tecnologico. Infine, una maggiore sicurezza interna può contribuire ad attenuare gli effetti negativi dell'incertezza geopolitica sui consumi e sugli investimenti (cfr. Brignone et al., 2026). Nella parte che segue, la sezione 2 si concentra sulla spesa per la difesa nei paesi dell'area dell'euro e ne esamina i dati statistici. La sezione 3 analizza gli effetti macroeconomici a breve e a medio termine dell'aumento della spesa per la difesa, con particolare attenzione all'orizzonte delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema. Infine, la sezione 4 illustra gli effetti di più lungo periodo dal lato dell'offerta e della crescita economica.

2 Spesa per la difesa nell'area dell'euro: un confronto tra paesi

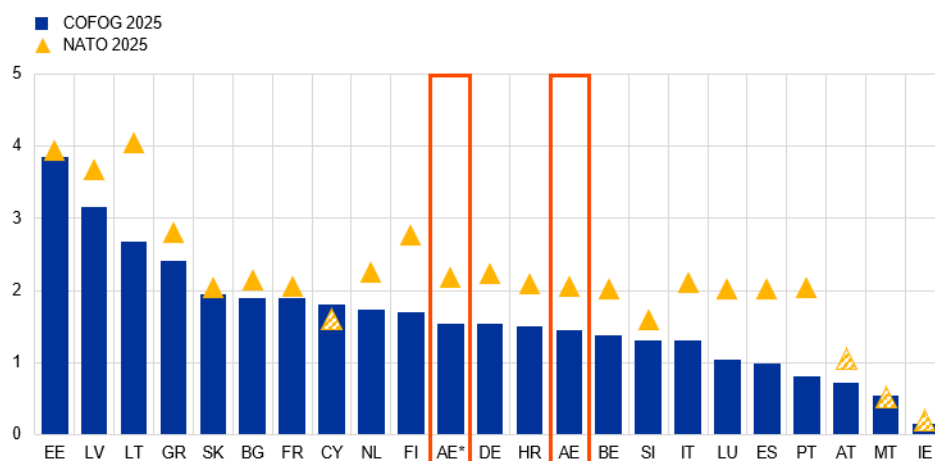
Nel 2025 la spesa per la difesa in percentuale del PIL è aumentata rispetto al 2024 in gran parte dei paesi europei, sebbene solo in quattro paesi dell'area dell'euro sia stata superiore al 2 per cento (cfr. il grafico 2). I dati relativi alla classificazione delle funzioni delle amministrazioni pubbliche (Classification of the

Functions of Government, COFOG) sulla spesa per la difesa sono il riferimento fondamentale per quantificare, a partire dalle contabilità nazionali, le risorse che i governi stanziavano in tale ambito. Nel quadro di riferimento europeo per le politiche di bilancio è anche la misura utilizzata per valutare l'attivazione delle clausole di salvaguardia nazionali. Secondo questi dati, nel 2025, tra i membri della NATO appartenenti all'area dell'euro, i paesi baltici e la Grecia hanno speso oltre il 2 per cento del PIL per la difesa, mentre la Slovacchia, la Bulgaria e la Francia si sono avvicinate a tale soglia. Per contro, la spesa dei paesi dell'area non aderenti alla NATO si è mantenuta su livelli contenuti (ad esempio, in Irlanda è stata pari allo 0,1 per cento del PIL o, in misura equivalente, allo 0,3 per cento dell'RNL*³, a Malta allo 0,5 per cento del PIL e in Austria allo 0,7), con l'eccezione di Cipro, che ha speso l'1,8 per cento del PIL. Rispetto al 2024, l'aggregato stimato per l'area dell'euro è aumentato lievemente, di 0,1 punti percentuali, portandosi a quasi l'1,5 per cento del PIL nel 2025. Se si considerano solo i paesi dell'area dell'euro membri della NATO, la media stimata per il 2025 è di poco superiore all'1,5 per cento del PIL.

Grafico 2

Spesa per la difesa secondo i dati COFOG e NATO

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat (2026b, aprile), NATO (luglio 2026) e Agenzia europea per la difesa.

Note: l'Agenzia europea per la difesa (AED) raccoglie i dati dei ministeri della difesa di tutti gli Stati membri dell'UE e di alcuni paesi non aderenti all'UE, indipendentemente dalla loro appartenenza alla NATO. I paesi sono ordinati in base alla spesa per la difesa in percentuale del PIL nel 2025 ricavata dai dati COFOG. Per Irlanda, Spagna e Paesi Bassi, i dati COFOG del 2025 sono approssimati da quelli del 2024 e dalla crescita degli investimenti in difesa nel periodo 2024-2025. Per Italia e Cipro i dati COFOG del 2025 sono approssimati da quelli del 2023 e dalla crescita degli investimenti in difesa nel periodo 2023-2025. Per gli Stati membri dell'UE non aderenti alla NATO, la spesa per la difesa nel 2025 indicata come "NATO" è approssimata dagli ultimi dati disponibili dell'AED su tale spesa per il 2025 e contrassegnata dai triangoli gialli con motivo a righe. Sono riportati due aggregati stimati per l'area dell'euro: l'area dell'euro (AE) comprende tutti i 21 paesi aderenti, mentre l'area dell'euro* (AE*) comprende soltanto i paesi dell'area membri della NATO.

In base ai dati della NATO, il rapporto tra spesa per la difesa e PIL è aumentato per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. Le differenze tra le banche dati COFOG e NATO dipendono da diversi fattori, come spiegato nel riquadro 1.

Le differenze tra le due fonti di dati si sono generalmente ampliate nel 2025, probabilmente per effetto di tempistiche diverse nella registrazione degli acquisti di

³ Il reddito nazionale lordo modificato (RNL*) è un indicatore, pubblicato dall'Ufficio statistico centrale irlandese, che misura le dimensioni dell'economia irlandese escludendo gli effetti della globalizzazione. Sottrae dall'RNL complessivo l'ammortamento per la proprietà intellettuale, l'ammortamento per gli aeromobili in leasing e il saldo dei redditi primari delle società per azioni trasferite.

importo rilevante delle attrezzature. Ad esempio, i dati COFOG 2025 mostrano per la Germania un rapporto pari all'1,5 per cento del PIL nel 2025, mentre secondo i dati NATO tale quota è pari al 2,2. Stando alla misurazione della NATO, tutti i paesi dell'area dell'euro aderenti all'Alleanza, esclusa la Slovenia, hanno già raggiunto un livello di spesa per la difesa pari al 2 per cento del PIL. Per l'aggregato dei paesi dell'area dell'euro membri della NATO, pertanto, si stima che nel 2025 tale spesa si sia collocata intorno al 2,2 per cento del PIL (e al 2,0 per i paesi dell'area nel loro insieme).

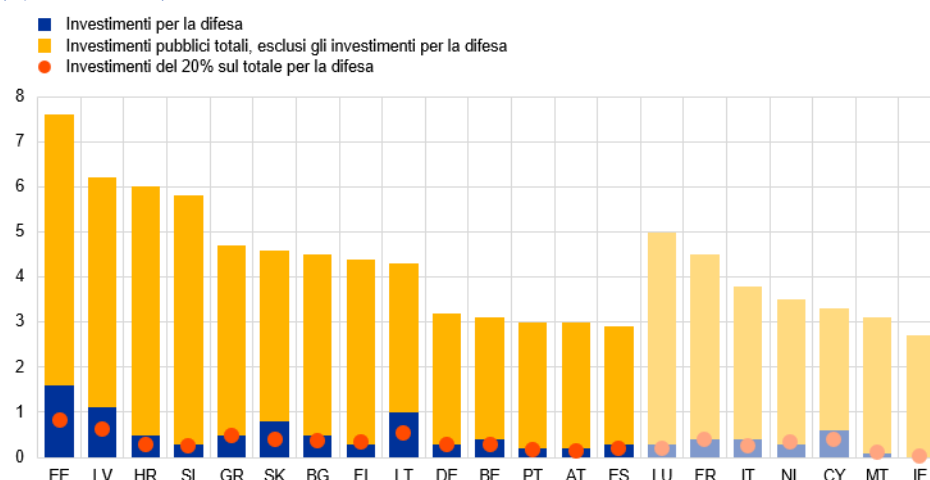
Per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, gli investimenti pubblici in difesa sono aumentati nel 2025, rappresentando oltre il 20 per cento del bilancio per la difesa (cfr. il grafico 3).

La spesa per la difesa è destinata principalmente ai redditi da lavoro dipendente, seguiti dai consumi intermedi e dagli investimenti, secondo una composizione rimasta piuttosto stabile nel tempo. Dopo una variazione contenuta nel 2024, tuttavia, nel 2025 la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha segnalato un aumento del rapporto tra investimenti nel settore della difesa e PIL. Nel complesso dell'area dell'euro la spesa aggregata per investimenti in difesa è aumentata di 0,3 punti percentuali di PIL rispetto al 2024. Inoltre, nel 2025 la maggior parte dei paesi dell'area ha destinato agli investimenti oltre il 20 per cento del proprio bilancio per la difesa. Pur rappresentando una quota relativamente contenuta degli investimenti pubblici complessivi nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, quelli nel settore della difesa stanno acquisendo un carattere sempre più strutturale e una crescente rilevanza per la crescita economica e la strategia di bilancio di lungo periodo dell'Europa. Nel tempo, ciò potrebbe anche comportare un incremento della spesa corrente (consumi intermedi), a causa dei costi specifici legati al mantenimento di uno stock più elevato di attrezzature militari.

Grafico 3

Investimenti pubblici e investimenti per la difesa nel 2025

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat (2026b, aprile).

Note: i paesi sono ordinati in base alla spesa totale per investimenti pubblici (P.51G) in percentuale del PIL nel 2025. Nel PSC gli investimenti per la difesa sono definiti come investimenti fissi lordi (P.51G). I paesi dell'area dell'euro sono raggruppati in paesi che hanno attivato (barre a sinistra) e paesi che non hanno attivato (barre più chiare, a destra) la clausola di salvaguardia nazionale.

Riquadro 1

Comprendere le statistiche riguardanti la spesa per la difesa

a cura di Marta Rodríguez-Vives

La valutazione del recente aumento della spesa per la difesa non è semplice, data la coesistenza di diversi quadri di riferimento statistici. Le due fonti più utilizzate sono i dati COFOG basati sui conti nazionali e le statistiche della NATO sulla spesa per la difesa. Pur avendo un ambito di rilevazione sostanzialmente analogo, in quanto mirano a quantificare le risorse destinate alla difesa, tali fonti differiscono in termini di principi contabili adottati e finalità statistiche perseguite.

La spesa per la difesa secondo la classificazione COFOG (divisione 02) fornisce una categorizzazione funzionale della spesa delle amministrazioni pubbliche nell'ambito del Sistema europeo dei conti (SEC 2010) ed è, pertanto, il quadro di riferimento privilegiato per analizzare il ruolo di tale spesa nelle finanze pubbliche e nella politica di bilancio nell'UE. Le statistiche della NATO, al contrario, sono concepite per monitorare gli sforzi di difesa e le capacità militari dei membri dell'Alleanza e si basano su una definizione lievemente più ampia. I dati della NATO relativi alla spesa per la difesa sono, quindi, generalmente più elevati degli omologhi dati COFOG (cfr. Eurostat, 2026a, 2026b). Le discrepanze tra le due misure sono riconducibili a diversi fattori.

1. Dalla NATO le spese sono in gran parte contabilizzate per cassa, mentre i conti nazionali rispettano il principio della contabilità per competenza: le spese sono registrate nel momento in cui cambia la proprietà economica, non nel momento in cui sono effettuati i pagamenti. Ciò può dare luogo a differenze significative nei singoli anni durante i periodi di riarmo, quando sono in corso vasti programmi di approvvigionamento di materiale militare con lunghi tempi di consegna. Tuttavia, le discrepanze determinate dall'adozione dei due diversi principi tenderanno a ridursi nel lungo periodo, una volta che la proprietà sarà stata interamente trasferita.
2. Nell'ambito dell'impegno della NATO del 3,5 per cento del PIL, la spesa strettamente destinata alla difesa ha un perimetro più ampio. In particolare, include le pensioni militari, le spese sanitarie per il personale militare e altri costi legati alla difesa e alla sicurezza. Nei conti nazionali le pensioni per i dipendenti militari sono registrate come protezione sociale (categoria COFOG 10) e l'assistenza sanitaria per il personale militare come sanità (categoria COFOG 07).
3. Una sfida più significativa è rappresentata dall'impegno aggiuntivo dell'1,5 per cento del PIL introdotto dalla NATO, per il quale non esiste un'unica categoria equivalente all'interno della COFOG. La componente "altre spese legate alla difesa e alla sicurezza" comprende la protezione delle infrastrutture critiche, le reti di difesa, la preparazione e la resilienza della popolazione civile, l'innovazione e il rafforzamento della base industriale della difesa. Nei conti nazionali tale spesa è classificata sotto diverse funzioni della COFOG, in particolare: servizi generali delle amministrazioni pubbliche (categoria 01), ordine pubblico e sicurezza (categoria 03) e affari economici (categoria 04).

4. Un ulteriore chiarimento di natura statistica riguarda le capacità di difesa, in quanto la composizione della spesa è importante almeno quanto il suo livello complessivo. I redditi da lavoro dipendente e i consumi intermedi, che comprendono i beni e i servizi utilizzati nell'erogazione ordinaria dei servizi di difesa, quali carburante, manutenzione e riparazioni, logistica e altri input operativi, contribuiscono principalmente al mantenimento delle capacità esistenti. Per contro, gli investimenti riflettono l'accumulazione di attività che ampliano o modernizzano le capacità di difesa. Nei conti nazionali (cfr. la tavola A), gli investimenti pubblici per la difesa (P51G) comprendono gli investimenti fissi lordi classificati nella divisione COFOG 02 (difesa), incluse le armi da guerra e le infrastrutture militari⁴. Tuttavia, una componente significativa dello sviluppo delle capacità militari potrebbe essere registrata come variazioni delle scorte (P52). Nei conti nazionali le munizioni, i missili, i razzi, le bombe e le altre armi monouso non sono classificati come immobilizzazioni, ma come scorte fino al loro utilizzo e successivamente come consumi intermedi. L'esclusione delle scorte determinerebbe una sottostima delle risorse destinate a rafforzare le capacità di difesa nell'attuale contesto geopolitico. Come sottolineato dalla Commissione europea (2025), gli investimenti rilevano quelli a lungo termine in capacità militari. Comprendono non solo le infrastrutture militari e gli armamenti, come velivoli, navi da guerra e carri armati, ma anche l'accumulazione di scorte di munizioni e missili. Per questo motivo, come mostrato nella tavola A, la futura analisi degli investimenti nel settore della difesa potrebbe concentrarsi sugli investimenti lordi (P5) piuttosto che sugli investimenti fissi lordi (P51G), in quanto i primi forniscono una misura più completa delle risorse dedicate al rafforzamento delle capacità militari.
5. Infine, la classificazione COFOG e la NATO fanno riferimento a fonti diverse per il PIL impiegato come denominatore.

Tavola A

Spesa per la difesa nei conti nazionali: quali componenti riguardano la capacità militare?

Componente (codice SEC)	Esempi	Rilevanza per lo sviluppo di capacità
Redditi da lavoro dipendente (D1)	Retribuzioni e indennità del personale militare	Mantenimento delle forze esistenti
Consumi intermedi (P2)	Carburante, costi di manutenzione, logistica, formazione	Supporto alla prontezza operativa. La formazione è importante per le capacità militari correnti e future.
Prestazioni sociali (D62)	Pensioni militari e prestazioni connesse	Limitato impatto diretto sulle capacità correnti
Investimenti fissi lordi (P51G)	Velivoli, navi da guerra, carri armati, infrastrutture militari, armamenti	Elevata
Variazione delle scorte (P52)	Munizioni, missili, razzi, bombe, forniture militari di riserva	Elevata
Investimenti lordi (P5 = P51G + P52)		Migliore misura degli investimenti in future capacità militari

Fonte: autori, sulla base del SEC 2010.

⁴ Secondo il SEC 2010 (paragrafo 20.190), le armi da guerra comprendono veicoli e altre attrezzature, come navi da guerra, sottomarini, aerei militari, carri armati, lanciamissili, che sono utilizzati in via continuativa per oltre un anno nella fornitura di servizi di difesa.

3 Implicazioni di bilancio e macroeconomiche dell'aumento della spesa per la difesa nel breve e medio termine

L'incremento della spesa per la difesa nell'area dell'euro successivo alla Conferenza di Monaco sulla sicurezza dell'inizio del 2025 è incorporato nello scenario di base delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2026 e raggiunge, in termini cumulati, l'1,5 per cento del PIL nel periodo 2025-2028 (cfr. il pannello a) del grafico 4). Tale spesa include il sostegno militare all'Ucraina (0,24 per cento del PIL in termini cumulati nel periodo 2025-2028). Le stime sono state riviste al rialzo di circa 0,4 punti percentuali rispetto alla prima valutazione elaborata dagli esperti dell'Eurosistema nelle proiezioni di giugno 2025⁵. In parte, ciò riflette il fatto che un numero maggiore di paesi illustra i nuovi piani di difesa con un livello di dettaglio sufficiente da consentirne l'inclusione nello scenario di base delle proiezioni degli esperti. Alla Germania continua a essere riconducibile la quota più consistente di queste nuove misure, inclusa la maggior parte del sostegno all'Ucraina. In termini di sola spesa nazionale aggiuntiva per la difesa, rilevante per valutare l'impatto macroeconomico diretto, la Germania rappresenta poco più del 70 per cento del dato totale incorporato nello scenario di base delle proiezioni di giugno 2026. Soltanto i paesi baltici si collocano su livelli più elevati quanto alla spesa per la difesa in percentuale del PIL. Per il periodo 2025-2028 la maggior parte della spesa nazionale aggiuntiva, nell'aggregato dell'area dell'euro e nella maggior parte dei paesi, è costituita dagli investimenti (71 per cento). La restante parte è per lo più rappresentata dai consumi collettivi, con una maggiore incidenza dei consumi intermedi (21 per cento) rispetto alla spesa per il personale (6 per cento; cfr. il pannello b) del grafico 4).

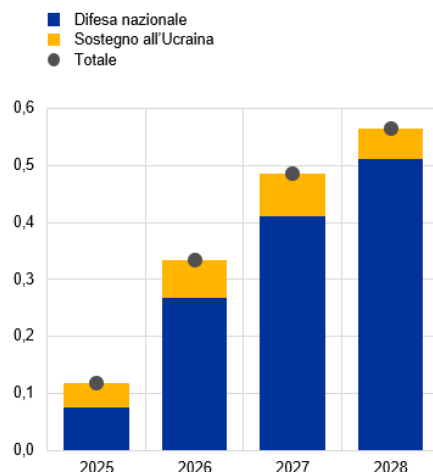
⁵ Per una panoramica, cfr. Checherita-Westphal et al. (2025).

Grafico 4

Spesa aggiuntiva per la difesa incorporata nello scenario di base delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema a partire dalla Conferenza di Monaco sulla sicurezza (inizio 2025), aggregato dell'area dell'euro

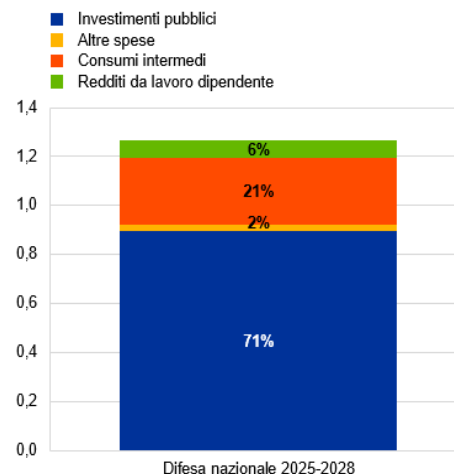
a) Entità della spesa aggiuntiva per la difesa

(in percentuale del PIL)



b) Composizione della spesa nazionale aggiuntiva per la difesa

(asse delle ordinate: in percentuale del PIL; barre: quota percentuale delle componenti sulla spesa nazionale per la difesa)



Fonti: Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026 ed elaborazioni della BCE.

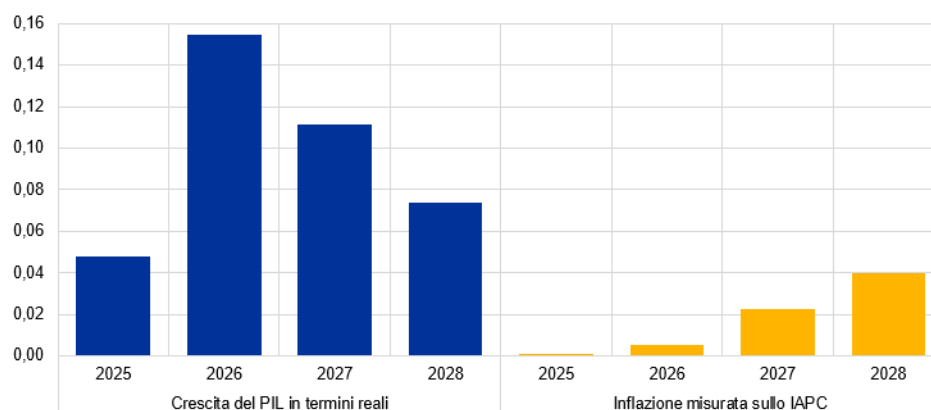
In termini di impatto macroeconomico, la spesa per la difesa è una determinante di rilievo della crescita dell'area dell'euro nell'orizzonte temporale di proiezione, mentre l'impatto sull'inflazione dovrebbe essere modesto (cfr. il grafico 5). Si stima che la spesa aggiuntiva per la difesa, incorporata nello scenario di base dopo la Conferenza di Monaco sulla sicurezza, determini un aumento cumulato della crescita del PIL in termini reali di 0,4 punti percentuali nel periodo 2025-2028, con un effetto massimo nel 2026⁶. Sebbene in aumento verso la fine dell'orizzonte temporale, l'impatto atteso sull'inflazione dell'area dell'euro è limitato e, cumulativamente, inferiore a 0,1 punti percentuali nel periodo 2025-2028. Tale risultato riflette principalmente la prevista composizione della spesa aggiuntiva per la difesa (in particolar modo in conto capitale con una bassa quota di spesa per il personale, che tende ad avere effetti inflazionistici limitati, come illustrato nella seconda parte del riquadro 2).

⁶ L'impatto sulla "crescita" del PIL in termini reali è determinato dalla variazione sui dodici mesi della spesa aggiuntiva per ogni anno ed è pertanto inferiore in termini cumulati rispetto all'impatto sul "livello" del PIL in termini reali.

Grafico 5

Effetti dell'aumento della spesa nazionale aggiuntiva per la difesa sullo scenario di base delle proiezioni dell'Eurosistema, aggregato dell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026 ed elaborazioni della BCE.

Note: gli effetti macroeconomici sono aggregati a livello dell'area dell'euro sulla base di stime specifiche per paese, utilizzando modelli di simulazione forniti dalle banche centrali nazionali dell'Eurosistema. Sono espressi come deviazione in punti percentuali rispetto a uno scenario di base senza la spesa aggiuntiva per la difesa, mantenendo la politica monetaria, il tasso di cambio e i differenziali finanziari fissi ai rispettivi valori di base. Gli shock di bilancio utilizzati nelle simulazioni basate su modelli sono calcolati in termini marginali (corrispondenti alla variazione sui dodici mesi della componente della spesa per la difesa nazionale riportata nel pannello a) del grafico 4). L'acronimo IAPC si riferisce all'indice armonizzato dei prezzi al consumo.

Le stime dello scenario di base sono soggette a incertezza. Si ritiene che, nel complesso, i rischi per lo scenario di base siano sbilanciati verso una maggiore spesa per la difesa (cfr. la prima parte del riquadro 2). Inoltre, l'impatto, relativamente elevato sulla crescita ma basso sull'inflazione, della spesa aggiuntiva per la difesa entro e oltre l'orizzonte di proiezione dell'Eurosistema è condizionato da diversi fattori. In particolare, l'impatto dipende dalla reazione dal lato dell'offerta e dall'eventualità che, in futuro, la spesa in conto capitale aumenti rispetto alla spesa per il personale (cfr. la sezione seguente e l'analisi nella seconda parte del riquadro 2). Incideranno anche altri fattori, quali le aspettative di famiglie e imprese. Nell'area dell'euro le aspettative delle famiglie circa l'impatto della spesa per la difesa sull'economia e sul loro benessere finanziario sono strettamente legate alla loro opinione su come sarà finanziata tale spesa e sul livello del debito pubblico del loro paese (cfr. Baumann et al., 2025)⁷. Infine, vi è anche una considerevole incertezza nelle stime riguardanti i moltiplicatori di bilancio del PIL legati alla spesa per la difesa rispetto, tra gli altri fattori, alla composizione della spesa, ai tempi degli annunci e ai meccanismi di trasmissione (cfr. l'analisi empirica nella seconda parte del riquadro 2)⁸.

⁷ Lo studio si avvale dei dati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey) condotta dalla BCE a maggio 2025. Sebbene l'impatto complessivo sulle aspettative esercitato dalle diverse convinzioni riguardo alla spesa per la difesa sia rimasto limitato, la maggior parte delle famiglie intervistate si attendeva un qualche aumento dell'inflazione in risposta alla maggiore spesa per la difesa, mentre le aspettative circa l'impatto sulla crescita sono state più eterogenee e sostanzialmente pessimistiche.

⁸ I moltiplicatori dipendono da altri fattori oltre a quelli discussi nel riquadro 2. I moltiplicatori del PIL tendono a essere inferiori quando la politica monetaria è attiva (in risposta all'aumento dell'inflazione) e più elevati durante le recessioni o quando il margine di bilancio è ampio. Cfr. Bokan et al. (2025) per un'analisi recente basata su modelli per l'area dell'euro, e Ilzetzki (2025), Checherita-Westphal e Særkjær (2025) per le ultime analisi della letteratura empirica.

Riquadro 2

Gli effetti macroeconomici della spesa per la difesa oltre lo scenario di base delle proiezioni: analisi di scenario basata su modelli ed evidenze empiriche

a cura di Cristina Checherita-Westphal, Georg Müller e Laust Særkjær

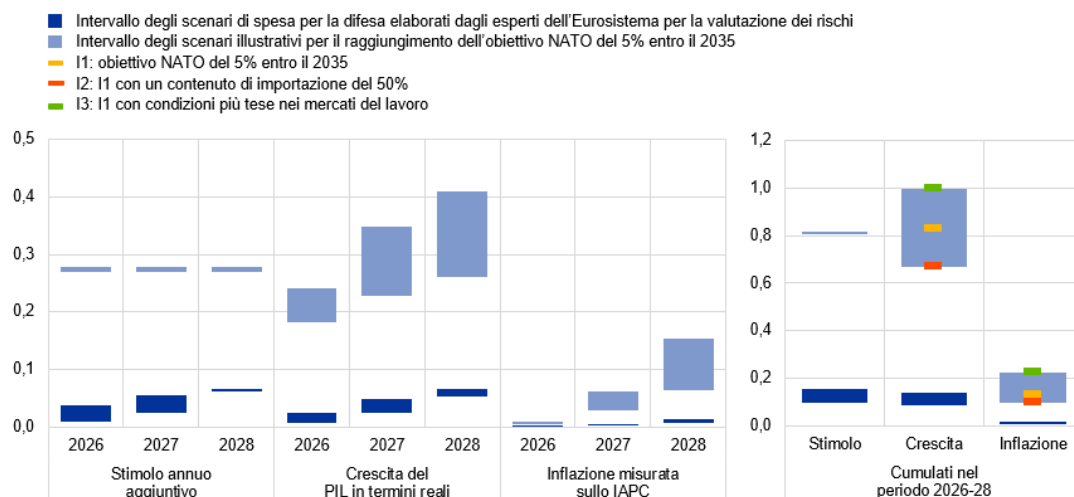
1. Analisi di scenario dei rischi derivanti da una maggiore spesa per la difesa rispetto allo scenario di base delle proiezioni per l'area dell'euro di giugno 2026

In primo luogo, gli esperti dell'Eurosistema hanno valutato che i rischi di una spesa aggiuntiva per la difesa nel periodo 2026-2028 derivassero principalmente da annunci del governo non sufficientemente dettagliati per essere inclusi nello scenario di base alla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni di giugno 2026. Tali rischi, basati su valutazioni degli esperti specifiche per paese, sono risultati limitati a livello aggregato dell'area dell'euro (cfr. le barre blu scuro del grafico A). Gli esperti hanno inoltre valutato la probabile composizione di tale spesa aggiuntiva per la difesa (sbilanciata verso gli investimenti pubblici) e il suo possibile finanziamento attraverso imposte più elevate e/o tagli di altre spese (valutati come limitati). Le simulazioni macroeconomiche di tali scenari di rischio indicano che gli effetti cumulati sulla crescita del PIL in termini reali sarebbero limitati a meno di 0,1 punti percentuali nel periodo 2026-2028, mentre l'impatto sull'inflazione sarebbe trascurabile.

Grafico A

Analisi di scenario dei rischi derivanti da una maggiore spesa per la difesa nel periodo 2026-2028 rispetto allo scenario di base delle proiezioni per l'area dell'euro

(in punti percentuali del PIL e deviazioni in punti percentuali dallo scenario di base)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base delle valutazioni dei rischi formulate dagli esperti dell'Eurosistema nell'ambito delle proiezioni di giugno 2026.

Note: l'acronimo IAPC si riferisce all'indice armonizzato dei prezzi al consumo. Il pannello di sinistra mostra la calibrazione e gli effetti degli intervalli degli scenari su base annua, mentre il pannello di destra li mostra in termini cumulati nel periodo 2026-2028 per tre scenari illustrativi (I1-I3). L'intervallo delle barre blu scuro è dato dagli scenari relativi alla spesa aggiuntiva per la difesa sia con misure di finanziamento compensative (valutate come limitate) sia in assenza di tali misure (finanziamento integrale mediante ricorso al debito). Negli scenari illustrativi (barre celesti), lo shock di bilancio dello scenario I1 (aumento graduale della spesa per la difesa fino a raggiungere l'obiettivo del 5 per cento del PIL fissato dalla NATO a livello di area dell'euro entro il 2035) è calibrato in assenza di misure compensative (finanziamento integrale mediante ricorso al debito). L'intervallo dei risultati macroeconomici si basa su simulazioni effettuate con il principale modello di proiezione della BCE per l'area dell'euro (ECB-BASE), mantenendo la politica monetaria, il tasso di cambio e i differenziali finanziari fissi rispetto ai rispettivi valori di base.

In secondo luogo, gli scenari di rischio illustrativi hanno considerato una maggiore spesa aggiuntiva per la difesa tale da consentire il raggiungimento, a livello di area dell'euro, dell'obiettivo del 5 per cento del PIL fissato dalla NATO entro il 2035. Tali scenari potrebbero produrre effetti di crescita più

significativi (tra 0,7 e 1 punto percentuale, cumulativamente, nel periodo 2026-2028). L'impatto sull'inflazione, seppure aumentato, dovrebbe rimanere contenuto nell'orizzonte temporale di proiezione (cfr. le barre celesti del grafico A). L'intervallo degli effetti macroeconomici dipende da varie ipotesi circa i parametri sottostanti. In particolare, l'aumento del contenuto di importazioni nella spesa pubblica da un valore di riferimento medio del 19 per cento (nello scenario centrale I1) al 50 per cento (scenario I2) riduce l'effetto sulla crescita di circa 0,2 punti percentuali in termini cumulati, con effetti più contenuti sull'inflazione. La maggiore tensione sul mercato del lavoro (scenario I3) determina un più ampio impatto sull'inflazione a causa delle pressioni salariali più elevate (sostenendo nel contempo anche l'impatto stimato sulla crescita, dovuto a un aumento del reddito disponibile delle famiglie). Infine, le stime all'interno di tali scenari illustrativi possono essere considerate limiti superiori. L'analisi non tiene conto delle possibili tensioni nei mercati finanziari nel caso in cui i rapporti debito pubblico/PIL non vengano posti su un percorso di riduzione nel medio periodo, in linea con i requisiti del Patto di stabilità e crescita, soprattutto nei paesi dell'area dell'euro fortemente indebitati (cfr. Bouabdallah et al., 2025 per analisi più dettagliate sulle implicazioni per la sostenibilità).

2. Analisi empirica degli effetti macroeconomici della spesa per la difesa negli Stati membri dell'UE nel periodo 1999-2025

Questa parte integra i risultati ottenuti sulla base del modello sopra descritto con un'analisi empirica condotta negli Stati membri dell'UE sulla base di Checherita-Westphal e Særkjær (2026). Essa contribuisce in vari modi alla letteratura empirica. In primo luogo, va oltre i moltiplicatori del PIL, che sono al centro della maggior parte degli studi empirici, per analizzare in dettaglio gli effetti sui prezzi della spesa per la difesa. In secondo luogo, nell'utilizzare la classificazione funzionale COFOG dell'Eurostat riguardante la spesa pubblica (cfr. il riquadro 1), l'analisi mira a migliorare la stima della tempistica dello "shock" di bilancio per tenere conto del fatto che gli acquisti di grandi attrezzature militari sono registrati come spesa per la difesa solo al momento della consegna e, quindi, con un certo ritardo. A tal fine, adegua la componente in conto capitale dei dati COFOG relativi alla spesa per la difesa utilizzando un'approssimazione del "ritardo nei tempi di consegna" specifica per paese, costruita sulla base della banca dati del SIPRI sui trasferimenti di armi (SIPRI Arms Transfers Database)⁹. In terzo luogo, l'analisi rileva gli andamenti molto recenti del rafforzamento delle capacità difensive negli Stati membri dell'UE attraverso i dati, ove disponibili, sulla spesa per la difesa fino al 2025 incluso.

L'analisi rileva che la spesa aggregata per la difesa genera un moltiplicatore cumulato del PIL intorno all'unità al suo apice, che viene raggiunto più tardi e si protrae più a lungo nella specificazione "corretta" (cfr. il pannello di sinistra del grafico B). Gli effetti sui prezzi sono positivi e statisticamente significativi, con un impatto sulla crescita del deflatore del PIL superiore rispetto all'inflazione secondo l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Ciò rispecchia il fatto che le pressioni dal lato dei costi specifiche per la difesa vanno oltre le pressioni sui prezzi al consumo e sono più direttamente colte attraverso il deflatore della spesa pubblica (cfr. il pannello centrale e quello di destra del grafico B). L'effetto cumulato sull'inflazione misurata sullo IAPC dopo un aumento della spesa per la difesa pari all'1 per cento del PIL raggiunge un massimo di 1,3 punti percentuali nel terzo anno nella specificazione "corretta", in cui gli effetti sono più marcati rispetto a

⁹ Tale raccolta di dati registra la data degli ordini e l'anno di consegna effettivo per tutti i trasferimenti internazionali delle principali armi convenzionali a partire dal 1950. Sulla base di tali dati, l'analisi stima i ritardi di consegna specifici per paese degli approvvigionamenti per le categorie rilevanti ai fini del conto capitale, quali aeromobili, navi e veicoli blindati, fino a quattro anni, con una mediana per il campione pari a due anni.

quella non corretta. Nondimeno, come mostrato di seguito, tale impatto relativamente elevato sull'inflazione dipende in misura considerevole dalla composizione della spesa per la difesa. Ritardi di consegna maggiori rispetto alla norma storica in una situazione di elevata domanda di attrezzature militari e vincoli dal lato dell'offerta implicherebbero un picco più ritardato degli effetti sul PIL e un inizio dell'inflazione anticipato e più elevato. Infine, gli effetti sul PIL sono caratterizzati da notevole incertezza, come mostrano gli ampi intervalli di confidenza.

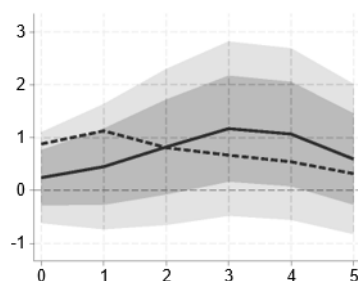
Grafico B

Impatto della spesa totale per la difesa e canali di propagazione

Spesa per la difesa con capitale "corretto" (linea tratteggiata: non corretto)

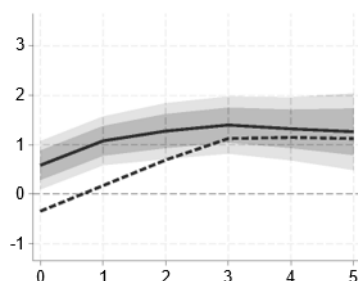
PIL

(asse delle ordinate: deviazione percentuale dal PIL tendenziale; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



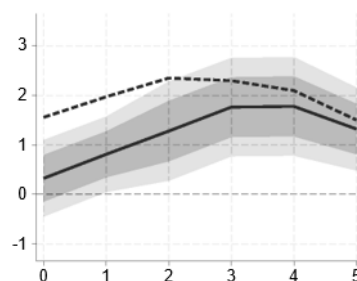
Inflazione misurata sullo IAPC

(asse delle ordinate: punti percentuali; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



Crescita del deflatore

(asse delle ordinate: punti percentuali; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



Fonte: elaborazioni degli autori.

Note: le stime per il campione dei 27 Stati membri dell'UE per il periodo dal 1999 al 2025 sono elaborate in modo dinamico utilizzando il metodo Panel Local Projection di Jordà (2005). I pannelli mostrano gli effetti cumulati su un orizzonte quinquennale dopo un aumento della spesa per la difesa pari all'1 per cento del PIL tendenziale (lo shock di bilancio si verifica nell'anno 0). Il moltiplicatore cumulato del PIL segue la specificazione di Ramey e Zubairy (2018). La variabile del PIL è espressa in termini reali ed è normalizzata rispetto al PIL tendenziale ritardato. Lo scenario di base include un insieme di variabili di controllo ritardate, nonché effetti fissi per paese e tempo. I livelli indicati dagli intervalli di confidenza sono: grigio 68 per cento; grigio chiaro 90 per cento.

Gli effetti macroeconomici e i canali di propagazione dipendono dal tipo di spesa per la difesa (cfr. il grafico C). La spesa in conto capitale per la difesa è la fonte primaria dell'aumento del PIL, mentre una maggiore spesa per il personale genera effetti sul deflatore relativamente più marcati. La spesa per il personale, che rappresenta la quota più consistente della spesa totale per la difesa (oltre il 50 per cento nel nostro campione), agisce principalmente attraverso l'aumento dei consumi delle famiglie e, allo stesso tempo, spiazzando gli investimenti privati. Il suo effetto molto rilevante sulla crescita del deflatore del PIL nell'immediato (al momento 0 in cui si verifica lo shock) riflette in parte un effetto diretto sul deflatore dei consumi collettivi attraverso il canale dell'aumento delle retribuzioni nel settore pubblico. Contribuiscono al deterioramento della bilancia commerciale sia la spesa in conto capitale sia quella per il personale. Per la spesa in conto capitale, a differenza dei costi del personale, non vi sono segnali di spiazzamento degli investimenti privati (gli effetti di attrazione, sebbene non statisticamente significativi per l'intero campione, sono marcati se si escludono le osservazioni anomale).

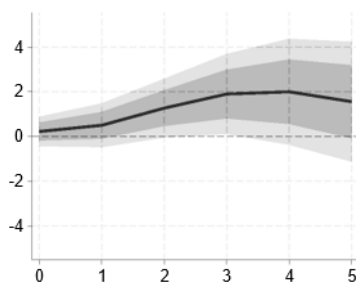
Grafico C

Scomposizione della spesa totale per la difesa: l'impatto della spesa in conto capitale e per il personale

a) Impatto cumulato della spesa in conto capitale "corretta"

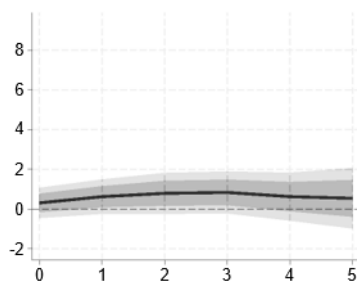
PIL

(asse delle ordinate: deviazione percentuale dal PIL tendenziale; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



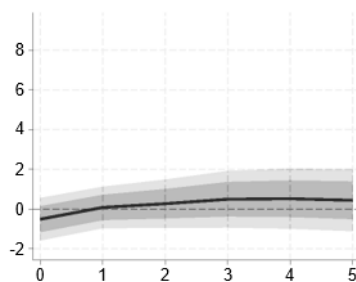
Inflazione misurata sullo IAPC

(asse delle ordinate: punti percentuali; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



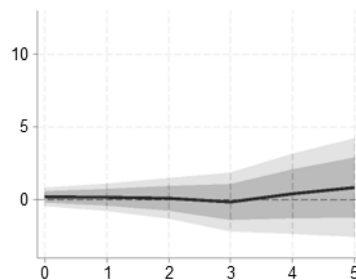
Crescita del deflatore

(asse delle ordinate: punti percentuali; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



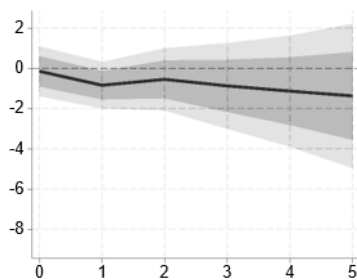
Consumi delle famiglie

(asse delle ordinate: in percentuale del PIL tendenziale; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



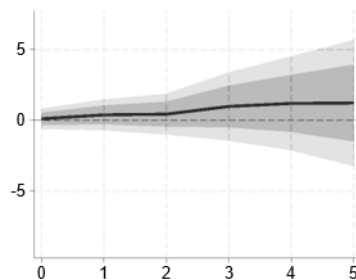
Esportazioni nette

(asse delle ordinate: in percentuale del PIL tendenziale; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



Investimenti privati

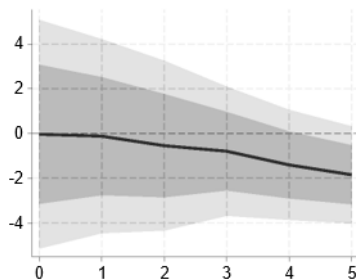
(asse delle ordinate: in percentuale del PIL tendenziale; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



b) Impatto cumulato della spesa per il personale

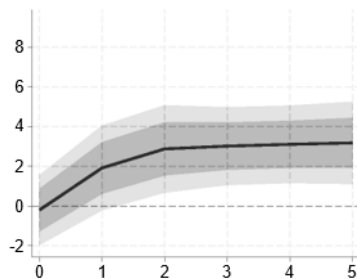
PIL

(asse delle ordinate: deviazione percentuale dal PIL tendenziale; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



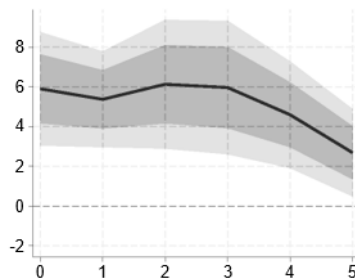
Inflazione misurata sullo IAPC

(asse delle ordinate: punti percentuali; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



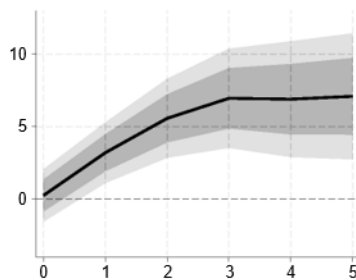
Crescita del deflatore

(asse delle ordinate: punti percentuali; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



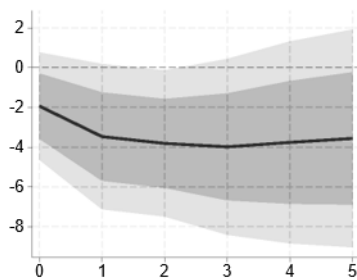
Consumi delle famiglie

(asse delle ordinate: in percentuale del PIL tendenziale; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



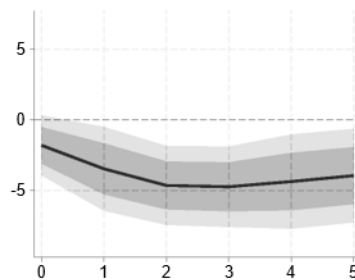
Esportazioni nette

(asse delle ordinate: in percentuale del PIL tendenziale; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



Investimenti privati

(asse delle ordinate: in percentuale del PIL tendenziale; asse delle ascisse: orizzonte in anni)



Fonte: elaborazioni degli autori.

Note: le stime per il campione dei 27 Stati membri dell'UE per il periodo dal 1999 al 2025 sono elaborate utilizzando il metodo Panel Local Projection di Jordà (2005). I pannelli mostrano gli effetti cumulati su un orizzonte quinquennale dopo un aumento della spesa per la difesa pari all'1 per cento del PIL tendenziale (lo shock di bilancio si verifica nell'anno 0). Il moltiplicatore cumulato del PIL segue la specificazione di Ramey e Zubairy (2018). Il PIL e tutte le altre variabili, ad eccezione dell'inflazione e della crescita del deflatore del PIL, sono espressi in termini reali e normalizzati rispetto al PIL tendenziale ritardato. Lo scenario di base include un insieme di variabili di controllo ritardate, nonché effetti fissi per paese e tempo. I livelli indicati dagli intervalli di confidenza sono: grigio 68 per cento; grigio chiaro 90 per cento.

4 Impatto a più lungo termine sul prodotto e sulla produttività

La spesa per la difesa può stimolare l'attività economica e la produttività a più lungo termine se determina cambiamenti strutturali, in particolare generando economie di scala, riallocazioni della produzione corrente ed externalità tecnologiche sulla produzione civile. Esistono benefici in termini di produttività che derivano dalle economie di scala, dall'apprendimento sul campo e dalle ricadute tecnologiche (cfr. Ilzetki, 2025). L'entità di tali incrementi di produttività dipende dal tipo e dall'ubicazione della spesa, nonché da una serie di fattori strutturali. Le attrezzature per la difesa di solito interessano l'industria manifatturiera ad alta tecnologia, per cui una maggiore produzione nel settore della difesa nazionale può migliorare la produttività se induce la riallocazione del capitale e del lavoro da attività meno produttive. L'impatto di tale riallocazione sarà minore se una quota elevata di attrezzature per la difesa viene importata. La spesa per ricerca e sviluppo nel settore della difesa può inoltre determinare ricadute sulla produttività per il settore civile. Al contrario, è stato dimostrato che la spesa per il personale militare ha un impatto

minore sulla crescita (cfr. il riquadro 2), in quanto può potenzialmente allontanare i lavoratori da ruoli più produttivi nel settore civile.

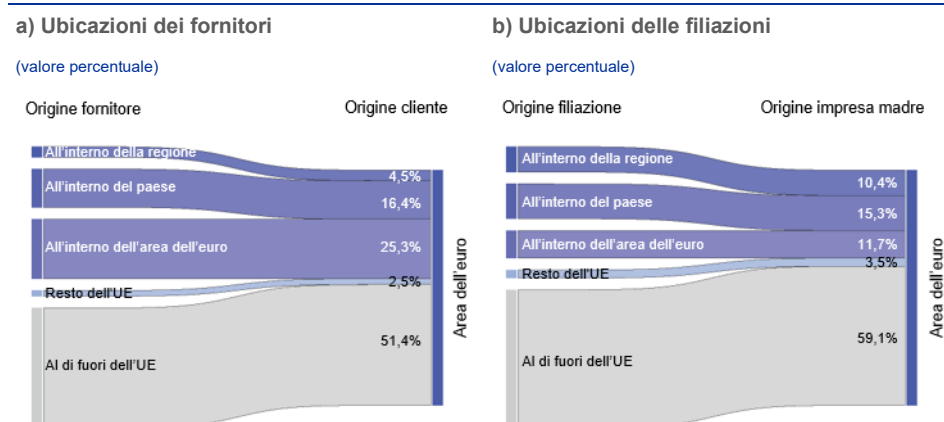
Vi sono alcune prove di un orientamento verso la produzione di armi a livello nazionale e di miglioramenti concomitanti della produttività del lavoro. Una maggiore produzione interna offre più opportunità per generare economie di scala e ridurre il costo unitario di produzione. I bilanci annuali dei principali appaltatori nel settore della difesa in Europa mostrano che tra il 2021 e il 2024 i loro ricavi sono aumentati e hanno anche registrato un valore aggiunto più elevato per lavoratore. Ulteriori economie di scala possono essere ottenute concentrando gli approvvigionamenti europei su un insieme più ristretto di sistemi d'armamento paneuropei. Attualmente, la spesa europea per la difesa è frammentata lungo le linee nazionali, con una proliferazione di sistemi rispetto agli Stati Uniti. I tentativi di creare sistemi europei comuni, come il Future Combat Air System franco-tedesco-spagnolo, a volte sono andati incontro a difficoltà.

Le esternalità di conoscenza possono verificarsi all'interno di regioni in cui è localizzata la produzione per la difesa, o lungo le catene di approvvigionamento. La produzione delle principali imprese europee nel settore della difesa è fortemente concentrata in alcune regioni. Le dodici maggiori imprese nel settore della difesa dell'area dell'euro e le loro filiazioni superano il 5 per cento dell'occupazione totale nel settore manifatturiero in diverse regioni NUTS1 dell'area¹⁰. Se si considerano anche i fornitori delle società nel settore della difesa, il grado di concentrazione regionale è minore. Meno del 20 per cento dei fornitori delle più importanti imprese nel settore della difesa dell'area dell'euro opera nella stessa regione o nello stesso paese, con un ulteriore 25 per cento dei fornitori situati altrove nell'area e circa il 50 per cento al di fuori dell'UE (cfr. il pannello a) della figura 1). L'ubicazione delle filiazioni indica legami regionali lievemente più stretti, con circa il 10 per cento di queste situate nella stessa regione (cfr. il pannello b) della figura 1). Tuttavia, la rete generale di filiazioni all'interno dell'area o all'interno dell'UE copre solo il 40 per cento delle stesse. Ciò potrebbe limitare la possibilità di ricadute di conoscenza nell'area dell'euro, sebbene possano esserci anche opportunità di trasferimento di conoscenze derivanti dalle attrezzature importate. Allo stesso tempo, l'ampia quota di fornitori non appartenenti all'UE evidenzia la sua dipendenza da produttori esterni, e la vulnerabilità che ne deriva, per input fondamentali e sistemi di difesa potenzialmente critici.

¹⁰ NUTS 1 è il livello macroregionale più elevato della nomenclatura delle unità territoriali per la statistica dell'Unione europea.

Figura 1

Legami delle principali imprese nel settore della difesa con fornitori e filiazioni



Fonti: Bloomberg Finance L.P. e Moody's.

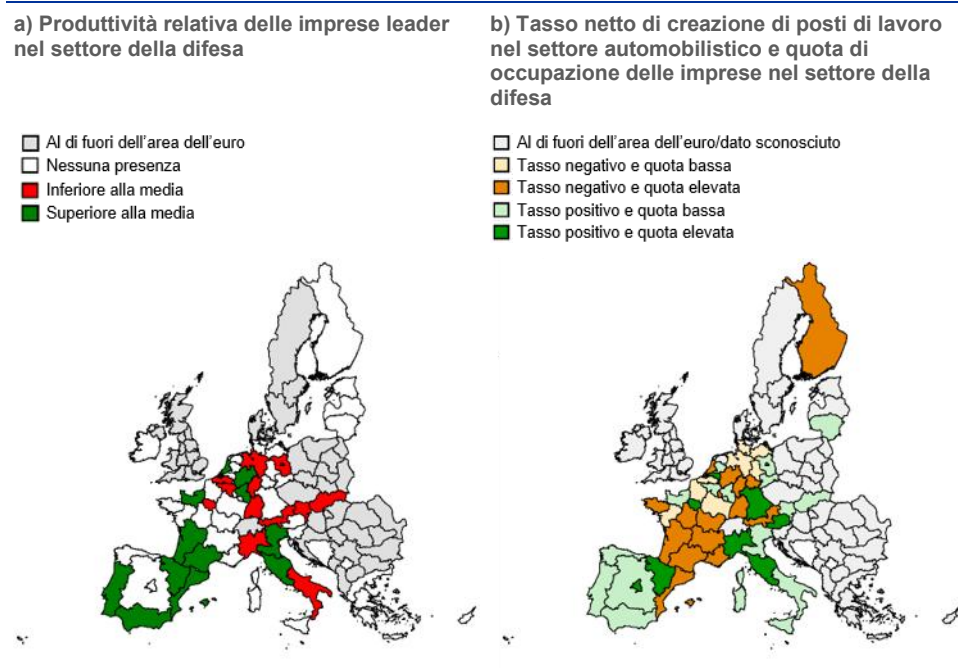
Note: il pannello a) mostra la quota di fornitori, rispetto al loro totale, delle principali imprese nel settore della difesa dell'area dell'euro. Il pannello b) mostra la quota di filiazioni, rispetto al loro totale, delle principali imprese nel settore della difesa dell'area dell'euro.

Una maggiore produzione nel settore della difesa potrebbe inoltre migliorare la produttività aggregata riallocando risorse dalle attività meno produttive. Le

principali imprese del settore della difesa sono, in media, più produttive rispetto alle altre aziende manifatturiere in circa la metà delle regioni in cui si trovano (cfr. il pannello a) della figura 2). Una riallocazione dell'occupazione dalle imprese civili a quelle della difesa in tali regioni potrebbe pertanto aumentare la produttività aggregata come conseguenza di un effetto diretto di composizione.

Figura 2

Dinamiche della produttività e dell'occupazione nel settore della difesa



Fonti: Moody's ed Eurostat.

Note: il pannello a) mostra il valore aggiunto medio per dipendente delle imprese leader nel settore della difesa e delle loro filiazioni operanti nel settore manifatturiero rispetto al valore aggiunto medio per dipendente nel settore manifatturiero delle regioni NUTS1 nel 2023. Valori inferiori (superiori) alla media rappresentano una quota della produttività inferiore (superiore) alla media nel settore manifatturiero. Il pannello b) mostra il tasso netto di creazione di posti di lavoro calcolato come la differenza tra i tassi intraregionali di creazione e di distruzione di posti di lavoro nelle imprese del settore automobilistico (C29 nella classificazione NACE Rev. 2) tra il 2018 e il 2023. Le quote basse ed elevate indicano se l'occupazione nelle imprese leader nel settore della difesa, compresi i loro fornitori e le loro filiazioni, rappresenti rispettivamente una quota inferiore o superiore alla mediana dell'occupazione totale nella regione nel 2023.

Una maggiore domanda di lavoro da parte delle imprese nel settore della difesa potrebbe creare opportunità di riallocazione della manodopera che favoriscano la produttività senza creare tensioni sul mercato del lavoro a livello regionale. Tra il 2018 e il 2023 la percentuale dell'occupazione complessiva nel settore manifatturiero sul totale dell'occupazione è diminuita in diverse regioni dell'area dell'euro. In particolare, nello stesso periodo è diminuita l'occupazione nell'industria automobilistica in gran parte delle regioni dell'area. Si tratta di quelle in cui le imprese leader nel settore della difesa impiegano una quota maggiore di lavoratori (cfr. le regioni arancioni nel pannello b) della figura 2). In tali regioni un aumento della spesa per la difesa potrebbe pertanto essere assorbito senza aumentare le pressioni sul mercato del lavoro.

Infine, una maggiore spesa per la difesa può sostenere il prodotto e la produttività a lungo termine grazie agli effetti di propagazione dal comparto R&S della difesa alla produttività civile. La spesa pubblica, in particolare quella destinata alla ricerca di base, sembra generare rendimenti particolarmente elevati per l'intera economia. L'analisi della BCE mostra che un aumento dei sussidi pubblici per R&S e per l'adozione di tecnologie pari all'1 per cento del PIL potrebbe incrementare il prodotto dell'1,5 per cento nel lungo periodo (cfr. BCE, 2024). Si stima che un'espansione della spesa per la difesa pari all'1 per cento del PIL aumenti la produttività totale dei fattori dello 0,3 per cento nel lungo periodo,

principalmente tramite effetti di propagazione derivanti da risorse di R&S pubbliche (cfr. Antolin-Diaz e Surico, 2025). Un recente studio illustra inoltre come un aumento del 10 per cento della spesa pubblica per R&S conduca a un incremento del 5-6 per cento delle medesime attività nel settore privato (cfr. Moretti et al., 2025).

Per favorire l'impatto della spesa per la difesa sulla crescita nel lungo periodo, è fondamentale aumentare i tassi relativamente bassi di spesa per R&S nel settore della difesa in Europa. Nel 2022 le risorse di R&S pubbliche nel settore della difesa rappresentavano appena lo 0,03 per cento del PIL nell'UE, a fronte dello 0,08 per cento nel Regno Unito e dello 0,3 per cento negli Stati Uniti. Ipotizzando che la R&S nel settore della difesa abbia lo stesso effetto economico di quella sostenuta da fondi pubblici, raggiungere il livello statunitense potrebbe portare il PIL dell'UE a un incremento dello 0,5 per cento nel lungo periodo (cfr. il riquadro 3). Oltre a tale impatto diretto, le risorse di R&S di provenienza pubblica migliorano anche i rendimenti di quelle di natura privata, stimolando un'ulteriore spesa del settore privato in tale ambito. In questo modo, secondo le stime di un modello calibrato sull'economia spagnola, la crescita annua del PIL potrebbe beneficiare di ulteriori 0,15 punti percentuali nel lungo periodo (cfr. il riquadro 3).

Riquadro 3

Benefici economici derivanti dall'aumento della spesa pubblica per R&S nel settore della difesa

a cura di Rubén Domínguez-Díaz e Miles Parker

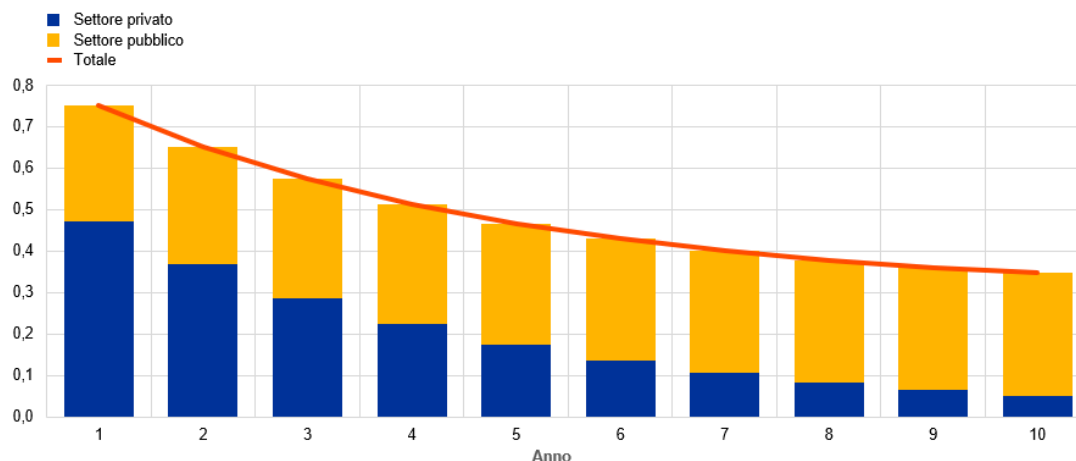
Utilizzando un modello precostruito di crescita endogena calibrato sull'economia spagnola come caso illustrativo, il presente riquadro analizza gli effetti della spesa per R&S nel settore della difesa sul prodotto nel lungo periodo. Nel modello, le famiglie e le imprese scelgono quanto investire nel capitale fisico e nel lavoro. Le imprese possono anche investire nell'innovazione, che aumenta la loro produttività totale dei fattori (PTF). La R&S nel settore della difesa viene rappresentata come investimento pubblico nella ricerca di base che aumenta lo stock di conoscenze disponibile e quindi migliora i rendimenti della R&S nel settore privato. L'entità di tali effetti di propagazione è calibrata utilizzando i dati empirici statunitensi disponibili a livello di impresa sull'impatto della R&S finanziata da fondi pubblici sugli investimenti privati nel medesimo ambito.

Viene considerato un consistente aumento permanente del rapporto tra spesa pubblica per R&S e PIL, pari a 0,3 punti percentuali, circa lo stesso livello della R&S nel settore della difesa negli Stati Uniti. Raggiungere tale quota sarebbe impegnativo, ma rappresenta un parametro di riferimento per stimare il limite superiore dei potenziali effetti della R&S nel settore della difesa. Il grafico A mostra la risposta totale della spesa per R&S in percentuale del PIL su un orizzonte di dieci anni. Grazie all'elevata elasticità della R&S privata rispetto a quella pubblica, la prima beneficia rapidamente dello stock di conoscenze generate dalla seconda, creando ricadute positive che incoraggiano le imprese stesse a destinare maggiori risorse a R&S.

Grafico A

Variazioni nella spesa in R&S

(quota in punti percentuali, in percentuale del PIL)



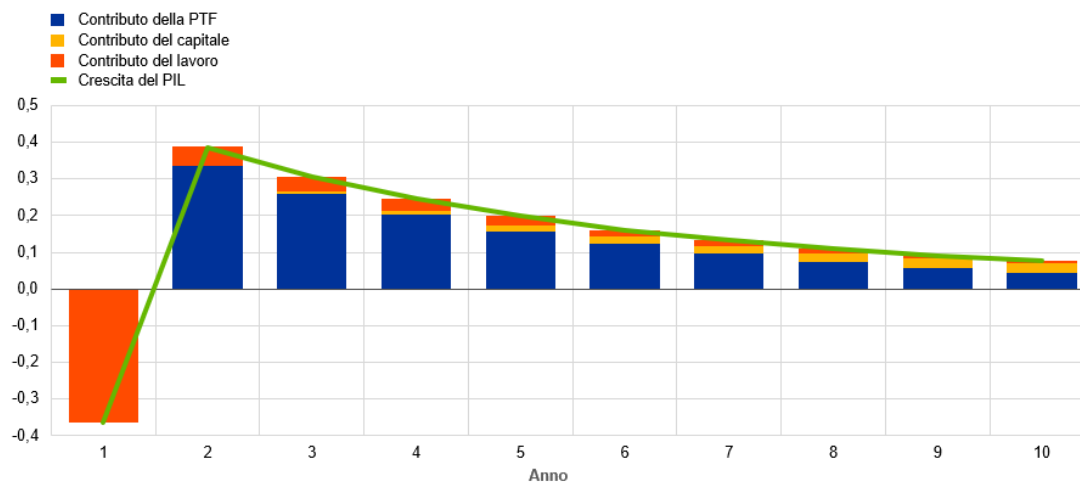
Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su Domínguez-Díaz et al. (2025).

Una maggiore spesa per R&S nel settore privato aumenta la PTF, alimentando la crescita del PIL nel lungo periodo, in media di circa 0,15 punti percentuali all'anno (cfr. il grafico B). Al primo impatto, tuttavia, il PIL diminuisce, riflettendo il compromesso intrinseco nella spesa per R&S: le risorse vengono assegnate oggi all'innovazione che genera guadagni di produttività futuri, piuttosto che un prodotto immediato. Tale riallocazione iniziale si traduce in un prodotto dapprima inferiore rispetto a uno scenario in cui le risorse continuano a essere destinate ai consumi o agli investimenti. Al contempo, l'eventuale aumento della domanda di lavoro nei settori ad alta intensità di R&S è in parte compensato dall'orientamento delle imprese verso attività di innovazione a maggiore intensità di capitale e conoscenza, che riducono temporaneamente l'intensità di lavoro. Nel tempo prevalgono i guadagni di produttività, il cui incremento si trasmette anche agli investimenti privati, aumentando i rendimenti del capitale privato e rafforzando il contributo del capitale.

Grafico B

Crescita del PIL e contributi

(deviazioni in punti percentuali dalla condizione di equilibrio per i contributi; punti percentuali per la crescita del PIL)



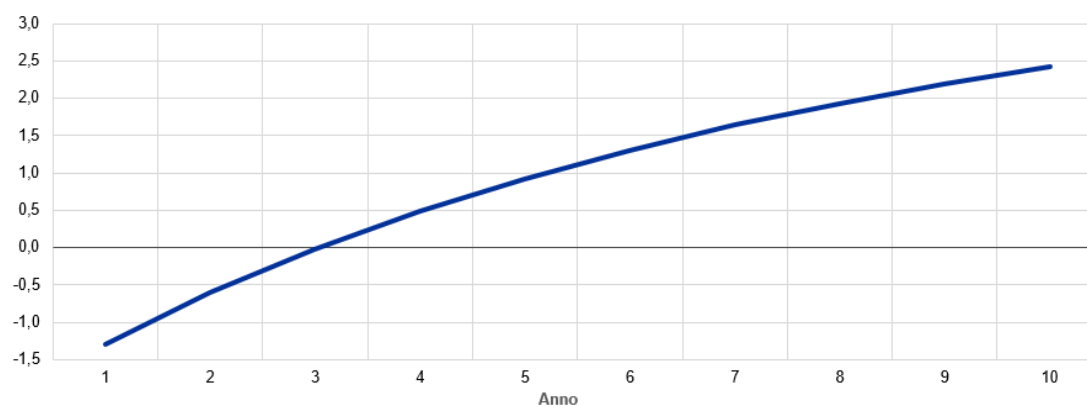
Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su Domínguez-Díaz et al. (2025).

Infine, il grafico C illustra il moltiplicatore cumulato della spesa pubblica per R&S, che rileva l'aumento del PIL per ciascun euro di risorse pubbliche investito in R&S. Se da un lato il moltiplicatore è negativo nel breve periodo, riflettendo la riallocazione iniziale delle risorse menzionata in precedenza, dall'altro è ben al di sopra dell'unità nel lungo periodo, in un contesto in cui aumentano la R&S e gli investimenti del settore privato. Nel lungo periodo ogni euro di spesa pubblica aggiuntiva per R&S può generare quasi 2,5 euro di PIL.

Grafico C

Moltiplicatore cumulato della R&S

(aumento del PIL per 1 euro di investimenti pubblici in R&S)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su Domínguez-Díaz et al. (2025).

5 Osservazioni conclusive

La maggior parte dei paesi europei si è impegnata a incrementare sensibilmente la propria spesa per la difesa nel prossimo decennio. In risposta all'intensificarsi delle tensioni geopolitiche e all'accordo su obiettivi di spesa per la

difesa più elevati definiti dalla NATO, pari al 5 per cento del PIL entro il 2035, nel 2025 la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha aumentato la propria spesa per la difesa, compresi i relativi investimenti. In prospettiva, sulla base dei piani annunciati, ci si attende che i principali sforzi volti a innalzare la spesa nazionale per la difesa si concentrino in Germania e nei paesi baltici.

Se questi piani di spesa si concretizzassero, nel breve e medio periodo la spesa per la difesa dovrebbe costituire un'importante determinante della crescita nell'area dell'euro. Nel periodo dal 2025 al 2028 ci si attende un contributo cumulato in punti percentuali alla crescita compreso tra 0,4 nello scenario di base delle proiezioni e 1 nello scenario di rischio più favorevole, nonché un impatto limitato sull'inflazione. L'impatto effettivo dipenderebbe da diversi fattori, come la composizione della spesa, in un contesto in cui il capitale, a differenza della spesa per il personale, avrebbe il potenziale di stimolare la crescita mantenendo l'inflazione contenuta.

A meno che non vi siano cambiamenti nella sua composizione, nel più lungo periodo una maggiore spesa per la difesa avrà un impatto solo limitato sul livello dell'attività economica nell'area dell'euro. La quota storicamente elevata di attrezzature per la difesa importate limita il potenziale di una maggiore crescita della produttività interna, così come la quota relativamente alta di spesa per il personale. Un innalzamento sostanziale della spesa per R&S potrebbe generare effetti più significativi in termini di produttività e di crescita su orizzonti più lunghi, in quanto le tecnologie con duplici utilizzi e le esternalità di conoscenza migliorano i rendimenti della R&S nel settore privato e favoriscono l'innovazione. L'aumento della quota di produzione interna e la riduzione del grado di frammentazione della spesa potrebbero inoltre stimolare gli incrementi di produttività.

Gli effetti macroeconomici della spesa per la difesa analizzati nel presente articolo sono caratterizzati da un'elevata incertezza, anche in relazione alla sostenibilità di una maggiore spesa. Attualmente, una maggiore spesa per la difesa è compatibile con il quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio grazie all'attivazione delle clausole di salvaguardia nazionali dal 2025 al 2028, a condizione che venga successivamente adottato un ritmo di risanamento più sostenuto per preservare la sostenibilità del debito¹¹. In alcuni paesi altamente indebitati, i margini di bilancio limitati potrebbero rendere necessaria una valutazione dell'entità e della composizione dei rispettivi bilanci pubblici dopo il periodo transitorio. Ciò potrebbe comportare una maggiore necessità di privilegiare la spesa per la difesa rispetto ad altre funzioni pubbliche, o di aumentare l'imposizione fiscale. Tuttavia, ridurre la spesa per ambiti quali, ad esempio, la sanità e l'istruzione comporta costi opportunità che possono incidere negativamente sulla crescita economica nel lungo periodo. Anche il mancato aumento della spesa per far fronte alle maggiori minacce alla sicurezza nazionale comporta costi potenziali, che vanno

¹¹ Bouabdallah et al. (2026) analizzano le implicazioni dell'attivazione delle clausole di salvaguardia nazionali per la sostenibilità del debito a medio termine. Sottolineano la necessità di un ritmo di risanamento più sostenuto nei piani nazionali strutturali di bilancio di medio termine attuati successivamente e di un aggiornamento da parte dei governi di tali piani sulla base di ipotesi macroeconomiche prudenti.

dalla crescente incertezza geopolitica alle ripercussioni economiche di sabotaggi e, in casi estremi, di invasioni.

Riferimenti bibliografici

Agenzia europea per la difesa, [EDA Defence Data 2025-2026](#), 16 luglio.

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 (2024), “[Challenges for monetary and fiscal policy interactions in the post-pandemic era](#)”, *Occasional Paper Series*, n. 337.

Baumann, A., Checherita-Westphal, C., Kocharkov, G. e Osterloh, S. (2025), [Maggior spesa per la difesa e relativo impatto sulle aspettative delle famiglie](#), riquadro 6 nel numero 5/2025 di questo Bollettino.

Bokan, N., Jacquinot, P., Lalik, M., Mueller, 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., Checherita-Westphal, C., De Stefani, R., Haroutunian, S., Hauptmeier, S., Huber, C., Momferatou, D., Muggenthaler-Gerathewohl, P., Setzer, R. e Zorell, N. (2025), [I piani strutturali di bilancio di medio termine nell'ambito del nuovo Patto di stabilità e crescita](#), articolo 1 nel numero 3/2025 di questo Bollettino.

Bouabdallah, O., De Stefani, R., Haroutunian, S. e Leiner-Killinger, N. (2026) “How Today’s Choices Shape Tomorrow’s Fiscal Adjustment under the Reformed EU Framework”, *Journal of Economics and Statistics*, di prossima pubblicazione.

Brignone, D., Gambetti, L. e Ricci, M. (2026), “[Geopolitical risk shocks: When size matters](#)”, *European Economic Review*, vol. 188, 105392.

Checherita-Westphal, C. e Særkjær, L. (2025), “[Moltiplicatori fiscali della spesa per la difesa: una breve rassegna della letteratura empirica](#)”, riquadro 1 in 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.

Checherita-Westphal, C. e Særkjær, L. (2026), “The Macroeconomic Effects of Defence Spending: What Impact beyond GDP?”, documento presentato al workshop sulla finanza pubblica del WGPF e della Bank of Lithuania, Vilnius, luglio.

Checherita-Westphal, C., Huber, C., Rodríguez-Vives, M. e Müller, G. (2025), [Aspetti di bilancio della spesa europea per la difesa: effetti sulle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro e sui relativi rischi](#), riquadro 7 nel numero 5/2025 di questo Bollettino.

Commissione europea (2025), "[The economic impact of higher defence spending](#)", Special Issues – Spring 2025 Economic Forecast.

Domínguez-Díaz, R., Hurtado, S. e Menéndez, C. (2025), "[Fiscal stimulus and productivity: simulating the NGEU program with an endogenous growth model](#)", *SERIEs*, vol. 16, pagg. 191-228.

Dunne, J., Smith, R. e Willenbockel, D. (2005), "[Models of military expenditure and growth: a critical review](#)", *Defence and Peace Economics*, vol. 16, n. 6, pagg. 449-461.

Eurostat (2026a), "[Guidance Note on the statistical recording of defence expenditure](#)", *Guidance Notes (Methodology)*, 22 aprile.

Eurostat (2026b), "[EU economic governance framework indicators – national co-financing of EU programmes and defence expenditure](#)", *Statistics Explained*, aprile.

Ilzetzki, E. (2025), "[Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups](#)", *Kiel Report*, n. 2, febbraio.

Jordà, Ò. (2005), "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, vol. 95, n. 1, pagg. 161-182.

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, n. 1, pagg. 14-27.

Organizzazione del trattato dell'Atlantico del Nord (North Atlantic Treaty Organisation, NATO) (2026), "[Defence investment of NATO countries \(2014-2026\)](#)", comunicato stampa, 3 luglio.

Ramey, V. e Zubairy, S. (2018), "Government spending multipliers in good times and in bad: Evidence from U.S. historical data", *Journal of Political Economy*, vol. 126, n. 2, pagg. 850-901.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL 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	3,3	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	1,0	-0,2	5,0	1,2	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2025	3,4	2,2	1,3	1,1	5,0	1,2	.	3,4	3,2	0,1	2,1
2025 3° trim.	0,9	1,1	0,1	-0,6	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
4° trim.	0,7	0,1	0,1	0,2	1,1	0,2	.	3,4	2,7	0,6	2,1
2026 1° trim.	0,8	0,5	0,6	0,5	1,3	0,0	2,7	3,1	1,4	0,8	2,0
2° trim.	.	.	.	.	0,9	0,6	3,9	2,7	1,5	1,1	3,0
2026 mar.	-	-	-	-	-	-	3,3	3,3	1,5	1,0	2,6
apr.	-	-	-	-	-	-	3,8	2,8	1,4	1,2	3,0
mag.	-	-	-	-	-	-	4,2	2,8	1,5	1,2	3,2
giu.	-	-	-	-	-	-	3,5	2,6	1,6	1,0	2,8
lug.	-	-	-	-	-	-	3,4	2,9	1,9	0,5	2,9
ago.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	3,3

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	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	14.796,8	14.282,3	7.860,3	3.108,7	3.244,3	1.653,8	942,7	641,3	69,0	-514,5	7.456,0	6.941,5
2024	15.404,3	14.759,1	8.170,9	3.281,7	3.243,5	1.650,7	942,7	643,6	62,9	-645,2	7.592,3	6.947,0
2025	15.968,9	15.397,4	8.457,5	3.437,2	3.397,9	1.708,7	974,1	708,3	104,8	-571,5	7.765,8	7.194,4
2025 3° trim.	4.005,3	3.866,5	2.119,4	864,2	852,5	429,5	245,7	175,5	30,4	-138,8	1.938,1	1.799,3
4° trim.	4.050,5	3.904,4	2.144,2	878,3	863,7	436,9	249,0	176,0	18,2	-146,1	1.952,8	1.806,7
2026 1° trim.	4.068,1	3.940,2	2.162,6	882,0	868,3	435,9	250,4	180,2	27,3	-127,9	1.964,8	1.836,9
2° trim.	4.118,5	3.969,2	2.192,9	891,0	876,7	442,7	251,3	180,9	8,8	-149,3	2.080,5	1.931,2
in percentuale del PIL												
2025	100,0	96,4	53,0	21,5	21,3	10,7	6,1	4,4	0,7	-3,6	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2025 3° trim.	0,3	0,5	0,2	0,7	1,0	0,5	1,3	1,8	-	-	0,6	1,1
4° trim.	0,2	0,2	0,5	0,5	0,7	1,1	0,7	-0,3	-	-	0,4	0,4
2026 1° trim.	0,0	0,6	0,1	0,5	-0,2	-1,0	0,2	1,4	-	-	-0,6	0,6
2° trim.	0,6	-0,3	0,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-	-	3,4	1,5
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2023	0,4	0,0	0,6	1,2	2,6	1,2	2,9	5,9	-	-	-1,1	-1,8
2024	1,2	0,9	1,6	2,7	-1,9	-2,2	-1,6	-1,9	-	-	1,0	0,4
2025	1,2	2,0	1,4	1,5	2,8	1,1	2,1	8,1	-	-	1,9	3,5
2025 3° trim.	1,2	1,7	1,3	1,4	3,0	2,0	3,9	4,2	-	-	2,3	3,6
4° trim.	1,1	1,7	1,2	1,6	2,9	2,6	3,3	3,1	-	-	2,2	3,6
2026 1° trim.	0,6	1,5	1,0	2,3	0,3	0,7	3,5	-4,8	-	-	-0,1	1,9
2° trim.	1,2	1,0	1,2	1,9	1,4	0,6	1,9	2,7	-	-	3,9	3,6
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali												
2025 3° trim.	0,3	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	-	-
4° trim.	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
2026 1° trim.	0,0	0,5	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,4	-0,5	-	-
2° trim.	0,6	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,9	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2023	0,4	0,0	0,3	0,2	0,6	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	1,2	0,8	0,8	0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025	1,2	1,9	0,7	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,6	-	-
2025 3° trim.	1,2	1,7	0,7	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,5	-	-
4° trim.	1,1	1,6	0,7	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,5	-	-
2026 1° trim.	0,6	1,5	0,5	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,4	-0,9	-	-
2° trim.	1,2	0,9	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,4	0,3	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2023	13.387,1	225,0	2.637,9	713,9	2.485,8	704,4	604,6	1.520,0	1.612,8	2.470,8	411,8	1.409,7
2024	13.874,5	234,9	2.638,6	736,5	2.563,6	740,8	637,7	1.584,2	1.679,1	2.623,0	436,2	1.529,8
2025	14.349,5	246,0	2.687,0	768,8	2.640,3	781,5	658,0	1.619,4	1.743,8	2.751,8	452,9	1.619,3
2025 3° trim.	3.596,7	62,4	666,4	193,6	662,5	197,0	165,6	406,1	439,1	690,1	113,9	408,6
4° trim.	3.643,3	60,8	679,6	196,5	669,5	199,7	167,5	410,6	443,5	701,0	114,6	407,2
2026 1° trim.	3.649,2	59,8	671,0	196,3	675,3	200,0	170,1	412,6	445,6	703,3	115,2	418,9
2° trim.	3.703,4	57,2	692,9	199,0	685,0	203,5	171,4	417,3	449,9	711,4	115,9	415,1
in percentuale del valore aggiunto												
2025	100,0	1,7	18,7	5,4	18,4	5,4	4,6	11,3	12,2	19,2	3,2	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2025 3° trim.	0,4	0,3	1,0	0,1	0,2	1,1	0,2	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,2
4° trim.	0,2	0,2	-1,0	0,6	0,3	1,0	1,0	0,6	0,2	0,4	0,2	0,7
2026 1° trim.	-0,1	-0,1	-0,8	-0,9	0,1	0,4	-0,5	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4
2° trim.	0,8	0,0	1,7	0,4	0,7	0,9	0,2	0,4	0,7	0,5	0,4	-0,5
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2023	0,7	-2,8	-1,7	1,6	-0,1	7,3	-3,0	2,4	1,7	0,8	3,4	-1,9
2024	1,2	-0,3	1,3	-0,8	0,3	2,5	0,9	1,7	1,1	2,0	2,2	0,8
2025	1,2	1,9	0,9	0,6	1,4	4,3	0,3	1,0	1,1	1,1	0,5	1,6
2025 3° trim.	1,2	2,2	0,5	1,2	1,5	4,6	0,4	0,9	1,2	1,1	-0,5	1,3
4° trim.	1,1	1,4	0,1	1,8	1,4	4,2	1,2	1,0	1,3	0,9	0,8	0,4
2026 1° trim.	0,5	-0,3	-2,6	0,3	1,3	3,4	0,2	1,4	1,3	1,0	0,7	1,5
2° trim.	1,3	0,3	1,0	0,3	1,3	3,4	0,9	1,4	1,5	1,2	0,9	0,3
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali												
2025 3° trim.	0,4	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2026 1° trim.	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2024	1,2	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	-
2025	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 3° trim.	1,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
4° trim.	1,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2026 1° trim.	0,5	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2° trim.	1,3	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	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									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	85,9	14,1	3,0	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	25,0	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,6	2,0	3,8	0,7	1,8	1,8	1,3	1,6
2024	1,0	1,0	0,7	-1,6	0,3	1,1	1,0	2,2	1,6	-0,4	0,8	1,5	1,1
2025	0,7	0,7	0,8	-1,7	-0,4	1,1	0,6	0,1	1,1	2,2	1,0	1,3	1,3
2025 3° trim.	0,7	0,6	0,9	-1,6	-0,4	1,2	0,5	-0,2	1,1	2,4	0,9	1,2	1,0
4° trim.	0,7	0,6	1,1	-1,1	-0,5	1,3	0,5	-0,9	1,1	0,5	1,4	1,2	1,4
2026 1° trim.	0,5	0,4	1,3	-0,9	-0,1	1,7	0,3	-1,6	1,0	0,9	0,9	1,0	0,5
2° trim.	0,5	0,5	0,6	-2,2	-0,4	1,4	0,4	-1,7	1,5	1,0	0,7	1,2	0,5
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2023	100,0	81,9	18,1	3,9	14,7	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	21,9	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,8	14,6	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
2025	100,0	82,0	18,0	3,7	14,4	7,3	25,0	3,7	2,4	1,1	14,2	22,3	6,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2023	1,7	2,0	0,4	-1,8	1,0	1,5	2,0	4,0	0,8	1,7	2,2	1,7	2,4
2024	1,3	1,4	0,7	-0,9	0,4	1,1	1,2	2,6	1,8	0,3	1,5	2,0	1,7
2025	0,3	0,3	-0,1	-2,6	-0,9	0,7	-0,1	-0,1	0,6	1,5	0,7	1,0	1,9
2025 3° trim.	0,6	0,6	0,6	-2,5	-0,3	1,2	0,3	-0,4	0,7	3,1	1,1	1,3	1,8
4° trim.	0,4	0,5	0,3	-2,0	-0,6	1,1	-0,1	-0,6	1,0	-1,3	1,2	1,1	1,9
2026 1° trim.	0,5	0,5	0,7	-1,3	0,2	1,1	0,3	-1,7	0,4	0,5	0,8	1,2	0,5
2° trim.	0,5	0,6	0,5	-1,8	-0,1	1,6	0,7	-1,7	1,0	1,0	1,0	1,1	-0,4
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2023	0,2	0,4	-0,6	-0,7	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,8
2024	0,3	0,4	0,0	0,7	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,7	0,7	0,4	0,6
2025	-0,5	-0,4	-1,0	-0,9	-0,5	-0,4	-0,7	-0,2	-0,5	-0,7	-0,3	-0,3	0,6
2025 3° trim.	0,0	0,0	-0,3	-0,9	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	0,7	0,1	0,1	0,7
4° trim.	-0,3	-0,2	-0,7	-0,9	-0,1	-0,2	-0,5	0,3	-0,1	-1,8	-0,2	-0,1	0,5
2026 1° trim.	0,0	0,1	-0,6	-0,4	0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-0,3	0,0	0,2	0,1
2° trim.	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,5	0,0	0,3	-0,1	-0,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sull'occupazione si basano sul SEC 2010.

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione 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	in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2025			100,0			78,7		21,3		51,5		48,5		
2023	172,769	2,9	11,295	6,6	2,4	8,990	5,7	2,305	14,5	5,711	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,342	2,8	11,102	6,4	2,1	8,756	5,5	2,347	14,7	5,693	6,1	5,409	6,7	2,6
2025	175,916	2,8	11,182	6,4	2,1	8,798	5,5	2,384	14,9	5,764	6,2	5,418	6,6	2,2
2025 2° trim.	175,902	2,8	11,240	6,4	2,1	8,884	5,6	2,356	14,7	5,843	6,2	5,397	6,5	2,2
3° trim.	176,000	2,8	11,299	6,4	2,0	8,910	5,6	2,389	14,9	5,819	6,2	5,481	6,6	2,1
4° trim.	176,295	2,8	11,074	6,3	2,0	8,662	5,4	2,412	15,1	5,718	6,1	5,357	6,5	2,2
2026 1° trim.	176,393	2,8	11,044	6,3	2,0	8,641	5,4	2,403	15,1	5,641	6,0	5,403	6,5	2,3
2026 feb.	-	-	11,292	6,4	-	8,874	5,5	2,418	15,2	5,802	6,2	5,489	6,6	-
mar.	-	-	11,284	6,4	-	8,860	5,5	2,424	15,3	5,779	6,2	5,504	6,6	-
feb.	-	-	11,245	6,4	-	8,840	5,5	2,405	15,1	5,781	6,2	5,464	6,6	-
apr.	-	-	11,199	6,3	-	8,790	5,5	2,409	15,1	5,754	6,1	5,445	6,6	-
mag.	-	-	11,265	6,4	-	8,868	5,5	2,397	15,0	5,804	6,2	5,461	6,6	-
giu.	-	-	11,264	6,4	-	8,893	5,5	2,371	14,9	5,773	6,2	5,491	6,6	-

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).

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	2,4	-1,9	-2,4	-1,2	-1,5	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,2	-4,0	-4,9	-0,1	-0,1	-1,4	1,3	0,8	1,8	0,6	1,5	-0,1
2025	1,6	1,7	-0,7	1,1	5,4	1,0	2,2	2,4	1,5	3,2	2,4	2,0	1,1
2025 3° trim.	1,5	1,6	-0,7	1,0	5,0	0,6	2,6	2,0	0,9	2,9	1,6	2,4	6,3
4° trim.	1,9	2,0	0,5	2,7	2,4	1,4	2,1	2,3	1,3	3,1	1,9	1,0	3,9
2026 1° trim.	-1,7	-2,1	-1,5	1,3	-7,9	2,5	-3,1	2,0	1,2	2,8	0,9	0,8	3,8
2° trim.	0,1	0,2	0,8	2,1	-4,0	1,6	0,1	1,5	1,4	2,6	-4,9	1,8	7,0
2026 feb.	-1,0	-1,1	-1,6	1,9	-5,3	1,3	-4,1	1,3	1,0	1,7	0,4	1,0	2,3
mar.	-2,8	-3,0	-1,1	1,9	-12,4	0,0	-0,4	2,4	0,9	3,8	1,3	0,4	7,7
apr.	0,4	0,4	0,7	3,5	-4,9	2,0	0,0	1,0	1,2	1,9	-4,8	1,7	5,3
mag.	-0,1	-0,1	1,2	2,9	-6,4	1,8	0,7	2,0	2,2	3,0	-5,7	2,3	7,3
giu.	0,1	0,2	0,4	0,1	-0,7	0,9	-0,7	1,4	0,7	2,8	-4,2	1,5	8,5
lug.	.	.	.	.	.	.	.	0,6	1,6	0,2	-3,1	.	.
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2026 feb.	0,3	0,8	0,5	1,0	1,3	-2,2	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,1	-0,3	2,2
mar.	0,4	0,5	0,9	1,4	-4,3	-1,8	1,9	0,9	0,0	1,6	1,0	0,2	2,5
apr.	0,3	0,4	0,7	-0,3	2,7	-0,2	-0,1	-0,4	0,7	-0,6	-3,5	0,5	0,1
mag.	0,3	0,2	-0,2	0,5	2,8	2,6	0,2	0,3	0,4	0,5	-1,7	0,7	0,6
giu.	0,0	-0,1	-0,8	-1,4	2,7	1,5	-1,3	0,2	-0,6	0,5	1,8	-0,3	1,5
lug.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	0,4	-1,4	-0,8	.	.

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

2 Attività economica

2.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)							
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi	
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-2022	117,7	14,3	38,7	-6,3	9,1	3,7	17,2	.
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 4° trim.	97,0	-8,6	77,9	-13,0	-1,5	-6,6	4,9	89,9
2026 1° trim.	98,1	-7,0	78,0	-13,7	-1,9	-6,3	6,0	89,8
2° trim.	94,5	-7,6	78,2	-19,0	-3,9	-9,8	3,6	90,0
3° trim.	.	.	78,3	.	.	.	.	90,1
2026 mar.	96,8	-6,9	.	-16,3	-2,2	-7,5	5,6	.
apr.	93,7	-7,5	78,2	-20,5	-2,9	-9,7	2,7	90,0
mag.	94,2	-7,7	.	-18,9	-4,0	-10,5	3,8	.
giu.	95,6	-7,5	.	-17,6	-4,8	-9,2	4,5	.
lug.	97,1	-6,1	78,3	-15,9	-5,2	-6,8	5,1	90,1
ago.	98,4	-5,3	.	-15,5	-5,0	-5,7	5,8	.

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

2.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto 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
2023	14,1	84,3	1,3	1,9	2,4	4,0	1,6	37,6	6,3	68,5	1,9	3,4	1,0
2024	14,9	81,4	2,3	2,2	-7,5	5,6	4,7	36,0	4,7	67,1	1,9	0,9	1,0
2025	14,7	81,2	0,9	2,6	3,0	5,0	4,5	35,9	4,3	65,5	2,2	6,5	1,4
2025 2° trim.	14,9	81,3	1,3	2,7	0,2	5,5	5,2	35,9	4,2	66,5	2,6	11,7	1,7
3° trim.	14,8	81,3	0,4	2,6	5,0	4,9	4,8	35,8	4,3	66,1	2,3	5,6	1,5
4° trim.	14,7	81,2	1,0	2,6	6,3	5,0	4,5	35,9	4,3	65,5	2,2	2,0	1,4
2026 1° trim.	14,6	81,0	0,7	2,9	5,4	3,9	3,2	35,7	4,5	65,6	2,2	0,6	1,4

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	3° trim.	1.483,9	1.427,0	56,9	723,7	633,1	387,6	358,1	323,8	339,7	48,8	96,1	24,5	22,3
	4° trim.	1.495,4	1.432,4	63,0	712,7	636,7	391,2	345,6	343,2	346,7	48,3	103,5	42,2	20,5
2026	1° trim.	1.526,6	1.448,7	78,0	714,1	653,2	405,8	367,6	356,4	326,2	50,4	101,6	37,0	26,8
	2° trim.	1.580,2	1.501,8	78,5	760,5	706,4	411,9	366,4	359,2	331,7	48,6	97,3	21,9	13,5
2026	gen.	505,0	466,2	38,8	234,4	205,0	135,6	121,3	118,2	106,4	16,8	33,5	15,2	13,7
	feb.	512,5	487,3	25,2	240,3	219,2	135,2	124,3	119,8	110,4	17,2	33,4	10,4	8,2
	mar.	509,2	495,1	14,1	239,3	228,9	135,1	122,1	118,4	109,4	16,4	34,6	11,4	4,9
	apr.	523,4	505,9	17,5	252,5	234,2	135,9	120,8	118,3	118,6	16,6	32,2	6,7	3,8
	mag.	526,6	500,8	25,8	252,2	234,7	138,3	123,6	120,6	109,6	15,5	32,8	7,3	5,5
	giu.	530,3	495,1	35,1	255,8	237,5	137,6	122,0	120,3	103,4	16,5	32,3	8,0	4,1
transazioni cumulate su 12 mesi														
2026	giu.	6.086,2	5.809,9	276,3	2.911,0	2.629,4	1.596,5	1.437,7	1.382,5	1.344,3	196,1	398,5	125,6	83,0
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL														
2026	giu.	37,5	35,8	1,7	17,9	16,2	9,8	8,9	8,5	8,3	1,2	2,5	0,8	0,5

Fonte: BCE.

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.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Industria manifattu- riera	Settore petroli- fero		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2025 3° trim.	1,4	2,5	724,4	340,0	145,8	222,7	600,6	698,4	380,3	121,4	179,2	514,2	64,6
4° trim.	0,3	0,5	719,2	332,0	145,0	223,7	592,5	695,1	375,4	124,0	175,9	518,6	57,6
2026 1° trim.	-6,3	-0,9	726,0	341,7	144,7	220,7	589,8	709,8	389,2	127,8	177,1	520,2	64,9
2° trim.	6,3	10,9	766,8	.	.	.	619,5	771,2	.	.	.	540,4	.
2026 gen.	-7,3	-7,3	238,5	112,2	47,5	73,4	195,2	227,6	122,8	41,6	57,6	169,4	18,9
feb.	-6,6	-2,2	240,7	113,0	47,8	73,4	196,5	234,6	129,6	42,0	58,4	173,0	19,4
mar.	-5,3	6,4	246,8	116,6	49,4	73,8	198,1	247,6	136,7	44,3	61,1	177,8	26,7
apr.	4,6	9,5	254,1	122,2	50,5	74,9	204,8	254,1	143,4	44,7	60,0	177,5	32,3
mag.	-0,1	10,1	255,2	120,1	50,6	78,0	207,0	261,3	147,3	45,3	63,1	182,3	33,6
giu.	14,4	13,1	257,6	.	.	.	207,7	255,7	.	.	.	180,6	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2025 2° trim.	-2,7	1,4	93,7	86,8	89,6	108,7	93,6	101,1	95,4	101,7	111,9	101,8	135,5
3° trim.	0,2	3,5	94,6	87,5	95,1	105,7	94,9	102,4	96,6	104,6	112,2	103,2	140,7
4° trim.	-0,9	2,8	92,2	84,1	91,8	105,6	91,7	102,7	95,6	106,4	111,0	104,3	141,2
2026 1° trim.	-5,5	1,0	92,2	84,6	92,6	104,8	90,9	101,7	95,0	106,6	110,9	103,2	145,4
2025 dic.	2,7	9,1	90,9	82,5	91,3	104,5	90,6	103,4	96,3	106,2	112,2	106,1	146,4
2026 gen.	-6,9	-3,9	91,2	82,9	92,1	105,3	91,0	99,3	91,1	103,1	108,7	100,9	139,6
feb.	-5,0	0,5	92,8	85,9	92,8	105,3	92,0	102,1	95,8	106,2	109,9	103,3	145,0
mar.	-4,7	6,0	92,6	85,0	92,9	103,9	89,7	103,7	98,2	110,6	114,1	105,4	151,7
apr.	1,7	2,5	95,0	88,9	94,6	105,0	93,7	102,5	96,5	109,4	111,4	103,8	148,4
mag.	-5,6	-0,6	93,3	85,4	95,5	104,8	92,5	102,9	97,1	107,3	112,3	103,7	161,0

Fonte: 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 energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comple- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2026	100,0	100,0	72,0	53,2	46,8	100,0	13,8	5,1	25,2	9,0	46,8	87,5	12,5
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 3° trim.	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	1,1	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	0,9	2,0	2,3
2026 1° trim.	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	1,8	0,2	3,3	0,7	2,0	2,2
2° trim.	103,1	3,0	2,4	2,8	3,2	1,1	0,0	0,7	0,3	6,3	0,9	3,0	3,2
2026 mar.	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,0	0,3	0,0	7,0	0,3	2,6	2,5
apr.	103,0	3,0	2,2	3,1	3,0	0,5	0,0	0,7	0,2	3,0	0,3	3,0	3,0
mag.	103,1	3,2	2,6	2,9	3,5	0,0	0,0	-0,4	0,1	-1,2	0,2	3,2	3,2
giu.	103,0	2,8	2,4	2,3	3,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,1	-1,8	0,3	2,7	3,3
lug.	103,2	2,9	2,5	2,6	3,3	0,5	0,1	0,0	0,4	2,7	0,2	2,9	3,6
ago. ⁽³⁾	103,7	3,3	2,4	.	3,0	0,4	0,1	0,5	0,3	2,9	0,1	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Totale	Di locazione				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
in perc. del totale nel 2026	18,9	13,8	5,1	34,2	25,2	9,0	9,6	5,8	6,8	2,1	18,2	10,0
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 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
2026 1° trim.	2,5	1,8	4,3	0,2	0,5	-0,7	3,1	2,8	3,2	0,2	3,8	3,2
2° trim.	1,9	1,2	3,9	3,2	0,8	10,1	3,1	2,7	3,6	1,4	3,4	3,1
2026 mar.	2,4	1,7	4,2	1,8	0,5	5,1	3,1	2,7	3,5	0,4	3,6	3,2
apr.	2,4	1,6	4,6	3,5	0,8	10,8	3,1	2,7	2,7	0,9	3,2	3,1
mag.	1,9	1,1	4,0	3,5	0,9	10,8	3,1	2,7	4,5	1,7	3,6	3,1
giu.	1,5	0,9	3,1	2,8	0,7	8,5	3,1	2,7	3,7	1,6	3,3	3,1
lug.	1,2	0,7	2,4	3,5	0,9	10,3	3,1	2,7	4,0	2,0	3,3	2,9
ago. ⁽³⁾	1,2	0,6	2,7	.	1,2	14,3	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

3) Stima preliminare

3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici				
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,0	-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	2,2	-4,7
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	5,3	2,3
2025 3° trim.	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,1	5,2	1,7
4° trim.	124,6	-1,2	0,6	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,8	-6,0	1,8	5,1	1,9
2026 1° trim.	126,5	-1,1	1,4	1,2	1,6	1,6	1,3	-0,2	1,7	-5,7	1,9	4,7	.
2° trim.	129,9	5,1	5,8	2,7	5,2	2,3	0,7	-1,0	2,1	11,7	3,3	.	.
2025 feb.	124,8	-3,0	0,3	1,1	1,3	1,6	1,2	-0,2	1,7	-11,7	-	-	-
mar.	129,0	2,0	3,7	1,4	2,0	1,7	1,1	-0,5	1,7	4,0	-	-	-
apr.	129,8	4,9	6,1	2,3	3,9	2,2	0,8	-0,8	1,9	12,4	-	-	-
mag.	130,1	5,9	6,2	2,8	5,5	2,3	0,7	-1,0	2,2	14,0	-	-	-
giu.	129,7	4,6	5,1	3,0	6,1	2,3	0,5	-1,2	2,3	8,8	-	-	-
lug.	131,8	5,8	5,8	3,1	6,3	2,6	0,4	-1,2	2,4	12,9	-	-	-

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 12 includono la Bulgaria.

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Espor- tazioni ¹⁾	Impor- tazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimen- tari	Totale	Alimentari	Non alimentari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
in perc. del totale										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2023	114,1	6,3	4,9	6,3	3,9	4,1	0,7	-2,1	83,7	-13,2	-14,1	-12,3	-14,0	-14,6	-13,4
2024	117,4	2,9	2,4	2,4	2,8	1,9	0,8	-0,3	82,0	2,7	2,5	3,0	3,7	3,9	3,5
2025	120,2	2,4	2,3	2,1	3,2	1,9	0,4	0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 3° trim.	120,4	2,4	2,3	2,1	2,9	1,8	-0,1	-0,5	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
4° trim.	121,5	2,6	2,5	2,3	3,4	2,0	-0,4	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,7	-2,8
2026 1° trim.	122,0	2,4	2,0	2,2	2,4	2,1	0,6	-0,4	82,9	-6,7	-17,3	2,8	-7,9	-14,5	-0,9
2° trim.	122,8	2,4	2,6	3,0	2,5	2,9	3,9	4,3	109,4	6,2	-5,7	16,6	5,3	-3,2	14,4
2026 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	105,7	-3,2	-11,4	4,0	-3,5	-7,7	0,8
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,5	-8,1	15,9	4,0	-4,3	13,1
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,6	-6,8	18,6	6,0	-3,3	15,9
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,0	7,6	-1,8	15,5	6,0	-1,9	14,1
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	82,4	9,8	8,9	10,6	7,7	6,1	9,2
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	93,7	8,5	4,9	11,3	6,5	3,7	9,2

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

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

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

3 Prezzi e costi

3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni	
	1	2	3	4	5
1999-2022	47,4	49,5	25,1	39,7	67,3
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 3° trim.	8,1	17,0	13,5	3,1	48,0
4° trim.	10,3	17,9	13,6	7,9	48,4
2026 1° trim.	14,3	18,3	14,6	8,8	46,7
2° trim.	26,1	27,0	16,3	16,5	56,5
2026 mar.	19,6	20,3	15,0	11,1	47,5
apr.	29,6	27,6	17,6	19,2	56,5
mag.	26,5	26,9	16,6	17,1	57,4
giu.	22,2	26,6	14,7	13,3	55,5
lug.	17,8	22,6	13,7	9,1	53,8
ago.	16,4	22,1	14,1	8,4	54,9

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

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	110,6	4,9	4,7	5,5	5,2	4,2	4,3
2024	115,8	4,7	4,7	4,7	4,7	4,6	4,6
2025	120,2	3,7	3,6	4,1	3,9	3,4	2,8
2025 3° trim.	116,2	3,4	3,3	3,9	3,5	3,4	2,0
4° trim.	127,2	3,7	3,4	4,5	3,5	4,1	2,9
2026 1° trim.	116,1	3,2	3,4	2,8	3,2	3,3	2,6
2° trim.	128,7	3,1	3,1	3,1	3,4	3,1	2,4

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									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2023	109,6	6,5	6,5	8,4	4,9	7,8	1,1	10,6	3,0	6,2	5,3	3,8
2024	114,3	4,3	3,9	3,2	6,2	5,0	3,9	5,7	1,8	4,3	4,3	4,3
2025	118,1	3,3	0,5	2,4	4,5	3,0	-0,1	4,1	4,3	4,0	4,2	4,5
2025 3° trim.	118,3	3,4	0,1	3,1	4,0	3,0	-0,3	3,9	5,3	3,7	4,0	6,1
4° trim.	119,3	3,3	0,9	3,0	2,9	2,6	-0,9	3,3	3,8	3,3	4,5	3,7
2026 1° trim.	120,3	3,5	2,8	5,9	4,6	2,8	-0,6	4,1	4,1	3,4	3,3	3,9
2° trim.	120,7	2,6	0,8	2,2	4,7	2,4	-0,4	3,6	3,2	2,6	3,0	2,9
Redditi per occupato												
2023	115,1	5,3	4,7	5,8	4,9	5,6	4,4	6,5	3,5	6,0	4,8	5,7
2024	120,3	4,6	5,3	4,2	4,2	4,3	4,2	5,0	3,9	4,7	4,8	5,4
2025	125,0	3,8	4,3	3,7	4,0	3,8	4,1	3,3	3,0	4,0	4,0	3,7
2025 3° trim.	125,5	3,9	4,0	4,0	3,9	3,9	4,6	3,1	3,8	4,0	3,8	4,5
4° trim.	126,7	3,7	3,5	3,6	3,4	3,7	4,1	3,5	4,3	3,2	4,2	3,1
2026 1° trim.	127,6	3,5	3,5	3,3	3,1	3,8	4,5	3,3	4,6	3,9	3,3	4,1
2° trim.	128,7	3,3	3,3	3,6	3,5	3,2	4,8	3,0	3,7	3,4	3,0	3,3
Produttività del lavoro per occupato												
2023	105,0	-1,1	-1,7	-2,4	0,0	-2,1	3,3	-3,7	0,6	-0,2	-0,5	1,8
2024	105,3	0,2	1,4	1,1	-1,9	-0,7	0,3	-0,7	2,1	0,4	0,5	1,0
2025	105,8	0,5	3,7	1,3	-0,5	0,8	4,2	-0,8	-1,2	0,0	-0,2	-0,7
2025 3° trim.	106,0	0,5	3,9	0,9	-0,1	0,9	4,9	-0,7	-1,4	0,3	-0,2	-1,5
4° trim.	106,1	0,4	2,6	0,5	0,4	1,0	5,1	0,1	0,5	-0,1	-0,3	-0,6
2026 1° trim.	106,0	0,0	0,7	-2,5	-1,4	0,9	5,1	-0,7	0,5	0,4	0,0	0,3
2° trim.	106,5	0,7	2,5	1,4	-1,1	0,8	5,2	-0,6	0,4	0,8	0,0	0,4
Redditi per ora lavorata												
2023	108,7	4,9	4,5	5,6	4,6	5,2	4,3	6,3	3,6	5,5	4,3	4,7
2024	113,2	4,2	5,0	4,1	4,3	3,9	3,9	4,6	3,3	3,6	4,4	4,9
2025	118,0	4,2	4,7	4,2	4,3	4,3	4,5	3,9	4,3	4,5	4,3	3,1
2025 3° trim.	118,0	3,9	5,1	3,9	4,0	3,8	5,1	3,8	4,5	4,2	3,7	3,9
4° trim.	119,0	3,8	3,8	3,6	3,7	4,1	4,0	3,6	6,4	3,3	4,2	2,3
2026 1° trim.	120,0	3,5	4,0	3,0	3,9	3,8	4,7	3,8	5,3	3,7	3,0	3,9
2° trim.	121,1	3,3	3,4	3,3	3,8	2,9	4,8	3,4	4,0	3,0	3,1	4,2
Produttività per ora lavorata												
2023	99,0	-1,3	-1,0	-2,6	0,1	-2,1	3,2	-3,8	0,7	-0,5	-0,9	0,9
2024	98,9	-0,1	0,7	1,0	-1,9	-0,9	-0,1	-0,9	1,4	-0,3	0,0	0,5
2025	99,9	1,0	4,7	1,9	-0,1	1,5	4,4	-0,3	-0,5	0,3	0,1	-1,3
2025 3° trim.	99,7	0,6	4,8	0,8	0,0	1,1	5,1	-0,3	-2,1	0,1	-0,2	-2,2
4° trim.	99,7	0,6	3,4	0,6	0,7	1,5	4,8	0,2	2,3	0,0	-0,2	-1,0
2026 1° trim.	99,8	0,1	1,1	-2,8	-0,8	0,9	5,1	-0,2	0,9	0,4	-0,2	0,2
2° trim.	100,3	0,6	2,1	1,0	-1,3	0,6	5,2	-0,2	0,4	0,5	0,2	1,3

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	5,01	-0,03
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	4,24	0,47
2026 mar.	1,93	1,93	2,11	2,32	2,57	3,65	0,73
apr.	1,93	1,97	2,18	2,45	2,75	3,64	0,73
mag.	1,93	1,96	2,23	2,54	2,80	3,59	0,73
giu.	2,04	2,15	2,34	2,60	2,80	3,63	0,84
lug.	2,18	2,21	2,43	2,65	2,86	3,62	0,98
ago.	2,19	2,22	2,51	2,71	2,95	3,64	0,98

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
2026 mar.	2,09	2,50	2,59	2,69	3,07	0,58	0,71	1,20	2,74	2,63	3,04	3,75
apr.	2,20	2,51	2,61	2,73	3,09	0,59	0,72	1,40	2,72	2,68	3,05	3,77
mag.	2,20	2,41	2,50	2,65	3,02	0,60	0,72	1,54	2,57	2,59	2,99	3,69
giu.	2,28	2,43	2,48	2,58	2,92	0,49	0,54	1,47	2,53	2,51	2,88	3,57
lug.	2,38	2,65	2,76	2,89	3,23	0,58	0,73	1,52	2,86	2,87	3,18	3,88
ago.	2,42	2,71	2,86	3,01	3,34	0,63	0,68	1,44	2,96	3,01	3,29	3,98

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											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2026 mar. apr. mag. giu. lug. ago.	606,2	5.693,8	978,4	237,0	154,6	201,2	358,9	1.194,9	1.213,6	561,9	402,5	821,8	6.654,4	53.964,9
	629,5	5.880,4	1.051,6	239,5	154,3	214,2	382,8	1.235,8	1.252,9	584,3	400,3	829,5	6.957,0	57.245,8
	638,1	5.942,2	1.048,2	237,5	155,1	217,8	384,9	1.246,4	1.374,0	569,6	426,2	786,0	7.412,6	62.773,7
	659,8	6.179,0	1.056,2	246,0	158,3	204,8	402,7	1.262,5	1.548,9	576,0	419,6	805,5	7.450,0	68.340,5
	666,9	6.291,7	1.077,7	244,7	164,9	200,9	429,7	1.265,1	1.477,6	589,3	381,8	841,0	7.481,3	66.505,6
	682,1	6.483,6	1.101,9	242,4	161,5	208,5	450,1	1.320,7	1.502,2	570,6	385,2	844,3	7.711,3	66.377,8

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 compo- sito del costo del finanzia- mento	
	A vista	Rimbor- sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita:				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG ³⁾					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2025 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	6,75	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	6,19	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	1,23	1,79	2,30	7,27	16,49	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,37	3,51	3,23	3,65	3,35	
feb.	0,25	1,17	1,80	2,24	7,26	16,42	6,83	7,59	8,27	4,20	3,48	3,37	3,55	3,26	3,66	3,37	
mar.	0,26	1,17	1,84	2,27	7,30	16,47	7,02	7,50	8,16	4,12	3,50	3,35	3,52	3,24	3,64	3,35	
apr.	0,26	1,17	1,88	2,40	7,23	16,44	7,11	7,65	8,34	4,30	3,56	3,43	3,61	3,31	3,72	3,44	
mag.	0,27	1,17	1,93	2,37	7,19	16,42	7,18	7,67	8,43	4,38	3,60	3,46	3,65	3,32	3,76	3,48	
giu.	0,28	1,17	2,06	2,55	7,29	16,47	7,20	7,54	8,22	4,35	3,65	3,52	3,67	3,34	3,77	3,51	
lug. ^(p)	0,28	1,18	2,12	2,57	7,32	16,49	7,45	7,61	8,32	4,48	3,69	3,57	3,73	3,36	3,81	3,54	

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

4.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) ^{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 compo- sito del costo del finanzia- mento
	A vista	Con durata prestabilita:			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2025 ago. set. ott. nov.	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
	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,14	3,39	3,61	3,50
	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
	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,33	3,55	3,50
2026 dic. gen. feb. mar. apr. mag. giu. lug. ^(p)	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,31	3,54	3,60	3,57
	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,58	3,41	3,71	3,30	3,45	3,57	3,57
	0,52	1,90	2,36	3,66	3,66	4,14	4,80	3,55	3,42	3,70	3,19	3,15	3,62	3,51
	0,54	1,95	2,52	3,67	3,64	4,30	4,83	3,55	3,51	3,71	3,28	3,55	3,59	3,59
	0,54	1,99	2,72	3,70	3,70	4,33	4,84	3,60	3,59	3,81	3,31	3,50	3,68	3,62
	0,53	2,03	2,61	3,71	3,78	4,47	5,09	3,64	3,74	3,88	3,28	3,57	3,75	3,64
	0,59	2,20	2,66	3,83	3,91	4,46	5,05	3,72	3,76	3,89	3,56	3,67	3,77	3,79
	0,60	2,25	2,83	3,87	3,83	4,43	4,99	3,84	3,83	3,92	3,49	3,84	3,83	3,80

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro per settore dell'emittente e scadenza all'emissione

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
A breve termine														
2023	1.575,2	623,6	164,6	104,6	85,2	701,8	659,1	537,2	242,2	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1.600,6	581,1	206,4	119,9	71,3	741,8	674,7	517,3	206,4	133,6	103,9	40,1	137,2	110,2
2025	1.617,6	575,6	218,6	134,5	77,6	745,8	662,7	555,2	226,7	151,9	120,2	42,0	134,7	107,8
2026 feb.	1.690,3	622,5	222,1	126,7	92,5	753,2	659,4	557,8	230,9	153,5	117,1	41,3	132,1	99,9
mar.	1.667,4	580,0	222,8	129,8	90,9	773,7	682,6	625,9	234,7	173,7	136,8	48,2	169,2	144,4
apr.	1.666,5	577,1	202,7	109,5	100,6	786,0	700,2	629,3	222,1	171,0	127,5	62,3	173,9	144,8
mag.	1.674,2	577,3	205,2	107,6	97,2	794,5	710,0	588,0	213,9	171,7	123,5	53,0	149,4	123,8
giu.	1.730,1	613,1	209,2	104,5	93,4	814,5	730,9	657,1	254,4	189,8	135,0	55,0	158,0	137,2
lug.	1.708,2	601,0	212,8	101,1	93,1	801,3	726,8	632,0	233,5	190,3	137,1	51,3	157,0	134,6
A lungo termine														
2023	19.445,4	4.456,3	3.255,6	1.429,7	1.544,6	10.188,9	9.449,7	322,0	93,4	68,3	31,0	21,2	139,2	130,7
2024	20.544,5	4.773,1	3.537,9	1.523,8	1.635,1	10.598,4	9.826,3	350,6	89,2	85,9	35,2	27,0	148,6	137,9
2025	21.428,3	4.888,9	3.793,2	1.692,7	1.738,9	11.007,3	10.214,2	384,1	93,0	102,4	44,7	31,1	157,7	146,6
2026 feb.	22.001,2	4.991,5	3.824,7	1.690,9	1.773,5	11.411,6	10.584,2	387,4	88,4	87,7	32,8	23,1	188,3	174,3
mar.	21.698,8	4.939,6	3.816,9	1.711,2	1.730,3	11.212,0	10.394,8	443,9	113,4	128,4	64,1	20,8	181,2	163,9
apr.	21.756,7	5.003,1	3.806,6	1.688,0	1.747,1	11.199,9	10.382,3	438,3	129,1	93,8	36,3	34,1	181,3	170,8
mag.	22.005,3	5.043,9	3.859,7	1.707,0	1.773,3	11.328,4	10.499,1	439,7	113,5	103,7	37,2	45,2	177,3	164,8
giu.	22.307,4	5.123,7	3.894,5	1.728,3	1.797,1	11.492,1	10.646,3	512,6	149,1	112,9	45,7	45,2	205,4	188,8
lug.	22.171,9	5.149,1	3.898,0	1.728,9	1.783,8	11.341,0	10.508,9	425,3	143,5	95,8	29,3	26,9	159,1	153,0

Fonte: BCE.

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

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate				
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie		
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale					di cui Amministrazione centrale	
			Totale	SVF								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze												
2023	21.020,5	5.079,9	3.420,2	1.534,3	1.629,9	10.890,6	10.108,8	9.642,3	625,3	1.386,1	7.630,4	
2024	22.145,1	5.354,2	3.744,3	1.643,7	1.706,4	11.340,1	10.501,0	10.147,6	753,4	1.586,2	7.807,6	
2025	23.045,9	5.464,5	4.011,8	1.827,2	1.816,5	11.753,2	10.876,9	11.702,7	1.315,7	1.850,5	8.536,0	
2026 feb.	23.691,6	5.614,0	4.046,8	1.817,5	1.865,9	12.164,8	11.243,5	12.301,8	1.320,4	1.872,6	9.108,3	
mar.	23.366,3	5.519,6	4.039,7	1.841,0	1.821,3	11.985,7	11.077,4	11.330,9	1.177,3	1.770,7	8.382,4	
apr.	23.423,2	5.580,3	4.009,3	1.797,5	1.847,8	11.985,9	11.082,5	11.922,0	1.269,2	1.840,8	8.811,5	
mag.	23.679,4	5.621,2	4.064,9	1.814,7	1.870,5	12.122,8	11.209,1	12.297,7	1.328,6	1.841,6	9.127,1	
giu.	24.037,5	5.736,7	4.103,7	1.832,7	1.890,4	12.306,6	11.377,2	12.600,3	1.425,3	1.927,5	9.247,0	
lug.	23.880,1	5.750,1	4.110,8	1.830,0	1.876,9	12.142,3	11.235,7	12.591,0	1.499,3	1.978,5	9.112,8	
Tasso di crescita ¹⁾												
2025 dic.	5,3	3,3	10,1	12,6	4,1	4,9	4,9	0,1	2,9	-1,7	0,1	
2026 gen.	5,5	3,3	9,8	11,4	4,8	5,3	5,1	0,2	2,6	-0,6	0,0	
feb.	5,4	3,8	9,3	10,8	4,9	5,0	4,8	0,2	2,3	-0,9	0,1	
mar.	5,4	2,9	9,3	10,9	4,3	5,5	5,5	0,3	2,3	-0,6	0,3	
apr.	5,4	5,1	7,5	7,3	4,7	4,9	4,9	0,2	1,6	-1,0	0,3	
mag.	5,1	3,9	7,5	8,0	3,6	5,2	5,2	0,2	1,6	-1,0	0,3	
giu.	5,5	4,8	6,8	6,0	3,8	5,6	5,5	0,4	1,2	-0,5	0,4	
lug.	5,6	5,8	6,5	5,2	3,7	5,5	5,6	0,1	1,2	-0,9	0,2	

Fonte: BCE.

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-17						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2023	97,9	93,6	98,0	88,9	58,1	87,7	122,1	94,0
2024	98,2	94,0	98,3	89,4	56,6	88,7	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	100,4	91,7	54,8	91,2	128,3	96,1
2025 3° trim.	102,1	97,7	102,1	93,3	55,4	93,1	130,8	97,8
4° trim.	101,9	97,4	101,9	93,3	55,1	93,0	130,7	97,5
2026 1° trim.	101,4	97,2	101,6	92,8	54,8	92,9	130,3	97,2
2° trim.	100,8	96,9	100,9	-	-	-	129,7	96,7
2026 mar.	100,8	96,8	101,4	-	-	-	129,6	96,8
apr.	101,3	97,6	102,1	-	-	-	130,2	97,4
mag.	100,8	96,9	101,0	-	-	-	129,7	96,7
giu.	100,3	96,4	99,8	-	-	-	129,0	96,1
lug.	99,9	96,3	99,1	-	-	-	128,7	96,1
ago.	100,4	97,0	99,4	-	-	-	129,6	96,9
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2026 ago.	0,5	0,7	0,3	-	-	-	0,7	0,8
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2026 ago.	-1,6	-0,6	-2,5	-	-	-	-0,8	-0,8

Fonte: BCE.

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

4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu rumeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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 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
2026 1° trim.	8,103	24,328	7,471	384,158	183,596	4,235	0,868	5,0939	10,695	0,917	1,170
2° trim.	7,910	24,298	7,473	360,169	185,336	4,250	0,866	5,1919	10,886	0,919	1,163
2026 mar.	7,970	24,438	7,472	389,186	183,399	4,271	0,866	5,0954	10,761	0,909	1,156
apr.	8,000	24,381	7,473	368,960	186,206	4,250	0,869	5,0991	10,835	0,921	1,171
mag.	7,935	24,313	7,473	358,231	184,710	4,241	0,866	5,2296	10,861	0,915	1,167
giu.	7,804	24,208	7,474	353,939	185,114	4,257	0,864	5,2421	10,955	0,921	1,152
lug.	7,737	24,207	7,475	359,468	185,539	4,318	0,854	5,2372	11,046	0,926	1,142
ago.	7,809	24,179	7,476	363,382	184,102	4,310	0,856	5,2493	11,023	0,936	1,159
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2026 ago.	0,9	-0,1	0,0	1,1	-0,8	-0,2	0,3	0,2	-0,2	1,1	1,5
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2026 ago.	-6,4	-1,4	0,2	-8,3	7,2	1,1	-1,1	3,6	-1,2	-0,3	-0,3

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)												
2025 2° trim.	35.885,5	34.552,7	1.332,8	12.598,6	9.747,0	14.352,2	16.775,2	2,9	7.469,8	8.030,5	1.462,1	16.902,4
3° trim.	36.820,9	35.270,8	1.550,1	12.645,5	9.803,7	15.080,5	17.416,7	-11,4	7.484,0	8.050,5	1.622,2	17.013,6
4° trim.	37.696,7	36.045,6	1.651,1	12.883,2	9.857,0	15.500,5	18.128,4	-3,2	7.541,3	8.060,2	1.774,9	16.959,7
2026 1° trim.	38.475,1	36.677,5	1.797,6	12.933,3	9.896,0	15.575,6	18.269,6	20,0	8.038,1	8.511,9	1.908,1	17.524,9
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2026 1° trim.	239,2	228,0	11,2	80,4	61,5	96,8	113,6	0,1	50,0	52,9	11,9	109,0
Transazioni												
2025 3° trim.	316,1	263,1	53,0	45,1	35,3	281,9	203,8	-4,4	-12,5	24,0	5,9	-
4° trim.	406,9	312,2	94,7	209,4	-3,3	142,6	277,5	-24,3	70,5	38,0	8,6	-
2026 1° trim.	628,9	596,7	32,2	66,3	55,7	219,5	274,3	-11,4	348,8	266,7	5,7	-
2° trim.	605,6	558,5	47,1	31,5	-16,6	176,0	367,1	49,7	346,0	208,0	2,4	-
2026 gen.	370,7	356,0	14,7	10,7	-4,8	170,0	100,9	-23,6	212,6	259,9	1,1	-
feb.	305,3	283,9	21,4	15,4	14,7	112,0	132,3	-8,5	184,1	136,9	2,3	-
mar.	-47,1	-43,2	-3,9	40,2	45,8	-62,5	41,1	20,7	-47,9	-130,1	2,3	-
apr.	183,6	146,5	37,1	21,1	16,4	46,8	35,9	14,7	104,0	94,3	-3,0	-
mag.	198,5	198,7	-0,2	4,1	0,0	75,4	72,8	17,3	95,5	125,9	6,3	-
giu.	223,5	213,3	10,2	6,2	-32,9	53,7	258,4	17,8	146,6	-12,2	-0,8	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2026 giu.	1.957,4	1.730,5	226,9	352,4	71,1	820,0	1.122,8	9,6	752,8	536,7	22,6	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2026 giu.	12,1	10,7	1,4	2,2	0,4	5,1	6,9	0,1	4,6	3,3	0,1	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

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

	M3											Totale
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Totale					
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale		Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	Totale	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2023	1.534,0	8.811,6	10.345,6	2.305,6	2.451,9	4.757,5	15.103,1	183,5	743,6	69,4	996,6	16.099,7
2024	1.554,5	9.036,5	10.591,0	2.544,5	2.456,1	5.000,6	15.591,6	253,8	885,7	33,2	1.172,7	16.764,3
2025	1.587,5	9.503,0	11.090,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.075,2	257,4	855,7	11,8	1.125,0	17.200,2
2025 3° trim.	1.574,9	9.328,1	10.903,0	2.348,8	2.543,7	4.892,6	15.795,6	258,6	922,6	12,3	1.193,5	16.989,1
4° trim.	1.587,5	9.503,0	11.090,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.075,2	257,4	855,7	11,8	1.125,0	17.200,2
2026 1° trim.	1.602,1	9.676,0	11.278,1	2.422,7	2.574,0	4.996,7	16.274,8	223,3	900,9	40,3	1.164,4	17.439,2
2° trim. ^(p)	1.609,3	9.715,4	11.324,7	2.516,1	2.576,2	5.092,3	16.416,9	233,4	916,5	48,1	1.198,1	17.615,0
2026 feb.	1.598,0	9.615,3	11.213,3	2.435,6	2.574,5	5.010,2	16.223,5	206,9	884,1	19,0	1.109,9	17.333,4
mar.	1.602,1	9.676,0	11.278,1	2.422,7	2.574,0	4.996,7	16.274,8	223,3	900,9	40,3	1.164,4	17.439,2
apr.	1.602,9	9.676,0	11.278,9	2.445,6	2.579,5	5.025,1	16.304,0	200,8	900,7	44,0	1.145,4	17.449,4
mag.	1.606,4	9.690,1	11.296,5	2.472,7	2.580,6	5.053,3	16.349,8	213,3	911,4	48,7	1.173,5	17.523,3
giu.	1.609,3	9.715,4	11.324,7	2.516,1	2.576,2	5.092,3	16.416,9	233,4	916,5	48,1	1.198,1	17.615,0
lug. ^(p)	1.612,7	9.680,1	11.292,8	2.569,4	2.574,2	5.143,6	16.436,4	220,0	907,0	50,6	1.177,5	17.614,0
Transazioni												
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,2	-104,0	823,2	-149,2	39,8	94,7	22,2	156,7	7,6
2024	21,2	178,3	199,5	205,5	6,8	212,3	411,7	75,6	131,5	-36,4	170,7	582,4
2025	33,0	475,1	508,1	-123,3	101,4	-21,9	486,2	8,9	-5,2	-13,3	-9,6	476,6
2025 3° trim.	11,0	84,3	95,2	-52,6	29,2	-23,4	71,9	1,4	1,4	-13,3	-10,5	61,4
4° trim.	12,6	139,9	152,6	56,6	21,1	77,7	230,3	-0,3	-34,2	2,2	-32,3	198,0
2026 1° trim.	7,0	89,9	96,9	-18,4	8,7	-9,7	87,2	-8,4	43,2	29,3	64,1	151,3
2° trim. ^(p)	7,2	24,2	31,4	92,1	2,2	94,3	125,7	13,1	12,6	1,7	27,4	153,1
2026 feb.	1,0	13,6	14,6	23,5	5,2	28,7	43,3	-24,4	24,8	-19,0	-18,6	24,7
mar.	4,1	53,3	57,4	-16,4	-0,7	-17,1	40,3	15,3	16,1	22,4	53,8	94,1
apr.	0,8	-6,1	-5,3	25,0	5,6	30,6	25,3	-21,8	-1,4	0,9	-22,4	3,0
mag.	3,5	11,1	14,6	26,5	1,1	27,7	42,2	12,4	9,9	2,1	24,4	66,6
giu.	2,9	19,3	22,1	40,6	-4,5	36,0	58,2	22,5	4,1	-1,3	25,3	83,5
lug. ^(p)	3,5	-33,5	-30,0	54,3	-2,0	52,3	22,3	-13,2	-10,3	2,0	-21,5	0,8
Variazioni percentuali												
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,6	42,3	19,1	0,0
2024	1,4	2,0	1,9	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6
2025	2,1	5,3	4,8	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,6	-0,6	-52,4	-0,8	2,8
2025 3° trim.	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-72,8	4,3	2,8
4° trim.	2,1	5,3	4,8	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,6	-0,6	-52,4	-0,8	2,8
2026 1° trim.	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	4,0	3,5	26,8	4,1	3,2
2° trim. ^(p)	2,4	3,6	3,5	3,2	2,4	2,8	3,3	2,4	2,7	90,3	4,4	3,3
2026 feb.	2,0	5,1	4,6	-3,4	3,8	0,2	3,2	-10,4	0,5	-26,1	-2,4	2,8
mar.	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	4,0	3,5	26,8	4,1	3,2
apr.	2,3	4,2	3,9	-1,7	3,3	0,8	2,9	-11,7	3,3	31,2	0,9	2,8
mag.	2,4	3,9	3,7	-0,2	3,0	1,4	3,0	-3,1	3,4	45,1	3,2	3,0
giu.	2,4	3,6	3,5	3,2	2,4	2,8	3,3	2,4	2,7	90,3	4,4	3,3
lug. ^(p)	2,4	3,3	3,1	5,6	2,0	3,8	3,3	2,8	2,1	91,2	4,2	3,4

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3 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⁾					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	3.318,2	2.403,6	772,2	130,9	11,6	8.406,5	5.105,8	1.014,1	2.285,3	1,3	1.258,9	226,7	542,4
2024	3.417,1	2.479,2	793,5	133,3	11,1	8.734,0	5.188,5	1.255,1	2.289,0	1,3	1.359,9	231,6	548,3
2025	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.989,8	5.472,0	1.136,3	2.380,2	1,3	1.472,1	224,2	553,2
2025 3° trim.	3.468,6	2.538,4	778,4	145,7	6,0	8.908,2	5.405,8	1.138,3	2.363,0	1,1	1.335,8	229,4	537,2
4° trim.	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.989,8	5.472,0	1.136,3	2.380,2	1,3	1.472,1	224,2	553,2
2026 1° trim.	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.103,9	5.566,9	1.150,9	2.385,4	0,7	1.425,4	244,0	554,5
2° trim. ^(p)	3.642,9	2.641,0	842,4	153,3	6,2	9.148,7	5.590,0	1.171,8	2.385,9	1,0	1.437,2	242,9	569,4
2026 feb.	3.557,7	2.610,2	790,3	152,5	4,6	9.087,2	5.553,7	1.147,8	2.384,9	0,9	1.376,6	244,2	566,6
mar.	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.103,9	5.566,9	1.150,9	2.385,4	0,7	1.425,4	244,0	554,5
apr.	3.572,1	2.612,7	800,6	153,6	5,3	9.138,5	5.587,2	1.159,6	2.390,9	0,8	1.400,8	237,1	553,3
mag.	3.606,9	2.623,7	823,4	153,8	6,0	9.145,2	5.589,4	1.164,9	2.389,9	0,9	1.387,4	245,0	572,3
giu.	3.642,9	2.641,0	842,4	153,3	6,2	9.148,7	5.590,0	1.171,8	2.385,9	1,0	1.437,2	242,9	569,4
lug. ^(p)	3.654,7	2.626,7	869,6	151,7	6,7	9.172,9	5.591,3	1.194,7	2.385,9	0,9	1.397,0	238,3	580,8
Transazioni													
2023	-38,3	-313,8	271,4	-1,6	5,6	13,8	-459,5	571,7	-98,9	0,5	-47,7	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,1	0,2	290,0	48,5	236,1	5,3	0,1	79,6	3,8	3,2
2025	115,8	111,9	-12,3	17,0	-0,8	262,1	294,7	-116,4	83,9	-0,1	86,1	-4,9	3,0
2025 3° trim.	35,2	32,6	0,2	2,0	0,4	63,4	71,4	-35,9	27,8	0,0	-25,3	-3,8	-7,2
4° trim.	39,6	38,7	-3,6	4,6	-0,2	81,2	66,4	-2,6	17,2	0,2	86,9	-5,0	14,6
2026 1° trim.	34,8	26,5	9,0	2,0	-2,8	57,0	52,8	-0,2	5,0	-0,6	-31,7	12,7	-1,0
2° trim. ^(p)	74,3	14,8	55,6	0,9	3,1	33,6	12,0	20,8	0,4	0,4	18,3	-1,3	6,6
2026 feb.	20,5	9,0	11,6	-0,2	0,1	23,4	17,4	2,7	3,3	-0,1	-18,4	4,5	-12,0
mar.	5,0	11,9	-5,3	-0,1	-1,5	16,7	13,7	2,7	0,5	-0,2	42,6	-0,6	-12,1
apr.	6,0	-12,1	14,8	1,2	2,2	25,4	10,7	9,1	5,4	0,2	-20,8	-6,6	-1,3
mag.	35,2	11,7	22,5	0,3	0,7	5,8	1,5	5,2	-0,9	0,1	-8,6	7,8	10,9
giu.	33,1	15,3	18,3	-0,6	0,2	2,4	-0,1	6,6	-4,1	0,1	47,7	-2,5	-3,0
lug. ^(p)	12,9	-13,7	27,7	-1,5	0,5	24,6	1,6	23,1	0,0	-0,1	-38,8	-4,5	11,4
Variazioni percentuali													
2023	-1,1	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,1	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,4	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,2	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	6,1	-2,1	0,5
2025 3° trim.	3,1	5,5	-5,6	15,4	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
4° trim.	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	6,1	-2,1	0,5
2026 1° trim.	4,2	5,3	0,1	9,7	-50,6	2,9	5,2	-7,1	3,1	-37,9	3,6	4,6	2,1
2° trim. ^(p)	5,3	4,5	7,8	6,6	6,7	2,7	3,8	-1,5	2,2	-6,6	3,4	1,2	2,4
2026 feb.	3,9	5,2	-1,1	11,9	-37,1	3,0	5,5	-8,0	3,3	-19,1	1,5	4,0	3,3
mar.	4,2	5,3	0,1	9,7	-50,6	2,9	5,2	-7,1	3,1	-37,9	3,6	4,6	2,1
apr.	3,8	4,4	1,2	9,4	-24,6	3,0	4,9	-5,1	3,0	-8,4	0,4	-3,5	1,9
mag.	4,2	4,3	3,0	8,5	3,9	2,8	4,3	-3,6	2,6	-12,9	0,9	3,6	3,3
giu.	5,3	4,5	7,8	6,6	6,7	2,7	3,8	-1,5	2,2	-6,6	3,4	1,2	2,4
lug. ^(p)	5,3	3,6	10,8	5,1	11,1	2,6	3,4	0,6	1,8	-4,4	4,1	3,8	3,8

Fonte: BCE.

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

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

3) Include 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 Crediti nei confronti di 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)

	Crediti nei confronti delle amministrazioni pubbliche			Crediti nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Totale	A società non finanziarie 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			
												Prestiti corretti ²⁾
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	6.251,2	986,9	5.238,4	15.788,1	13.258,0	13.502,0	5.189,5	6.678,6	1.250,9	139,0	1.578,8	951,2
2025	6.294,6	1.020,5	5.247,9	16.247,8	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,2	1.045,3
2025 3° trim.	6.287,7	1.017,1	5.244,5	16.020,7	13.447,1	13.719,9	5.243,5	6.808,9	1.258,7	136,1	1.567,0	1.006,6
4° trim.	6.294,6	1.020,5	5.247,9	16.247,8	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,2	1.045,3
2026 1° trim.	6.307,8	1.047,9	5.233,6	16.420,8	13.798,8	14.069,7	5.357,1	6.932,2	1.357,1	152,4	1.571,8	1.050,2
2° trim. ^(p)	6.309,0	1.055,4	5.227,3	16.551,7	13.946,8	14.220,0	5.430,9	6.971,6	1.393,4	150,9	1.524,1	1.080,8
2026 feb.	6.327,9	1.045,0	5.256,7	16.393,4	13.744,2	14.007,8	5.335,7	6.918,8	1.337,1	152,5	1.585,6	1.063,6
mar.	6.307,8	1.047,9	5.233,6	16.420,8	13.798,8	14.069,7	5.357,1	6.932,2	1.357,1	152,4	1.571,8	1.050,2
apr.	6.271,1	1.049,0	5.195,8	16.404,2	13.820,5	14.092,4	5.380,5	6.938,0	1.353,8	148,1	1.529,2	1.054,5
mag.	6.306,2	1.049,2	5.230,7	16.478,4	13.886,0	14.159,6	5.405,0	6.956,2	1.375,3	149,4	1.530,7	1.061,7
giu.	6.309,0	1.055,4	5.227,3	16.551,7	13.946,8	14.220,0	5.430,9	6.971,6	1.393,4	150,9	1.524,1	1.080,8
lug. ^(p)	6.248,9	1.059,0	5.163,3	16.609,3	13.996,1	14.264,7	5.456,3	6.989,9	1.392,2	157,6	1.528,4	1.084,7
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	274,3	76,6	45,2	106,2	0,9	10,9	47,1
2025	49,8	33,4	16,0	455,6	406,1	440,4	144,4	187,4	65,5	8,7	-4,5	54,0
2025 3° trim.	19,1	8,3	10,7	65,5	45,2	47,5	32,3	44,7	-23,4	-8,4	-6,6	26,9
4° trim.	10,2	4,7	5,3	182,1	167,1	176,9	57,6	48,4	49,8	11,2	5,9	9,1
2026 1° trim.	14,5	25,0	-10,5	141,1	136,1	131,4	46,6	56,1	33,0	0,5	0,4	4,6
2° trim. ^(p)	-27,0	7,5	-34,5	117,8	161,0	163,4	75,9	54,2	32,3	-1,5	-50,5	7,3
2026 feb.	-61,3	5,2	-66,5	29,0	36,5	25,8	27,5	20,7	-13,0	1,3	-5,2	-2,3
mar.	26,4	2,5	24,0	40,7	53,8	61,8	19,8	17,9	16,4	-0,2	-9,7	-3,4
apr.	-40,6	1,2	-41,8	-7,7	37,3	38,6	22,1	19,1	0,3	-4,2	-42,8	-2,2
mag.	18,8	-0,6	19,4	70,1	67,2	69,3	26,3	19,0	20,7	1,3	-0,5	3,3
giu.	-5,1	6,8	-12,0	55,5	56,5	55,5	27,5	16,2	11,3	1,4	-7,2	6,2
lug. ^(p)	-31,0	3,2	-34,3	67,3	54,4	49,9	24,5	19,6	3,5	6,8	7,1	5,9
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	5,2	6,3	-0,3	5,6
2025 3° trim.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,7	2,5	3,7	2,0	0,1	7,3
4° trim.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2026 1° trim.	0,4	4,9	-0,4	3,1	3,3	3,4	3,1	2,9	5,8	8,1	0,6	4,1
2° trim. ^(p)	0,3	4,5	-0,6	3,2	3,8	3,8	4,1	3,0	7,1	1,2	-3,2	4,9
2026 feb.	0,1	4,4	-0,8	2,9	3,1	3,2	3,0	2,8	4,2	9,2	0,7	4,4
mar.	0,4	4,9	-0,4	3,1	3,3	3,4	3,1	2,9	5,8	8,1	0,6	4,1
apr.	-0,4	4,8	-1,4	2,9	3,3	3,4	3,3	2,9	4,9	5,2	-2,3	5,3
mag.	0,1	3,9	-0,7	3,2	3,7	3,8	3,8	3,0	6,7	5,0	-2,2	5,1
giu.	0,3	4,5	-0,6	3,2	3,8	3,8	4,1	3,0	7,1	1,2	-3,2	4,9
lug. ^(p)	-0,5	4,3	-1,4	3,5	4,1	4,1	4,4	3,1	7,7	11,1	-2,7	4,0

Fonte: BCE.

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

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

3) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci delle 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
		Prestiti corretti ⁴⁾					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	5.189,5	5.200,3	930,7	1.097,9	3.160,9	6.678,6	6.929,4	744,8	5.255,6	678,2
2025	5.294,8	5.324,3	949,8	1.122,1	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2025 3° trim.	5.243,5	5.281,7	926,6	1.126,6	3.190,3	6.808,9	7.061,1	767,3	5.369,2	672,4
4° trim.	5.294,8	5.324,3	949,8	1.122,1	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2026 1° trim.	5.357,1	5.383,6	966,3	1.142,1	3.248,6	6.932,2	7.188,0	796,4	5.465,3	670,4
2° trim. ^(p)	5.430,9	5.466,1	983,5	1.160,1	3.287,2	6.971,6	7.224,5	803,9	5.507,7	660,0
2026 feb.	5.335,7	5.356,7	952,9	1.129,9	3.253,0	6.918,8	7.175,0	791,7	5.453,9	673,3
mar.	5.357,1	5.383,6	966,3	1.142,1	3.248,6	6.932,2	7.188,0	796,4	5.465,3	670,4
apr.	5.380,5	5.409,1	969,6	1.148,5	3.262,5	6.938,0	7.191,2	798,5	5.480,7	658,8
mag.	5.405,0	5.442,4	980,5	1.157,6	3.266,9	6.956,2	7.207,4	802,0	5.496,9	657,3
giu.	5.430,9	5.466,1	983,5	1.160,1	3.287,2	6.971,6	7.224,5	803,9	5.507,7	660,0
lug. ^(p)	5.456,3	5.489,7	993,6	1.170,2	3.292,5	6.989,9	7.240,8	807,9	5.521,8	660,2
Transazioni										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,6	88,0	21,8	14,7	40,1	45,2	77,6	26,6	28,3	-9,7
2025	144,4	156,7	31,5	35,6	77,4	187,4	205,0	38,8	148,3	0,3
2025 3° trim.	32,3	33,6	-1,5	11,6	22,2	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
4° trim.	57,6	49,4	26,0	-4,0	35,6	48,4	61,7	12,0	34,5	2,0
2026 1° trim.	46,6	43,7	10,8	19,8	16,0	56,1	52,5	9,4	45,8	0,9
2° trim. ^(p)	75,9	84,4	18,3	19,7	38,0	54,2	51,2	9,5	43,0	1,8
2026 feb.	27,5	17,1	3,7	7,0	16,9	20,7	18,9	2,6	17,8	0,3
mar.	19,8	27,0	13,1	12,4	-5,7	17,9	17,2	5,4	12,0	0,5
apr.	22,1	23,1	4,3	7,3	10,5	19,1	17,1	3,3	15,7	0,1
mag.	26,3	34,5	11,7	8,7	5,9	19,0	17,2	4,0	16,4	-1,4
giu.	27,5	26,8	2,3	3,6	21,6	16,2	16,9	2,2	10,9	3,1
lug. ^(p)	24,5	22,4	9,0	10,2	5,3	19,6	17,0	4,5	14,4	0,7
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	1,4	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,4	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 3° trim.	2,7	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	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 1° trim.	3,1	3,2	4,8	3,2	2,6	2,9	3,0	5,3	2,9	0,2
2° trim. ^(p)	4,1	4,0	5,8	4,2	3,5	3,0	3,0	5,5	3,0	0,3
2026 feb.	3,0	3,0	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	5,1	2,8	0,1
mar.	3,1	3,2	4,8	3,2	2,6	2,9	3,0	5,3	2,9	0,2
apr.	3,3	3,4	4,7	4,0	2,7	2,9	3,0	5,3	2,9	0,2
mag.	3,8	4,0	6,2	4,7	2,8	3,0	3,0	5,6	3,0	0,0
giu.	4,1	4,0	5,8	4,2	3,5	3,0	3,0	5,5	3,0	0,3
lug. ^(p)	4,4	4,4	7,3	4,8	3,5	3,1	3,1	5,7	3,0	0,7

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			
	Passività nei confronti delle 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	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2023	477,8	7.338,3	1.827,0	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	263,3	152,1	152,6
2024	396,8	7.851,0	1.842,3	117,2	2.590,7	3.300,8	2.664,0	308,8	140,4	136,0
2025	399,1	8.372,4	1.872,6	131,7	2.621,6	3.746,5	3.240,9	188,4	324,1	235,1
2025 3° trim.	430,8	8.092,8	1.842,7	132,5	2.589,9	3.527,6	3.052,7	151,5	168,3	168,2
4° trim.	399,1	8.372,4	1.872,6	131,7	2.621,6	3.746,5	3.240,9	188,4	324,1	235,1
2026 1° trim.	427,7	8.549,2	1.890,8	133,2	2.652,3	3.873,0	3.529,8	157,8	396,2	257,3
2° trim. ^(p)	402,1	8.501,2	1.858,2	136,2	2.733,5	3.773,2	3.508,4	149,2	460,8	289,0
2026 feb.	426,9	8.697,6	1.884,9	132,1	2.626,2	4.054,4	3.616,7	119,9	405,2	255,9
mar.	427,7	8.549,2	1.890,8	133,2	2.652,3	3.873,0	3.529,8	157,8	396,2	257,3
apr.	426,1	8.517,0	1.849,9	132,9	2.669,3	3.864,9	3.519,0	198,3	386,7	277,0
mag.	430,8	8.559,9	1.853,4	134,9	2.702,4	3.869,3	3.556,8	172,7	417,1	272,8
giu.	402,1	8.501,2	1.858,2	136,2	2.733,5	3.773,2	3.508,4	149,2	460,8	289,0
lug. ^(p)	400,2	8.500,5	1.863,1	137,2	2.750,6	3.749,7	3.497,8	158,7	457,4	270,0
Transazioni										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	436,9	-192,4	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	27,5	-11,7	-16,7
2025	2,3	193,3	33,2	16,3	104,9	38,8	297,5	-130,7	8,6	29,2
2025 3° trim.	19,2	38,1	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,6	-29,6	-9,6	2,3
4° trim.	-32,2	108,8	24,0	-0,8	32,9	52,7	83,7	-1,4	-19,3	-3,0
2026 1° trim.	19,0	45,6	14,3	1,3	21,9	8,1	141,6	-81,2	70,8	21,0
2° trim. ^(p)	-25,6	73,9	-33,0	3,0	74,8	29,1	96,4	14,1	64,5	34,6
2026 feb.	-55,2	31,9	0,9	0,6	8,4	22,1	24,3	9,5	3,9	6,1
mar.	0,8	28,8	4,0	1,0	10,5	13,2	57,5	-1,0	-9,0	1,4
apr.	-1,7	-14,2	-39,2	-0,3	25,2	0,1	-13,1	48,6	-9,5	22,5
mag.	4,8	51,3	3,2	2,0	31,9	14,3	46,5	-12,7	30,4	-4,2
giu.	-28,7	36,8	3,1	1,3	17,7	14,7	63,0	-21,7	43,6	16,2
lug. ^(p)	-2,0	35,1	5,5	1,0	22,7	5,8	-7,8	5,5	-3,3	-19,0
Variazioni percentuali										
2023	-29,5	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,6	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	31,4	26,4
2025 3° trim.	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,7
4° trim.	0,6	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	31,4	26,4
2026 1° trim.	7,7	2,9	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	23,0	16,1
2° trim. ^(p)	-4,4	3,2	0,8	5,5	6,2	2,2	-	-	47,0	28,1
2026 feb.	0,2	2,5	2,4	11,3	4,2	1,0	-	-	17,3	16,6
mar.	7,7	2,9	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	23,0	16,1
apr.	-3,6	2,8	0,7	7,7	5,8	1,5	-	-	12,8	17,4
mag.	-6,7	3,0	0,9	7,2	5,9	1,8	-	-	30,5	12,9
giu.	-4,4	3,2	0,8	5,5	6,2	2,2	-	-	47,0	28,1
lug. ^(p)	-1,5	3,5	1,0	3,9	6,7	2,5	-	-	49,6	20,4

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
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	-3,0	-2,6	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2025	-2,9	-2,6	-0,2	-0,3	0,2	-1,0
2025 2° trim.	-2,9	.	.	.	.	-1,0
3° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,1
4° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,1
2026 1° trim.	-3,1	.	.	.	.	-1,2

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		
2022	46,4	45,7	13,2	12,9	14,5	0,8	49,8	44,6	9,8	5,9	1,7	22,3	5,2	
2023	45,8	44,9	13,1	12,4	14,4	0,9	49,3	43,9	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3	
2024	46,3	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,4	44,4	10,0	6,0	1,9	22,7	5,0	
2025	46,8	46,0	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,6	10,1	5,9	1,9	22,9	5,1	
2025	2° trim.	46,7	45,8	13,3	12,4	14,9	0,8	49,6	44,6	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
	3° trim.	46,7	46,0	13,3	12,5	15,0	0,8	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	22,9	5,1
	4° trim.	47,0	46,1	13,4	12,5	15,1	0,8	49,9	44,8	10,1	6,0	1,9	23,0	5,1
2026	1° trim.	47,0	46,2	13,4	12,5	15,2	0,8	50,1	44,9	10,1	6,0	1,9	23,1	5,2

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
2022	88,9	2,6	13,1	4,8	52,1	39,2	36,8	8,6	80,3	15,9	28,1	44,9	88,0	0,9
2023	86,5	2,4	12,1	4,6	48,9	35,5	37,6	7,7	78,8	14,8	27,8	43,9	85,7	0,8
2024	86,6	2,1	11,7	4,8	46,5	33,5	40,1	7,7	78,9	14,3	28,0	44,2	85,8	0,8
2025	87,4	2,1	11,8	4,6	44,4	31,3	43,0	7,6	79,8	14,6	28,2	44,6	86,7	0,7
2025 2° trim.	87,8	2,2	11,6	73,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,2	2,2	11,7	74,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	87,7	2,1	11,8	73,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2026 1° trim.	88,9	2,3	11,7	74,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti 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	
2022	-4,5	1,7	-0,1	-0,2	-0,6	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	0,0	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-1,4	3,1	
2025	0,9	1,0	1,2	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,4	3,8	
2025	2° trim.	0,5	1,0	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-1,3	3,5
	3° trim.	1,0	1,1	1,0	0,6	0,4	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	-1,2	3,8
	4° trim.	1,1	1,1	1,2	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,2	3,9
2026	1° trim.	1,7	1,2	1,5	0,9	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,1	4,3

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	12,5	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5
2025 3° trim.	12,7	11,2	3,5	1,4	0,4	8,2	2,2	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6
4° trim.	12,5	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5
2026 1° trim.	12,6	11,1	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,6	2,8	2,4
2° trim.	12,7	11,1	3,8	1,6	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,3	1,6	2,8	2,2
2026 feb.	12,7	11,2	4,2	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,6	2,8	2,4
mar.	12,6	11,1	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,6	2,8	2,4
apr.	12,4	10,8	3,7	1,5	0,4	8,3	2,2	1,2	1,5	2,3	1,6	2,8	2,3
mag.	12,4	10,8	3,5	1,6	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	2,3	1,6	2,8	2,3
giu.	12,7	11,1	3,8	1,6	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,3	1,6	2,8	2,2
lug.	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	8,2	2,3	1,3	1,7	2,4	1,6	2,9	2,3

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	Bulgaria	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Croazia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico											
2022	-3,5	-2,9	-1,9	-0,9	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-1,1	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,1	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,3	-3,4	4,1
2025	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
2025 2° trim.	-4,7	-3,4	-2,2	-1,5	3,9	2,1	-3,3	-5,6	-2,9	-3,2	3,9
3° trim.	-5,0	-2,7	-2,2	-1,5	1,2	2,5	-3,0	-5,5	-2,8	-3,3	3,4
4° trim.	-5,2	-3,5	-2,8	-2,0	1,9	1,7	-2,4	-5,1	-3,1	-3,1	3,4
2026 1° trim.	-5,2	-4,6	-3,1	-1,8	2,0	1,5	-2,4	-5,1	-3,2	-3,0	3,3
Debito pubblico											
2022	103,3	22,5	64,4	19,2	43,0	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,1
2023	102,5	22,9	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,5	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	23,8	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	112,6	57,4	134,7	62,7
2025	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	115,6	56,3	137,1	55,0
2025 2° trim.	106,2	26,3	62,3	23,2	34,4	152,0	103,4	115,4	57,4	138,1	61,1
3° trim.	107,1	28,4	63,0	22,8	34,5	149,8	103,1	117,3	57,1	137,5	60,3
4° trim.	107,9	29,9	63,5	24,1	34,8	146,1	100,7	115,7	56,3	137,1	55,0
2026 1° trim.	109,1	28,5	64,4	25,2	37,0	143,5	101,6	117,6	58,4	138,9	54,6

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,3	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,4	-0,7	-4,6	0,6	-0,9	-5,3	-4,4
2025	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4
2025 2° trim.	-2,0	-1,8	-0,2	-4,3	-1,4	-5,0	0,7	-1,7	-4,8	-4,0
3° trim.	-2,6	-1,8	-0,8	-4,2	-1,5	-4,7	0,2	-1,5	-4,6	-3,8
4° trim.	-2,5	-1,8	-1,8	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,8
2026 1° trim.	-2,3	-1,7	-2,4	-3,2	-1,7	-3,9	0,5	-2,7	-4,4	-4,1
Debito pubblico										
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	46,9	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,0
2024	46,2	38,0	26,3	45,9	43,8	80,0	93,5	66,4	59,7	82,4
2025	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5
2025 2° trim.	47,6	39,0	25,0	46,6	43,0	82,0	96,5	69,5	62,9	88,4
3° trim.	44,8	40,6	27,5	46,4	42,7	83,4	97,4	67,7	62,3	86,7
4° trim.	46,9	39,5	26,5	46,4	44,7	81,3	89,7	65,7	61,4	88,5
2026 1° trim.	46,9	42,3	29,2	45,9	43,8	83,3	91,0	64,8	62,5	89,7

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.

Per la terminologia tecnica, è disponibile sul sito della BCE un [glossario in lingua inglese](#).

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 09 settembre 2026.

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-01-26-052-IT-N (online)