



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 5 / 2025



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Sintesi	3
1 Contesto esterno	7
2 Attività economica	12
3 Prezzi e costi	20
4 Andamenti del mercato finanziario	27
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	31
Riquadri	41
1 Clima di fiducia dei consumatori e decisioni di consumo delle famiglie	41
2 Implicazioni della crescente concorrenza cinese per l'occupazione nell'area dell'euro	48
3 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	54
4 Ripresa dei salari reali nell'area dell'euro	59
5 Incertezza relativa all'inflazione destagionalizzata dei servizi: il contributo delle festività pasquali e dei viaggi	66
6 Maggior spesa per la difesa e relativo impatto sulle aspettative delle famiglie	72
7 Aspetti di bilancio della spesa europea per la difesa: effetti sulle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro e sui relativi rischi	79
Articoli	85
1 Svelare i costi nascosti delle dipendenze critiche	85
Riquadro 1 Affrontare le dipendenze critiche: l'approccio dell'UE	87
Riquadro 2 Una metodologia basata sui dati per individuare le dipendenze critiche	92
Riquadro 3 Un'analisi integrativa della rete	99
2 Attività e processo di determinazione dei prezzi nei mercati degli swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro	110

Riquadro 1	La reattività delle controparti nel mercato dei contratti swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro	119
3	Il contante è in salute... e anche piuttosto giovane? Distinguere gli effetti di età, periodo e coorte nell'utilizzo del contante in euro	125
Statistiche		146

Andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Nella riunione del 24 luglio 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. L'inflazione è pari attualmente all'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Le nuove informazioni sono sostanzialmente in linea con la valutazione precedente del Consiglio direttivo circa le prospettive di inflazione. Le pressioni interne sui prezzi hanno continuato ad attenuarsi, a fronte di una crescita dei salari più lenta. Anche grazie alle passate riduzioni dei tassi di interesse decise dal Consiglio direttivo, sinora l'economia ha mostrato nel complesso buona capacità di tenuta in un difficile contesto mondiale. Al tempo stesso, il panorama resta eccezionalmente incerto, soprattutto a causa delle controversie commerciali.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite 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

Nel primo trimestre del 2025 l'economia ha registrato una crescita più forte delle attese, riconducibile in parte alle anticipazioni delle esportazioni da parte delle imprese in vista dei previsti aumenti dei dazi. Ma la crescita è stata anche favorita da un incremento dei consumi privati e degli investimenti.

Le indagini recenti rilevano un'espansione nel complesso modesta sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. Al tempo stesso, i maggiori dazi effettivi e attesi, il rafforzamento dell'euro e la persistente incertezza geopolitica riducono la propensione delle imprese a investire.

Un mercato del lavoro robusto, l'aumento dei redditi reali e la solidità dei bilanci del settore privato continuano a sostenere i consumi. La disoccupazione si è collocata al 6,3 per cento a maggio, in prossimità del livello più basso dall'introduzione dell'euro. Condizioni di finanziamento più favorevoli stimolano la domanda interna, anche nel mercato delle abitazioni. Nel corso del tempo la crescita dovrebbe essere sostenuta anche dai maggiori investimenti pubblici in difesa e infrastrutture.

Nell'attuale contesto geopolitico, il Consiglio direttivo ritiene più che mai essenziale rafforzare con urgenza l'area dell'euro e la sua economia. Le politiche strutturali e di bilancio dovrebbero accrescere la produttività, la competitività e la capacità di tenuta dell'economia. I governi dovrebbero dare priorità alle riforme strutturali e agli investimenti strategici che favoriscono la crescita, assicurando al tempo stesso la sostenibilità delle finanze pubbliche. È importante completare l'unione del risparmio e degli investimenti e l'unione bancaria, secondo una tabella di marcia chiara e ambiziosa, nonché definire in tempi rapidi il quadro legislativo per la possibile introduzione di un euro digitale. Il Consiglio direttivo accoglie con favore l'impegno dell'Eurogruppo a migliorare l'efficacia, la qualità e la composizione della spesa pubblica. Sostiene altresì gli sforzi delle autorità europee volti a preservare i benefici reciproci del commercio mondiale.

Inflazione

L'inflazione sui dodici mesi si è collocata al 2,0 per cento a giugno 2025, dopo l'1,9 segnato a maggio. I prezzi dell'energia sono aumentati a giugno, ma si mantengono su un livello inferiore rispetto al 2024. L'inflazione dei beni alimentari si è ridotta lievemente, portandosi al 3,1 per cento. L'inflazione dei beni è diminuita allo 0,5 per cento a giugno, mentre quella dei servizi ha registrato un lieve incremento, raggiungendo il 3,3 per cento, dal 3,2 di maggio.

Gli indicatori dell'inflazione di fondo sono nel complesso coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. Il costo del lavoro ha continuato a moderarsi. La crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per dipendente si è ridotta al 3,8 per cento nel primo trimestre del 2025, dal 4,1 del quarto trimestre del 2024. Unitamente a una crescita più vigorosa della produttività, ciò ha determinato una decelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto. Gli indicatori prospettici, compresi l'indice salariale della BCE e le indagini sulle aspettative di imprese, consumatori e previsori professionali relative ai salari, segnalano un ulteriore calo della dinamica delle retribuzioni.

Le aspettative di inflazione a breve termine dei consumatori si sono ridotte sia a maggio sia a giugno, invertendo l'aumento osservato nei mesi precedenti. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continuano ad attestarsi prevalentemente intorno al 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo del Consiglio direttivo.

Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica restano orientati verso il basso. Tra i rischi principali vi sono l'ulteriore acuirsi delle tensioni commerciali su scala mondiale e le incertezze a queste associate, fattori che potrebbero frenare le esportazioni e comprimere gli investimenti e i consumi. Un deterioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari potrebbe determinare condizioni di finanziamento più stringenti e maggiore avversione al rischio, nonché ridurre la propensione di imprese e famiglie

agli investimenti e ai consumi. Le tensioni geopolitiche, come la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente, rimangono fra le principali fonti di incertezza. Per contro, un rapido allentamento delle tensioni commerciali e geopolitiche potrebbe migliorare il clima di fiducia e stimolare l'attività. Un incremento della spesa per difesa e infrastrutture, insieme a riforme volte a migliorare la produttività, contribuirebbe alla crescita. Un miglioramento della fiducia delle imprese stimolerebbe inoltre gli investimenti privati.

Le prospettive di inflazione sono più incerte del consueto, per effetto della volatilità dello scenario delle politiche commerciali a livello mondiale. Un rafforzamento dell'euro potrebbe far diminuire l'inflazione più di quanto atteso. Inoltre, l'inflazione potrebbe risultare inferiore se dazi più elevati inducessero una minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro e un reindirizzamento verso l'area delle esportazioni provenienti da paesi con eccesso di capacità produttiva. Le tensioni commerciali potrebbero determinare maggiore volatilità e avversione al rischio nei mercati finanziari, gravando sulla domanda interna e riducendo quindi l'inflazione. Per contro, l'inflazione potrebbe risultare superiore se la frammentazione delle catene di approvvigionamento mondiali spingesse al rialzo i prezzi all'importazione e accrescesse i vincoli di capacità nell'economia interna. Anche un incremento della spesa per difesa e infrastrutture potrebbe far aumentare l'inflazione nel medio termine. I fenomeni meteorologici estremi e, più in generale, il dispiegarsi della crisi climatica potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari oltre le aspettative.

Condizioni finanziarie e monetarie

Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo di giugno 2025 i tassi di interesse di mercato sono aumentati, soprattutto per le scadenze più lunghe. Nel contempo le passate riduzioni dei tassi di interesse decise dal Consiglio direttivo continuano a rendere meno oneroso l'indebitamento societario. Il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti alle imprese è diminuito al 3,7 per cento a maggio, dal 3,8 di aprile. Si è ridotto anche il costo dell'emissione di titoli di debito sul mercato, che si è portato al 3,6 per cento a maggio. Se, da un lato, il tasso di crescita dei prestiti alle imprese è sceso al 2,5 per cento a maggio, dall'altro, l'emissione di obbligazioni societarie è stata più vigorosa, registrando un tasso di incremento del 3,4 per cento sui dodici mesi.

Come rilevato dall'indagine di luglio 2025 sul credito bancario nell'area dell'euro, i criteri di concessione dei prestiti alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati nel secondo trimestre dell'anno. I timori delle banche circa i rischi economici ai quali è esposta la clientela hanno avuto un impatto restrittivo sui criteri di erogazione del credito. Tuttavia, tale impatto è stato sostanzialmente compensato dalla maggiore concorrenza fra prestatori. Allo stesso tempo la domanda di credito da parte delle imprese è aumentata lievemente, favorita dai tassi di interesse inferiori. Nondimeno, le imprese hanno continuato a mostrare cautela a causa dell'incertezza a livello mondiale e delle tensioni commerciali.

Il tasso di interesse medio sui nuovi mutui ipotecari è rimasto pressoché invariato dall'inizio del 2025, collocandosi al 3,3 per cento a maggio. La crescita dei mutui è aumentata al 2,0 per cento a maggio, nel contesto di un forte incremento della domanda, mentre i criteri di concessione del credito si sono inaspriti lievemente nel secondo trimestre.

Decisioni di politica monetaria

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

I portafogli del PAA e del PEPP si stanno riducendo a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

Conclusioni

Nella riunione del 24 luglio 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite 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.

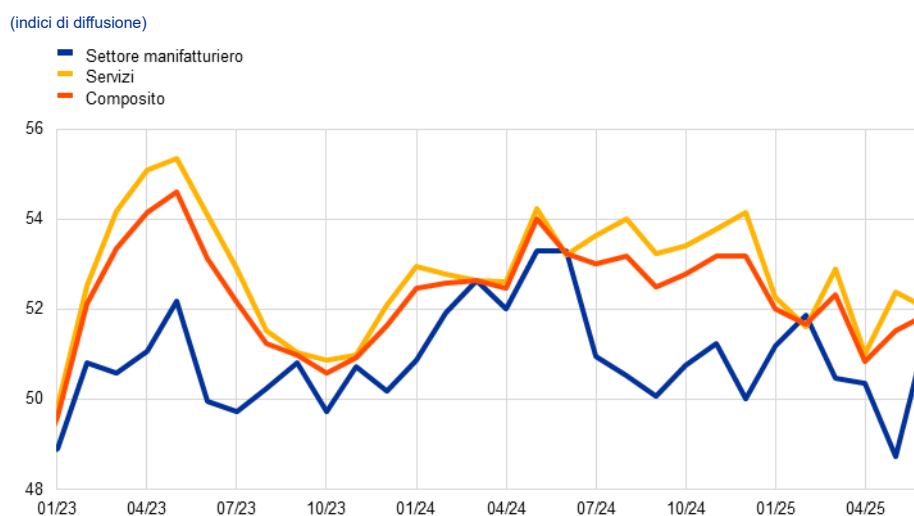
In ogni caso, il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti gli strumenti di cui dispone nell'ambito del proprio mandato per assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sull'obiettivo di medio termine e per preservare l'ordinato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica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

1 Contesto esterno

L'incertezza in merito alla politica commerciale rimane elevata. Nelle trattative successive alla tregua tra Stati Uniti e Cina relativa agli scambi, le due parti hanno stipulato un accordo che consentirà alla Cina di accelerare le licenze di esportazione delle terre rare e agli Stati Uniti di allentare alcune restrizioni all'esportazione e ai visti. La tregua scadrà il 12 agosto. A fronte dei limitati progressi negli altri negoziati commerciali in corso, gli Stati Uniti hanno prorogato la scadenza della sospensione dei dazi dal 9 luglio al 1° agosto. Sebbene il nuovo accordo quadro tra Stati Uniti e UE rappresenti un passo in avanti, persiste qualche incertezza. L'attuale contesto politico pone pertanto rischi significativi per le prospettive, gravando sul commercio e sull'attività a livello mondiale.

La crescita mondiale dovrebbe confermarsi modesta nonostante l'impulso temporaneo fornito dalla sospensione dei dazi. Nel primo trimestre del 2025 la crescita del PIL mondiale è scesa allo 0,7 per cento sul periodo precedente, dall'1,1 della fine del 2024. Gli indicatori ad alta frequenza disponibili segnalano una crescita modesta nei prossimi trimestri. L'indice PMI (Purchasing Managers' Index) composito mondiale (esclusa l'area dell'euro) è aumentato a giugno (cfr. il grafico 1), ma la media per il secondo trimestre (51,4) è inferiore a quella del primo (52,0). Il PMI mondiale relativo al prodotto nel settore manifatturiero è complessivamente diminuito nel secondo trimestre, pur risalendo, a giugno, alla sua media storica (51,3 da 48,8 a maggio). Tale ripresa è stata trainata principalmente dagli Stati Uniti, dove le scorte di prodotti finiti sono aumentate a seguito dell'anticipazione delle importazioni osservata all'inizio dell'anno. Il picco dell'attività manifatturiera potrebbe non essere sostenuto, riflettendo, molto probabilmente, un accumulo di scorte a scopo precauzionale e non necessariamente una crescita effettiva della domanda finale. Anche il PMI mondiale relativo al settore dei servizi è diminuito a giugno, pur rimanendo al di sopra del livello del PMI relativo al settore manifatturiero.

Grafico 1
PMI mondiale relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro)



Fonti: S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2025.

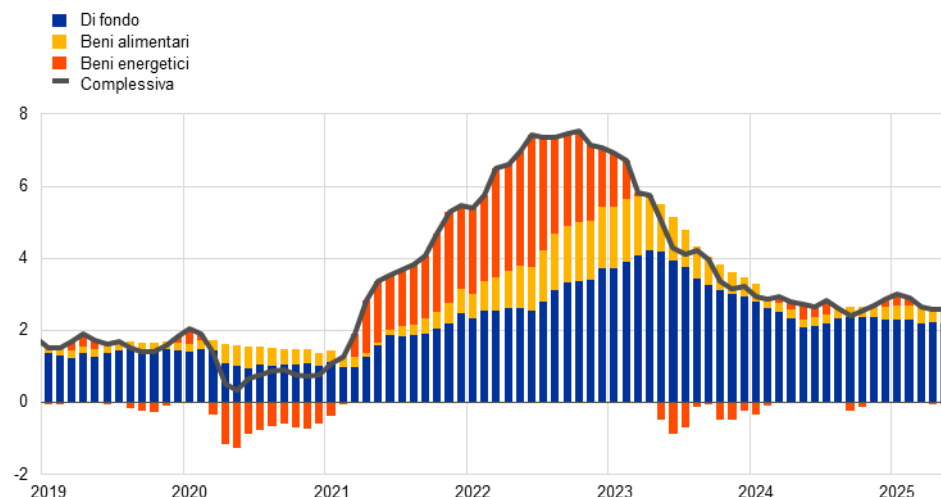
La dinamica del commercio mondiale dovrebbe rimanere volatile nel breve periodo, in un contesto di diffusa incertezza sul piano delle politiche. Nel primo trimestre le importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) sono cresciute del 2,2 per cento sul periodo precedente, sostenute da significative anticipazioni delle importazioni negli Stati Uniti in vista dell'aumento dei dazi. I dati più recenti confermano le aspettative di un calo delle importazioni mondiali nel secondo trimestre, che in parte compensa il forte aumento osservato nella prima parte dell'anno. Se, da un lato, l'aumento dei dazi statunitensi è potenzialmente in grado di indurre una riconfigurazione dei flussi commerciali internazionali e porre sfide per la logistica, dall'altro, le pressioni generalizzate lungo le catene di approvvigionamento mondiali sono attualmente modeste. Nondimeno, emergono segnali di tensione a livello settoriale, ad esempio per quanto riguarda alluminio, acciaio e tessili. Tali segnali sono tuttavia molto più contenuti rispetto al periodo successivo alla pandemia. L'incertezza relativa alle politiche commerciali rimane elevata e dovrebbe continuare a gravare sulle prospettive.

L'inflazione complessiva nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) ha continuato a diminuire gradualmente. A maggio 2025 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE ha continuato a registrare una progressiva contrazione (portandosi al 4 per cento dal 4,2 di aprile); se si esclude la Turchia, è rimasto sostanzialmente invariato al 2,6 per cento (cfr. il grafico 2). Tale andamento è stato principalmente determinato dal calo dei prezzi dell'energia e dalla lieve flessione dell'inflazione di fondo al 3 per cento (dal 3,1 del mese precedente), mentre l'inflazione dei beni alimentari è lievemente aumentata. L'impatto dei maggiori dazi non è ancora osservabile nei dati sull'inflazione complessiva a livello mondiale, ma le indagini sui prezzi di input e output condotte per il calcolo dei PMI segnalano una lieve accelerazione nel breve periodo nelle economie avanzate, in gran parte trainata dagli andamenti negli Stati Uniti.

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 esclude la Turchia ed è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) dell'OCSE. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2025.

Nel periodo in esame i prezzi dei beni energetici hanno evidenziato una forte volatilità a causa delle tensioni in Medio Oriente.

I corsi petroliferi sono complessivamente aumentati del 6 per cento, ma tale incremento è stato segnato da brusche oscillazioni: i prezzi sono significativamente saliti in seguito agli attacchi israeliani e statunitensi in Iran e successivamente diminuiti quando l'attacco di ritorsione dell'Iran è stato percepito come in gran parte simbolico. Tuttavia, nonostante l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, il rialzo iniziale delle quotazioni del petrolio è parso nel complesso relativamente contenuto e i prezzi sono rimasti al di sotto degli 80 dollari al barile. La modesta reazione del mercato è probabilmente riconducibile a due fattori principali. In primo luogo, sembrerebbe che gli investitori abbiano attribuito una probabilità bassa alla chiusura dello Stretto di Hormuz, in quanto tale mossa sarebbe stata considerata controproducente per l'Iran. In secondo luogo, il mercato mondiale del petrolio continua a evidenziare una buona capacità di offerta, in particolare dopo i recenti aumenti inattesi della produzione nei paesi dell'OPEC+. Dato l'aumento dell'offerta da parte del cartello per quattro mesi consecutivi, vi sono elevate probabilità che i paesi dell'OPEC+ continuino a ridurre i tagli alla produzione, esercitando spinte al ribasso sui corsi del petrolio. Anche i prezzi del gas in Europa hanno registrato un rialzo temporaneo, in linea con le tensioni in Medio Oriente. Nel complesso, tuttavia, sono scesi ben al di sotto dei livelli iniziali, diminuendo del 7 per cento nel periodo in esame, di riflesso alle più deboli importazioni cinesi di gas naturale liquefatto (GNL) nel contesto di consistenti importazioni dai gasdotti russi e di una modesta domanda interna. I prezzi dei beni alimentari sono diminuiti del 12 per cento, principalmente a causa del calo dei prezzi del caffè, dovuto al fatto che le condizioni meteorologiche favorevoli in Brasile hanno alimentato le aspettative dal lato dell'offerta, mentre le quotazioni dei metalli sono aumentate dell'1 per cento, facendo registrare una forte volatilità di quelle del rame legata all'anticipazione della domanda statunitense in vista dei dazi.

Negli Stati Uniti l'attività economica dovrebbe segnare una ripresa nel breve periodo, per poi indebolirsi nel prosieguo dell'anno. Il PIL in termini reali degli Stati Uniti dovrebbe segnare una ripresa nel secondo trimestre, dopo la lieve flessione evidenziata nel primo (pari allo 0,1 per cento sul periodo precedente). Questo quadro è confermato dagli ultimi andamenti delle principali componenti del PIL. Per la seconda metà dell'anno i tassi di crescita dovrebbero mantenersi piuttosto bassi, ma il loro valore dipenderà dal livello finale dei dazi. Nel contempo, il mercato del lavoro statunitense mostra segnali di moderazione, pur rimanendo solido.

Negli Stati Uniti l'inflazione complessiva e di fondo misurata sull'IPC è aumentata a maggio, iniziando a mostrare alcuni segnali dell'impatto dei dazi. A maggio, l'inflazione complessiva misurata sulla spesa per consumi privati (SCP) negli Stati Uniti è salita al 2,3 per cento (in aumento di 0,1 punti percentuali rispetto ad aprile), mentre l'inflazione di fondo misurata sull'SCP ha raggiunto il 2,6 per cento (in rialzo di 0,1 punti percentuali). Gli ultimi andamenti dell'inflazione misurata sull'SCP indicano un effetto dei dazi inferiore alle attese, in parte riconducibile a un impatto più ritardato. La legge di bilancio firmata dal Presidente Trump, che estende gli sgravi fiscali introdotti nel suo primo mandato, dovrebbe aggravare il disavanzo del bilancio federale (le stime disponibili suggeriscono un incremento medio del deficit di 0,9 punti percentuali di PIL nei prossimi dieci anni). In linea con le attese, il Federal Open Market Committee ha mantenuto invariato l'intervallo obiettivo per il tasso sui Federal Fund al 4,25-4,5 per cento, mentre le nuove proiezioni anticipano un'inflazione più elevata e una crescita più contenuta.

In Cina l'attività mostra un rinnovato slancio a seguito dell'accordo commerciale raggiunto con gli Stati Uniti, ma è probabile che il venir meno del sostegno di bilancio rallenti la crescita entro la fine dell'anno. La dinamica espansiva della Cina ha mostrato una tenuta migliore del previsto nel secondo trimestre, ma la debolezza di fondo segnala un rallentamento dell'attività economica. Nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali è lievemente scesa all'1,1 per cento sul periodo precedente, dall'1,2 del primo trimestre, sostenuta principalmente da un contributo delle esportazioni nette più consistente del previsto. A giugno la produzione industriale ha segnato una ripresa, favorita dalla vigorosa crescita delle esportazioni a seguito del parziale ridimensionamento dei dazi tra Stati Uniti e Cina all'inizio di maggio. Le vendite al dettaglio hanno registrato una lieve moderazione, pur rimanendo solide grazie al rafforzamento di quelle di beni nell'ambito del programma di permuta di prodotti di consumo, che offre sovvenzioni ai consumatori per la sostituzione dei beni durevoli più datati. Per contro, la crescita degli investimenti fissi è stata inferiore alle attese. In prospettiva, la domanda interna rimane debole al di fuori dei settori sostenuti dalle politiche economiche, con una persistente debolezza del mercato degli immobili residenziali e una spesa per consumi modesta, se si escludono i beni sovvenzionati. In Cina l'inflazione misurata sull'IPC è lievemente aumentata a giugno, mentre quella misurata sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP) è ulteriormente diminuita. Poiché i dazi statunitensi sulle importazioni cinesi rimangono elevati in un contesto di ristagno della domanda interna, le spinte inflazionistiche dovrebbero confermarsi contenute.

Nel Regno Unito la crescita del PIL dovrebbe rallentare nel secondo trimestre, mentre l'inflazione è diminuita in misura solo marginale. Nel primo trimestre di quest'anno il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,7 per cento (sul periodo precedente), sostenuto in larga misura dagli effetti di anticipazione in vista degli incrementi dei dazi e delle imposte. Con il venir meno di questi fattori idiosincratici, l'attività dovrebbe segnare un rallentamento nel secondo trimestre, un'attesa sostanzialmente suffragata dai recenti dati ad alta frequenza. A giugno, l'inflazione complessiva sui dodici mesi è salita al 3,6 per cento (dal precedente 3,4), mantenendosi significativamente al di sopra dell'obiettivo della Bank of England, per effetto sia della persistente inflazione dei servizi sia dell'aumento dell'inflazione di fondo. Nel Regno Unito il mercato del lavoro sembra in fase di allentamento e la crescita salariale ha mostrato segnali di moderazione.

2 Attività economica

Nel primo trimestre del 2025 l'economia dell'area dell'euro ha registrato una crescita più forte delle attese principalmente a causa dell'impulso temporaneo fornito dall'anticipazione delle esportazioni in previsione dei maggiori dazi imposti dall'amministrazione statunitense. Tra le componenti della domanda, i consumi privati, gli investimenti complessivi e le esportazioni hanno contribuito positivamente alla crescita, mentre le variazioni delle scorte hanno fornito un contributo lievemente negativo. A livello settoriale, l'attività industriale ha guidato la crescita, anche escludendo il contributo eccezionalmente marcato della produzione irlandese. Anche l'attività nei settori dei servizi e delle costruzioni è aumentata, ma in misura più moderata. Tuttavia, i dati più recenti indicano un rallentamento dell'attività nel secondo trimestre del 2025, in conseguenza del venir meno degli effetti di anticipazione delle vendite e del rallentamento del settore dei servizi più orientato al mercato interno, mentre l'incertezza rimane elevata¹. In prospettiva, l'aumento osservato del protezionismo, i dazi più elevati e le misure distorsive del commercio, nonché l'ulteriore apprezzamento dell'euro, dovrebbero continuare a influenzare il settore manifatturiero in misura più marcata rispetto agli altri settori dell'economia². Inoltre, i recenti sviluppi in Medio Oriente hanno ulteriormente accresciuto l'incertezza geopolitica, aumentando i rischi al ribasso nel settore manifatturiero. Il mercato del lavoro resta robusto, sebbene abbia continuato ad allentarsi. Nel complesso, la ripresa prevista dovrebbe essere sostenuta dai recenti miglioramenti del potere d'acquisto e dal credito gradualmente più conveniente, in parte grazie alle precedenti riduzioni dei tassi di interesse.

Nel primo trimestre del 2025, il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,6 per cento sul periodo precedente, riflettendo in larga misura l'impulso temporaneo fornito dalle esportazioni anticipate in previsione dei maggiori dazi imposti dall'amministrazione statunitense (cfr. il grafico 3). Se si esclude l'Irlanda, nel primo trimestre 2025 la crescita del PIL dell'area dell'euro è stata pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente. L'espansione del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stata sostenuta dai consumi privati, dagli investimenti e dalle esportazioni, mentre le variazioni delle scorte hanno fornito un contributo lievemente negativo. Gli investimenti delle imprese sono risultati superiori alle attese, principalmente a causa dell'impennata degli investimenti irlandesi in prodotti di proprietà intellettuale (PPI) e mezzi di trasporto. Anche l'interscambio estero netto ha contribuito positivamente, sorretto dalle consistenti esportazioni di prodotti farmaceutici dall'Irlanda, probabilmente anticipate in vista dell'aumento dei dazi statunitensi. In un'ottica settoriale, il principale contributo alla crescita è provenuto dall'industria, anche escludendo gli eccezionali risultati dell'Irlanda. Anche i servizi e

¹ Secondo la stima rapida diffusa dall'Eurostat il 30 luglio, nel secondo trimestre dell'anno il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,1 per cento. Tale stima non era disponibile al momento della riunione del Consiglio direttivo di luglio.

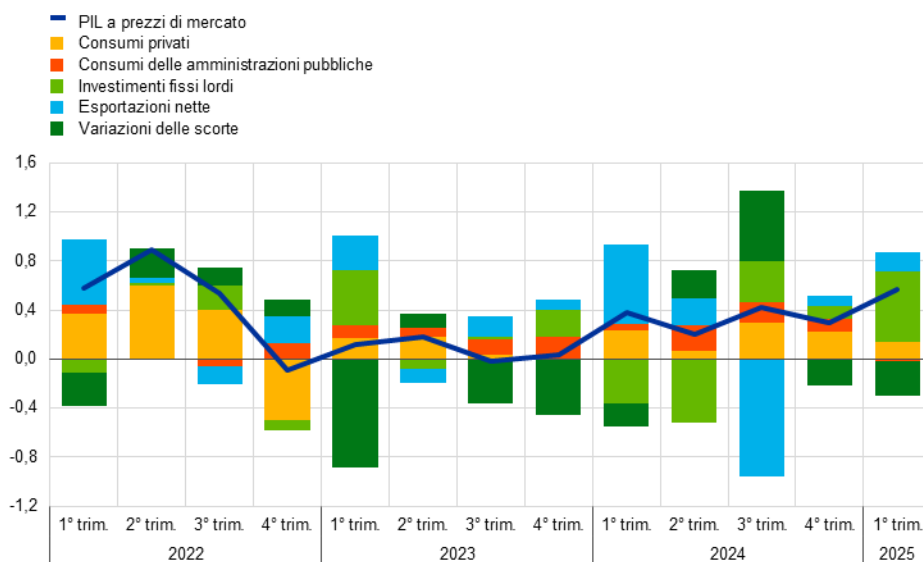
² Il 27 luglio la Commissione europea e gli Stati Uniti hanno concordato in via provvisoria un accordo quadro di riferimento per il commercio, che prevede un dazio di riferimento del 15 per cento sulla maggior parte delle esportazioni dell'UE verso gli Stati Uniti, sfrondando le precedenti minacce di dazi dal 30 al 50 per cento, ma i dettagli dell'accordo devono ancora essere finalizzati.

le costruzioni sono cresciuti, segnalando uno slancio generalizzato nell'economia dell'area dell'euro.

Grafico 3

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

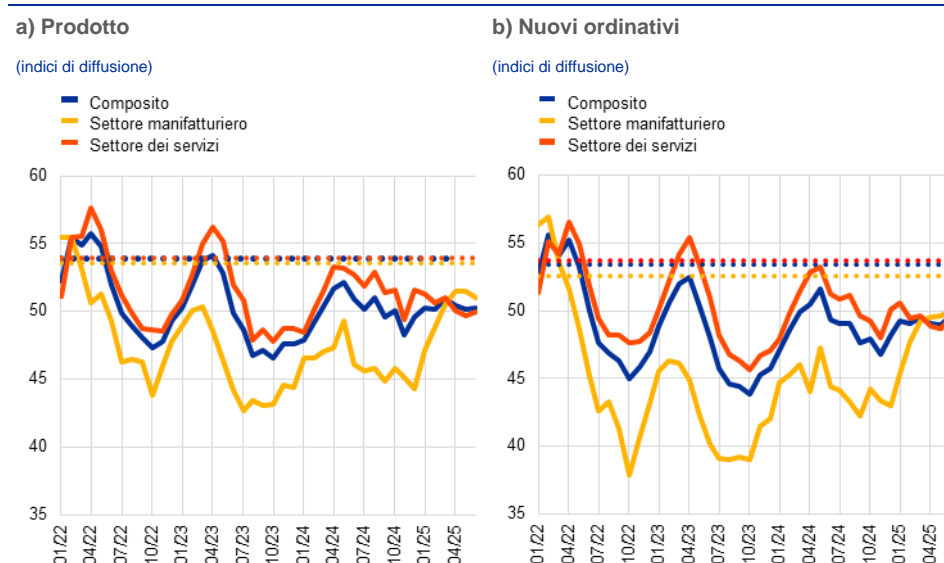
I dati più recenti confermano un significativo rallentamento della crescita economica nel secondo trimestre e segnalano una moderazione dello slancio nel breve periodo, in un contesto di elevata incertezza.

Dopo la forte dinamica osservata nel primo trimestre, che comporta anche effetti di trascinamento positivi per il secondo trimestre, la produzione industriale è diminuita bruscamente in aprile e ha recuperato in maggio, segnalando una parziale inversione degli effetti di anticipazione, ulteriormente gravata dall'apprezzamento dell'euro e dall'aumento dei dazi. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è rimasto stabile nel secondo trimestre, su un livello (50,4) che suggerisce una lieve crescita o un ristagno dell'attività. Questo risultato cela tuttavia un forte aumento del PMI per il settore manifatturiero a 51,3 (da 48,8 nel primo trimestre), con l'indicatore che supera la soglia di 50 nella sua media trimestrale per la prima volta in tre anni. Per contro, l'indice PMI relativo all'attività del settore dei servizi è sceso a 50,1 nel secondo trimestre, da 51,0 nel primo, segnalando un rallentamento in tale settore (cfr. il pannello a) del grafico 4). Al tempo stesso, l'indice PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori suggerisce che le strozzature dal lato dell'offerta non hanno limitato l'attività fino a giugno. In prospettiva, un contesto caratterizzato da dazi più elevati e aumento del protezionismo, con la conseguente incertezza, continuerà a gravare sulle prospettive a breve termine. L'indice PMI relativo ai nuovi ordini, per sua natura più prospettico, presenta un quadro simile, suggerendo l'assenza di forti differenze tra gli andamenti correnti percepiti e le aspettative nel breve periodo (cfr. il pannello b) del grafico 4). Le componenti prospettiche dell'indice di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) segnalano aspettative un po' più modeste

rispetto alla valutazione della situazione attuale. Dopo alcuni, seppur temporanei, effetti positivi di un aumento della produzione derivante dall'anticipazione delle esportazioni nel primo trimestre, nei prossimi mesi i dazi più elevati potrebbero esercitare forti effetti negativi sul comparto manifatturiero rispetto ad altri settori dell'economia. Inoltre, i recenti sviluppi in Medio Oriente hanno accresciuto l'incertezza geopolitica, gravando sul settore manifatturiero. Al tempo stesso, l'ultima indagine telefonica presso le imprese (Corporate Telephone Survey, CTS) condotta dalla BCE suggerisce, in prospettiva, un rallentamento generalizzato nel settore manifatturiero e nei servizi (cfr. il riquadro 3).

Grafico 4

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Note: le linee tratteggiate si riferiscono alle medie del periodo 2015-2019. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2025.

Nel primo trimestre del 2025 l'occupazione è aumentata dello 0,2 per cento, mentre le ore lavorate totali sono diminuite dello 0,2 per cento.

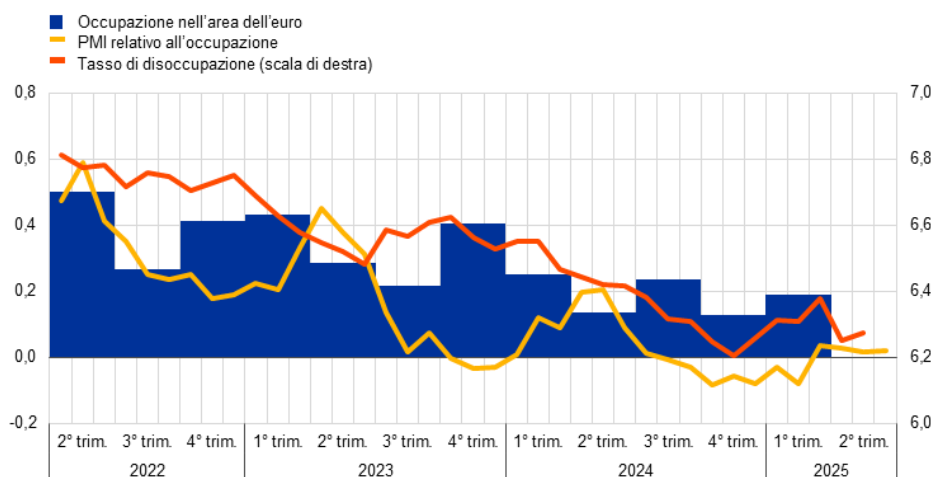
Dopo un più modesto incremento dello 0,1 per cento nel quarto trimestre del 2024, la crescita dell'occupazione è salita allo 0,2 per cento nel primo trimestre del 2025 (cfr. il grafico 5). Al contempo, il tasso di disoccupazione è stato pari al 6,3 per cento a maggio, essendosi mantenuto sostanzialmente su tale livello dalla metà del 2024. È stato accompagnato da un aumento dello 0,6 per cento delle forze di lavoro tra il quarto trimestre del 2024 e il primo del 2025. I lavoratori stranieri hanno contribuito per circa il 42 per cento alla crescita delle forze di lavoro registrata tra il primo trimestre del 2024 e il primo del 2025. La domanda di lavoro è diminuita ulteriormente e il tasso di posti vacanti è sceso al 2,4 per cento nel primo trimestre del 2025, 0,1 punti percentuali al di sotto del livello osservato nel trimestre precedente³.

³ Cfr. anche il riquadro 2 *Implicazioni della crescente concorrenza cinese per l'occupazione nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Grafico 5

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

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



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

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

Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro suggeriscono una crescita sostanzialmente nulla dell'occupazione nel secondo trimestre.

Il PMI composito mensile relativo all'occupazione si è attestato a 50,3 a giugno, 0,1 punti in più rispetto a maggio e invariato rispetto ad aprile, indicando una crescita sostanzialmente nulla dell'occupazione. A giugno il PMI relativo all'occupazione è salito, nei servizi, a 51,0, dal 50,9 di maggio, mentre ha registrato un calo nel settore manifatturiero, scendendo da 48,1 a 47,9.

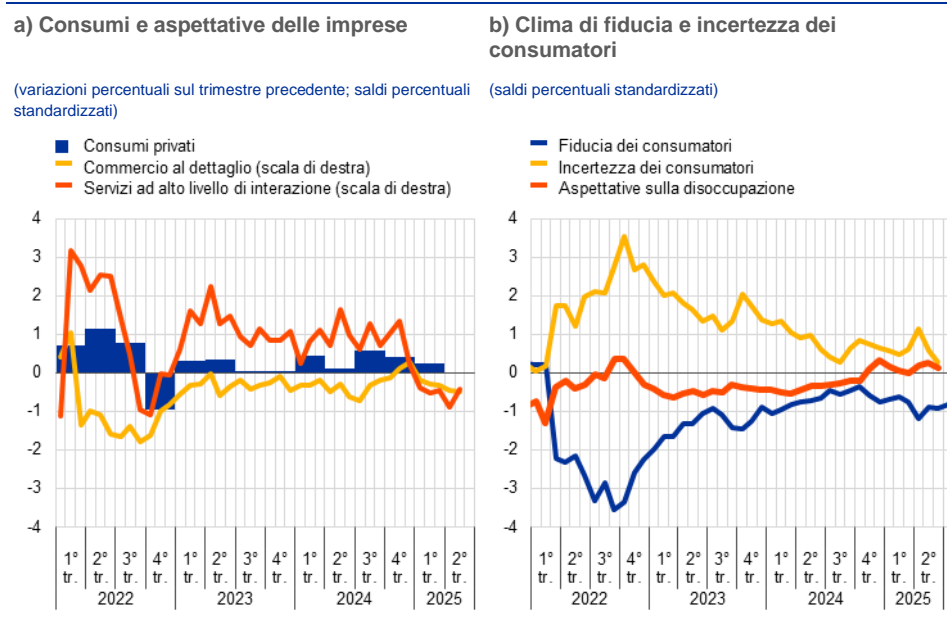
I consumi privati sono aumentati in misura moderata nel primo trimestre del 2025 e probabilmente hanno registrato un'espansione analogamente modesta nel secondo trimestre.

Dopo essere aumentati dello 0,5 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2024 (cfr. il pannello a) del grafico 6), nel primo trimestre del 2025 i consumi privati sono cresciuti dello 0,3 per cento, riflettendo la spesa moderata per servizi e un nuovo indebolimento del consumo di beni. Al rallentamento ha corrisposto un tasso di risparmio ancora elevato, pari al 15,4 per cento, in rialzo dal 15,2 per cento del quarto trimestre del 2024. I dati più recenti suggeriscono che la dinamica della spesa delle famiglie continuerà a perdere slancio nel breve periodo. La produzione nel settore dei servizi è diminuita in aprile e si è mantenuta solo lievemente al di sopra del livello del primo trimestre, mentre il volume del commercio al dettaglio è risultato superiore dello 0,3 per cento (nella media del bimestre aprile-maggio) rispetto al livello registrato nello stesso periodo di riferimento, nonostante il calo registrato in maggio. I recenti valori dell'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea sono lievemente risaliti dal calo segnato ad aprile, mantenendosi tuttavia su livelli generalmente modesti, con le attese sulla situazione finanziaria futura delle famiglie e dell'economia generale ben al di sotto delle medie precedenti la pandemia (cfr. il

pannello b) del grafico 6). Analogamente, un indicatore alternativo desunto dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori mostra che, negli ultimi mesi, l'andamento della fiducia dei consumatori è stato principalmente influenzato dalle modeste aspettative sull'economia, con una forte volatilità evidente in aprile a seguito alle recenti tensioni commerciali (cfr. il riquadro 1). Mentre in giugno l'incertezza dei consumatori è diminuita, il generale peggioramento del clima di fiducia delle famiglie si è riflesso in un ulteriore calo degli indicatori della Commissione europea sulle aspettative delle imprese per la domanda di servizi totali, commercio al dettaglio e servizi ad alto livello di interazione. Tuttavia, l'ultima indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE indica che la spesa attesa per le vacanze rimane solida. In prospettiva, il protrarsi dell'incertezza sulle politiche economiche, in particolare nel contesto degli andamenti economici mondiali, comprese le persistenti tensioni commerciali, dovrebbe continuare a pesare sulle decisioni di spesa delle famiglie. Nondimeno, la crescita dei consumi dovrebbe continuare a beneficiare dei recenti aumenti del potere d'acquisto e delle condizioni di finanziamento favorevoli.

Grafico 6

Consumi privati e aspettative delle imprese relative a commercio al dettaglio e servizi ad alto livello di interazione; clima di fiducia e incertezza dei consumatori



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: le aspettative delle imprese relative al commercio al dettaglio (esclusi gli autoveicoli) e la domanda attesa di servizi ad alto livello di interazione si riferiscono ai tre mesi successivi; la voce "Servizi ad alto livello di interazione" indica i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Per motivi legati alla disponibilità dei dati, la serie relativa ai servizi ad alto livello di interazione è standardizzata sul periodo dal 2005 al 2019 e la serie relativa all'incertezza dei consumatori è standardizzata sul periodo da aprile 2019 a maggio 2025 rispetto alla media del quarto trimestre del 2021; tutte le altre serie sono standardizzate sul periodo 1999-2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2025 per i consumi privati, a luglio 2025 per la fiducia dei consumatori e a giugno 2025 per tutte le altre voci.

Gli investimenti delle imprese hanno riflesso l'anticipazione delle esportazioni in vista di un aumento dei dazi nel primo trimestre del 2025; una parziale inversione di tale effetto è attesa nella seconda metà dell'anno. Nel primo trimestre del 2025 gli investimenti delle imprese dell'area dell'euro, al netto della componente volatile relativa alle attività immateriali irlandesi, sono saliti dello 0,9 per

cento sul periodo precedente. Tra le componenti, gli investimenti delle imprese in PPI (esclusa l'Irlanda) hanno fornito il maggiore contributo positivo, compensando il calo per macchinari e attrezzature. Tale slancio positivo sembra essersi protratto nel secondo trimestre, poiché la produzione industriale nel settore dei beni di investimento è cresciuta dell'1,4 per cento nel bimestre aprile-maggio rispetto alla media del primo trimestre del 2025. Tuttavia, l'indagine CTS suggerisce che, nella prima metà del 2025, l'anticipazione delle vendite verso gli Stati Uniti sia stata un fattore determinante per la dinamica del settore dei beni di investimento (cfr. il riquadro 3), che non è stata quindi sospinta necessariamente da miglioramenti dei fondamentali sottostanti. Le evidenze tratte dalle indagini segnalano un quadro moderato per la seconda metà del 2025, in linea con le deboli prospettive di crescita, in un contesto caratterizzato da dazi più elevati, un euro più forte e dal perdurare di un'elevata incertezza. L'indagine CTS indica una probabile attenuazione della crescita in concomitanza con l'approccio "attendista"⁴ adottato dalle imprese. Allo stesso modo, l'indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS) suggerisce solo un moderato incremento netto del fabbisogno di finanziamento a fini di investimento nel terzo trimestre del 2025. Anche altri indicatori qualitativi, come gli indicatori del clima di fiducia (cfr. il pannello a) del grafico 7), rimangono modesti. Analogamente, il protrarsi di un'elevata incertezza e limitati incentivi agli investimenti, come riflesso dalla bassa Q di Tobin, segnalano prospettive di investimento deboli.

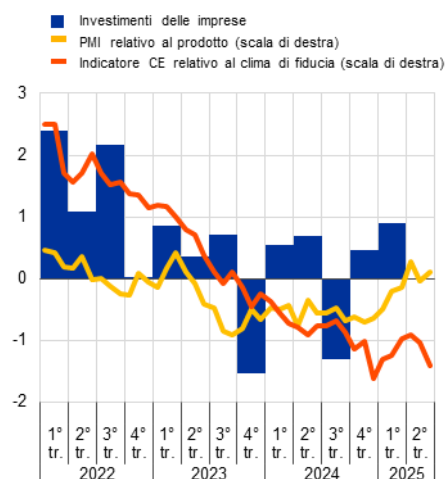
⁴ Cfr. il riquadro 3 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* in questo numero del Bollettino.

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini

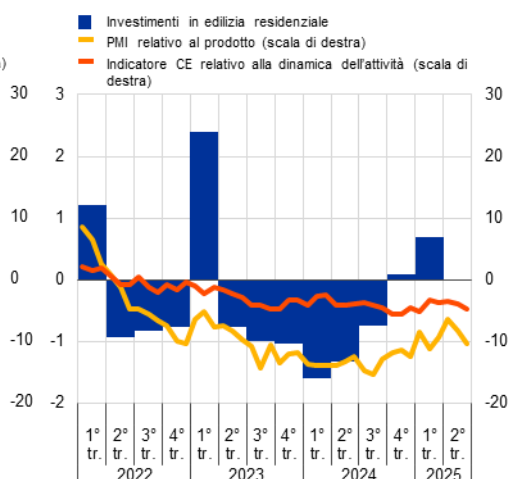
a) Investimenti delle imprese

(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 (CE), S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi. Gli indicatori di breve periodo si riferiscono al settore dei beni di investimento. L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei beni di investimento è normalizzato per la media del periodo 1999-2019 e per la deviazione standard della serie. Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla media ponderata della valutazione espressa dal settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione circa l'andamento dell'attività rispetto ai tre mesi precedenti, normalizzata rispetto alla deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2025 per gli investimenti e a giugno 2025 per il PMI relativo al prodotto e gli indicatori della Commissione.

Nel primo trimestre del 2025 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono cresciuti e probabilmente nel secondo trimestre sarebbe proseguita la ripresa.

Dopo essere cresciuti dello 0,1 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2024, nel primo trimestre del 2025 gli investimenti in edilizia residenziale sono aumentati dello 0,7 per cento, interrompendo il protratto calo iniziato nel primo trimestre del 2022. Secondo gli indicatori ad alta frequenza, è probabile che nel secondo trimestre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale abbiano proseguito la loro ripresa. In aprile e in maggio la produzione nel settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione è stata, in media, superiore dell'1,7 per cento ai livelli registrati nel primo trimestre (cfr. il pannello b) del grafico 7). Tuttavia, gli indicatori basati sulle indagini, come l'indicatore della Commissione europea relativo alle tendenze recenti delle attività nei settori delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione e il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale, sono peggiorati fra aprile e giugno, indicando pertanto prospettive di crescita moderate per il secondo trimestre. In prospettiva, gli investimenti in edilizia residenziale dovrebbero beneficiare ulteriormente del miglioramento dell'accessibilità economica delle abitazioni, grazie alle condizioni di finanziamento più favorevoli e alla ripresa dei redditi. Ciò si riflette, inoltre, nella vivace domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni, rilevata nell'indagine sul credito bancario di luglio. Tuttavia, il modesto incremento delle concessioni edilizie residenziali nel primo trimestre del 2025, nonché il marcato peggioramento delle valutazioni delle imprese edili sugli ordini, rilevate dalla Commissione europea in giugno, indicano un'attività modesta del settore

residenziale nei mesi a venire. Nel complesso, gli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbero mantenersi su una traiettoria di moderata ripresa.

In maggio le esportazioni di beni dell'area dell'euro sono rimaste stabili.

Dopo un picco a marzo, determinato principalmente dalle esportazioni irlandesi di prodotti chimici verso gli Stati Uniti, le esportazioni sono tornate sui livelli abituali in aprile e maggio. In prospettiva, gli indicatori delle indagini segnalano una perdurante contrazione delle esportazioni di servizi, con una dinamica pressoché neutrale delle esportazioni del settore manifatturiero. È probabile che l'apprezzamento dell'euro freni ulteriormente la competitività delle esportazioni. In aggiunta, gli esportatori dell'area dell'euro continuano a far fronte a un'incertezza elevata sulle politiche commerciali, in un contesto caratterizzato dal dibattito circa un nuovo accordo commerciale con l'amministrazione statunitense, che impone un tetto del 15 per cento ai dazi sui beni dell'UE. Nel contempo, in maggio le importazioni dell'area dell'euro sono diminuite moderatamente, a causa degli Stati Uniti. Le importazioni dalla Cina sono cresciute in misura significativa dall'inizio dell'anno, intensificando la concorrenza con i produttori nazionali (cfr. il riquadro 2). A fronte di un eccesso di capacità produttiva ancora elevato in Cina e di dazi statunitensi che potenzialmente incoraggiano la diversificazione degli scambi, nei prossimi mesi sembra probabile un'ulteriore pressione sui prezzi delle importazioni dell'area dell'euro.

Nel complesso, le prospettive per l'attività dell'area dell'euro restano fortemente incerte a causa dell'aumento dei dazi e delle persistenti tensioni geopolitiche, nonostante alcune notevoli circostanze positive.

È probabile che un elevato livello di incertezza riduca ulteriormente il clima di fiducia di famiglie e imprese. Al tempo stesso, il crescente protezionismo a livello mondiale, i dazi elevati e le misure distorsive dell'interscambio, nonché l'ulteriore apprezzamento dell'euro, rappresentano una minaccia per le prospettive dell'area. Gli sviluppi in Medio Oriente hanno contribuito all'accresciuta incertezza geopolitica. Nondimeno, il recente aumento del potere d'acquisto derivante dal mercato del lavoro e la protratta tenuta di quest'ultimo consentiranno alle famiglie di spendere di più, mentre gli investimenti pubblici legati alla spesa per la difesa e le infrastrutture sosterranno sempre più la crescita (cfr. il riquadro 7). Unitamente a condizioni di finanziamento più favorevoli, ciò dovrebbe preservare la resilienza dell'economia rispetto agli shock mondiali.

3 Prezzi e costi

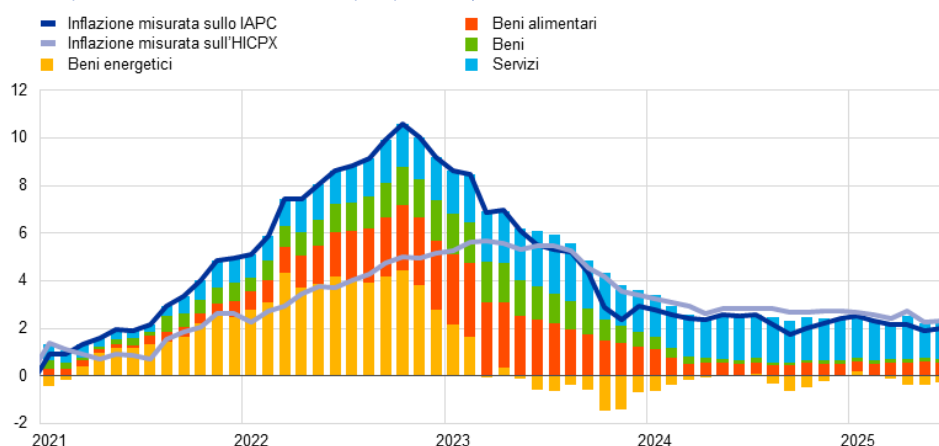
A giugno 2025 l'inflazione complessiva nell'area dell'euro si è collocata al 2,0 per cento, in lieve aumento rispetto all'1,9 di maggio⁵. Tale incremento è stato principalmente determinato dai rincari dei beni energetici, che hanno più che compensato un calo dell'inflazione dei beni alimentari. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è nel complesso in linea con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dalla BCE. Le pressioni interne sui prezzi hanno continuato ad attenuarsi, soprattutto per effetto della moderazione della dinamica salariale. Nel primo trimestre del 2025 il tasso di crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per dipendente si è collocato al 3,8 per cento, in calo dal 4,1 nell'ultimo trimestre del 2024. Insieme alla maggiore crescita della produttività, ciò ha determinato un rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto. La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continua a collocarsi intorno al 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo.

Nell'area dell'euro l'inflazione complessiva, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è lievemente aumentata al 2,0 per cento in giugno, dall'1,9 in maggio (cfr. il grafico 8). L'incremento è stato determinato da un'inflazione dei beni energetici meno negativa, che ha più che compensato il calo dell'inflazione dei beni alimentari. Il dato sull'inflazione relativo al secondo trimestre del 2025 (2,0 per cento) si è mostrato in linea con le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema.

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. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2025.

I prezzi dei beni energetici continuano a mostrare una sostanziale volatilità: l'inflazione della componente energetica è rimasta negativa in giugno, salendo

⁵ I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 23 luglio 2025. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a luglio 2025 l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta invariata al 2,0 per cento.

tuttavia al -2,6 per cento, dal -3,6 in maggio. Tale incremento riflette principalmente un effetto base positivo indotto dai più bassi prezzi dei carburanti per il trasporto registrati nel giugno 2024. La scomposizione dettagliata ha evidenziato un aumento del tasso di inflazione sui dodici mesi dei carburanti per il trasporto, connesso al rincaro del petrolio, compensato solo in parte dai minori prezzi di elettricità e gas.

L'inflazione dei beni alimentari è scesa lievemente al 3,1 per cento in giugno 2025, dal 3,2 in maggio. Il calo è stato determinato da una flessione del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati (dal 2,9 per cento in maggio al 2,6 in giugno), che non è stata interamente compensata dall'aumento dei prezzi dei beni alimentari non trasformati (dal 4,3 per cento in maggio al 4,6 in giugno). Tale incremento è stato principalmente determinato da un più elevato tasso di inflazione sui dodici mesi di carne e frutta, compensato solo in parte da un minore tasso di inflazione degli ortaggi. Al tempo stesso, il calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati può essere soprattutto ricondotto alla minore pressione esercitata dall'inflazione dei tabacchi. Ciò detto, anche il tasso di variazione sui dodici mesi dei beni alimentari trasformati al netto dei tabacchi è lievemente sceso in giugno, portandosi al 2,1 per cento dal 2,2 in maggio.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare (HICPX) è rimasta invariata al 2,3 per cento in giugno. L'inflazione dei beni industriali non energetici è scesa allo 0,5 per cento in giugno, dallo 0,6 in maggio. Tale flessione è stata compensata da un aumento marginale dell'inflazione dei servizi, che si è collocata al 3,3 per cento in giugno dal 3,2 in maggio. L'espansione di quest'ultima è stata determinata dalla crescita dei prezzi dei servizi di trasporto, nonché dall'incremento dell'inflazione sui dodici mesi delle componenti relative ai servizi di comunicazione e alle attività ricreative. Il calo dell'inflazione dei beni industriali non energetici è in linea con il protrarsi di pressioni moderate sui prezzi, riconducibili alla bassa crescita dei prezzi all'importazione e al rafforzamento dell'euro. Un rallentamento dell'inflazione dei beni semidurevoli ha determinato il calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici; tale rallentamento è stato tuttavia parzialmente controbilanciato da una più elevata inflazione dei beni durevoli.

La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è nel complesso in linea con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dalla BCE (cfr. il grafico 9)⁶. Gran parte delle misure ha oscillato in un intervallo compreso tra il 2,1 e il 2,6 per cento. L'inflazione di fondo è rimasta invariata secondo tutte le misure di esclusione permanente. Alcune misure di esclusione temporanea, quali la mediana ponderata e la media troncata del 10 per cento, hanno continuato a diminuire in giugno. Per quanto riguarda le misure basate su modelli, nello stesso mese l'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, si è mantenuto invariato al 2,6 per cento. Nel contempo, la componente

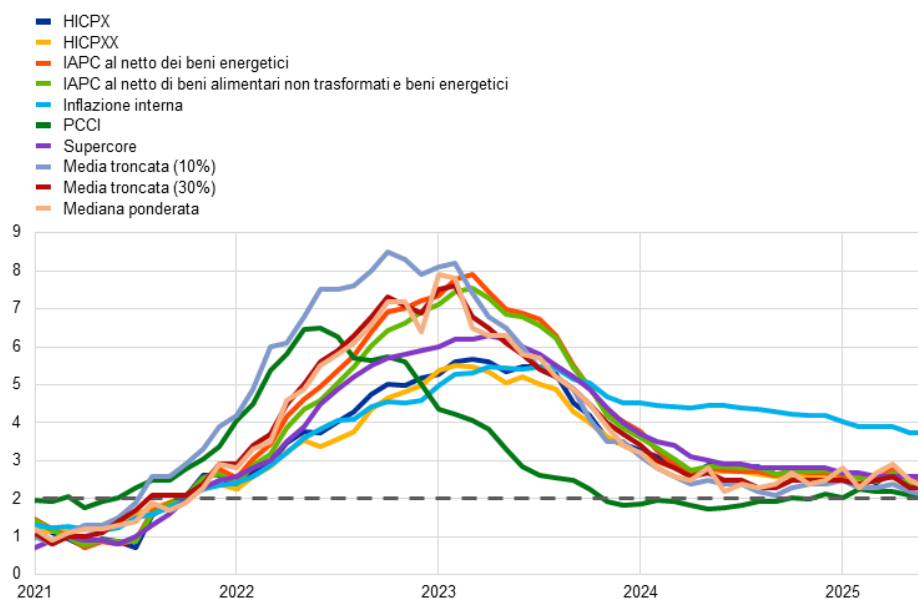
⁶ Per informazioni sulle diverse misure dell'inflazione di fondo, cfr. Lane, P.R., "Underlying Inflation: an update", intervento pronunciato alla *Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024* organizzata dalla Federal Reserve Bank of Cleveland e dalla BCE, 24 ottobre 2024.

comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) è aumentata lievemente, passando dal 2,1 per cento in maggio al 2,2 in giugno. L'inflazione interna è rimasta invariata al 3,7 per cento, mantenendosi su un livello persistentemente elevato.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo HICPXX indica lo IAPC al netto delle componenti energetica, alimentare e delle voci relative a viaggi, abbigliamento e calzature. La linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento a medio termine. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2025.

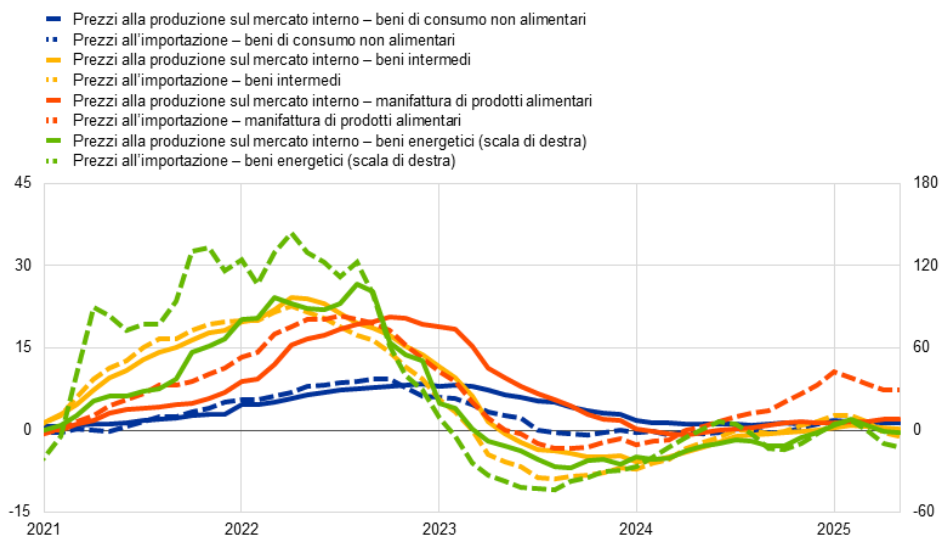
Le pressioni inflazionistiche negli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi dei beni hanno continuato a moderarsi in maggio, mentre quelle negli stadi successivi sono rimaste sostanzialmente stabili (cfr. il grafico 10).

Negli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione per i beni intermedi venduti sul mercato interno è ulteriormente scesa allo 0,3 per cento in maggio, dallo 0,4 in aprile. Negli stadi successivi il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari è rimasto invariato all'1,4 per cento. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è lievemente salito, collocandosi allo 0,3 per cento in maggio dallo 0,2 in aprile, mentre l'inflazione all'importazione dei beni intermedi è scesa al -1,0 per cento dal -0,4. Nello stesso periodo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni alimentari processati è lievemente salito al 2,1 per cento dal 2,0, indicando pressioni sui costi più persistenti nel segmento della manifattura alimentare. In maggio l'inflazione all'importazione dei beni alimentari processati è rimasta invariata al 7,4 per cento, potenzialmente riflettendo gli elevati prezzi delle materie prime alimentari a livello internazionale. Nel complesso, i dati suggeriscono che, sebbene le pressioni inflazionistiche sui prezzi dei beni di consumo si siano sostanzialmente attenuate, il segmento dei beni alimentari mostri segnali di una dinamica inflazionistica più persistente.

Grafico 10

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2025.

Nel primo trimestre del 2025 le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, hanno continuato ad attenuarsi, con un rallentamento del tasso di crescita sul periodo corrispondente al 2,3 per cento dal 2,6 del trimestre precedente (cfr. il grafico 11). Ciò riflette un calo consistente rispetto al valore massimo del 6,4 per cento raggiunto nel primo trimestre del 2023. Il rallentamento del deflatore del PIL è dovuto ai minori contributi del costo del lavoro per unità di prodotto (1,7 punti percentuali, in calo da 2,0 nel trimestre precedente) e delle imposte per unità di prodotto (0,4 punti percentuali, in calo da 0,7). Per contro, l'apporto degli utili unitari è aumentato a 0,2 punti percentuali, a seguito del contributo negativo di -0,1 punti percentuali registrato nel quarto trimestre del 2024. La moderazione del costo del lavoro per unità di prodotto riflette l'effetto congiunto di un rallentamento della crescita salariale, misurata in termini di costo del lavoro per dipendente (3,8 per cento nel primo trimestre del 2025, a fronte del 4,1 nel trimestre precedente), e di un'accelerazione della crescita della produttività (0,8 per cento, dallo 0,6 del trimestre precedente). La moderazione del costo del lavoro per dipendente continua a interessare settori e paesi in maniera generalizzata. Inoltre, il rallentamento della sua dinamica riflette un forte calo della crescita delle retribuzioni contrattuali (2,5 per cento nel primo trimestre del 2025, in calo dal 4,1 del trimestre precedente), in parte compensato da un aumento della componente eccedente i minimi⁷. In prospettiva, l'indice salariale della BCE, che incorpora i dati sugli accordi salariali negoziati fino alla fine di giugno 2025, suggerisce che le pressioni sulla dinamica delle retribuzioni continueranno ad attenuarsi nel corso dell'intero anno. Tale ulteriore moderazione è confermata dai più recenti indicatori della crescita salariale ricavati dalle indagini, come quella telefonica condotta dalla BCE presso le imprese (Corporate Telephone Survey), in cui le

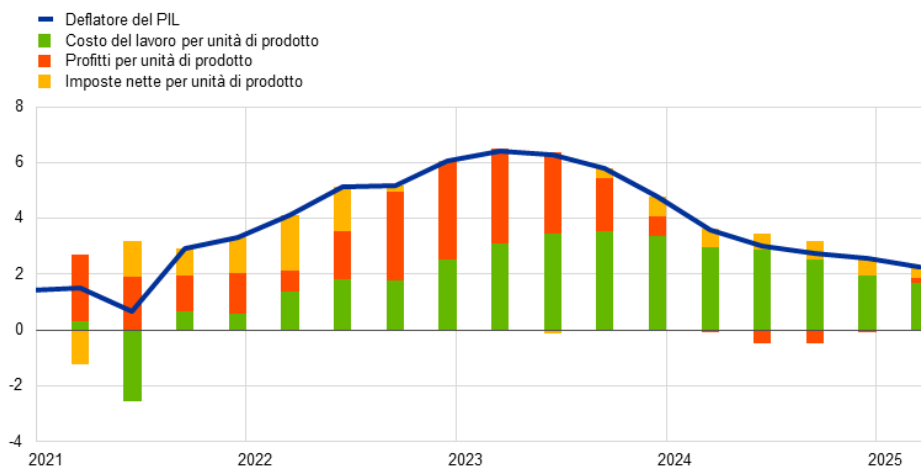
⁷ Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 5 [Andamenti recenti dei salari e ruolo della componente eccedente i minimi contrattuali](#) nel numero 6/2024 di questo Bollettino.

aspettative sulla crescita delle retribuzioni si collocano rispettivamente al 3,3 e al 2,8 per cento nel 2025 e nel 2026⁸.

Grafico 11

Scomposizione del deflatore del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; 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 primo trimestre del 2025.

Nel periodo successivo alla riunione del Consiglio direttivo di giugno gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine basati sul mercato e sulle indagini sono rimasti stabili, collocandosi per lo più intorno al 2 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 12). Sia nell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) a luglio 2025 sia nell'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il terzo trimestre del 2025, la mediana e la media delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste invariate al 2 per cento. Nel periodo successivo alla riunione del Consiglio direttivo di giugno le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) sono aumentate, con un tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale pari a circa il 2,1 per cento. Le stime delle aspettative di inflazione effettive basate su modelli, al netto dei premi per il rischio di inflazione, indicano che gli operatori di mercato continuano ad attendersi che l'inflazione si collochi intorno al 2 per cento nel più lungo periodo.

Le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati, come indicato dagli inflation fixing, rimangono al di sotto del 2 per cento, ma sono aumentate nel periodo in esame. A seguito della decisione di ridurre di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, adottata in giugno dal Consiglio direttivo, le misure delle aspettative di mercato a breve e medio termine per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei tabacchi sono salite e da allora hanno continuato a registrare un modesto incremento. Attualmente gli investitori si attendono che l'inflazione rimanga intorno al 2 per cento nei prossimi

⁸ Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 3 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* in questo numero del Bollettino.

mesi, per poi diminuire intorno al volgere dell'anno e risalire su livelli lievemente inferiori al 2 per cento entro la metà del 2026. In una prospettiva di più lungo periodo, anche il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale è lievemente aumentato, collocandosi all'1,8 per cento circa.

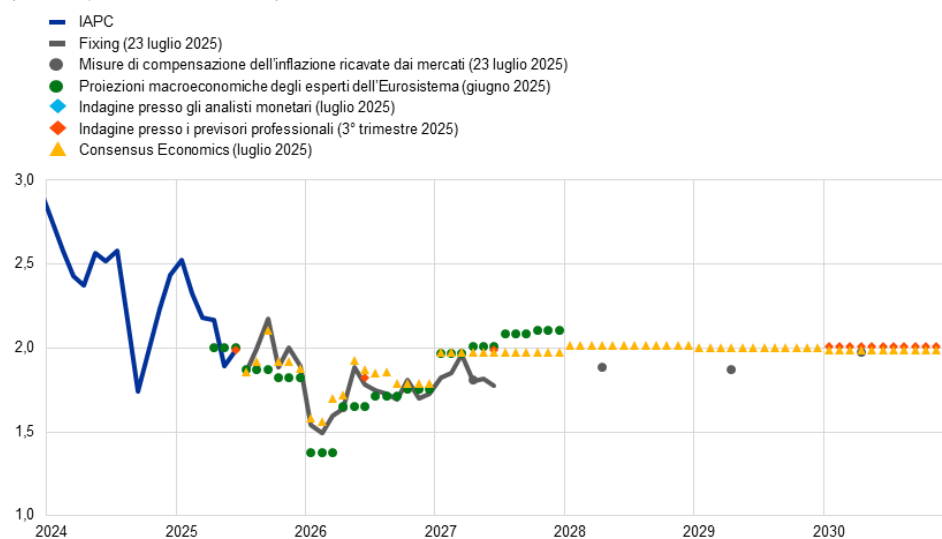
Le aspettative di inflazione a breve termine dei consumatori si sono ridotte sia in maggio sia in giugno, invertendo l'aumento osservato nei mesi precedenti (cfr. il pannello b) del grafico 12). Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE in giugno 2025, le aspettative mediane per l'inflazione complessiva nell'anno successivo sono diminuite al 2,6 per cento, dopo aver segnato il 2,8 in maggio e il 3,1 in aprile, mentre le aspettative di inflazione su un orizzonte di tre anni sono rimaste invariate al 2,4 per cento. La moderazione delle aspettative a breve termine potrebbe riflettere un calo dell'incertezza riguardo all'inflazione e un miglioramento del clima di fiducia dei partecipanti all'indagine rispetto all'edizione di aprile.

Grafico 12

Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

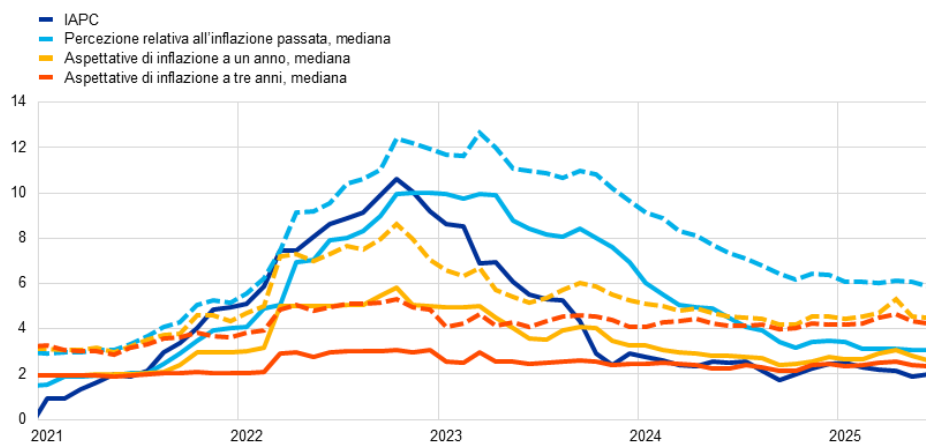
a) Inflazione complessiva, misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, proiezioni di inflazione e misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, SPF, CES), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2025* ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) la serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui seguenti tassi a termine: a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni e a un anno su un orizzonte di tre anni. Per le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 23 luglio 2025. Gli inflation fixing sono contratti swap collegati a determinate pubblicazioni dei dati mensili relativi all'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro, al netto dei tabacchi. L'indagine SPF relativa al terzo trimestre del 2025 si è svolta tra il 1° e il 3 luglio 2025. L'indagine SMA relativa a luglio 2025 è stata condotta tra il 7 e il 9 luglio 2025. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate al 14 luglio 2025. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema sono state ultimate il 21 maggio 2025 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 14 maggio 2025. Nel pannello b) per l'indagine CES le linee tratteggiate indicano la media e le linee continue la mediana. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2025.

Nel periodo in esame, compreso tra il 5 giugno e il 23 luglio 2025, le oscillazioni dei mercati finanziari dell'area dell'euro sono state nel complesso relativamente contenute, nonostante il perdurare delle tensioni geopolitiche e delle rinnovate incertezze legate al commercio. Il tasso di riferimento a breve termine in euro €STR (euro short-term rate) è rimasto in un intervallo ristretto, dopo la decisione presa dal Consiglio direttivo nella riunione del 5 giugno 2025 di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. La curva a termine è rimasta sostanzialmente stabile, e gli operatori hanno incorporato nei prezzi riduzioni cumulate dei tassi di interesse pari a circa 25 punti base entro la fine dell'anno. I differenziali tra i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato e i tassi privi di rischio sono lievemente diminuiti. Ciò ha riflesso rendimenti sovrani dell'area dell'euro sostanzialmente invariati unitamente a un simultaneo incremento del tasso sugli overnight index swap (OIS), in un contesto caratterizzato da aspettative di una maggiore emissione di debito pubblico. I differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro sono nel complesso diminuiti, riflettendo una ripresa della propensione al rischio dopo l'ampliamento dei differenziali in aprile. I mercati azionari dell'area dell'euro, per contro, hanno registrato un modesto calo nel periodo in esame, dopo il precedente rimbalzo innescato dall'annuncio dei dazi statunitensi del 2 aprile. Tale calo segnala una perdurante cautela degli investitori, soprattutto in settori sensibili ai rischi commerciali. Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato ulteriormente nei confronti del dollaro statunitense e su base ponderata per l'interscambio.

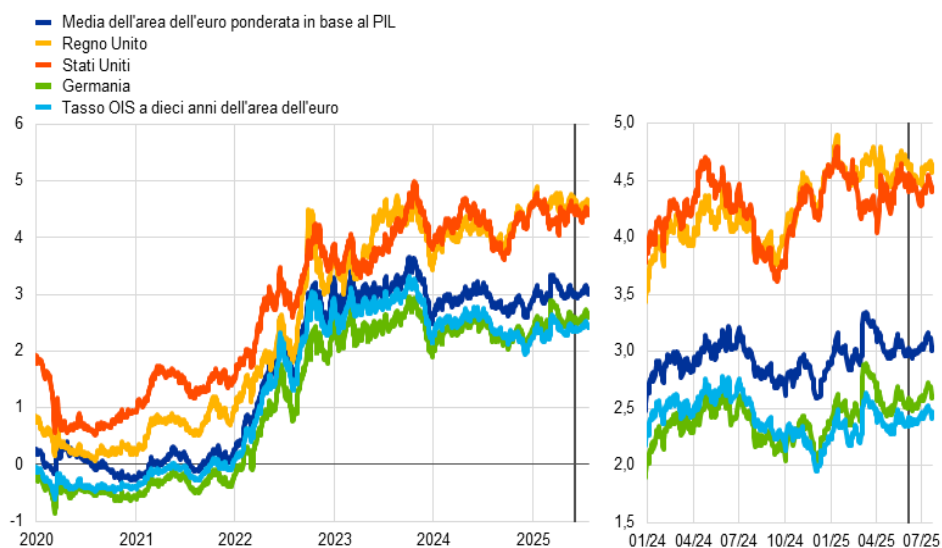
Nel periodo in esame i tassi privi di rischio dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente stabili, nonostante il persistere di elevati livelli di incertezza commerciale e geopolitica. Al termine del periodo in esame il tasso €STR si è attestato all'1,92 per cento, in seguito alla decisione ampiamente prevista, adottata nella riunione di giugno del Consiglio direttivo, di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 53 miliardi di euro, scendendo a 2.655 miliardi. Ciò è dovuto principalmente al calo dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria, in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito dei programmi di acquisto di attività. La curva a termine del tasso a breve termine privo di rischio si è spostata verso l'alto il giorno della decisione del Consiglio direttivo, per poi oscillare entro un intervallo ristretto nel corso del periodo in esame. Ciò è avvenuto nonostante l'accresciuta incertezza connessa allo scadere della sospensione dei dazi di 90 giorni il 9 luglio, successivamente estesa al 1° agosto, e le forti tensioni geopolitiche in Medio Oriente, che hanno contribuito a un temporaneo rialzo dei corsi petroliferi e a un aumento di breve durata della volatilità nei mercati finanziari, ma hanno avuto un impatto trascurabile sull'andamento implicito di mercato dei tassi di riferimento della BCE. Al termine del periodo in esame gli operatori di mercato hanno incorporato nei prezzi riduzioni cumulate dei tassi pari a circa 25 punti base entro la fine del 2025. L'inclinazione della curva dei tassi OIS si è accentuata, con tassi sostanzialmente invariati sugli orizzonti fino a cinque anni e in aumento di 6 punti base, fino al 2,5 per cento, sulla scadenza a dieci anni.

I differenziali tra i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi privi di rischio sono lievemente diminuiti nel periodo in esame (cfr. il grafico 13). Nello stesso periodo, il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato al 3,0 per cento, mentre il tasso OIS a dieci anni è aumentato di 6 punti base. Di conseguenza, la variazione complessiva dei premi per il rischio sovrano è stata modesta, come rispecchiato dal restringimento dei differenziali di 7 punti base, con oscillazioni dei rendimenti sostanzialmente simili tra i singoli emittenti sovrani dell'area dell'euro. L'aumento dei tassi nominali privi di rischio è stato in parte determinato da un incremento della compensazione per l'inflazione e, in parte, da tassi reali più elevati. Al di fuori dell'area dell'euro, i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi e del Regno Unito a dieci anni hanno registrato variazioni minime, attestandosi rispettivamente al 4,4 e al 4,6 per cento al termine del periodo in esame.

Grafico 13

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 (5 giugno 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 23 luglio 2025.

Nel periodo in esame le quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono diminuite in misura modesta, riflettendo la persistente cautela da parte degli investitori, in un contesto attuale segnato da incertezze economiche. Dopo il rimbalzo dei corsi azionari a seguito dell'annuncio dei dazi statunitensi del 2 aprile, gli indici generali del mercato azionario sono scesi dello 0,4 per cento nel corso del periodo in esame, mentre le società non finanziarie (SNF) hanno registrato perdite dello 0,1 per cento e le società finanziarie un guadagno pari all'1,4 per cento, a indicare un clima di fiducia nel complesso cauto. Mentre il settore energetico ha beneficiato del rincaro del petrolio, in vari altri comparti le quotazioni azionarie hanno registrato un calo. I settori fortemente esposti al commercio internazionale hanno registrato le peggiori performance, nonostante l'apparente calma sui mercati in un contesto di negoziati commerciali in corso. Per contro, dopo la correzione avvenuta ad aprile, i mercati

azionari statunitensi hanno evidenziato risultati notevolmente migliori rispetto a quelli delle loro controparti dell'area dell'euro, con indici generali in recupero del 7,0 per cento. Questa performance vigorosa è stata sostenuta da guadagni pari al 7,0 per cento registrati sia dalle società finanziarie sia dalle società non finanziarie. La crescita dei titoli azionari delle SNF statunitensi è stata sospinta dal miglioramento del clima di fiducia degli investitori, che ha riflesso segnali di progresso nei negoziati commerciali, e dal perdurare di una forte domanda di titoli del comparto tecnologico, in particolare di quelli associati all'intelligenza artificiale.

I differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono contratti dopo il pronunciato ampliamento osservato in aprile, riflettendo una ripresa della propensione al rischio da parte degli investitori. All'inizio del periodo in esame i differenziali sono rimasti sostanzialmente stabili, in quanto gli investitori hanno valutato le potenziali implicazioni delle rinnovate tensioni commerciali a livello mondiale per gli utili societari e l'attività economica. Successivamente, tuttavia, quando il clima di fiducia ha iniziato a migliorare, i differenziali si sono contratti rispettivamente di 8 e 10 punti base nel comparto degli emittenti di qualità elevata (investment grade) e in quello ad alto rendimento (high yield). Tale contrazione è stata generalizzata sia per gli emittenti finanziari sia per quelli non finanziari.

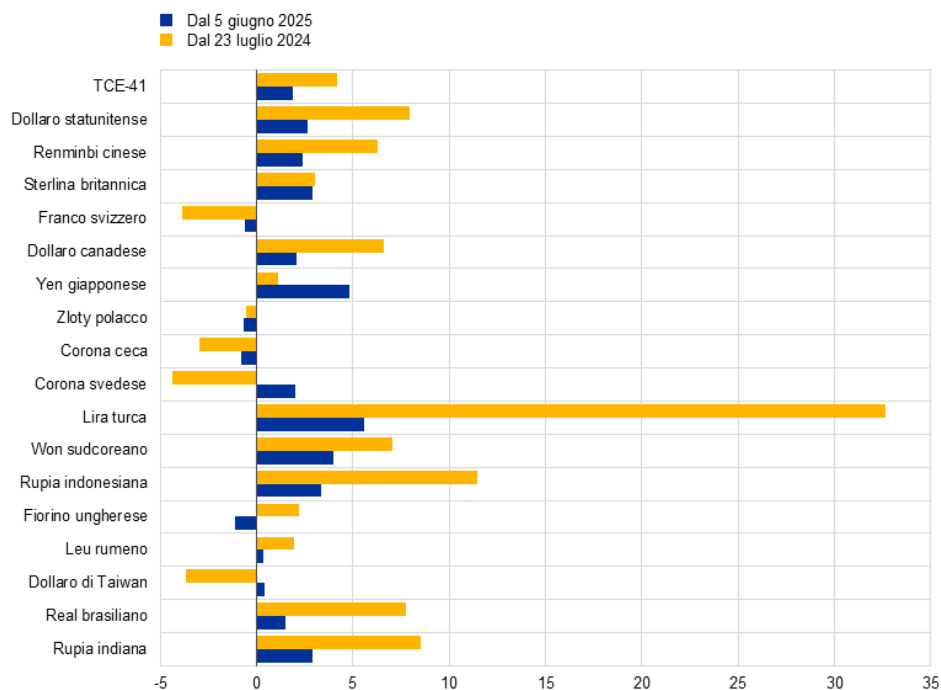
Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato ulteriormente nei confronti del dollaro statunitense e su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 14).

Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è rafforzato del 2,1 per cento. L'euro si è apprezzato del 3,0 per cento nei confronti del dollaro statunitense, sostenuto dai fondamentali relativamente robusti dell'area dell'euro nonché dai timori circa la sostenibilità dei conti pubblici degli Stati Uniti, in presenza di perduranti incertezze commerciali. La traiettoria al rialzo dell'euro si è generalmente protratta a giugno, nonostante l'intensificarsi dei rischi geopolitici, compreso il conflitto tra Israele e Iran. A partire dagli inizi di luglio tale traiettoria ascendente si è in parte invertita rispetto al dollaro statunitense e su base ponderata per l'interscambio, in quanto gli investitori hanno rivisto le attese di un ulteriore allentamento della politica monetaria statunitense, sulla scorta di dati sull'inflazione più alti del previsto. L'apprezzamento dell'euro è stato relativamente generalizzato, con un rafforzamento nei confronti di gran parte delle divise principali e delle economie emergenti. L'euro ha registrato guadagni notevoli nei confronti dello yen giapponese (4,5 per cento), determinati dalle incertezze relative ai dazi statunitensi, nonché dalle prospettive politiche e monetarie del Giappone. Per contro, si è lievemente deprezzato rispetto al franco svizzero, dello 0,7 per cento, riflettendo la costante domanda di quest'ultimo come valuta rifugio in questo periodo di acute incertezze.

Grafico 14

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 23 luglio 2025.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

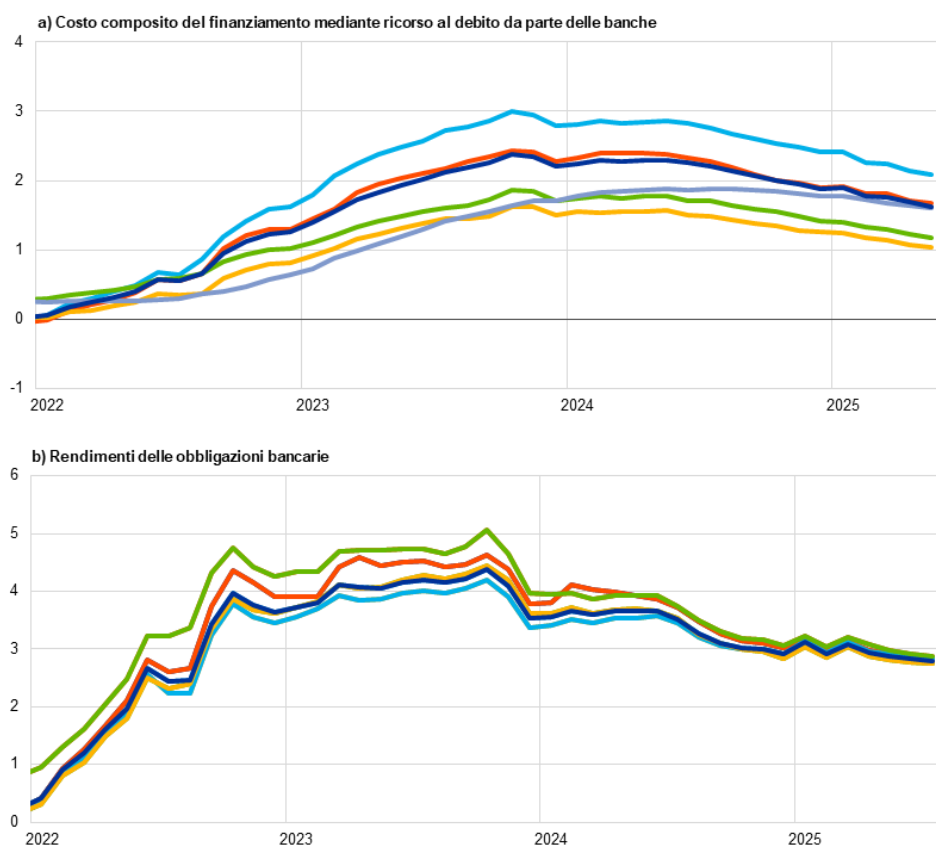
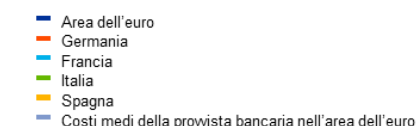
A maggio i costi della provvista bancaria hanno continuato a diminuire, riflettendo il calo dei tassi di riferimento. I tassi di interesse medi sui nuovi prestiti alle imprese sono scesi al 3,7 per cento a maggio, mentre quelli sui nuovi mutui ipotecari erogati alle famiglie hanno subito variazioni lievi dall'inizio dell'anno, mantenendosi al 3,3 per cento. A maggio la crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie è rimasta sostanzialmente stabile, pur rimanendo ben al di sotto delle medie storiche, di riflesso anche all'elevata incertezza. Nel periodo in esame, compreso tra il 5 giugno e il 23 luglio 2025, il costo sostenuto dalle imprese per il finanziamento sia mediante capitale di rischio sia mediante ricorso al mercato è diminuito in misura marginale. Secondo l'indagine condotta dalla BCE sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2025, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati nel secondo trimestre del 2025, mentre la domanda di prestiti è lievemente aumentata. I criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni si sono leggermente irrigiditi, mentre la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato ad aumentare vigorosamente. Nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on Access to Finance of Enterprises, SAFE) per il secondo trimestre del 2025, condotta dalla BCE tra il 30 maggio e il 27 giugno 2025, le imprese hanno continuato a segnalare un calo dei tassi di interesse bancari, pur segnalando al tempo stesso un lieve irrigidimento delle altre condizioni di prestito. A maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è rimasto stabile, collocandosi al 3,9 per cento.

A maggio 2025 i costi della provvista bancaria sono lievemente diminuiti, riflettendo il calo dei tassi di riferimento. Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro, ovvero l'indice che misura i costi marginali della provvista bancaria, è sceso lievemente a maggio (cfr. il pannello a) del grafico 15), riflettendo le riduzioni dei tassi di riferimento operate dalla BCE. La flessione è stata determinata dai tassi sui depositi e dai tassi interbancari. Al contempo, i rendimenti delle obbligazioni bancarie hanno oscillato su livelli intorno al 3,0 per cento dall'inizio dell'anno, in un contesto di maggiore volatilità nei mercati finanziari, soprattutto a partire da aprile, riconducibile in parte all'incertezza connessa ai dazi statunitensi (cfr. il pannello b) del grafico 15). A maggio il tasso composito sui depositi è lievemente diminuito, collocandosi all'1,0 per cento, in calo dal picco dell'1,4 per cento di maggio 2024. Tale flessione è stata determinata principalmente dai minori tassi di interesse sui depositi a termine di imprese e famiglie. I tassi sui depositi overnight sono rimasti sostanzialmente stabili e, pur rimanendo significativo, si è ulteriormente ridotto il differenziale tra i tassi di interesse sui depositi a termine e quelli a vista sia per le imprese sia per le famiglie.

Grafico 15

Costi compositi della provvista bancaria in alcuni paesi dell'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: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media dei costi delle nuove operazioni per depositi a vista, depositi rimborsabili con preavviso, depositi a termine, obbligazioni e prestiti interbancari, ponderati per i rispettivi importi in essere. I costi medi della provvista bancaria utilizzano le stesse ponderazioni, ma si basano sui tassi per i depositi in essere e per la provvista interbancaria, oltre che sul rendimento a scadenza stabilito al momento dell'emissione per le obbligazioni. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2025 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche (pannello a) e al 23 luglio 2025 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b).

I tassi sul credito bancario alle imprese hanno continuato a diminuire, mentre quelli sui mutui ipotecari alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati, riflettendo differenze nei periodi di determinazione dei tassi sui prestiti.

A maggio 2025 i tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie (SNF) sono diminuiti di 15 punti base, collocandosi al 3,65 per cento, circa 1,6 punti percentuali al di sotto del picco di ottobre 2023 (cfr. il pannello a) del grafico 16). Il calo ha interessato in maniera generalizzata i maggiori paesi dell'area dell'euro ed è stato determinato dai prestiti a breve termine con scadenza fino a un anno, in linea con la flessione dei tassi di mercato a breve termine. Anche i tassi sui prestiti in essere sono diminuiti, sebbene in misura minore. A maggio il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese è aumentato a 59 punti base, con alcune differenze tra paesi, a un livello significativamente superiore al

minimo di 31 punti base di gennaio 2025, ma ampiamente inferiore alla media di lungo periodo. Per quanto riguarda le famiglie, i tassi sui prestiti di nuova erogazione per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostanzialmente stabili al 3,30 per cento a maggio, circa 80 punti base al di sotto del picco di novembre 2023, pur con alcune differenze tra paesi (cfr. il pannello b) del grafico 16). Tale andamento riflette una certa variabilità tra paesi e periodi di determinazione iniziale: per quelli fino a cinque anni i tassi risultano in calo, mentre sono in aumento per i periodi più lunghi. Anche i tassi sui prestiti in essere sono rimasti stabili al 2,40 per cento. La disparità fra i tassi sui prestiti concessi alle famiglie e quelli alle imprese riflette le differenze nei periodi di determinazione dei rispettivi tassi. In molti paesi i prestiti alle famiglie solitamente hanno periodi di determinazione più lunghi e pertanto sono meno sensibili alle oscillazioni dei tassi di mercato a breve termine.

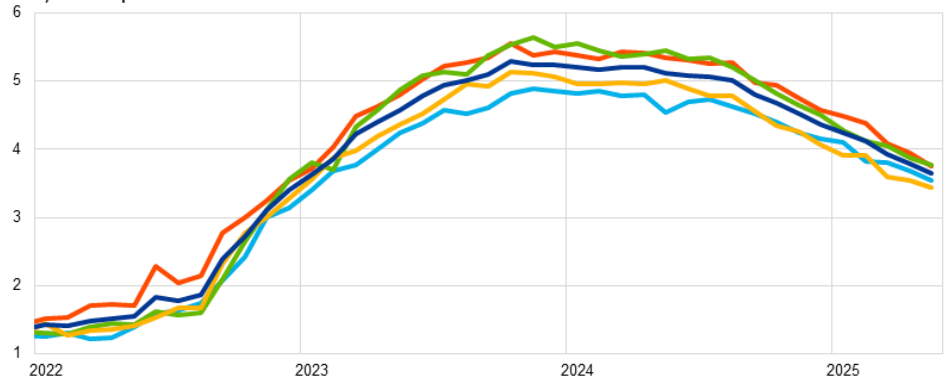
Grafico 16

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

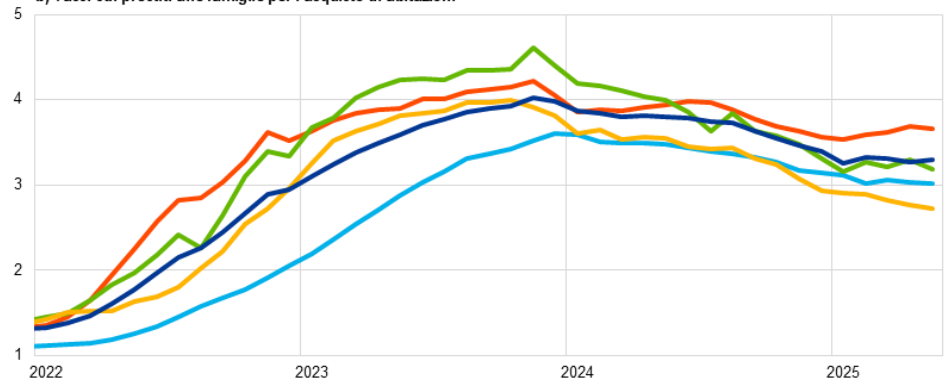
(valori percentuali sui dodici mesi)

- Area dell'euro
- Germania
- Francia
- Italia
- Spagna

a) Tassi sui prestiti alle SNF



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



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

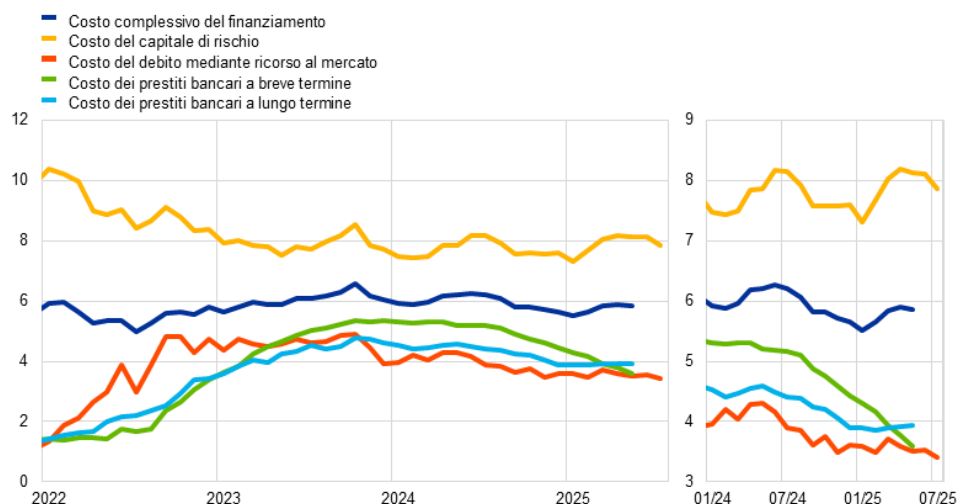
Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2025. Nel pannello a) la voce "SNF" indica le società non finanziarie.

Nel periodo in esame, compreso tra il 5 giugno e il 23 luglio 2025 il costo sostenuto dalle imprese per il finanziamento sia mediante capitale di rischio sia mediante ricorso al mercato è diminuito in misura marginale. Il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, a maggio è sceso lievemente rispetto al mese precedente, collocandosi al 5,9 per cento (cfr. il grafico 17)⁹. Ciò è dovuto al calo di tutte le componenti del costo complessivo del finanziamento, ad eccezione del costo dei prestiti a lungo termine erogati dalle banche, che è rimasto invariato. Nel periodo compreso tra il 5 giugno e il 23 luglio 2025, i dati giornalieri mostrano un ulteriore lieve calo dei costi del finanziamento sia tramite l'emissione di titoli di debito sul mercato sia tramite il capitale di rischio. La compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie sia nel segmento di qualità elevata (investment grade) sia in quello ad alto rendimento (high yield) ha più che compensato il lieve aumento dei tassi a lungo termine privi di rischio, determinando un calo contenuto del costo dell'emissione di titoli di debito sul mercato. Analogamente, nello stesso periodo il costo del finanziamento mediante capitale di rischio ha riflesso un calo del premio per il rischio azionario che, seppur contenuto, è risultato superiore all'aumento del tasso privo di rischio a lungo termine, approssimato dal tasso OIS a dieci anni.

Grafico 17

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, LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata dei costi dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili), di quello del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 23 luglio 2025 per il costo del debito mediante ricorso al mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri), e a maggio 2025 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

A maggio la crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie è rimasta sostanzialmente stabile, pur rimanendo ben al di sotto delle medie storiche.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è sceso

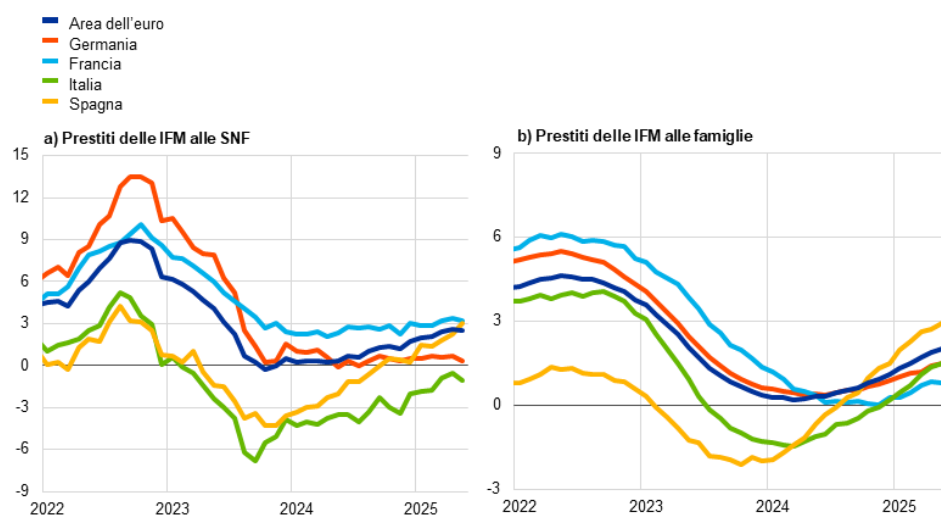
⁹ A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a maggio 2025.

al 2,5 per cento a maggio 2025, dal 2,6 di aprile, rimanendo quindi ben al di sotto della sua media storica del 4,3 per cento da gennaio 1999 (cfr. il pannello a) del grafico 18). Tale andamento rispecchia una più debole dinamica di breve periodo dei prestiti bancari alle imprese, in un contesto caratterizzato da una forte emissione netta di titoli di debito societari. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di debito societario ha segnato un recupero, collocandosi al 3,4 per cento a maggio, dal 2,2 di aprile. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è salito, dall'1,9 per cento di aprile al 2,0 per cento a maggio, sebbene tale livello sia ancora significativamente inferiore alla media storica del 4,1 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 18). I prestiti per l'acquisto di abitazioni si sono confermati la principale determinante di questa tendenza al rialzo, mentre il credito al consumo è rimasto stabile, con un tasso di crescita sui dodici mesi pari al 4,3 per cento a maggio. Tuttavia, la ripresa dei prestiti alle famiglie sembra aver perso slancio, come indicato dai minori flussi mensili riconducibili ai mutui ipotecari. Le altre tipologie di prestiti alle famiglie, inclusi quelli alle imprese individuali, sono rimaste deboli. Il clima di fiducia delle famiglie in merito all'accesso al credito è migliorato a maggio. Secondo l'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE a maggio, la percentuale di famiglie che hanno percepito un accesso al credito più restrittivo è diminuita, pur restando superiore alla percentuale di intervistati che hanno percepito un accesso più facile. In prospettiva, le famiglie si attendono un lieve allentamento dell'accesso al credito nei prossimi dodici mesi.

Grafico 18

Prestiti delle IFM in alcuni paesi dell'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 (SNF), il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2025.

Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2025, nel secondo trimestre del 2025 le banche hanno segnalato che i criteri per la concessione di prestiti o linee di credito alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati e quelli per la concessione di mutui per l'acquisto di

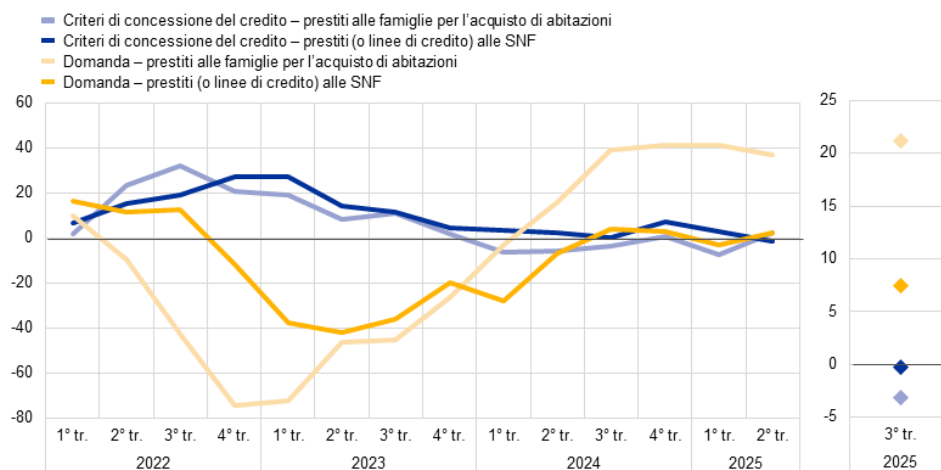
abitazioni hanno subito un lieve irrigidimento netto (cfr. il grafico 19). I criteri per la concessione di prestiti o linee di credito alle imprese dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati nel secondo trimestre del 2025, mentre nella precedente edizione dell'indagine le banche avevano riferito di attendersi un inasprimento netto. La percezione dei rischi connessi alle prospettive economiche ha continuato a contribuire a un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito, mentre la concorrenza ha esercitato un effetto di allentamento. L'incertezza geopolitica e le tensioni commerciali non hanno avuto un ulteriore impatto specifico di inasprimento sui criteri per la concessione del credito, secondo quanto per lo più segnalato dalle banche dell'area dell'euro, che tuttavia hanno intensificato il monitoraggio dei settori e delle imprese più esposti. Per contro, hanno riferito un lieve inasprimento netto dei criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni e un più pronunciato irrigidimento netto per il credito al consumo. In entrambi i segmenti di prestiti alle famiglie le principali determinanti dell'inasprimento sono state le variazioni nella percezione del rischio e nella tolleranza al rischio da parte delle banche. Esse hanno segnalato un aumento netto della quota di richieste respinte, lieve per i prestiti alle imprese e più pronunciato per il credito al consumo, mentre per i mutui per l'acquisto di abitazioni la quota di richieste respinte è rimasta sostanzialmente invariata. Per il terzo trimestre del 2025 le banche dell'area dell'euro si attendono criteri di concessione invariati per i prestiti alle imprese, lievemente allentati per i prestiti per l'acquisto di abitazioni e ulteriormente irrigiditi per il credito al consumo.

Nel secondo trimestre del 2025 le banche hanno segnalato un lieve aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese e un ulteriore incremento significativo della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni. La domanda di prestiti da parte delle imprese nel secondo trimestre del 2025 è stata sostenuta dal calo dei tassi di interesse, mentre l'impatto degli investimenti fissi, delle scorte e del capitale circolante è stato neutro. Numerose banche hanno menzionato l'impatto frenante che l'incertezza globale e le connesse tensioni commerciali hanno avuto sulla domanda di prestiti. Nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, il forte aumento della domanda è riconducibile principalmente al calo dei tassi di interesse, al miglioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e, in misura minore, all'aumento della fiducia dei consumatori. Anche la domanda di credito al consumo è stata sostenuta dal calo dei tassi di interesse, insieme ad altri fattori, compensando i contributi negativi del peggior clima di fiducia dei consumatori e della minore spesa per beni durevoli. Per il terzo trimestre del 2025 le banche si attendono che la domanda di prestiti da parte delle imprese subisca un ulteriore incremento, quella di mutui per l'acquisto di abitazioni aumenti significativamente, mentre quella di credito al consumo resti sostanzialmente invariata.

Grafico 19

Variazioni dei criteri di concessione del credito e domanda netta di prestiti alle SNF e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(percentuali nette delle banche che hanno segnalato un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito o un aumento della domanda di prestiti)



Fonte: indagine sul credito bancario nell'area dell'euro.

Note: l'acronimo SNF sta per "società non finanziarie". Per i quesiti sui criteri di concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole irrigidimento" e un "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno percepito un allentamento "lieve" e "notevole". Per i quesiti relativi alla domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono calcolate come differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "notevole aumento" e "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "lieve diminuzione" e "notevole diminuzione". I rombi indicano le aspettative segnalate dalle banche nell'edizione attuale. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2025.

Secondo le risposte ai quesiti ad hoc, l'accesso al finanziamento è lievemente migliorato, mentre i rischi percepiti per la qualità del credito hanno avuto un impatto restrittivo sui relativi criteri di concessione. Nel secondo trimestre del 2025 l'accesso delle banche al finanziamento al dettaglio e all'ingrosso è lievemente migliorato, grazie alla raccolta al dettaglio a breve termine, ai mercati monetari e ai titoli di debito, mentre è rimasto sostanzialmente invariato per le cartolarizzazioni. Le banche hanno indicato che, nella prima metà del 2025, il calo della liquidità in eccesso detenuta presso l'Eurosistema ha avuto un impatto neutro sulle loro condizioni di finanziamento. Per contro, nel secondo trimestre del 2025 le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un impatto restrittivo della quota di crediti deteriorati e di altri indicatori della qualità del credito sulle loro condizioni di concessione per tutte le categorie di prestiti. Nella prima metà del 2025 gli andamenti dei criteri per la concessione del credito e della domanda di prestiti sono stati eterogenei tra i principali settori economici. I criteri si sono irrigiditi per i settori relativi a immobili commerciali, manifattura, commercio all'ingrosso e al dettaglio e, in misura minore, costruzioni, mentre sono stati lievemente allentati per la maggior parte dei servizi (esclusi i servizi finanziari e le agenzie immobiliari) e nel settore degli immobili residenziali.

Secondo i risultati dell'indagine, i rischi climatici e le connesse politiche hanno contribuito a rendere più rigide le condizioni creditizie per le imprese con elevate emissioni di carbonio. Le banche dell'area dell'euro hanno indicato che, negli ultimi dodici mesi, i rischi connessi al clima che minacciano le imprese e i provvedimenti per far fronte ai cambiamenti climatici hanno continuato a esercitare un impatto di irrigidimento netto sui criteri di concessione dei prestiti alle imprese a

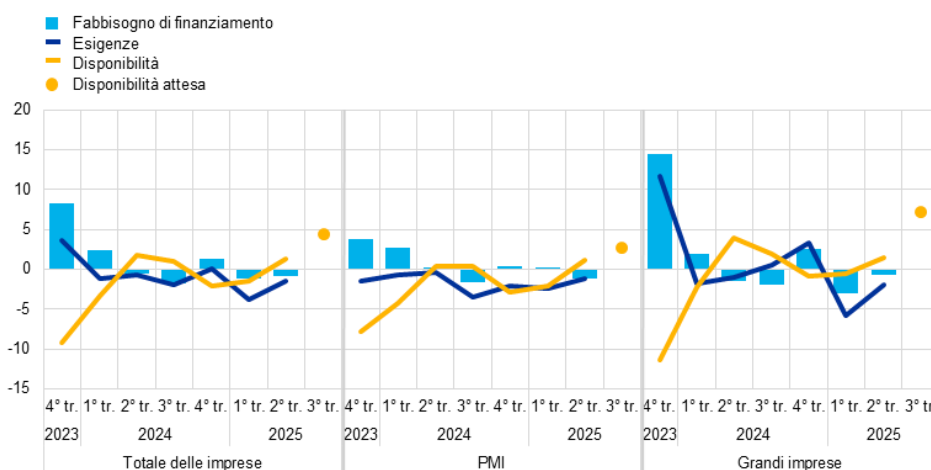
elevate emissioni, cioè quelle che contribuiscono in misura significativa ai cambiamenti climatici e non hanno ancora fatto alcun progresso, o solo minimi, nella transizione. Sia il rischio fisico sia il rischio di transizione delle imprese hanno avuto un moderato impatto restrittivo netto sulla politica di concessione del credito, mentre le misure di sostegno fiscale legate al clima hanno continuato ad avere un effetto di allentamento. Le banche hanno inoltre riferito un aumento netto della domanda di prestiti da parte di imprese in transizione e verdi dovuto ai cambiamenti climatici, mentre l'incertezza sulla futura normativa sul clima è stata percepita come un importante ostacolo alla domanda di prestiti. In base a un nuovo quesito sull'impatto dei cambiamenti climatici sui mutui per l'acquisto di abitazioni, le banche hanno segnalato che negli ultimi dodici mesi i criteri di concessione sono stati allentati per gli edifici con elevate prestazioni energetiche e sono stati irrigiditi per quelli a bassa prestazione energetica. Il rischio fisico del settore immobiliare è stato tuttavia un importante fattore alla base di un ulteriore inasprimento netto delle condizioni di finanziamento nel complesso. Le banche hanno inoltre segnalato che l'impatto dei cambiamenti climatici sulla domanda di prestiti relativi agli edifici è stato positivo per quelli con prestazioni energetiche medie ed elevate, mentre è risultato negativo per quelli con prestazioni basse. Gli investimenti per migliorare le prestazioni energetiche sono stati il fattore chiave per la domanda di prestiti legati al clima, sostenuta da tassi di interesse favorevoli per i finanziamenti volti ad aumentare la sostenibilità, mentre l'incertezza sulla futura normativa sul clima è stata indicata come elemento frenante per la domanda di prestiti.

Nell'ultima indagine SAFE, le imprese hanno registrato un ulteriore calo dei tassi di interesse bancari, pur continuando a segnalare un inasprimento delle altre condizioni di prestito. Nel secondo trimestre del 2025, il 14 per cento netto delle imprese ha segnalato un calo dei tassi di interesse bancari, in rialzo rispetto al 12 per cento netto del trimestre precedente. In particolare, una percentuale netta più elevata di grandi imprese (31 per cento) ha osservato una diminuzione dei tassi di interesse, mentre il 2 per cento netto delle piccole e medie imprese (PMI) ha segnalato un aumento. Nel contempo, il 16 per cento netto delle imprese (in calo dal 24 del primo trimestre del 2025) ha evidenziato un aumento degli altri costi di finanziamento, quali oneri, commissioni e provvigioni, e l'11 per cento netto (in calo dal 13 per cento precedente) ha segnalato requisiti più stringenti per le garanzie.

Grafico 20

Variazioni delle esigenze di prestiti bancari, della disponibilità corrente e attesa e del fabbisogno di finanziamento delle imprese nell'area dell'euro

(percentuali nette di intervistati)



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo PMI sta per "piccole e medie imprese". Le percentuali nette corrispondono alla differenza fra la percentuale di imprese che hanno segnalato un aumento della disponibilità di prestiti bancari (rispettivamente esigenze e disponibilità attesa) e la percentuale di quelle che ne hanno segnalato una diminuzione negli ultimi tre mesi. L'indicatore della variazione di fabbisogno di finanziamento percepita assume un valore pari a 1 (-1) se le esigenze di finanziamento aumentano (diminuiscono) e la disponibilità diminuisce (aumenta). Se le imprese percepiscono un aumento (una diminuzione) unilaterale del fabbisogno finanziario, alla variabile viene assegnato un valore pari a 0,5 (-0,5). Un valore positivo dell'indicatore segnala un aumento del fabbisogno di finanziamento. I valori sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi netti ponderati in percentuale. La disponibilità attesa è stata spostata in avanti di un periodo per consentire un confronto diretto con i valori effettivi. I dati si riferiscono al sondaggio pilota 2 e alle edizioni dell'indagine SAFE comprese tra la 30ª (ottobre-dicembre 2023) e la 35ª (aprile-giugno 2025).

Le imprese hanno segnalato che il loro fabbisogno di prestiti bancari è rimasto sostanzialmente invariato, così come la disponibilità di tali finanziamenti, che dovrebbe ulteriormente migliorare nei prossimi tre mesi (cfr. il grafico 20).

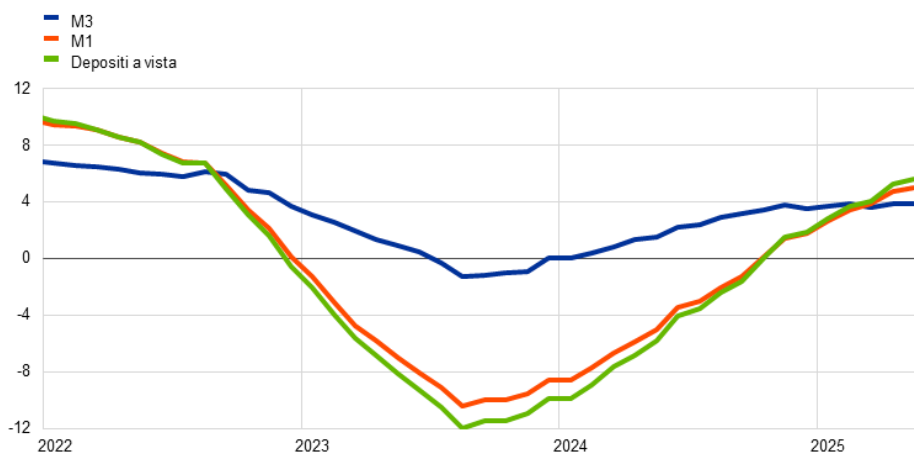
La percentuale netta di imprese che ha segnalato un aumento della disponibilità di prestiti bancari è stata dell'1 per cento (a fronte dell'1 per cento netto del trimestre precedente che indicava un calo). Le PMI hanno segnalato un aumento più contenuto della disponibilità di prestiti bancari rispetto alle grandi imprese. Tali andamenti sono in linea con la sostanziale invarianza dei criteri per la concessione di prestiti, evidenziati nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro durante lo stesso periodo. L'indicatore del fabbisogno di finanziamento per i prestiti bancari, un indice che coglie la differenza tra le variazioni delle esigenze e la disponibilità, è rimasto sostanzialmente stabile a fronte del -1 per cento netto del trimestre precedente. In prospettiva, le imprese si attendono un ulteriore miglioramento nella disponibilità di prestiti bancari per i prossimi tre mesi.

A maggio 2025 la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) è rimasta stabile, in un contesto di elevata incertezza (cfr. il grafico 21). La crescita sui dodici mesi di M3 è rimasta invariata al 3,9 per cento a maggio. Nello stesso periodo la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è aumentata al 5,1 per cento, dal 4,7 di aprile. Ciò può essere riconducibile a un aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista detenuti da imprese e famiglie, dal 5,2 per cento di aprile al 5,6 di maggio, che ha probabilmente rispecchiato una preferenza degli investitori per la liquidità, in presenza di un contesto caratterizzato da volatilità e incertezza e a fronte di tassi di

interesse sui depositi a risparmio più bassi. Per quanto riguarda le varie contropartite, la crescita dell'aggregato monetario ampio è stata principalmente trainata dagli afflussi netti dall'estero, che suggeriscono un maggiore interesse da parte degli investitori esteri verso attività denominate in euro a partire da aprile. I prestiti bancari a imprese e famiglie hanno fornito un contributo modesto alla creazione di moneta e l'emissione netta di obbligazioni bancarie a più lungo termine ha segnato una ripresa dopo il più debole andamento di aprile. Allo stesso tempo, l'attuale contrazione del bilancio dell'Eurosistema ha continuato a gravare sulla crescita di M3.

Grafico 21 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 maggio 2025.

Riquadri

1 Clima di fiducia dei consumatori e decisioni di consumo delle famiglie

a cura di Adam Baumann, Luca Caprari, Maarten Dossche, Georgi Kocharkov e Omiros Kouvavas

Il clima di fiducia dei consumatori svolge un ruolo importante nel determinare l'attività economica. Grazie alla tempestiva disponibilità e allo stretto comovimento con l'attività economica, gli analisti e i responsabili delle politiche monetarie monitorano da vicino gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori, per avere un supporto nella valutazione dello stato dell'economia (Barsky e Sims, 2012; Dees e Brinca, 2013; Ludvigson, 2004). In genere questi indicatori forniscono informazioni sintetiche sulle percezioni dei consumatori in merito alle condizioni economiche attuali e future e alle aspettative delle famiglie circa le proprie condizioni finanziarie e i propri piani di spesa. Il presente riquadro introduce un nuovo indicatore del clima di fiducia dei consumatori (consumer confidence indicator, CCI) desunto dall'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) della BCE e utilizza microdati aggiuntivi per esplorare la relazione tra la fiducia dei consumatori e la spesa effettiva delle famiglie.

L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori basato sull'indagine CES (CES CCI) coglie le percezioni delle condizioni economiche dei singoli individui e le loro prospettive finanziarie. L'indicatore CES CCI applica una metodologia che rispecchia da vicino quella del ben consolidato indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea (EC CCI), garantendo un quadro generale standardizzato e robusto per la misurazione della fiducia dei consumatori¹. L'indagine CES CCI si basa su quattro domande qualitative riguardanti le condizioni finanziarie personali passate e future dei partecipanti all'indagine, le aspettative di crescita economica aggregata per i dodici mesi successivi e le intenzioni di effettuare acquisti di importo rilevante nei dodici mesi successivi². Vengono assegnati pesi uguali al punteggio delle risposte di ciascuna domanda. I punteggi ponderati relativi alle quattro domande sono aggregati per calcolare un punteggio di fiducia unico. La somma, ponderata in base alla popolazione, di tutti i singoli punteggi di fiducia viene pertanto utilizzata per ottenere il punteggio dell'indicatore. Una caratteristica fondamentale di tale metodologia è la capacità di calcolare, partendo dalle singole osservazioni di un'indagine, un indicatore del clima di fiducia dei consumatori specializzato per qualsiasi gruppo

¹ Cfr. DG-ECFIN (2025), "The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys – User Guide", Commissione europea.

² Riguardo alla loro situazione finanziaria passata (i dodici mesi precedenti) e futura (i dodici mesi successivi), gli intervistati valutano le proprie condizioni utilizzando le seguenti opzioni: "Molto peggiore", "Peggioro", "Uguale", "Migliore" e "Molto migliore", che corrispondono a punteggi di risposta rispettivamente di -1, -½, 0, ½ e 1. Analogamente, circa le aspettative sull'economia aggregata nei dodici mesi successivi, gli intervistati scelgono tra "In calo", "Stabile" e "In crescita", a cui vengono assegnati punteggi di risposta rispettivamente pari a -1, 0 e 1. Infine, gli intervistati rispondono "Sì" o "No" circa le intenzioni di effettuare acquisti di importo rilevante su un orizzonte di dodici mesi, che corrispondono a punteggi di risposta rispettivamente pari a -1 e 1.

sociodemografico. Inoltre, la fiducia dei consumatori può essere ulteriormente scomposta in contributi associati a ciascuna delle sue quattro componenti. Pertanto, l'indicatore offre anche una prospettiva sia sulle singole circostanze finanziarie sia sulle prospettive economiche generali.

Il clima di fiducia dei consumatori rimane in territorio negativo nel 2025³.

Come illustrato nel pannello a) del grafico A, il CES CCI è strettamente allineato all'ormai consolidati EC CCI. A partire dal minimo toccato a ottobre 2022, il CES CCI è aumentato di 19 punti; la fiducia dei consumatori in termini aggregati è migliorata leggermente nella seconda metà del 2024, ma ha subito un calo ad aprile 2025 per poi registrare una parziale ripresa a maggio. Tali oscillazioni mettono in luce l'evolversi del clima di fiducia dei consumatori in risposta al mutare delle condizioni economiche.

La fiducia dei consumatori può essere analizzata in base al quintile di reddito e al grado di alfabetizzazione finanziaria. Come mostrato nel pannello a) del grafico A, si osserva una notevole differenza tra i livelli del CCI delle famiglie appartenenti al 20 per cento superiore e quelli del 20 per cento inferiore. Ciò è riconducibile al fatto che gli intervistati con redditi elevati sono più ottimisti in tutte e quattro le dimensioni registrate dall'indicatore. La quota più ampia della differenza deriva dal loro relativo ottimismo in termini di acquisti rilevanti programmati (come illustrato anche nei pannelli b) e c) del grafico B). Un altro fattore che determina una differenziazione della fiducia dei singoli consumatori è il livello di alfabetizzazione finanziaria (pannello b) del grafico A). In questo caso, gli intervistati con livelli più alti di alfabetizzazione finanziaria hanno in media un livello di fiducia più elevato, ma sono anche più sensibili ai mutamenti delle condizioni economiche (ad es. durante l'impennata dell'inflazione nel periodo 2022-2023).

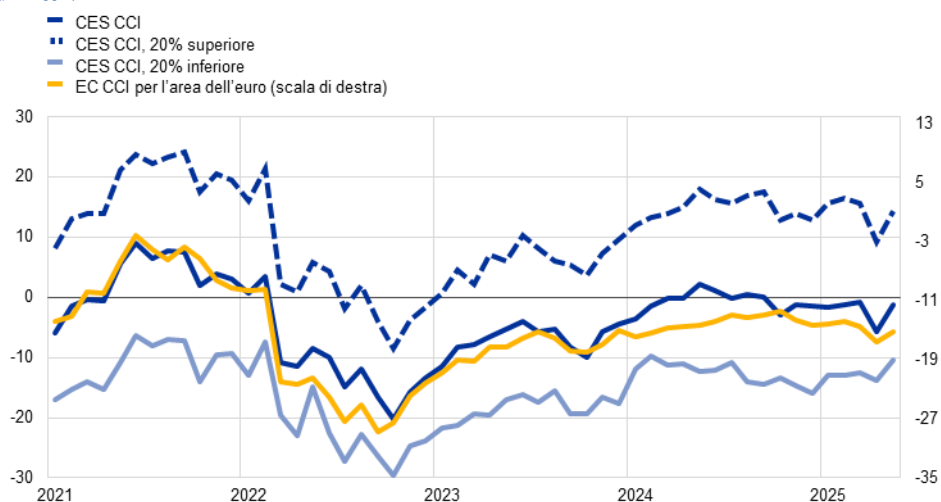
³ L'indicatore si basa sui saldi netti ponderati, per cui i valori negativi indicano un maggior volume di risposte negative. Lo zero nel CES CCI corrisponde alla media storica di -11 nell'EC CCI. Di conseguenza la curva per l'EC CCI è allineata a -11.

Grafico A

Evoluzione dell'indicatore del clima di fiducia dei consumatori

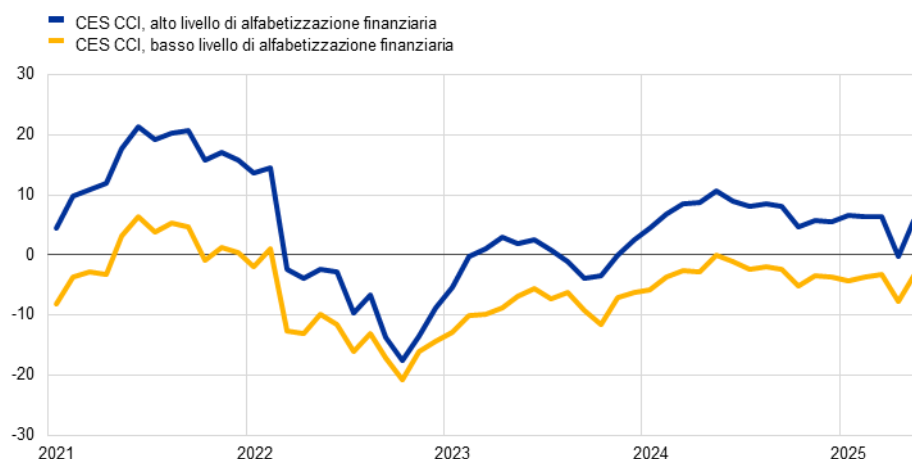
a) CES CCI e EC CCI per l'area dell'euro

(punteggio)



b) CES CCI, per grado di alfabetizzazione finanziaria

(punteggio)



Fonti: BCE (CES), e Commissione europea.

Note: nel pannello a) la correlazione tra CES CCI e EC CCI è 0,94. I quintili di reddito sono calcolati sulla base delle rilevazioni del reddito netto delle famiglie per paese e per edizione. L'allineamento degli assi tra il CES CCI e l'EC CCI si basa sulle loro medie approssimative di lungo periodo, che riflettono le differenze nella costruzione dei punteggi di risposta per ciascun indicatore. Nel pannello b), l'alfabetizzazione finanziaria è divisa in due gruppi: gli individui che ottengono un punteggio di 4 (alto livello di alfabetizzazione) su una scala da 0 a 4 nel "quiz" sull'alfabetizzazione finanziaria dell'indagine CES e quelli che ottengono un punteggio inferiore (basso livello di alfabetizzazione). Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2025.

La scomposizione del CES CCI nelle sue quattro componenti mostra che i punteggi relativi alle aspettative economiche aggregate e ai consumi programmati variano più degli altri nel tempo.

L'andamento della fiducia dei consumatori tra le famiglie è influenzato principalmente dalle aspettative sull'economia e dalla programmazione degli acquisti di importo rilevante (cfr. il pannello a) del grafico B). Sebbene le aspettative sulle condizioni economiche future influenzino tutte le famiglie, la pianificazione dei consumi svolge un ruolo più significativo nel cogliere la fiducia di quelle più abbienti (cfr. i pannelli b) e c) del grafico B). Negli ultimi mesi gli andamenti sono stati principalmente legati alle

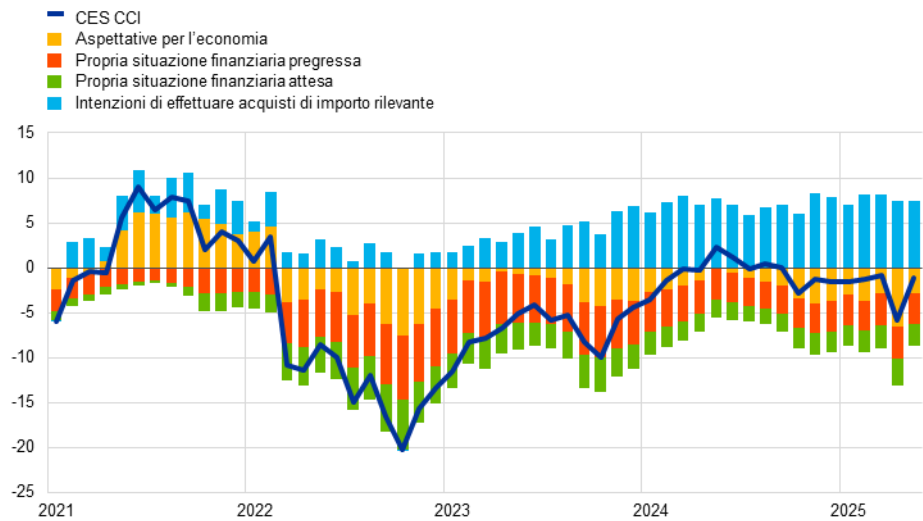
modeste aspettative sull'economia, con una forte volatilità evidente ad aprile 2025, dopo le recenti tensioni commerciali.

Grafico B

Componenti del CCI

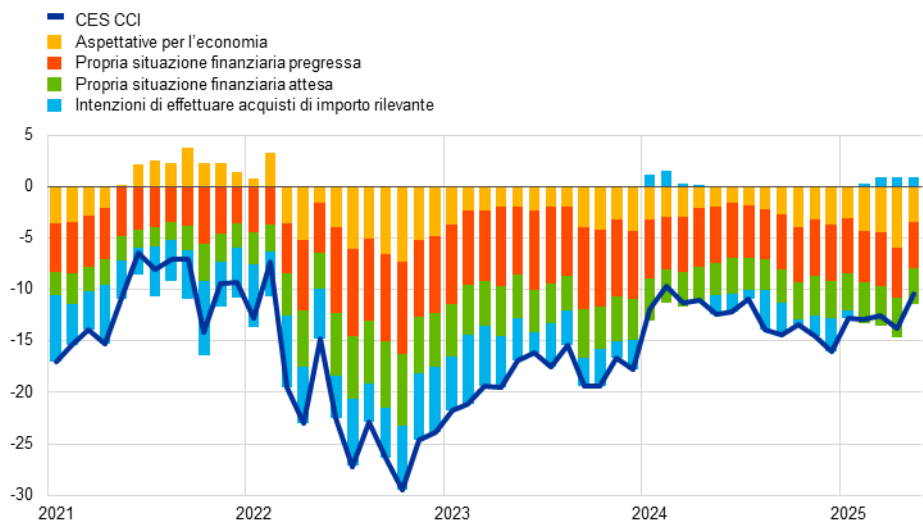
a) Scomposizione del CES CCI nei contributi delle diverse componenti

(punteggi)



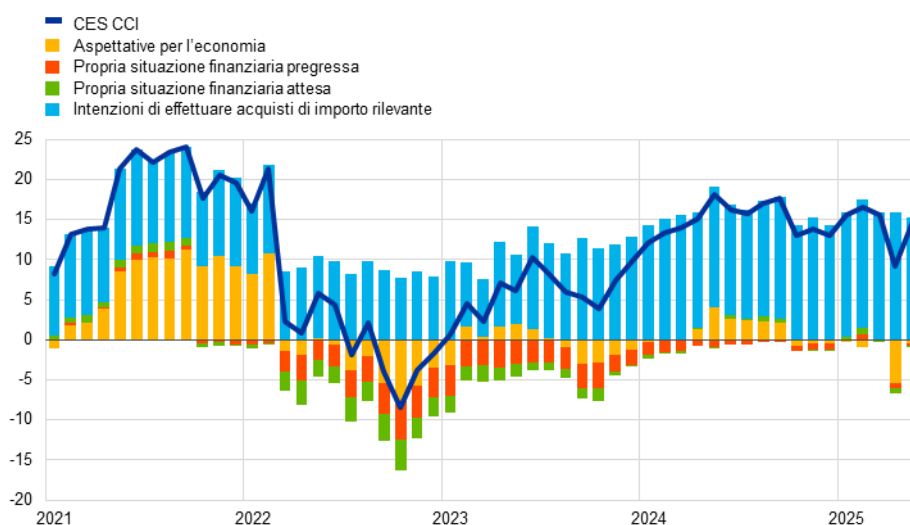
b) Scomposizione del CES CCI per famiglie nella fascia di reddito appartenente al 20 per cento inferiore

(punteggi)



c) Scomposizione del CES CCI per famiglie nella fascia di reddito appartenente al 20 per cento superiore

(punteggi)



Fonte: BCE (CES).

Note: CES CCI calcolato in base alle risposte individuali alle indagini. Il punteggio CES CCI aggregato è la media ponderata fra i singoli individui. L'indicatore può essere scomposto nelle sue quattro domande determinanti. Per la scomposizione, ciascuna domanda è divisa per quattro per ottenere i valori successivi alla ponderazione. Nei pannelli b) e c), i quintili di reddito sono calcolati sulla base delle rilevazioni del reddito netto delle famiglie per paese e per edizione. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2025.

La fiducia dei consumatori a livello individuale è strettamente collegata ai consumi effettivi delle famiglie.

Una caratteristica distintiva dell'indagine CES è il fatto che consente di comprendere in che modo il clima di fiducia dei singoli consumatori sia legato ai consumi totali per famiglia dichiarati dalle stesse, misurati attraverso una serie di domande trimestrali nell'indagine. A differenza di Barsky e Sims (2012), l'indagine CES CCI si basa su dati individuali. Il lato sinistro del pannello a) del grafico C illustra l'associazione tra la crescita dei consumi totali individuali e le variazioni della fiducia dei singoli consumatori per quintile di reddito, tenendo conto di una serie di caratteristiche individuali. In media, una variazione di 10 punti nel punteggio CES CCI a livello individuale è associata a una variazione dell'1,2 per cento dei consumi individuali. Oltre a ciò, per il medesimo incremento di fiducia, la variazione dei consumi per le famiglie nelle fasce di reddito del 20 per cento superiore aumenta a circa l'1,6 per cento. Come mostrato nel lato destro del pannello a) del grafico C, l'associazione positiva tra variazioni della fiducia e crescita dei consumi deriva quasi interamente dalla componente discrezionale dei consumi totali⁴. Questa componente rappresenta anche una quota maggiore dei consumi totali delle famiglie ad alto reddito. Tale dato coincide con quelli recenti sulla spesa per consumi non essenziali (Andreolli et al., 2024), più prociclica e che tiene conto di una quota maggiore del paniere dei consumi delle famiglie ad alto reddito.

I recenti andamenti del clima di fiducia dei consumatori, in particolare delle famiglie appartenenti alla fascia di reddito nel 20 per cento superiore, indicano

⁴ I consumi sono suddivisi in due gruppi: 1) discrezionali e 2) necessari. Fra le spese discrezionali figurano la spesa per attività ricreative, viaggi, ristoranti e bar, articoli per la casa di più grandi dimensioni, articoli di lusso e acquisti di autovetture, mentre le spese necessarie sono definite come quelle per abitazioni, utenze, cibo e salute.

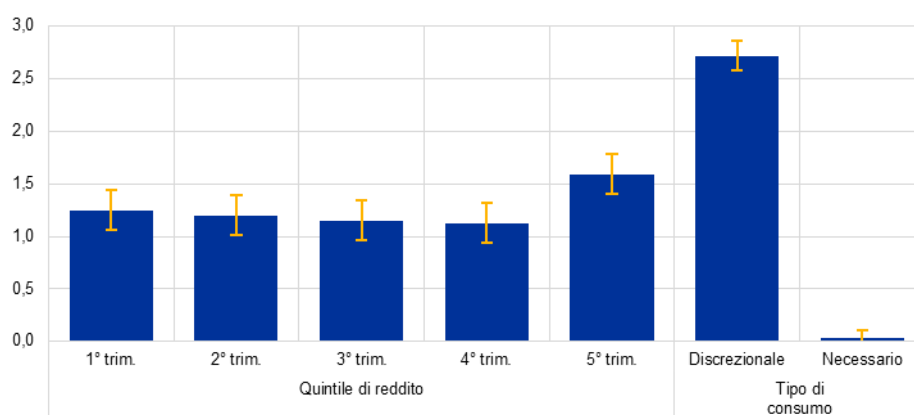
nel complesso una crescita dei consumi contenuta nel 2025⁵. Utilizzando le stime specifiche per quintile e le quote di ciascun quintile di reddito nei consumi aggregati, a parità di altre condizioni, è possibile calcolare l'impatto marginale di una variazione della fiducia sui consumi aggregati (cfr. il pannello b) del grafico C). Tale esercizio mostra che un calo di 10 punti del punteggio CES CCI corrisponde in genere a un calo dell'1,3 per cento nei consumi aggregati, con i quintili più alti che rappresentano oltre la metà dell'impatto.

Grafico C

Impatto sui consumi di una variazione del punteggio CES CCI

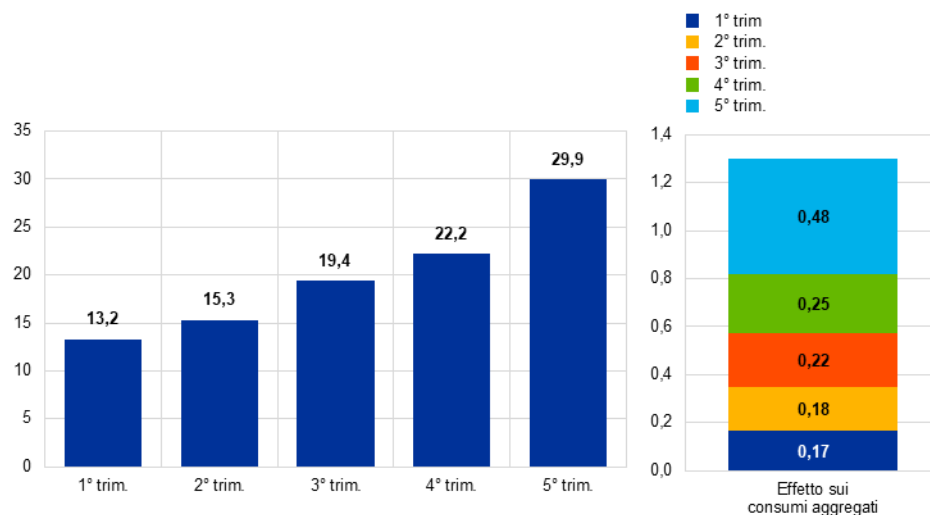
a) Impatto sui consumi individuali di una variazione di 10 punti del punteggio CES CCI

(valori percentuali)



b) Quote dei consumi aggregati e punteggio del CES CCI, per quintile di reddito

(valori percentuali)



Fonte: BCE (CES).

Note: i quintili di reddito sono calcolati sulla base delle rilevazioni del reddito netto delle famiglie per paese e per edizione. Nel pannello a) i coefficienti sono ricavati da una regressione lineare della variazione sul periodo corrispondente dei consumi individuali logaritmici sulla variazione sul periodo corrispondente del punteggio CCI con interazioni tra quintili di reddito, controlli ed effetti fissi paese/edizione. I baffi gialli indicano gli intervalli di confidenza del 90 per cento dei coefficienti stimati. Nel pannello b), per calcolare la scomposizione, la quota di consumo aggregato di ciascun quintile di reddito è moltiplicata per l'effetto del CCI sui consumi individuali (coefficiente di regressione precedente).

⁵ L'impatto del clima di fiducia sui consumi è complementare ad altri canali che contribuiscono alla reazione contenuta dei consumi (cfr. Baumann et al. (2025) per l'impatto delle errate percezioni del reddito e Baptista et al. (2025) per l'impatto del canale dei flussi di cassa attraverso i mutui).

Riferimenti bibliografici

Andreolli, M., Rickard, N. e Surico, P. (2024), “[Non-Essential Business Cycles](#)”, *CEPR Discussion Papers*, n. 19773, Centre for Economic Policy Research.

Baptista, P., Dossche, M., Hannon, A., Henricot, D., Kouvavas, O., Malacrino, D. e Zimmermann, L. (2025), [La trasmissione della politica monetaria: dai tassi sui mutui ipotecari ai consumi](#), articolo 1 nel numero 4/2025 di questo Bollettino.

Barsky, R.B. e Sims, E.R. (2012), “Information, Animal Spirits, and the Meaning of Innovations in Consumer Confidence”, *American Economic Review*, vol. 102, n. 4, pagg. 1343-77.

Baumann, A., Caprari, L., Kocharkov, G. e Kouvavas, O. (2025), [Aumento dei redditi reali: vero o presunto? Il ruolo che le percezioni delle famiglie svolgono nei consumi](#), riquadro 2 nel numero 1/2025 di questo Bollettino.

Dees, S. e Brinca, P. (2013), “Consumer confidence as a predictor of consumption spending: Evidence for the United States and the Euro area”, *International Economics*, vol. 134, pagg. 1-14.

Ludvigson, S.C. (2004), “Consumer Confidence and Consumer Spending”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n. 2, pagg. 29-50.

2 Implicazioni della crescente concorrenza cinese per l'occupazione nell'area dell'euro

a cura di Clémence Berson, Claudia Foroni, Vanessa Gunnella e Laura Lebastard

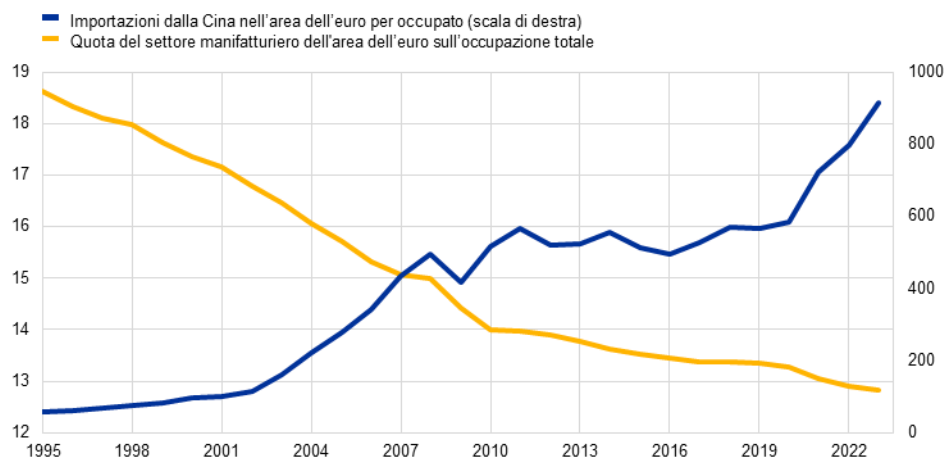
Negli ultimi anni il mercato del lavoro dell'area dell'euro ha risentito dell'accresciuta concorrenza della Cina sui mercati mondiali delle esportazioni. Le esportazioni cinesi, in virtù dell'ascesa del paese lungo la catena del valore, hanno messo alla prova in misura crescente le imprese europee, sia sul mercato interno sia su quelli dei paesi terzi (cfr. Banin et al., 2025). Tale concorrenza non è più circoscritta ai beni a basso costo, e si estende a settori a elevato valore aggiunto, quali quelli dei veicoli e dei macchinari specializzati (cfr. Al-Haschimi et al., 2024). Gli elevati dazi imposti dagli Stati Uniti alla Cina potrebbero accrescere ulteriormente la concorrenza per i produttori dell'area dell'euro, se gli esportatori cinesi ampliassero o cercassero nuovi mercati in Europa. Il presente riquadro analizza le implicazioni della maggiore concorrenza cinese per l'occupazione nell'area dell'euro, esaminando il nesso tra le variazioni della domanda di lavoro e i cambiamenti nella penetrazione delle importazioni e nel profilo degli scambi commerciali.

È possibile valutare la penetrazione delle importazioni misurando l'aumento di quelle cinesi per occupato nei mercati europei, definite come il rapporto tra le importazioni dell'area provenienti dalla Cina e l'occupazione totale dell'area stessa. Tale misura evidenzia la crescente presenza di beni cinesi nei mercati dell'area dell'euro (cfr. il grafico A). Dall'ingresso della Cina nell'Organizzazione mondiale del commercio, nel 2001, le esportazioni del paese verso l'area sono considerevolmente aumentate: malgrado la stabilizzazione osservata nel decennio 2010-2020, tali esportazioni sono cresciute del 60 per cento dopo la pandemia e la quota cinese di beni importati nell'area dell'euro è salita di 2 punti percentuali, portandosi al 15,6 per cento nel 2024.

Grafico A

Importazioni dalla Cina nell'area dell'euro per occupato e quota di occupazione nel settore manifatturiero dell'area

(scala di sinistra: valore percentuale; scala di destra: migliaia di euro)



Fonti: Eurostat e Trade Data Monitor.

Le importazioni dalla Cina sono significativamente aumentate in alcuni settori.

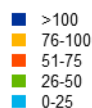
I comparti dei veicoli e dei prodotti chimici hanno registrato gli incrementi maggiori di importazioni dalla Cina, cresciuti rispettivamente del 150 e del 140 per cento negli ultimi cinque anni (cfr. il grafico B)¹. Anche per altri settori si è osservato un aumento significativo delle importazioni cinesi, ad esempio nei comparti della carta, della stampa e delle apparecchiature elettriche, in ciascuno dei quali l'incremento è stato pari all'85 per cento. Questi dati statistici evidenziano la portata della penetrazione delle importazioni dalla Cina in un'ampia varietà di settori, dalla manifattura tradizionale alla tecnologia avanzata.

¹ Diverse imprese europee attive nel settore dei veicoli e, in misura minore, in quello chimico, hanno fabbriche e joint venture in Cina per servire il mercato interno; esse, tuttavia, servono anche il resto del mondo, inclusa l'area dell'euro.

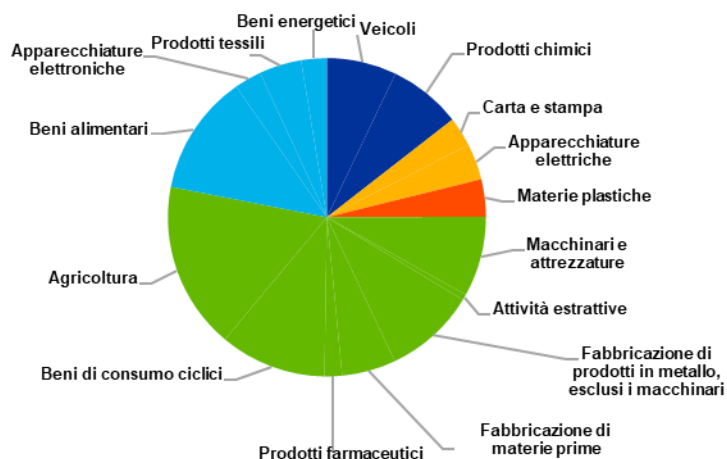
Grafico B

Esposizione dell'occupazione alle variazioni delle importazioni cinesi nell'area dell'euro

(valore percentuale)



Aumento delle importazioni dalla Cina



Fonti: Eurostat e Trade Data Monitor.

Note: i colori del grafico mostrano le variazioni delle importazioni dalla Cina nell'area dell'euro tra il 2019 e il 2024. Le ultime osservazioni sulle quote relative all'occupazione si riferiscono al 2022.

L'aumento della concorrenza cinese ha implicazioni dirette per i mercati del lavoro dell'area dell'euro.

Nel 2024 i settori particolarmente esposti alla concorrenza cinese, ossia quelli in cui le importazioni dalla Cina sono aumentate in misura consistente, impiegavano 29 milioni di lavoratori, pari a circa il 27 per cento dell'occupazione totale nell'area dell'euro. Secondo i dati relativi all'anno considerato, una quota significativa è riconducibile al settore manifatturiero, in quanto impiega 24 milioni di lavoratori ed è particolarmente esposto agli shock commerciali e alla penetrazione delle importazioni cinesi². Pur non essendo i datori di lavoro più grandi, i settori maggiormente esposti alla maggiore penetrazione delle importazioni cinesi, come i comparti dei veicoli e dei prodotti chimici, sono fondamentali per l'economia dell'area dell'euro. Il settore dei veicoli rappresenta solo l'1 per cento dell'occupazione totale dell'area, ma contribuisce per quasi il 10 per cento al valore aggiunto reale del settore manifatturiero e per poco meno del 2 per cento al PIL. Se si considerano i legami intersettoriali, la rilevanza di tale comparto è pressoché doppia, a dimostrazione della sua vitale importanza per l'economia (cfr. De Santis et al., 2024). Nel loro insieme i settori dei veicoli e dei prodotti chimici impiegano 4 milioni di lavoratori, pari al 2,5 per cento dell'occupazione totale nell'area dell'euro. Ad altri settori esposti, che includono quelli della carta, delle apparecchiature elettriche e delle materie plastiche, sono riconducibili altri 3 milioni di lavoratori, ossia l'1,7 per cento dell'occupazione totale.

² I restanti 5 milioni di lavoratori sono impiegati nei settori agricolo, estrattivo ed energetico.

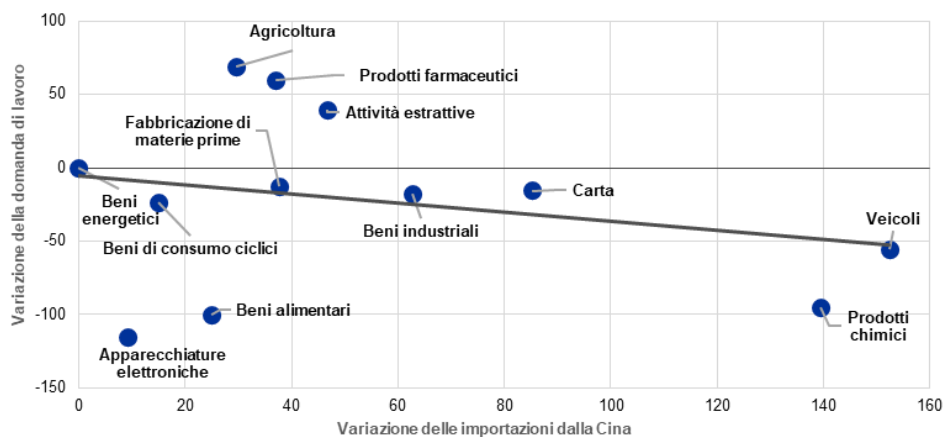
La domanda di lavoro è diminuita in misura maggiore nei settori in cui, tra il 2019 e il 2024, l'esposizione alla Cina ha registrato gli aumenti più elevati.

Utilizzando i dati sugli annunci degli utili agli investitori e la metodologia di Foroni e Schroeder (2025), è stato costruito un indicatore settoriale del grado di tensione della domanda di lavoro, basato su una lista di parole chiave che fanno riferimento alle pressioni cui le imprese devono far fronte a causa della domanda di lavoro non soddisfatta. Nell'area dell'euro tale domanda ha subito gravi shock, come la pandemia e la crisi energetica, e potrebbe anche aver risentito di altre dinamiche in settori specifici (come la debole domanda di automobili in Europa). Il grafico C mette in evidenza il legame tra le variazioni della domanda di lavoro nell'area dell'euro e quelle delle importazioni dalla Cina. I settori esposti a una maggiore concorrenza da parte della Cina hanno registrato un calo più consistente degli annunci di posti vacanti, un segnale di indebolimento della domanda di lavoro. Tra il 2019 e il 2024 la domanda di lavoro nel settore dei veicoli è diminuita del 55 per cento, mentre la flessione stimata per il comparto chimico è pari al 95 per cento. Per contro, i settori meno esposti alla concorrenza cinese hanno registrato, in media, una domanda di lavoro relativamente stabile nello stesso periodo.

Grafico C

Dinamica delle importazioni cinesi e variazioni della domanda di lavoro nell'area dell'euro per settore

(valore percentuale)



Fonti: NL Analytics, Trade Data Monitor ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la domanda di lavoro è misurata utilizzando i dati sugli annunci degli utili agli investitori (cfr. Foroni e Schroeder, 2025). Le variazioni riportate si riferiscono al periodo 2019-2024.

Un aumento delle importazioni per occupato in un settore determina una corrispondente perdita di occupazione all'interno del medesimo settore.

Applicando l'analisi condotta da Autor et al. (2013) ai paesi dell'area dell'euro, il grafico D mostra l'impatto sui tassi di occupazione settoriali dei paesi dell'area nel 2022 di un aumento delle importazioni dalla Cina per occupato ogni anno tra il 2010 e il 2021³. Il lungo arco temporale induce un impatto significativo sui tassi di occupazione, il cui accumulo è graduale, in quanto il pieno dispiegarsi degli effetti dei licenziamenti e dell'adattamento della forza lavoro alla situazione economica può

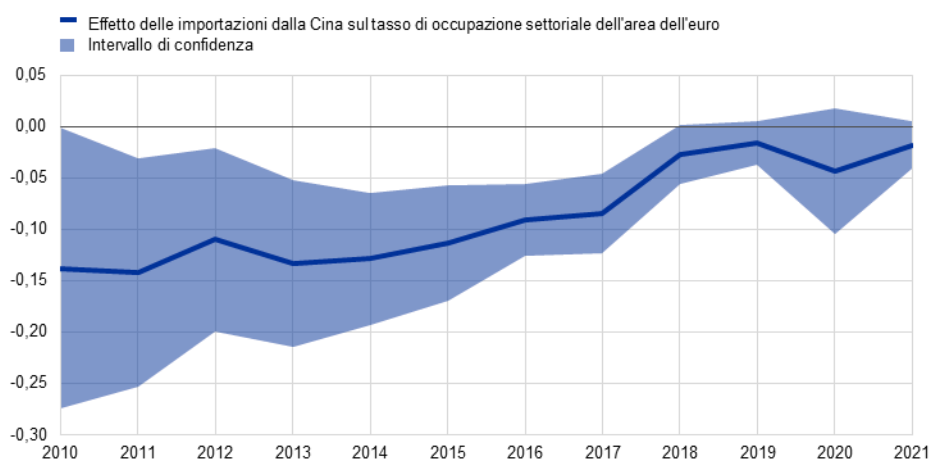
³ Ad esempio, la stima riportata per il 2010 è l'effetto che un aumento settoriale di 1.000 euro delle importazioni dalla Cina per occupato tra il 2010 e il 2022 esercita sulla variazione del corrispondente tasso di occupazione settoriale relativo allo stesso periodo.

richiedere tempo. In particolare, gli effetti sono maggiori se si considerano le variazioni a partire dal 2010, mentre si riducono gradualmente se si analizzano intervalli di tempo più brevi. Ad esempio, un aumento di 1.000 euro delle importazioni dalla Cina per occupato tra il 2015 e il 2022 in un dato settore determina, nello stesso periodo, una diminuzione di 0,1 punti percentuali del tasso di occupazione in quel settore. A livello di area dell'euro si tratta di circa 240.000 posti di lavoro che hanno cessato di esistere o hanno subito una riallocazione in settori meno esposti.

Grafico D

Effetto di un aumento annuo delle importazioni dalla Cina per occupato sul tasso di occupazione settoriale dell'area dell'euro nel 2022

(variazione cumulata del tasso di occupazione nel 2022 rispetto a ogni anno sull'asse delle ascisse in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: Il grafico mostra la stima di β per diverse regressioni cross-section utilizzando la seguente specificazione econometrica: $Lr_{si,2022} - Lr_{si,2022-x} = \beta(M_{si,2022} - M_{si,2022-x})/L_{si,2022} + FE_i + \epsilon_{si}$ con $Lr_{si,2022}$ a rappresentare il tasso di occupazione nel settore s , nel paese i nel 2022 e $M_{si,2022}$ le importazioni dalla Cina del paese i nel 2022 dei beni prodotti dal settore s . È ponderata per l'occupazione L nello stesso settore e paese. x determina il ritardo della regressione, che varia tra 1 e 12 (che corrispondono agli anni tra il 2010 e il 2021). Inoltre, seguendo Autor et al. (2013), l'effetto della variabile $(M_{si,2022} - M_{si,2022-x})/L_{si,2022}$ è stato calcolato mediante la variabile strumentale $(M_{su,2022} - M_{su,2022-x})/L_{su,2022-x}$ che rappresenta le corrispondenti importazioni dalla Cina in paesi u simili all'area dell'euro, ossia Australia, Canada, Corea del Sud, Giappone, Islanda, Israele, Norvegia e Nuova Zelanda. Questi paesi risentono di uno shock analogo derivante dall'aumento delle importazioni cinesi, ma tale shock non incide direttamente sull'occupazione dell'area dell'euro. Si utilizza l'occupazione ritardata, in quanto l'occupazione contemporanea può essere influenzata dall'interscambio previsto della Cina. La banca dati è costituita da un panel di paesi dell'area dell'euro categorizzato per settore NACE2, tra il 2010 e il 2022. L'area ombreggiata blu rappresenta un intervallo di confidenza del 90 per cento.

È probabile che l'attuale politica commerciale degli Stati Uniti e l'imposizione di dazi accrescano la concorrenza cinese.

In seguito agli annunci da parte dell'amministrazione Trump di maggiori dazi statunitensi sui beni provenienti dalla Cina, gli esportatori di questo paese potrebbero ampliare o cercare nuovi mercati altrove e riorientare in misura crescente gli scambi verso l'Europa.

Tale riorientamento del commercio mondiale potrebbe amplificare la penetrazione delle importazioni dalla Cina nei mercati dell'area dell'euro, comportando difficoltà per i produttori (cfr. Gunnella et al., 2025). Benché le imprese dell'area possano ottenere un certo vantaggio competitivo nei mercati statunitensi rispetto alla Cina, dal momento che i dazi imposti dagli Stati Uniti al paese sono relativamente più elevati, è improbabile che ciò compensi le perdite sul mercato interno⁴.

⁴ I potenziali vantaggi sarebbero probabilmente molto contenuti, per effetto della diversa composizione delle esportazioni verso gli Stati Uniti provenienti dall'area dell'euro e dalla Cina (cfr. Gunnella et al., 2025).

Nel complesso, la crescente competitività delle esportazioni cinesi pone sfide significative ai mercati del lavoro dell'area dell'euro.

Sebbene al momento l'impatto si concentri in settori quali quelli dei veicoli e dei prodotti chimici, le implicazioni più ampie potrebbero estendersi a quasi un terzo dell'occupazione dell'area. Il riorientamento degli scambi dagli Stati Uniti, insieme alla crescente competitività della Cina in settori a elevato valore aggiunto, suggerisce che le imprese dell'area dell'euro debbano adattarsi a un contesto mondiale sempre più competitivo. Gli shock commerciali possono indurre turbative nel breve periodo e riallocazioni dei posti di lavoro tra settori. Tuttavia, nel lungo periodo, l'occupazione totale potrebbe non evidenziare cambiamenti significativi, dato l'adeguamento dell'economia mediante variazioni salariali e trasferimenti dei lavoratori tra settori. Tuttavia, sfide quali le inefficienze del mercato del lavoro, i costi di aggiustamento e le politiche pubbliche potrebbero causare turbative temporanee prima che il nuovo equilibrio sia raggiunto.

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*, BCE, 3 settembre.

Autor, D., Dorn, D. e Hanson, G. (2013), “The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States”, *American Economic Review*, vol. 103, n. 6, ottobre, pagg. 2121-68.

Banin, M., Di Nino, V., Lebastard, L., Lecourt, N. e Schaefer, S. (2025), [Le esportazioni dell'area dell'euro hanno perso il treno della tecnologia?](#), riquadro 2 nel numero 2/2025 di questo Bollettino.

De Santis, R.A., Di Nino, V., Furbach, N., Neumann, U. e Neves, P. (2024), [Prospettive di ripresa del settore automobilistico nell'area dell'euro](#), riquadro 5 nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

Froni, C. e Schroeder, C. (2025), [Usare gli annunci degli utili agli investitori per prevedere la domanda di lavoro nell'area dell'euro](#), riquadro 4 nel numero 2/2025 di questo Bollettino.

Gunnella, V., Stamato, G. e Kobayashi, A. (2025), [Le implicazioni per l'area dell'euro delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina: gli insegnamenti tratti dai dazi imposti dalla prima amministrazione Trump](#), riquadro 2 nel numero 3/2025 di questo Bollettino.

3 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie

a cura di Alex Melemenidis, Richard Morris e Moreno Roma

Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 72 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 23 giugno e il 2 luglio 2025¹.

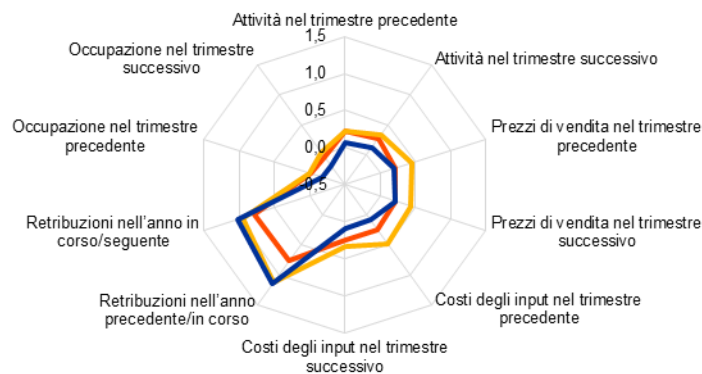
Le società contattate hanno segnalato un rallentamento dell'attività negli ultimi mesi, in quanto i dazi, le tensioni geopolitiche e la conseguente incertezza hanno intaccato il clima di fiducia delle imprese e dei consumatori (cfr. i grafici A e B). Il riscontro fornito dalle società contattate è stato coerente con una crescita molto modesta sia nel secondo sia nel terzo trimestre. Sebbene nei primi mesi dell'anno gli ordinativi nel settore manifatturiero fossero in ripresa, molte imprese hanno segnalato una perdita di slancio nel corso del secondo trimestre. Anche la crescita dei servizi sembra aver rallentato.

Grafico A

Sintesi delle indicazioni fornite con riferimento all'attività, all'occupazione, ai prezzi e ai costi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)

- Edizione corrente
- Edizione precedente
- Media storica



Fonte: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini), dei costi degli input (materiali, energia, trasporti, ecc.) e dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente, nonché riguardo alla dinamica salariale rispetto all'anno precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Una valutazione pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. Con riguardo all'edizione corrente, trimestre precedente e trimestre successivo si riferiscono, rispettivamente, al secondo e al terzo trimestre del 2025, mentre con riferimento alla precedente edizione essi si riferiscono, rispettivamente, al primo e al secondo trimestre del 2025. Le interlocuzioni con le società contattate a gennaio e a marzo/aprile sul tema della dinamica salariale di norma si concentrano sulle prospettive per l'anno in corso rispetto all'anno precedente, mentre le interlocuzioni di giugno/luglio e settembre/ottobre si concentrano sulle prospettive per l'anno seguente rispetto a quello in corso. La media storica è una media dei punteggi ottenuti utilizzando sintesi di interlocuzioni passate che risalgono nel tempo fino al 2008.

Sembra che l'avvio positivo dell'anno nel settore manifatturiero non sia stato sostenuto. Sebbene le segnalazioni varino, molte imprese hanno dichiarato di

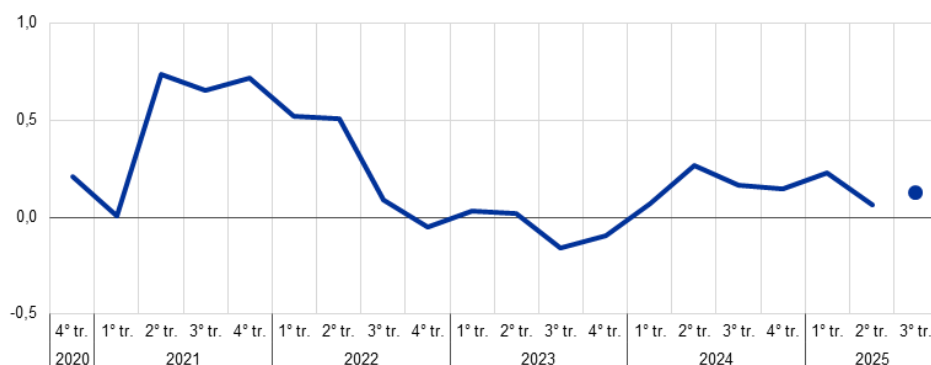
¹ Per ulteriori informazioni sulla natura e sulle finalità di tali contatti, cfr. l'articolo 1 [L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie](#) nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

essere state sorprese positivamente dagli andamenti nei primi mesi dell'anno, ma che nel corso del secondo trimestre gli ordini hanno iniziato a diminuire. Tale andamento della domanda è stato segnalato soprattutto dalle società contattate nel settore dei beni intermedi, nonché da alcuni produttori di beni di investimento e di beni di consumo durevoli. Le opinioni sono state contrastanti circa l'eventualità che tale rallentamento sia stato causato da un riassorbimento dell'anticipazione delle esportazioni in previsione del potenziale aumento dei dazi statunitensi o da un più generale calo della domanda. Tuttavia, vi è ampio consenso sulla crescente importanza del ruolo della concorrenza nelle importazioni, soprattutto da parte della Cina. Malgrado il clima di fiducia più modesto rispetto a tre mesi fa, si sono comunque registrati alcuni andamenti positivi. Ad esempio, l'industria farmaceutica ha continuato a registrare una crescita vigorosa, sostenuta dalle anticipazioni in previsione dell'aumento dei dazi. Inoltre, la domanda di semiconduttori e di mezzi pesanti ha mostrato segni di ripresa. Anche le società contattate nel settore delle costruzioni, o tra i fornitori a esse collegati, hanno riportato previsioni più ottimistiche, confermando la propria valutazione di una ripresa dell'attività, sostenuta dal recente calo dei tassi di interesse.

Grafico B

Indicazioni sull'andamento e sulle prospettive dell'attività

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini) rispetto al trimestre precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Una valutazione pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. Il punto si riferisce alle aspettative per il trimestre successivo.

Anche le segnalazioni circa la spesa per consumi e l'attività dei servizi hanno evidenziato una certa perdita di slancio. Le imprese contattate nei settori dei beni di consumo e del commercio al dettaglio hanno descritto l'attività come piuttosto piatta nel complesso. In particolare, i produttori di beni di consumo elettronici e di elettrodomestici, che erano stati più ottimisti nella precedente edizione dell'indagine, hanno attualmente segnalato un ristagno o un calo dell'attività. Anche i commercianti al dettaglio di abbigliamento e altre attrezzature personali hanno descritto un quadro analogo di spesa persistentemente debole. Gli esercenti al dettaglio di prodotti alimentari e i loro fornitori hanno nuovamente sottolineato come la sensibilità dei prezzi al consumo sia rimasta molto elevata, spesso a causa di un livello di fiducia dei consumatori scarso o in peggioramento. Nel settore dei servizi turistici le società contattate hanno riferito una moderazione della crescita, sebbene essa si trovi su un livello elevato. Le destinazioni turistiche più popolari hanno dovuto far fronte ai

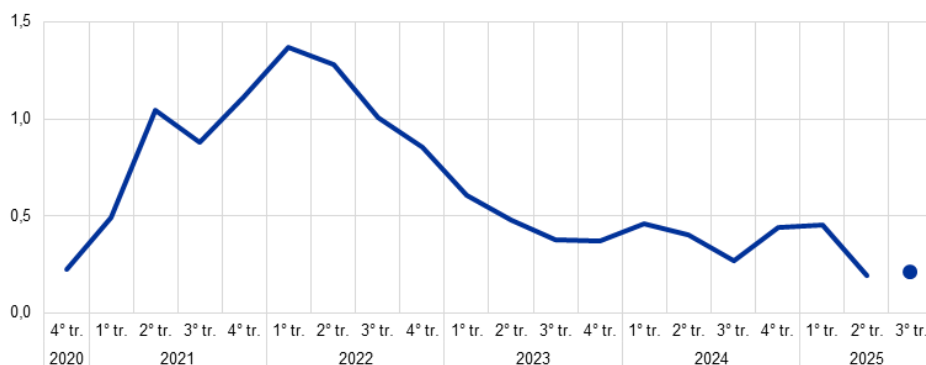
perduranti vincoli di capacità negli alberghi e i consumatori sono diventati più sensibili ai prezzi, prenotando con maggiore frequenza all'ultimo momento e tagliando le altre spese connesse ai viaggi, come ad esempio i pasti al ristorante. Altri fornitori di servizi alle imprese e ai consumatori hanno descritto andamenti in qualche misura contrastanti: in particolare, i servizi informatici hanno continuato a registrare una crescita solida, ma il contesto generale del mercato è rimasto complesso.

L'indebolimento della dinamica della crescita ha comportato anche un lieve peggioramento delle prospettive occupazionali. Nel settore manifatturiero sono continuate, o persino aumentate, le riduzioni di organico, riflettendo la debolezza della domanda, l'eccesso di capacità produttiva e la ristrutturazione in atto in molte imprese. Inoltre, secondo quanto segnalato, l'occupazione si sarebbe stabilizzata o sarebbe addirittura in calo in alcuni segmenti del settore dei servizi che in precedenza avevano registrato una forte crescita, come il turismo. Le agenzie di collocamento hanno continuato a segnalare un contesto difficile, in particolare per i ruoli impiegatizi e i posti di lavoro a tempo indeterminato, ancora in calo in quanto le imprese hanno ritardato le decisioni in materia di assunzioni e preferito soluzioni a tempo determinato. Permangono, tuttavia, sacche di crescita, in particolare nei settori delle costruzioni (nonostante la carenza di manodopera percepita), dell'energia, della difesa e della farmaceutica.

Grafico C

Indicazioni sull'andamento e sulle prospettive dei prezzi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Una valutazione pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. Il punto si riferisce alle aspettative per il trimestre successivo.

Le società contattate hanno segnalato un lieve rallentamento della dinamica dei prezzi di vendita negli ultimi mesi (cfr. i grafici A e C). Ciò è principalmente riconducibile agli andamenti nel settore manifatturiero, in particolare nei comparti dei beni di investimento e dei beni intermedi, dove i prezzi stavano diminuendo a causa della più debole domanda e dell'accresciuta concorrenza nelle importazioni, nonché dell'allentamento dei costi degli input diversi dal lavoro. Tale rallentamento risulta in qualche misura in contrasto con il più ottimistico quadro di ripresa dei prezzi delineato qualche mese fa. Nella maggior parte del settore dei servizi la crescita dei prezzi è rimasta relativamente sostenuta, soprattutto nei comparti relativi a trasporto

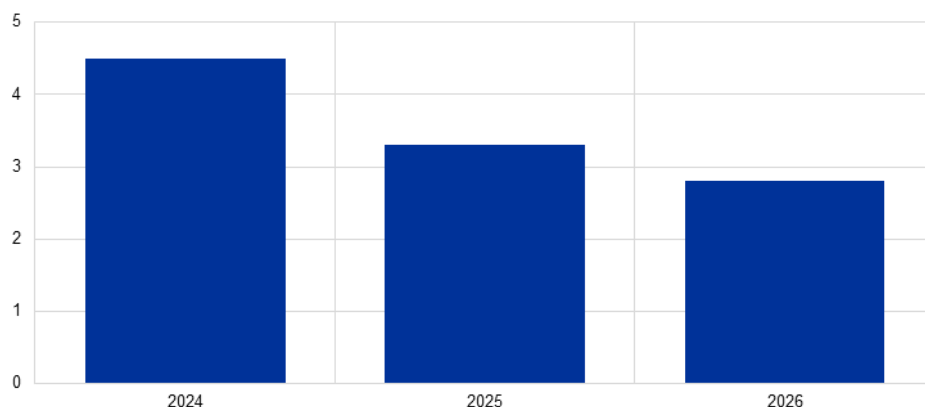
e turismo (in parte per effetto dei costi relativi alla regolamentazione e dei vincoli di capacità). Tuttavia, le imprese contattate nei settori del commercio al dettaglio e dei servizi quali consulenza, informatica e telecomunicazioni, hanno tendenzialmente segnalato una crescita dei prezzi moderata, o in calo, a fronte di una forte concorrenza e di clientela sensibile ai costi.

Le società contattate sono rimaste fiduciose in una moderazione della crescita salariale (cfr. il grafico D). In media, le indicazioni quantitative fornite implicherebbero un rallentamento della crescita salariale, dal 4,5 per cento nel 2024 al 3,3 nel 2025 e fino al 2,8 nel 2026. Sebbene tali indicazioni siano superiori di 0,2-0,3 punti percentuali rispetto a quelle rilevate nella precedente edizione dell'indagine, esse continuano a puntare nella stessa direzione².

Grafico D

Valutazione quantitativa della crescita salariale

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: medie delle percezioni delle società contattate riguardo alla crescita salariale nel proprio settore nel 2024 e delle loro aspettative per il 2025 e il 2026. Le medie per il 2024, il 2025 e il 2026 si basano sulle indicazioni fornite rispettivamente da 63, 65 e 51 partecipanti.

L'effetto dei dazi statunitensi su attività e prezzi nell'area dell'euro è stato per lo più considerato negativo finora, sebbene con un impatto minimo o nullo sui prezzi al consumo finali. La pressione al ribasso sia sull'attività sia sui prezzi ha riflesso la minore domanda, in parte causata dalla ricerca di alternative al mercato statunitense da parte degli esportatori dell'Asia, che ha portato a una deviazione degli scambi dalla regione (e in particolare dalla Cina). Il fenomeno è stato esacerbato dall'apprezzamento dell'euro. In linea con tale tendenza, le società contattate nel settore dei trasporti e della logistica hanno segnalato una forte crescita delle importazioni e un calo delle esportazioni. Finora, la maggiore concorrenza nelle importazioni ha riguardato principalmente i beni intermedi, in particolare quelli più standardizzati, a monte delle catene del valore. Tuttavia, secondo le attese, nei prossimi mesi e trimestri il fenomeno si estenderà ai prodotti a valle con un contenuto a maggior valore aggiunto. Per contro, le imprese intervistate nei settori del commercio al dettaglio e dei servizi ai consumatori hanno dichiarato che l'impatto

² Data la natura rotazionale del campione, è normale riscontrare oscillazioni tra le varie edizioni dell'indagine.

su attività o prezzi è stato finora minimo o nullo e di non aspettarsi che diventi significativo nel prossimo futuro.

Ripresa dei salari reali nell'area dell'euro

a cura di Colm Bates, Katalin Bodnár, Vasco Botelho e
Flavie Rousseau

I salari reali nell'area dell'euro hanno in larga parte recuperato il calo registrato durante il periodo di inflazione elevata, nel 2022. Di recente i salari nominali sono cresciuti più velocemente dei prezzi. Di conseguenza, i salari reali, misurati deflazionando i salari nominali con degli indicatori del costo della vita, ora sono prossimi ai livelli osservati prima dell'impennata dell'inflazione. Ad esempio, nel primo trimestre del 2025 il costo del lavoro per dipendente, deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), era inferiore solo dello 0,5 per cento circa al livello del quarto trimestre del 2021, all'inizio del brusco aumento dell'inflazione, mentre nel quarto trimestre del 2022 era sceso del 5 per cento al di sotto di tale livello (cfr. il pannello a) del grafico A). Altri indicatori salariali deflazionati con lo IAPC o con il deflatore dei consumi privati mostrano andamenti di ripresa analoghi. Il recente ripristino graduale del potere d'acquisto perduto dovrebbe limitare le richieste salariali in futuro. Tuttavia, i lavoratori potrebbero ancora percepire un peggioramento del tenore di vita. Se, ad esempio, nel primo trimestre del 2025 avessero parametrato i propri salari nominali con i prezzi delle spese frequenti dirette (frequent out-of-pocket purchases, FROOPP) aumentati con i prezzi della componente energetica dello IAPC, piuttosto che con l'intero indice, avrebbero continuato a percepire un notevole divario rispetto ai salari reali¹.

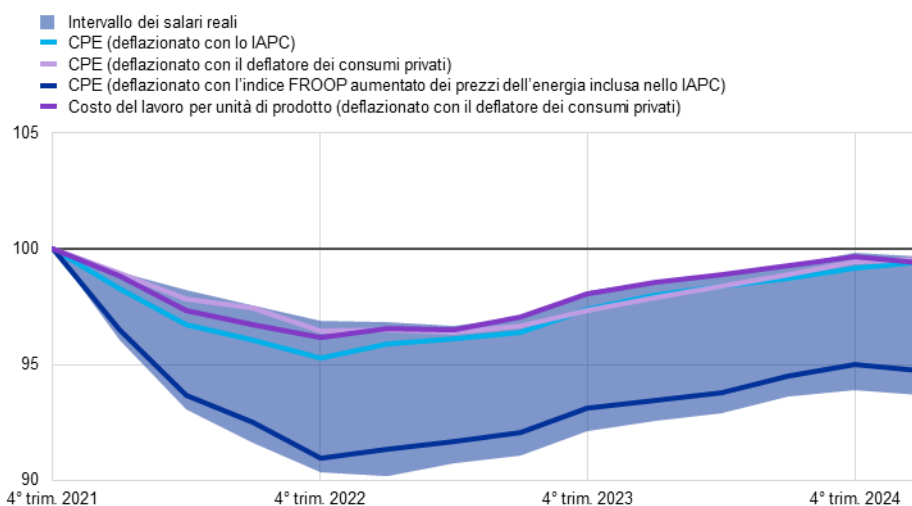
¹ Le **spese frequenti dirette** (frequent out-of-pocket purchases, FROOPP) costituiscono una sottocategoria dello IAPC, calcolata a partire da sottoindici che si ritiene rappresentino in misura principale gli acquisti effettuati dai consumatori in genere almeno ogni mese con pagamenti diretti. Le principali categorie di beni inclusi nell'indice FROOPP sono prodotti farmaceutici, apparecchi elettrici per l'igiene personale e altri apparecchi, prodotti per la casa non durevoli, nonché beni e servizi relativi agli animali domestici, incluse le cure veterinarie. In questa sede a tale paniere di beni si aggiunge una componente energetica, che probabilmente influenza la percezione dei consumatori riguardo al proprio potere di acquisto.

Grafico A

Indicatori salariali per l'area dell'euro

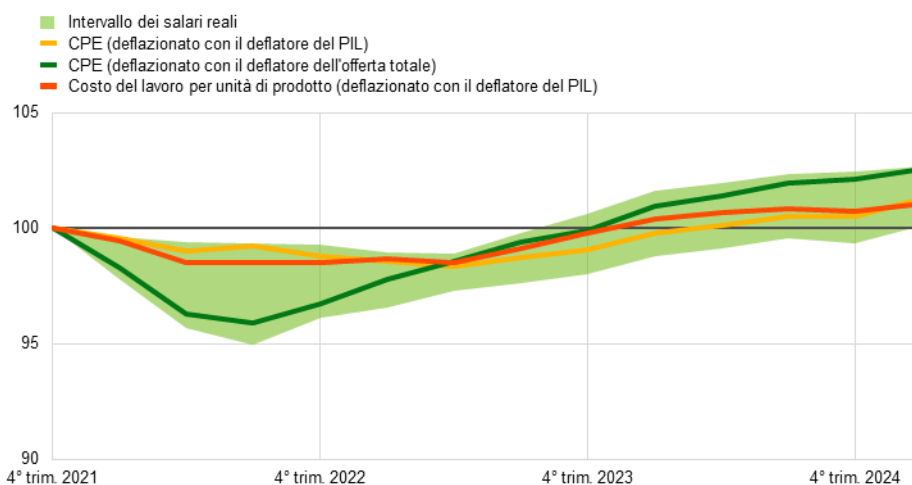
a) Salari reali per i consumatori

(indice: 4° trim. 2021 = 100)



b) Salari reali per i produttori

(indice: 4° trim. 2021 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra l'intervallo dei salari reali, calcolato utilizzando il costo del lavoro per dipendente (compensation per employee, CPE), il costo del lavoro per ora lavorata, i salari e gli stipendi per lavoratore dipendente, l'indice del costo del lavoro (costo totale, salari e stipendi) e gli indici del costo del lavoro per unità di prodotto per lavoratore dipendente e per ora lavorata. In ciascun pannello la linea relativa alla voce "Costo del lavoro per unità di prodotto" si riferisce all'indice per lavoratore dipendente. Il pannello a) mostra l'intervallo di indicatori salariali cui sono stati applicati i deflatori dello IAPC, dei consumi privati e delle spese frequenti dirette (frequent out-of-pocket purchases, FROOP) aumentate con i prezzi dei beni energetici misurati sullo IAPC, mentre il pannello b) utilizza il deflatore del PIL e il deflatore dell'offerta totale. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2025.

La natura delle spinte inflazionistiche negli ultimi anni ha determinato un divario tra "salari reali per i consumatori" e "salari reali per i produttori".

Per i lavoratori i salari costituiscono un fattore di reddito che contribuisce al loro benessere. Per i datori di lavoro, però, i salari rappresentano un fattore di costo,

che per tradizione è strettamente legato all'andamento della produttività del lavoro². Dalla prospettiva di questi ultimi, la relativa misura dei salari reali si calcola rispetto ai prezzi che possono applicare per produrre i propri beni e servizi, dei quali si tiene conto attraverso il deflatore del PIL, il deflatore dell'offerta totale o i deflatori del valore aggiunto a livello settoriale³. In base a tale definizione, i salari reali per i produttori hanno già superato i livelli precedenti l'aumento dell'inflazione (cfr. il pannello b) del grafico A)⁴. Le differenze nella dinamica dei salari reali per consumatori e produttori riflettono in larga misura il rialzo dei prezzi all'importazione determinato dai rincari dei beni energetici e dalle turbative lungo le catene di approvvigionamento, con un conseguente deterioramento delle ragioni di scambio⁵.

A livello settoriale, i salari reali hanno superato i livelli precedenti l'impennata dell'inflazione nei servizi di mercato, ma ci sono ancora margini di ripresa sia nel settore dell'industria e delle costruzioni, sia in quello dei servizi pubblici (cfr. il pannello a) del grafico B). L'inflazione si ripercuote su tutti i lavoratori in modo analogo, indipendentemente dal loro impiego. I salari nominali non sono aumentati dello stesso importo o con lo stesso ritmo in tutti i settori. Nel primo trimestre del 2025 i salari reali hanno registrato un completo recupero nel settore dei servizi di mercato, a fronte di un ritardo nella ripresa dei salari reali per i consumatori sia nel settore dell'industria e delle costruzioni, sia nel comparto dei servizi pubblici. I salari reali per i produttori mostrano in che misura i costi salariali sono aumentati rispetto ai prezzi applicati dalle imprese in ciascun settore. Lo shock energetico ha colpito meno duramente i datori di lavoro nei servizi di mercato, che hanno tratto il beneficio maggiore dagli effetti della riapertura dopo la pandemia di COVID-19, registrando, di conseguenza, una maggiore carenza di manodopera, che, nel complesso, ha sostenuto la crescita delle retribuzioni. I salari reali per i produttori sono aumentati anche nei servizi pubblici, in ragione del maggiore impatto esercitato dai salari sui costi del comparto rispetto al passato. Per contro, i datori di lavoro nel settore dell'industria e delle costruzioni, un comparto ad alta intensità di capitale, maggiormente esposto ai rincari dell'energia, hanno subito le conseguenze peggiori dello shock inflazionistico. Di conseguenza, mentre i salari reali per i consumatori nell'industria e nelle costruzioni hanno evidenziato una dinamica simile a quella dei servizi pubblici, i salari reali per i produttori sono ancora ben al di sotto dei livelli registrati nel quarto trimestre del 2021.

I salari reali per i consumatori hanno completamente recuperato, o in alcuni casi perfino superato, i livelli precedenti l'impennata dell'inflazione in diversi paesi dell'area dell'euro, mentre in altri continuano a restare indietro (cfr. il pannello b) del grafico B). Ciò riflette una combinazione di fattori: a) problemi strutturali, che si sono tradotti in un profilo di perdite nei salari reali in alcuni paesi su

² Arce e Sondermann (2024) mostrano che negli ultimi anni la crescita della produttività è stata relativamente debole. Consolo e Foroni (2024) sostengono che il calo dei salari reali durante l'impennata dell'inflazione del 2022, insieme alla sostanziale stagnazione della crescita della produttività, rappresentano uno dei fattori alla base della tenuta mostrata dalla crescita dell'occupazione nell'area dell'euro.

³ Il deflatore dell'offerta totale è un'approssimazione del costo totale degli input ed è definito come la somma di PIL e importazioni. Cfr. Hahn e Renault (2024).

⁴ La nomenclatura dei salari reali per consumatori e per produttori è quella indicata in Bodnár et al. (2022). Tuttavia, il prezzo del prodotto, misurato dai deflatori considerati in questa sede, non riflette l'indicatore dei prezzi alla produzione, misurati dall'indice dei prezzi alla produzione.

⁵ Cfr. Arce et al. (2023).

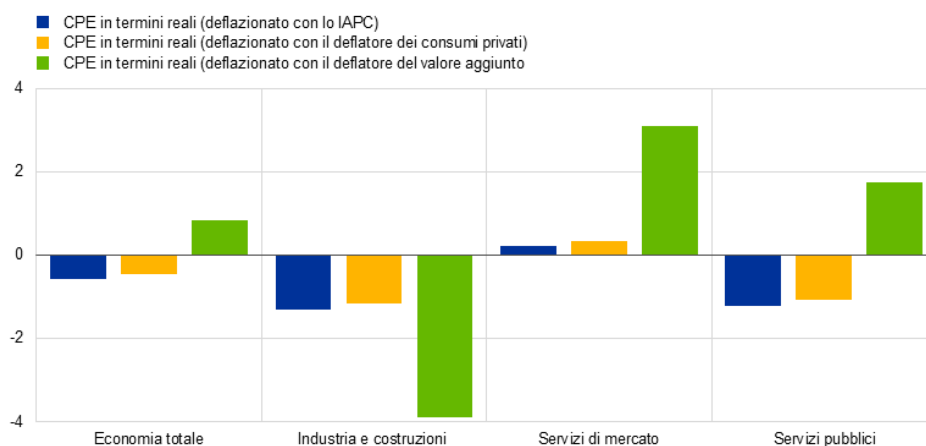
un orizzonte temporale più lungo; b) un elevato grado di variabilità dei tassi di inflazione nel periodo in cui mostravano valori elevati; c) differenze tra paesi in termini di velocità e struttura del processo di determinazione dei salari e delle relative contrattazioni salariali⁶.

Grafico B

Ripresa dei salari reali nel primo trimestre del 2025: differenze tra settori e paesi

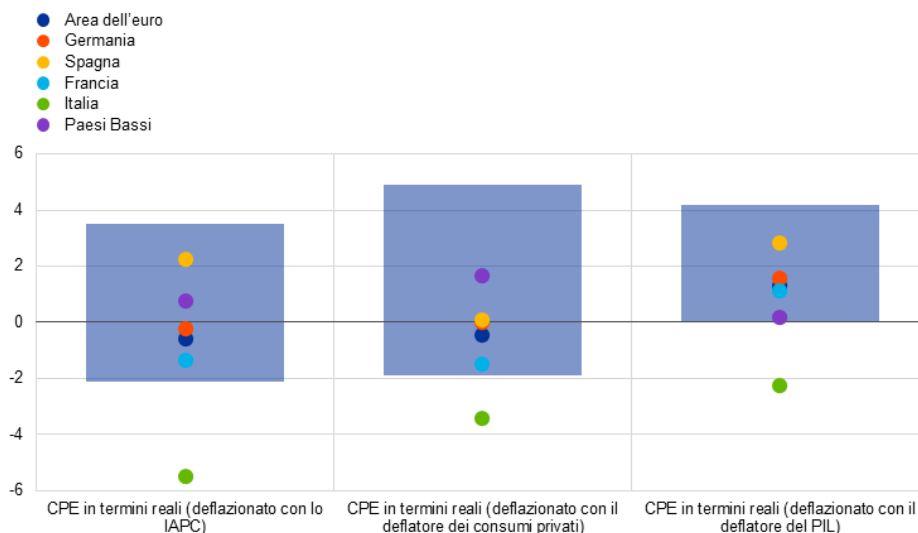
a) Tra settori

(valori percentuali, variazione cumulata rispetto al quarto trimestre del 2021)



b) Tra paesi

(valori percentuali, variazione cumulata rispetto al quarto trimestre del 2021)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo "CPE" indica il costo del lavoro per dipendente. Pannello a): per calcolare i salari reali per i produttori sono utilizzati i deflatori del valore aggiunto a livello settoriale. Per la voce "Economia totale" il deflatore del valore aggiunto utilizzato corrisponde a quello del PIL. Pannello b): l'area ombreggiata si riferisce all'intervallo interquartile tra paesi per i rispettivi indicatori. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2025.

I risultati delle indagini mostrano che, nonostante alcuni miglioramenti, i consumatori continuano ad avere percezioni contrastanti circa la ripresa dei salari reali. L'andamento dei salari reali basato sugli indicatori macroeconomici aggregati potrebbe non offrire una panoramica esaustiva delle percezioni dei

⁶ Cfr. Allayioti e Beschin (2024).

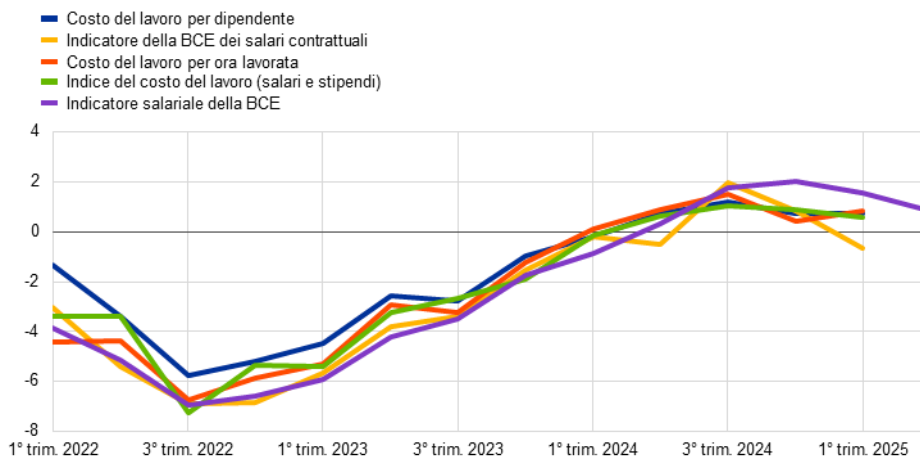
consumatori circa i propri salari reali. Nel secondo trimestre del 2024, per la prima volta dall'impennata dell'inflazione del 2022, la crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per dipendente ha superato l'inflazione percepita dai consumatori, rilevata nell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) della BCE (cfr. il grafico C). Nonostante un certo rallentamento, nel primo trimestre del 2025 si registrava ancora un differenziale positivo. Le percezioni dei consumatori circa una ripresa dei salari reali ne influenzano la fiducia e le decisioni di consumo. Baumann et al. (2025) rilevano che una percentuale elevata di consumatori ritiene che la crescita dei propri salari nominali non abbia superato la crescita dei prezzi nei dodici mesi precedenti, secondo quanto indicato nell'indagine CES. Nell'aprile 2025 tale indagine ha ripetuto la stessa serie di domande concernenti il recupero dei salari reali, senza variazioni dei risultati: una quota ancora significativa di consumatori riteneva che la propria dinamica salariale non avesse superato la crescita dei prezzi⁷. Ciò suggerisce che i consumatori tendono a concentrarsi su panieri di consumo alternativi e che brusche variazioni dei prezzi potrebbero continuare a riflettersi nelle loro percezioni per un periodo prolungato. È quindi probabile che una consistente ripresa dei salari reali, unitamente alla stabilità dei prezzi, favorisca un clima di fiducia positivo tra i consumatori ed enfatizzi la crescita nell'area dell'euro. In base a quanto mostrato nel presente riquadro, si conferma che, nel complesso, la scelta dell'indice dei prezzi rileva per quantificare il recupero dei salari reali. Come sottolineato, vi è una differenza tra i prezzi al consumo e quelli applicati dalle imprese nazionali. Tuttavia, anche per quanto riguarda i risultati afferenti più in particolare il potere d'acquisto dei consumatori, i diversi panieri di consumo hanno implicazioni significative per le percezioni dei consumatori in merito ai propri salari reali.

⁷ A maggio 2025 è stata introdotta una variante di questi quesiti, che mira a indagare le percezioni dei consumatori in merito alla crescita salariale rispetto alle variazioni dei prezzi osservate durante i quattro anni precedenti. La domanda originale era incentrata su un periodo di tempo più breve (l'anno precedente). I risultati si confermano coerenti in entrambi gli orizzonti temporali.

Grafico C

Crescita dei salari reali deflazionata con l'inflazione percepita dai consumatori

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: indice salariale della BCE, Eurostat, indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra la differenza fra i tassi di crescita sul periodo corrispondente degli indicatori dei salari nominali citati e l'inflazione sui dodici mesi percepita dai consumatori, rilevata dall'indagine CES. Per ulteriori dettagli sull'indicatore salariale della BCE, cfr. Bates et al. (2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2025 per l'indicatore salariale della BCE e al primo trimestre del 2025 per i restanti indicatori.

Riferimenti bibliografici

Allayioti, A. e Beschin, A. (2024), *La dinamica dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro*, riquadro 5 nel numero 5/2024 di questo Bollettino.

Arce, Ó., Hahn, E. e Koester, G. (2023), "How tit-for-tat inflation can make everyone poorer", *Il Blog della BCE*, BCE, 30 marzo.

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

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

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

Baumann, A., Caprari, L., Kocharkov, G. e Kouvavas, O. (2025), *Aumento dei redditi reali: vero o presunto? Il ruolo che le percezioni delle famiglie svolgono nei consumi*, riquadro 2 nel numero 1/2025 di questo Bollettino.

Bodnár K., Gonçalves, E., Górnicka, L., e Koester, G. (2022), *Andamenti salariali e relative determinanti dall'inizio della pandemia*, articolo 2 nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

Consolo, A. e Foroni, C. (2024), *Le determinanti della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro dopo la pandemia: una prospettiva basata su modelli*, riquadro 4 nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

Hahn, E. e Renault, T. (2024), *Indicatori di profitto per l'analisi dell'inflazione alla luce del ruolo dei costi totali*, riquadro 6 nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

Incertezza relativa all'inflazione destagionalizzata dei servizi: il contributo delle festività pasquali e dei viaggi

a cura di Martin Eiglsperger, Mario Porqueddu ed Elisabeth Wieland

Nel valutare la dinamica dell'inflazione, la BCE integra il monitoraggio dei tassi sui dodici mesi con misure di momentum, per valutare gli andamenti a più breve termine.

Il momentum è definito come variazione percentuale su tre mesi rispetto ai tre mesi precedenti dell'indice dei prezzi destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario (annualizzato a fini di comparabilità)¹. I tassi a più breve termine annualizzati vanno interpretati con cautela, non da ultimo a causa di effetti eccezionali che potrebbero aumentare considerevolmente l'incertezza relativa alla correzione per gli effetti stagionali e di calendario, come illustrato nel presente riquadro.

Il momentum dei servizi inclusi nello IAPC è aumentato sensibilmente da marzo ad aprile 2025 ed è rimasto elevato in maggio e in giugno, riflettendo in particolare le oscillazioni del tasso di variazione sul mese precedente, destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario, dovute alle voci legate ai viaggi (cfr. il pannello a) del grafico A).

Se agli inizi del 2025 parte dell'aumento del momentum dell'inflazione dei servizi ha in parte rispecchiato effetti annuali di riprezzamento, l'eccezionale impennata dei servizi legati ai viaggi registrata in aprile segnala un impatto più forte del solito, connesso al periodo delle vacanze pasquali di quest'anno (cfr. il pannello b) del grafico A)². I servizi connessi ai viaggi, generalmente associati agli effetti indotti dalle vacanze, comprese quelle pasquali, comprendono i trasporti aerei, i pacchetti vacanze e i servizi di alloggio. Poiché il tasso di variazione delle voci dello IAPC relative ai servizi, destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario, mette in evidenza soltanto gli effetti medi legati alle festività pasquali, l'impatto non ordinario dei viaggi legati a tale periodo permane nelle serie corrette³. Ciò spiega la forte oscillazione del tasso di variazione sul mese precedente destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario, passato dallo 0,3 per cento di marzo allo 0,7 di aprile, il successivo calo al -0,1 per cento in maggio e l'aumento allo 0,5 per cento in giugno.

¹ Cfr. Lane (2023). L'indicatore di momentum può essere inteso come un'opzione intermedia compresa tra le misure calcolate con frequenza annuale (ossia il livello dei prezzi in un mese particolare rispetto a quello dello stesso mese dell'anno precedente), che riflettono sempre una certa inerzia, e le misure calcolate su base mensile rispetto al mese precedente, che rischiano di essere influenzate da un elevato rapporto segnale-rumore, a causa di fattori idiosincratici predominanti nei dati sull'inflazione mensile.

² Per ulteriori evidenze sul regime di ridefinizione dei prezzi, cfr. Bodnár et al. (2025).

³ Per contro, a giugno 2025 il tasso di variazione sul mese precedente dei servizi legati ai viaggi (non destagionalizzati) è stato sostanzialmente in linea con il suo valore medio nel periodo 2016-2019.

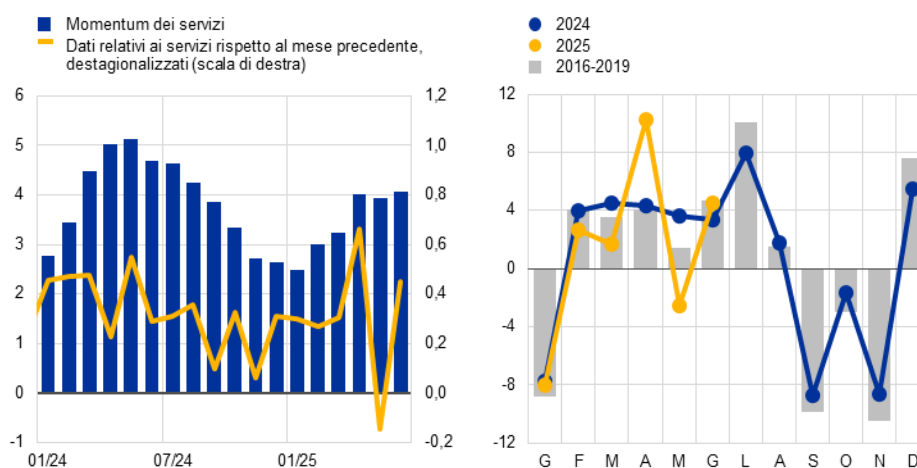
Grafico A

Andamento dei servizi destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario e servizi connessi ai viaggi

a) Momentum dei servizi e tassi di variazione sul mese precedente

b) Dinamica dei prezzi dei servizi legati ai viaggi

(variazioni annualizzate su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi e variazioni percentuali sul mese precedente) (variazioni percentuali sul mese precedente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il pannello a) mostra dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario, mentre il pannello b) mostra dati grezzi relativi alle voci dei servizi dello IAPC relative ai viaggi (trasporti aerei, pacchetti vacanze e servizi di alloggio). Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2025.

La destagionalizzazione e la correzione per gli effetti di calendario utilizzano stime statistiche per eliminare tali effetti; restano tuttavia presenti, dopo l'adeguamento, sia l'andamento tendenziale sia le oscillazioni cicliche e irregolari.

La destagionalizzazione è una tecnica di stima statistica che depura una serie temporale dagli andamenti ricorrenti ogni anno nello stesso mese, che incidono sulle serie in maniera analoga e che si prevede possano ripresentarsi negli anni a venire⁴. La BCE opera destagionalizzazioni distinte per le principali componenti dello IAPC dell'area dell'euro. Lo IAPC relativo ai servizi è anch'esso corretto per gli effetti indotti dalle festività pasquali, che incidono in particolare sui prezzi dei servizi di viaggio. Escludendo gli effetti stagionali e di calendario, le serie residue corrette sono costituite da variazioni cicliche e irregolari, inclusi eventuali valori anomali ed effetti una tantum⁵.

La recente volatilità dello IAPC relativo ai servizi, destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario, rispecchia il forte impatto esercitato dalle festività pasquali in aprile, solo in parte colto dalla correzione per gli effetti di calendario operata dalla BCE.

Il ruolo preponderante svolto dai servizi legati ai viaggi nell'aumento dell'inflazione della componente dei servizi misurata sullo IAPC ad aprile (cfr. il pannello b) del grafico A) indica un forte impatto della cadenza ritardata delle festività pasquali di quest'anno (aprile 2025 rispetto a marzo 2024), probabilmente acuito dalla concomitanza delle celebrazioni pasquali cattoliche e ortodosse. La correzione per gli effetti di calendario operata dalla BCE elimina gli

⁴ Per maggiori informazioni, cfr. Eurostat (2024).

⁵ Per informazioni sul ruolo della stagionalità e dei valori anomali nell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici, cfr. Lis e Porqueddu (2018).

effetti medi correlati alle festività pasquali, aumentando in tal modo il tasso di variazione sul mese precedente della componente dei servizi misurata sullo IAPC di circa 0,1 punti percentuali a marzo 2025 e riducendo tale tasso di 0,1 punti percentuali ad aprile 2025. La correzione per gli effetti di calendario identifica l'impatto storico medio delle date di calendario mobili come la Pasqua. Essa è più incerta rispetto alle stime degli effetti stagionali, in quanto le evidenze statistiche sono più limitate e i calendari delle vacanze scolastiche specifici per paese differiscono tra loro. Di conseguenza, gli effetti eccezionali correlati alla Pasqua che si discostano dalla media storica persistono anche dopo la destagionalizzazione e la correzione per gli effetti di calendario, trasmettendosi pertanto all'indicatore di momentum⁶.

Un'analisi condotta dalla BCE sullo IAPC relativo ai servizi, destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario, rivela che l'incertezza nella stima è generalmente maggiore nel secondo trimestre dell'anno. Le revisioni dei dati storici destagionalizzati vengono di norma effettuate ogniqualvolta i profili stagionali sono nuovamente stimati, come osservato nelle serie storiche in tempo reale. Il pannello a) del grafico B presenta l'intervallo dei valori rivisti, ovvero l'area compresa tra i valori più elevati e quelli più bassi per un certo mese di segnalazione, nell'arco dell'intero periodo. In alcuni mesi, la sostituzione del valore più basso segnalato con quello più elevato determinerebbe un'oscillazione pari fino a 0,3 punti percentuali del tasso di variazione sul mese precedente, destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario. Con specifico riferimento ai mesi dell'anno, i prezzi dei servizi destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario tendono a mostrare intervalli più ampi di valori rivisti nel secondo trimestre, lasciando supporre che le variazioni nella tempistica delle vacanze scolastiche negli anni e l'evoluzione degli andamenti stagionali contribuiscono a stime più incerte (cfr. il pannello b) del grafico B)⁷.

⁶ Le stime per questi effetti di calendario potrebbero inoltre risentire negativamente delle discontinuità strutturali. Risultati non distorti richiedono correzioni per le discontinuità. Un esempio di queste è rappresentato dagli effetti correlati alle festività pasquali che non appaiono nei prezzi dei pacchetti vacanze tedeschi a partire dal 2023 per effetto di una modifica della metodologia statistica. I fattori stagionali e di calendario sono stati modificati di conseguenza (cfr. Schnorrenberger et al., 2024).

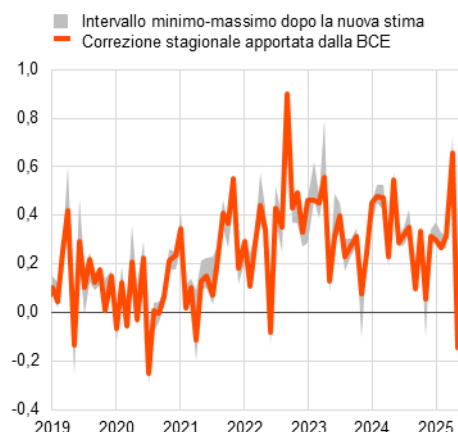
⁷ Ciò vale anche quando si escludono le revisioni dei dati precedenti marzo 2019, a causa di modifiche metodologiche nel calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze nello IAPC relativo alla Germania. Queste sono state aggiornate fino agli inizi del 2015, il che ha inciso anche sull'inflazione complessiva dei servizi nell'area dell'euro (cfr. Eiglsperger, 2019). L'intervallo medio elevato di novembre è riconducibile all'effetto delle nuove fonti di dati riguardanti i prezzi dei voli.

Grafico B

Intervallo storico dello IAPC destagionalizzato relativo ai servizi

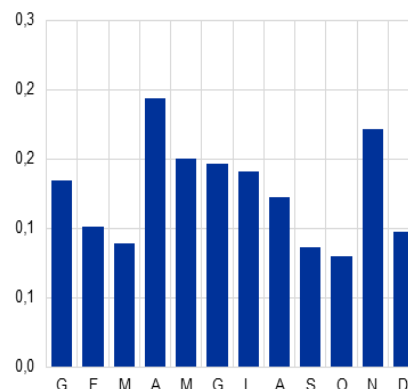
a) Intervallo storico di valori rivisti per lo IAPC destagionalizzato relativo ai servizi

(variazioni percentuali sul mese precedente)



b) Intervallo medio di valori rivisti per mese di calendario

(variazioni percentuali sul mese precedente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il pannello a) mostra il tasso di variazione sul mese precedente dello IAPC relativo ai servizi, secondo il metodo di destagionalizzazione della BCE (linea arancione), unitamente all'intervallo dei valori storici (valore dal minimo al massimo) in seguito a una nuova stima (area ombreggiata). Il pannello b) riporta l'intervallo medio tra i valori massimi e minimi del tasso sul mese precedente dello IAPC (destagionalizzato) relativo ai servizi per ciascun mese di calendario, sulla base dei dati storici disponibili a partire da aprile 2016. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2025.

Inoltre, i dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario dipendono dalle scelte del modello e dalla definizione dei parametri.

Pur fornendo raccomandazioni di carattere generale sulla destagionalizzazione, l'Eurostat non produce serie dello IAPC destagionalizzate e corrette per gli effetti di calendario. Di conseguenza, gli utilizzatori dei dati potrebbero adottare approcci diversi alla destagionalizzazione. Il grafico C evidenzia come diverse impostazioni, ad esempio quelle che influiscono sui valori anomali, sulla stima delle linee di tendenza e sugli andamenti stagionali, possano alterare significativamente i risultati rispetto all'approccio preferito dalla BCE. Secondo questi metodi alternativi, l'intervallo delle differenze nei tassi di variazione dello IAPC relativo ai servizi destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario è, in media, superiore a quello delle differenze derivanti dalla revisione dei valori. Tali approcci alternativi potrebbero aver in parte rimosso gli eccezionali aumenti dei prezzi legati ai viaggi nell'aprile 2025, attribuendoli in una certa misura alla stagionalità, determinando tassi di variazione più bassi per quel mese. Per contro, l'approccio preferito dalla BCE mantiene separato l'effetto superiore alla media, mentre vengono isolati solo gli effetti medi relativi alle festività pasquali⁸.

⁸ L'approccio preferito dalla BCE tratta i servizi offerti in Germania separatamente, tenendo conto delle discontinuità strutturali dei prezzi tedeschi per i pacchetti vacanze e dei servizi di alloggio. Il trattamento esplicito delle anomalie da parte della BCE implica maggiore stabilità nella stima dei profili stagionali. Gli approcci alternativi, mostrati nel grafico C, tendono a risentire negativamente del mancato risalto di tali discontinuità. In generale, la possibilità di prevedere una gamma più ampia di variazioni specifiche al momento della stima della stagionalità tende a produrre andamenti più regolari. Tuttavia, ciò potrebbe comportare un costo in termini di revisioni significative, nel caso in cui le anomalie risultino alla fine rilevanti (cfr. Mehrhoff et al., 2011).

Grafico C

Intervallo dello IAPC relativo ai servizi destagionalizzato utilizzando metodi alternativi di correzione della stagionalità

(variazioni percentuali sul mese precedente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra il tasso di variazione sul mese precedente dello IAPC relativo ai servizi secondo il metodo di destagionalizzazione della BCE (linea arancione), unitamente all'intervallo (valore dal minimo al massimo) calcolato in base a dieci diverse specificazioni di destagionalizzazione (area ombreggiata), tutte basate sui dati più recenti disponibili. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2025.

Nel complesso, la volatilità degli andamenti dei servizi destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario va interpretata con cautela.

Il mese di aprile 2025 si è distinto per i netti rincari dei servizi relativi ai viaggi. Le procedure di correzione per gli effetti di calendario si avvalgono di effetti di calendario medi basati su dati attuali e pregressi. Nella correzione per gli effetti stagionali e di calendario operata dalla BCE la parte superiore alla media è ancora presente nel valore corretto di aprile 2025. Tale effetto è trattato come valore anomalo, non come oscillazione stagionale; esso è superiore a un normale effetto legato alla Pasqua, mentre l'effetto medio delle festività pasquali è isolato dalla correzione per gli effetti di calendario operata dalla BCE. Parte dell'incremento potrebbe essere riconducibile a variazioni delle preferenze della domanda di servizi turistici o a un suo riorientamento dall'estate alla primavera (di riflesso ai cambiamenti climatici), potenzialmente suscettibili di alterare stabilmente le dinamiche stagionali.

Riferimenti bibliografici

Banca centrale europea (2016), *Indice armonizzato dei prezzi al consumo: effetti della Pasqua e miglioramento delle procedure di destagionalizzazione*, riquadro 1 nel numero 3/2016 di questo Bollettino.

Bodnár, K., Fabbri, A., Rubene, I. e Zekaite, Z. (2025), *Le pressioni inflazionistiche derivanti dalla revisione dei prezzi: il punto della situazione*, riquadro 4 nel numero 4/2025 di questo Bollettino.

Eiglsperger, M. (2019), *Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti sui tassi di inflazione misurata sullo IAPC*, riquadro 5 nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

Eurostat (2024), “[ESS Guidelines on seasonal adjustment](#)”, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, Lussemburgo.

Lane, P. (2023), “[Underlying inflation](#)”, intervento pronunciato presso il Trinity College, Dublino, 6 marzo.

Lis, E. e Porqueddu, M. (2018), *Il ruolo di stagionalità e anomalie nell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici*, riquadro 6 nel numero 2/2018 di questo Bollettino.

Mehrhoff, J., Eiglsperger, M. e Haine, W. (2011), “[Seasonal adjustment and reliability of euro area GDP - Increased uncertainty in times of unusual developments?](#)”, Verein für Socialpolitik – conferenza annuale.

Schnorrenberger, R., Schwind, P. e Wieland, E. (2024), “[Forecasting HICP package holidays with forward-looking booking data](#)”, *Technical Paper*, n. 04, Deutsche Bundesbank.

6 **Maggior spesa per la difesa e relativo impatto sulle aspettative delle famiglie**

a cura di Adam Baumann, Cristina Checherita-Westphal,
Georgi Kocharkov, Steffen Osterloh

Le politiche di bilancio nell'area dell'euro sono sempre più caratterizzate dall'attenzione alla spesa per la difesa, in risposta all'acuirsi delle tensioni geopolitiche. La conferenza di Monaco sulla sicurezza del febbraio 2025, l'avvio a marzo della "Strategia sull'Unione della Preparazione" della Commissione europea e le conclusioni del vertice NATO del giugno 2025 hanno tutti sottolineato l'impegno dei governi dell'UE ad aumentare la spesa per la difesa¹. Il presente riquadro utilizza i dati delle edizioni dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), condotte a febbraio e maggio 2025, per valutare le aspettative delle famiglie dell'area dell'euro riguardo alla spesa per la difesa, in termini sia di effetto economico sui rispettivi paesi, sia di implicazioni per il loro benessere finanziario personale.

La maggior parte delle famiglie prevede aumenti dei disavanzi pubblici e della spesa per la difesa (cfr. il grafico A). In base ai risultati dell'indagine CES di maggio 2025, il 66 per cento degli intervistati ritiene che il disavanzo pubblico del proprio paese aumenterà nei dodici mesi successivi, circa un terzo ne prevede un incremento significativo e solo il 10 per cento ne ipotizza una diminuzione (cfr. il grafico A, prima barra dell'istogramma). Una quota ancora maggiore di intervistati (81 per cento) ritiene che la spesa per la difesa crescerà nei dodici mesi successivi, e quasi la metà di questi (47 per cento) ne prevede un'espansione significativa (cfr. il grafico A, seconda barra dell'istogramma). La differenza tra le due categorie può essere in parte spiegata dalle modalità con cui le famiglie prevedono che la maggiore spesa per la difesa sarà prevalentemente finanziata. Nello specifico, secondo il 43 per cento degli intervistati la fonte primaria di finanziamento sarebbe un aumento del debito pubblico. Allo stesso tempo, il 29 per cento si attende che qualsiasi incremento della spesa per la difesa venga finanziato riducendo altre spese, e il 28 per cento ritiene che esso sarà finanziato attraverso una maggiore imposizione fiscale (cfr. il grafico A, terza barra dell'istogramma). Queste ultime due soluzioni, in linea di principio, limiterebbero un'eventuale espansione del disavanzo pubblico.

Un'ampia quota di famiglie considera problematico il livello del debito pubblico del proprio paese. Il 68 per cento degli intervistati tende a dichiararsi d'accordo o pienamente d'accordo sul fatto che il livello del debito pubblico sia una questione di assoluto rilievo nel paese in cui risiedono, mentre solo il 12 per cento è in disaccordo (cfr. la quarta barra dell'istogramma nel grafico A). Tale prospettiva riflette in ampia misura i timori destati dagli oneri del debito esistenti. Se analizzate congiuntamente, queste indicazioni sul debito pubblico e sul finanziamento della spesa per la difesa potrebbero consentire una comprensione più chiara delle ragioni

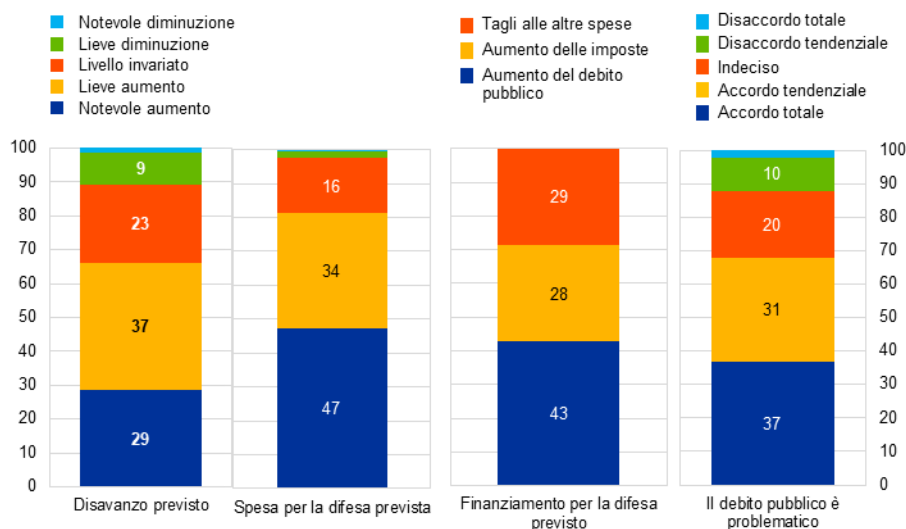
¹ Per maggiori dettagli, cfr. Checherita-Westphal et al. (2025) in questo numero del Bollettino.

alla base delle aspettative delle famiglie circa i potenziali effetti dell'aumento di tale spesa.

Grafico A

Aspettative delle famiglie riguardo alle variazioni delle politiche di bilancio e opinioni sul debito pubblico

(in percentuale degli intervistati)



Fonte: dati ponderati desunti dall'indagine CES, maggio 2025.

Note: media ponderata per l'area dell'euro delle risposte negli 11 paesi dell'area coinvolti nell'indagine CES (cfr. il grafico C). Agli intervistati è stato chiesto: 1) come ritengono che il disavanzo pubblico evolverà nel paese in cui attualmente risiedono nell'arco dei prossimi dodici mesi; 2) come ritengono che la spesa per la difesa evolverà nel paese in cui attualmente risiedono nell'arco dei prossimi dodici mesi; 3) nel caso di un aumento della spesa per la difesa, come si aspettano che sia finanziato prevalentemente; 4) in quale misura siano d'accordo con l'affermazione: "Il livello del debito pubblico nel paese in cui risiede è un problema di assoluto rilievo".

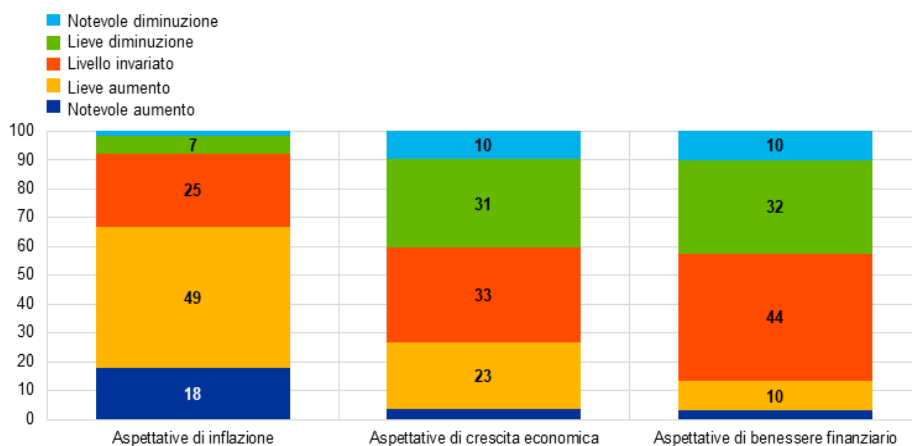
Sebbene l'impatto complessivo sulle aspettative esercitato dalle diverse convinzioni riguardo alla spesa per la difesa rimanga finora limitato, la maggior parte delle famiglie si attende che l'inflazione aumenti in qualche misura in risposta alla maggiore spesa per la difesa, mentre le aspettative circa l'impatto sulla crescita sono più eterogenee (cfr. il pannello a) del grafico B). Agli intervistati è stato chiesto in che modo un eventuale aumento della spesa per la difesa nel paese in cui risiedono influenzerebbe i prezzi, la crescita economica e il benessere finanziario della loro famiglia. Una quota significativa di famiglie (67 per cento) ritiene che l'incremento della spesa per la difesa comporterà un'inflazione più elevata; circa la metà ne prevede un aumento contenuto. Le aspettative riguardo agli effetti sulla crescita economica sono più eterogenee e sostanzialmente pessimistiche: solo il 27 per cento degli intervistati prevede un'espansione dell'attività economica e il 33 per cento si attende che essa rimanga sugli stessi livelli, mentre il 41 per cento ne anticipa una diminuzione (tra questi la maggior parte si aspetta solo un lieve calo).

Grafico B

Aspettative delle famiglie riguardo agli effetti di un aumento della spesa per la difesa

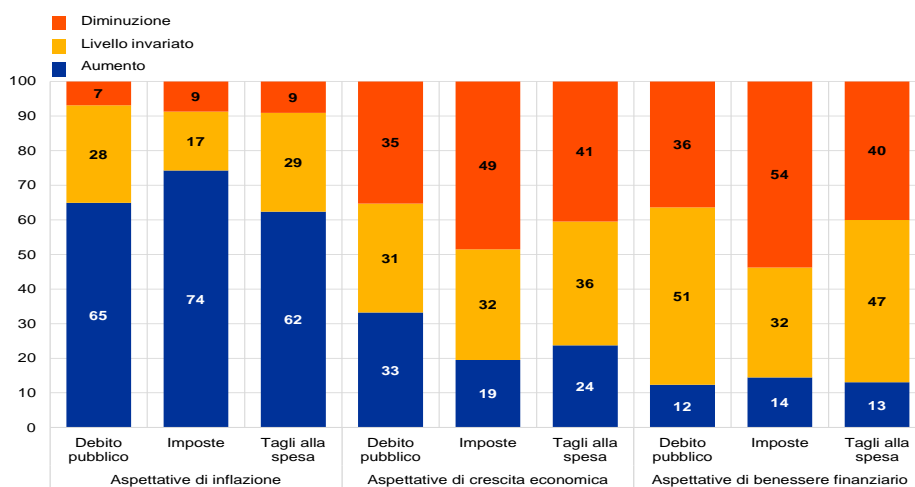
a) Effetto atteso dell'aumento della spesa per la difesa sull'inflazione, sulla crescita economica e sul benessere finanziario

(in percentuale degli intervistati)



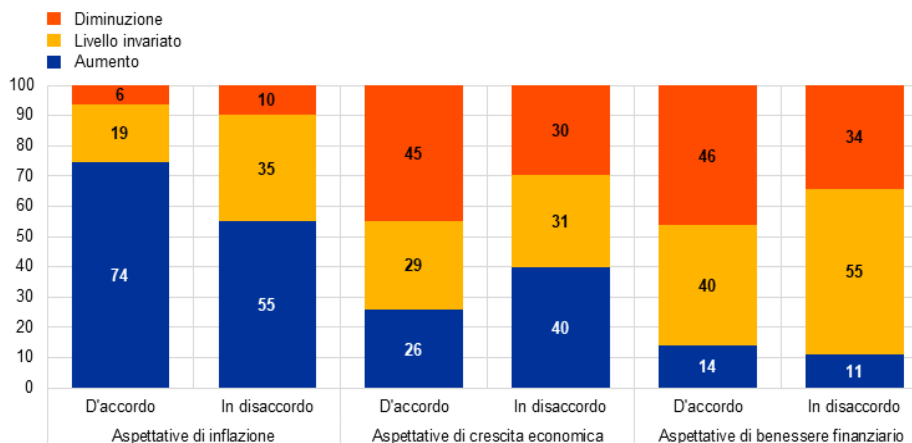
b) Effetto atteso di un aumento della spesa per la difesa per fonte prevalente di finanziamento

(in percentuale degli intervistati)



c) Effetto atteso dell'aumento della spesa per la difesa per opinione sul debito pubblico

(in percentuale degli intervistati)



Fonte: dati ponderati desunti dall'indagine CES.

Note: pannello a): agli intervistati è stato chiesto in che modo un aumento della spesa per la difesa nel paese in cui risiedono influenzerebbe i prezzi di beni e servizi, la crescita economica e il benessere finanziario della propria famiglia. Per "inflazione" si intende la variazione dei prezzi di beni e servizi. Il pannello b) fornisce una scomposizione dei risultati del pannello a) per fonte primaria di finanziamento dell'aumento della spesa per la difesa. Il pannello c) scompone i risultati del pannello a) in base alla circostanza che gli intervistati siano d'accordo o in disaccordo sul fatto che il livello del debito pubblico sia una questione di assoluto rilievo nel paese in cui attualmente risiedono. Pannello b) e pannello c): le categorie "Notevole aumento" / "Lieve aumento" e "Notevole diminuzione" / "Lieve diminuzione" del pannello a) sono raggruppate rispettivamente nelle voci "Aumento" e "Diminuzione". Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2025.

Le famiglie prevedono che il proprio benessere finanziario rimanga in larga parte invariato. La maggior parte delle famiglie ritiene inoltre che il proprio benessere finanziario rimarrà invariato (44 per cento) o diminuirà lievemente (42 per cento). Ciò lascia intendere che la maggior parte delle famiglie non prevede che gli impegni assunti con i recenti annunci riguardanti la spesa per la difesa possano in ultima analisi renderle più fiduciose, spingendole a spendere di più². È opportuno rilevare che i dati del pannello a) del grafico B non cambiano in misura significativa se il campione è ristretto ai soli intervistati che si attendono un aumento della spesa per la difesa nel proprio paese³. Ciò premesso, l'impatto quantitativo delle diverse opinioni riguardo alla spesa per la difesa sulle aspettative di inflazione e crescita rimane al momento contenuto.

Le aspettative delle famiglie circa l'impatto della spesa per la difesa sull'economia e sul loro benessere finanziario sono strettamente collegate alle convinzioni riguardo alle modalità di finanziamento di tale spesa e al livello del debito pubblico nel loro paese. Le famiglie secondo cui la spesa futura per la difesa sarà finanziata con imposte più elevate hanno maggiori probabilità di prevedere un aumento dell'inflazione ed essere pessimiste circa il conseguente impatto sulla crescita economica, rispetto a coloro secondo cui il finanziamento sarà realizzato con nuovo debito oppure tagli ad altre spese (cfr. il pannello b) del grafico B). Riguardo alla prima convinzione, questa può essere determinata dall'impatto inflazionistico diretto e a breve termine degli aumenti delle imposte, in particolare nel caso di quelle indirette. Tale andamento è inoltre più pronunciato tra le famiglie che considerano il debito pubblico un problema significativo nel proprio paese (cfr. il pannello c) del grafico B), probabilmente perché la maggior spesa per la difesa è interpretata come un segnale di accresciuta incertezza geopolitica e di peggioramento delle condizioni economiche. Inoltre, alcune famiglie potrebbero percepire l'aumento della spesa per la difesa come un'allocazione distorta delle risorse. Infine, il risultato per cui un eventuale accumulo di debito pubblico determina un incremento delle aspettative di inflazione delle famiglie, soprattutto se il debito è già elevato, è in linea con gli esiti di altre indagini⁴.

A livello di singoli paesi, le aspettative sul disavanzo pubblico sono nettamente distinte e i risultati di febbraio e maggio variano in molti di essi, riflettendo sostanzialmente le attese sulla spesa per la difesa e sul suo finanziamento (cfr. i pannelli a) e b) del grafico C). In generale, l'eterogeneità tra paesi dei disavanzi pubblici previsti è molto ampia: la quota di famiglie che ne

² Per un'analisi dettagliata della fiducia dei consumatori nell'area dell'euro basata su un nuovo indicatore, cfr. Baumann et al. (2025) in questo numero del Bollettino.

³ Ad esempio, la quota di intervistati che si attende un aumento varia dal 67 al 71 per cento per l'inflazione e dal 27 al 29 per cento per la crescita economica, mentre con riferimento al benessere finanziario rimane costante al 13 per cento.

⁴ Cfr., tra gli altri, Coibion et al. (2021) per gli Stati Uniti, e Grigoli e Sandri (2023) per gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Brasile.

anticipa un aumento oscilla tra il 41 per cento del Portogallo e l'83 della Germania, secondo i dati dell'indagine di maggio. Le previsioni di disavanzi più elevati sono nell'insieme cresciute da febbraio, pur evidenziando andamenti molto diversi nei vari paesi. Quelli che si sono segnalati per gli incrementi più cospicui sono la Germania e il Belgio (cfr. il pannello a) del grafico C). Ciò coincide con gli aumenti significativi di spesa programmati dal governo tedesco nei prossimi anni, in particolare per la difesa e le infrastrutture, perlopiù finanziati mediante ricorso al debito. Anche il Belgio e altri paesi hanno annunciato incrementi analoghi della spesa per la difesa, che hanno inciso sulle aspettative dei consumatori (cfr. il pannello b) del grafico C)⁵. Per contro, specialmente in Grecia, ma anche in Portogallo, la percentuale di intervistati che si attende una crescita significativa del disavanzo pubblico è diminuita fra febbraio e maggio⁶.

Le opinioni sull'ipotesi che il livello del debito pubblico sia un problema di assoluto rilievo sono anch'esse molto diverse a livello nazionale, pur essendo rimaste sostanzialmente stabili da febbraio (cfr. il pannello c) del grafico C).

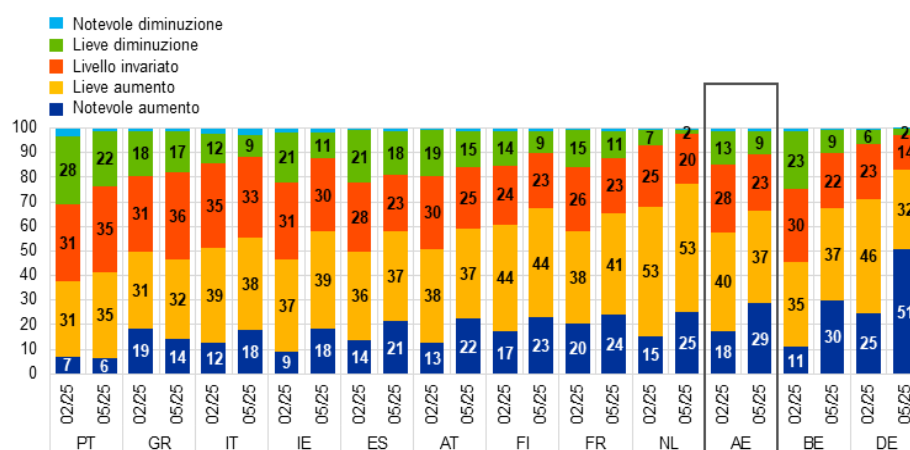
In particolare, Paesi Bassi, Irlanda e Germania sono tra i paesi con la percentuale più bassa di intervistati che considerano il debito pubblico un problema fondamentale, mentre Italia, Francia e Grecia⁷ sono tra i paesi con le percentuali più elevate. Allo stesso tempo, sembra che si siano verificate alcune variazioni nelle percezioni delle famiglie in Germania (più pessimistiche), Grecia e Portogallo (più ottimistiche).

Grafico C

Aspettative delle famiglie e opinioni nel tempo e per paese

a) Variazione attesa del disavanzo pubblico

(in percentuale degli intervistati)



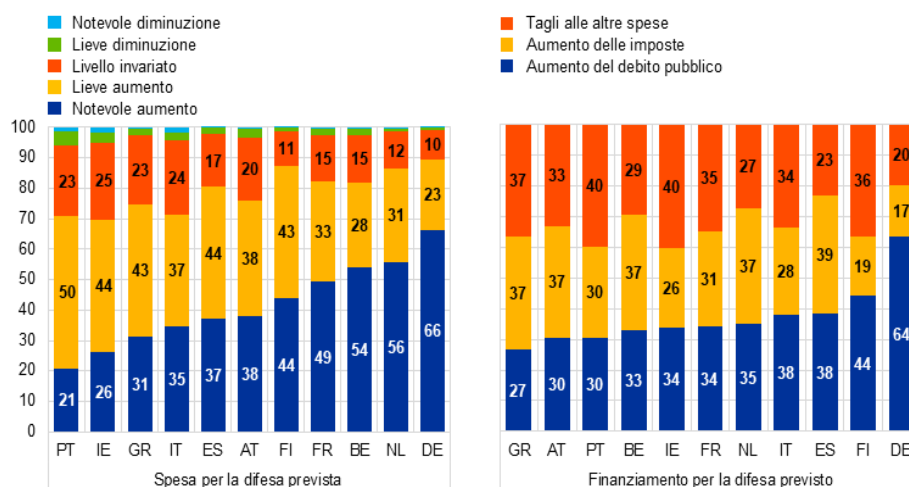
⁵ Ad esempio, il bilancio federale belga approvato per il 2025 prevede un aumento della spesa per la difesa fino al 2 per cento del PIL, insieme a misure espansive più ampie quali investimenti in energia nucleare, ma anche riforme pensionistiche e una minore spesa sociale.

⁶ Questi due paesi rientrano anche tra quelli con la quota più bassa di intervistati che prevede un significativo aumento della spesa per la difesa, sostanzialmente in linea con gli annunci da parte dei rispettivi governi (si noti che la Grecia ha uno dei rapporti tra spesa per la difesa e PIL più elevati nell'area dell'euro).

⁷ La Grecia ha inoltre la percentuale più bassa di intervistati (solo il 27 per cento) secondo cui il debito pubblico sarà la modalità più probabile di finanziamento della maggiore spesa per la difesa.

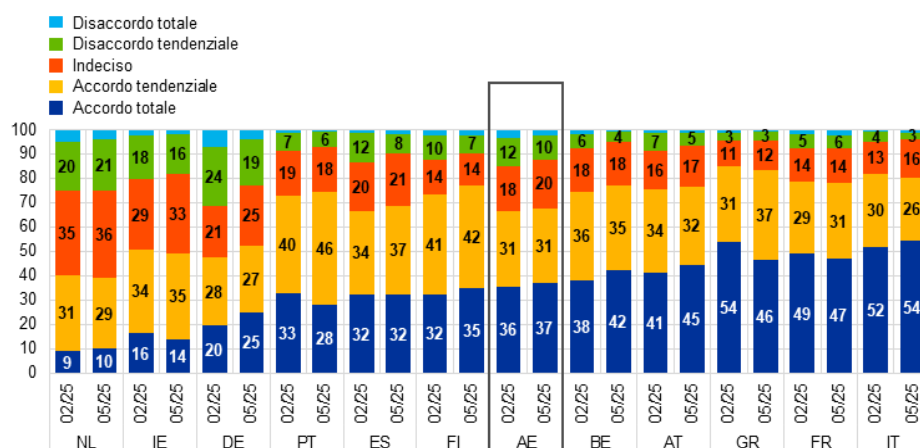
b) Variazioni attese della spesa per la difesa e aspettative riguardo alla fonte primaria di finanziamento

(in percentuale degli intervistati)



c) Opinione sull'ipotesi che il livello del debito pubblico sia una questione di assoluto rilievo

(in percentuale degli intervistati)



Fonte: dati ponderati desunti dall'indagine CES.

Note: l'area dell'euro (AE) è l'aggregato di tutti gli 11 paesi partecipanti all'indagine CES. I paesi sono ordinati in base alla percentuale di intervistati che hanno risposto "Notevole aumento" nel maggio 2025 per il pannello a), "Notevole aumento" / "Aumento del debito pubblico" per il pannello b) e "Accordo totale" nel maggio 2025 per il pannello c). Le osservazioni relative ai pannelli a) e c) si riferiscono a febbraio e maggio 2025. Le osservazioni relative al pannello b) sono da intendersi solo per maggio 2025.

Riferimenti bibliografici

Baumann, A., Caprari, L., Dossche, M., Kocharkov, G. e Kouvas, O. (2025), *Clima di fiducia dei consumatori e decisioni di consumo delle famiglie*, riquadro 1 in questo numero del Bollettino.

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 in questo numero del Bollettino.

Coibion, O., Gorodnichenko, Y. e Weber, M. (2021), "Fiscal Policy and Households' Inflation Expectations: Evidence from a Randomized Control Trial," *NBER Working Paper*, n. 28485, febbraio.

Grigoli, F. e Sandri, D. (2023), "Public Debt and Household Inflation Expectations," *IMF Working Paper*, n. 23/66, marzo.

Aspetti di bilancio della spesa europea per la difesa: effetti sulle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro e sui relativi rischi

a cura di Cristina Checherita-Westphal, Christian Huber, Marta Rodríguez-Vives e Georg Müller

La spesa pubblica per la difesa nell'UE dovrebbe aumentare in risposta all'acuirsi delle tensioni geopolitiche, in particolare a seguito dell'ingiustificata invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Tale tendenza è stata rafforzata dal vertice della NATO del 24 e 25 giugno 2025, durante il quale gli alleati NATO si sono impegnati a destinare al settore della difesa, entro il 2035, il 5 per cento del PIL all'anno, di cui il 3,5 per cento alla difesa di base (in aumento rispetto all'attuale indirizzo del 2 per cento) e l'1,5 per cento alla spesa per la difesa e la sicurezza¹. Per la maggior parte dei paesi dell'UE il nuovo obiettivo implica un aumento notevole della spesa per la difesa. I dati suggeriscono che esiste una forte correlazione tra gli attuali livelli di spesa per la difesa nei paesi dell'UE membri della NATO e la prossimità geografica alla Russia, come indicatore dei rischi geopolitici più imminenti, ma anche tra la spesa per la difesa e il margine di bilancio (cfr. il grafico A). Secondo gli ultimi dati disponibili della NATO relativi ai suoi membri, nel 2024 la spesa per la difesa a livello dell'UE era pari al 2,0 per cento del PIL, mentre per l'aggregato dell'area dell'euro si collocava all'1,9 per cento². Poco dopo la Conferenza di Monaco sulla sicurezza, tenutasi a febbraio 2025, la Commissione europea ha annunciato il piano "Preparati per il 2030", che consente agli Stati membri dell'UE una maggiore flessibilità nel quadro della governance di bilancio dell'area, per facilitare la necessaria riallocazione della spesa, e contiene proposte per accrescere l'efficienza della spesa stessa e ridurre la frammentazione nel settore della difesa dell'UE attraverso appalti congiunti³. Il presente riquadro esamina gli effetti che i nuovi piani di difesa annunciati dopo la Conferenza di Monaco sulla sicurezza hanno sulle proiezioni di base per l'area dell'euro e sui rischi per lo scenario di base nel periodo 2025-2027, come riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema⁴.

¹ Cfr. la [dichiarazione del vertice dell'Aja](#) del 25 giugno 2025. Il 3,5 per cento del PIL si riferisce alla spesa per la difesa di base, secondo l'[attuale definizione dei dati della NATO](#). L'ulteriore 1,5 per cento del PIL riguarda, tra l'altro, la spesa per proteggere le infrastrutture critiche, difendere le reti, assicurare la preparazione e la resilienza della popolazione civile, dare pieno corso all'innovazione e rafforzare la base industriale di difesa congiunta. Il percorso alla base del nuovo piano di investimenti sarà oggetto di revisione nel 2029.

² È opportuno precisare che i dati della NATO sulla spesa per la difesa potrebbero differire in modo significativo dai dati dell'UE registrati nelle contabilità nazionali (COFOG, gli ultimi dati disponibili si riferiscono al 2023) e utilizzati per le proiezioni sui conti pubblici e per il monitoraggio delle regole di bilancio dell'UE previste dal Patto di stabilità e crescita. Tra le differenze metodologiche figurano, ad esempio, l'utilizzo della contabilità di cassa (NATO) rispetto al principio di competenza (COFOG) e l'inclusione delle pensioni militari (NATO). Per ulteriori dettagli e un confronto a livello internazionale della spesa per la difesa, cfr. López Vicente et al. (2024).

³ Cfr. il [comunicato stampa](#) della Commissione del 19 marzo 2025. Per maggiori dettagli, compresa una valutazione dell'impatto del debito pubblico sulla flessibilità di bilancio aggiuntiva, cfr. Bouabdallah et al. (2025).

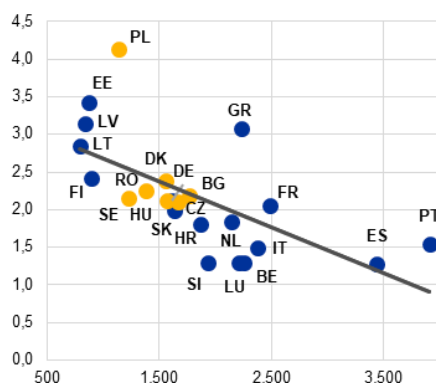
⁴ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2025](#), che includono una prima valutazione di tali piani di difesa (oltre alla nuova spesa per infrastrutture della Germania) per lo scenario di base delle proiezioni.

Grafico A

Spesa per la difesa nei paesi dell'UE membri della NATO nel 2024 e fattori di correlazione

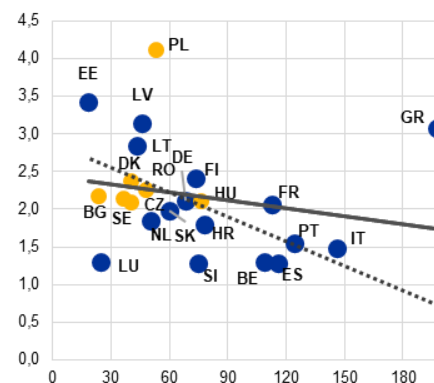
a) Distanza dalla Russia

(asse delle ascisse: distanza della capitale da Mosca come approssimazione inversa del rischio, in km; asse delle ordinate: spesa per la difesa nel 2024, in percentuale del PIL)



b) Debito pubblico

(asse delle ascisse: debito pubblico lordo nel 2021, in percentuale del PIL; asse delle ordinate: spesa per la difesa nel 2024, in percentuale del PIL)



Fonti: NATO, Commissione europea (AMECO) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le spese per la difesa illustrate sono le stime della NATO per il 2024 (ultimo aggiornamento disponibile, 17 giugno 2024). I punti blu indicano i paesi dell'area dell'euro e i punti gialli i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che sono anche membri della NATO. Il pannello a) mostra un coefficiente di correlazione di $-0,64$ tra la spesa per la difesa e la distanza dalla Russia. Nel pannello b) la linea grigia continua mostra un coefficiente di correlazione di $-0,21$ tra la spesa per la difesa e il debito pubblico, mentre la linea tratteggiata più inclinata mostra un coefficiente di correlazione di $-0,5$ escludendo la Grecia, che tradizionalmente presenta un'elevata spesa per la difesa alla luce dei rischi provenienti da altre fonti. Come misura del margine di bilancio "iniziale" si utilizzano i livelli di debito del 2021, ossia prima dell'invasione russa su vasta scala dell'Ucraina, all'inizio del 2022, a seguito della quale molti paesi hanno aumentato la propria spesa per difesa. L'utilizzo dei rapporti fra debito pubblico lordo e PIL del 2024 non modificherebbe significativamente il quadro complessivo.

L'impatto sul bilancio delle nuove misure di spesa per la difesa annunciate a partire da metà febbraio, incorporate nello scenario di base delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2025, ammonta allo

0,6 per cento del PIL in termini cumulati per il periodo 2025-2027 (cfr. il grafico B). Su base annua, la spesa aggiuntiva dovrebbe aumentare nel tempo fino a raggiungere lo 0,3 per cento del PIL nel 2027 (cfr. il pannello a) del grafico B).

La nuova spesa è ascrivibile a otto paesi dell'area dell'euro e la maggior parte proviene dalla Germania. Ciò fa aumentare in misura significativa gli importi già incorporati nello scenario di base a partire dal 2022⁵. Oltre alla spesa per la difesa nazionale, le nuove misure includono il sostegno alla difesa per l'Ucraina (lievemente al di sopra dello 0,2 per cento del PIL in termini cumulati nel periodo 2025-2027, che secondo le stime non ha un impatto macroeconomico diretto sulle economie dell'area dell'euro). In termini di composizione prevista, oltre la metà della nuova spesa nel settore della difesa nazionale dell'area dell'euro è stanziata per i consumi delle amministrazioni pubbliche, principalmente beni intermedi (circa il 40 per cento) seguiti dalla spesa per il personale (intorno al 15 per cento), mentre circa il 40 per cento (più che nel recente passato) è destinato agli investimenti (cfr. il pannello b) del grafico B).

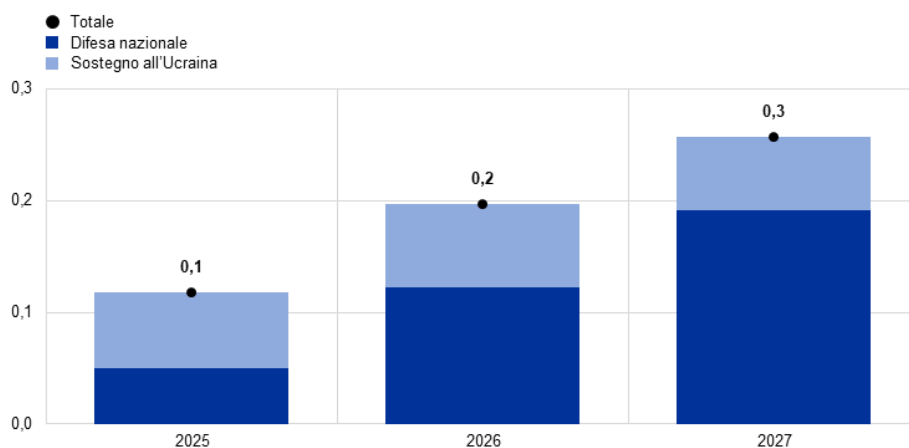
⁵ Tali importi riguardano: a) la difesa e altre forme di sostegno connesse alla guerra, tra cui la spesa per rifugiati, a partire dall'invasione russa dell'Ucraina all'inizio del 2022; e b) altri aumenti della spesa per la difesa, legati in gran parte ai contratti sottoscritti prima dell'invasione. Unitamente ai nuovi interventi di spesa da metà febbraio 2025, si stima che l'impatto di bilancio di tali misure si collocherà intorno allo 0,6 per cento del PIL nel 2027, a fronte dello 0,35 del 2024.

Grafico B

Stime dell'Eurosistema relative alla nuova spesa per la difesa, aggregato dell'area dell'euro

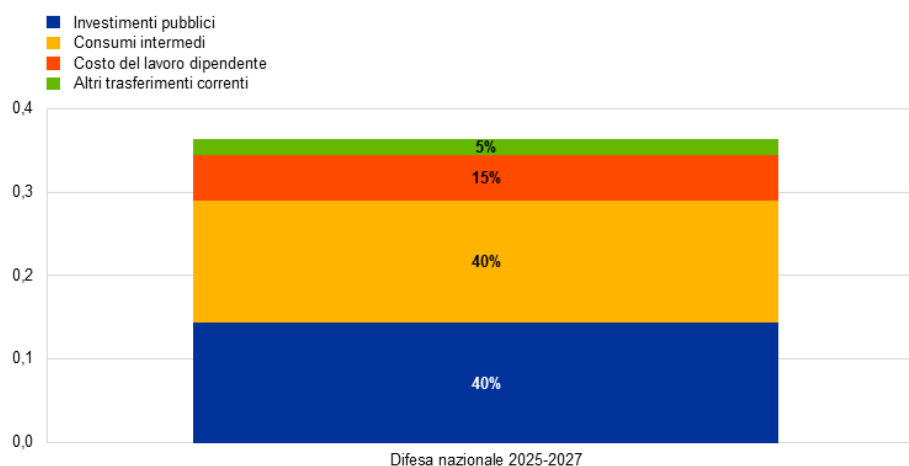
a) Ammontare della nuova spesa per la difesa

(in percentuale del PIL)



b) Composizione della nuova spesa per la difesa nazionale

(asse delle ordinate: in percentuale del PIL; nelle barre: quota della nuova spesa, valori percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base delle proiezioni formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema. Note: il pannello a) mostra le revisioni delle misure di bilancio relative alla difesa rispetto alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2025. Il pannello b) non include il sostegno all'Ucraina (barre celesti nel pannello a)).

La nuova spesa per la difesa dovrebbe fornire un certo sostegno alla crescita dell'area dell'euro nello scenario di base, in particolare nel periodo 2026-2027, mentre l'impatto sull'inflazione dovrebbe essere contenuto (cfr. il grafico C).

Secondo le valutazioni degli esperti dell'Eurosistema l'impatto sulla crescita del PIL in termini reali è prossimo a 0,1 punti percentuali all'anno nel periodo 2026-2027, con effetti limitati nel 2025. In assenza di un legame diretto con i prezzi dei beni di consumo inclusi nell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), nell'orizzonte temporale di proiezione l'impatto sull'inflazione sarebbe trascurabile⁶. È probabile che tale impatto si manifesti in ritardo e si accentui in qualche misura nel tempo con

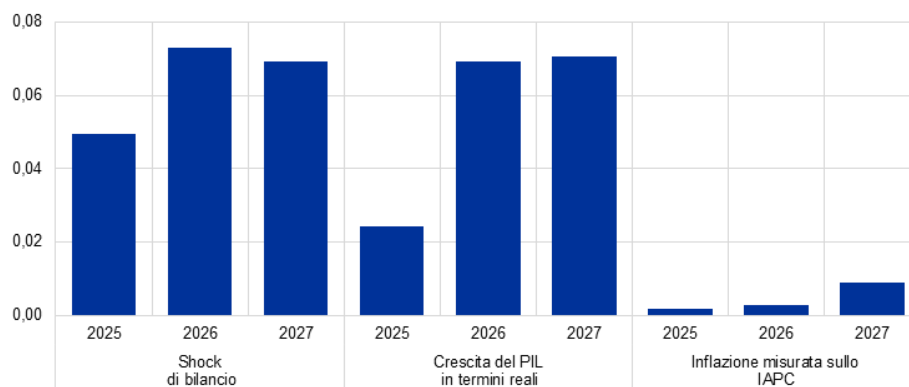
⁶ L'aumento della domanda di beni per la difesa può avere un impatto diretto nel breve termine sui relativi prezzi, che si riflette in un aumento dei deflatori dei consumi e degli investimenti pubblici e, di conseguenza, sul deflatore del PIL.

la trasmissione degli effetti indiretti attraverso la domanda interna e i salari più elevati, ma dovrebbe rimanere contenuto in tutto il biennio 2025-2027.

Grafico C

Stima degli effetti macroeconomici della nuova spesa per la difesa, aggregato dell'area dell'euro

(deviazioni dallo scenario di base in punti percentuali)



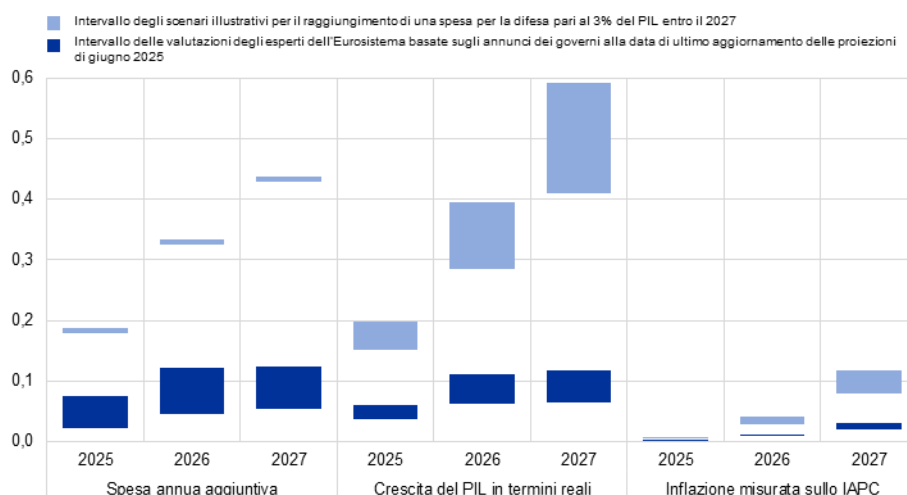
Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base delle proiezioni formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema.
Note: il grafico mostra gli effetti macroeconomici (crescita e inflazione) nell'area dell'euro aggregati a partire dai risultati specifici per paese delle simulazioni effettuate con modelli macroeconomici dagli esperti dell'Eurosistema. La voce "Shock di bilancio" (input utilizzato per le simulazioni macro) corrisponde alla variazione annua dei livelli di spesa aggiuntiva illustrata nel pannello a) del grafico B, al netto del sostegno all'Ucraina, che non ha un impatto macroeconomico diretto sulle economie dell'area dell'euro.

Per quanto riguarda i rischi per lo scenario di base, gli esperti dell'Eurosistema hanno dapprima valutato quelli legati alla spesa per la difesa derivanti dagli annunci effettivi dei governi alla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni di giugno 2025, che sono risultati relativamente limitati (cfr. il grafico D). Negli scenari di rischio specifici per paese, basati sulla valutazione degli esperti riguardo alla spesa aggiuntiva per la difesa rispetto allo scenario di base, alla sua composizione e al possibile finanziamento, gli effetti sulla crescita del PIL in termini reali oscillano tra 0,06 e 0,12 punti percentuali all'anno nel periodo 2026-2027, con un impatto limitato sull'inflazione. Gli effetti della spesa aggiuntiva per la difesa tendono a essere inferiori quando: a) lo stimolo è parzialmente finanziato tagliando altre spese anziché ricorrendo all'emissione di nuovo debito pubblico; e b) la spesa per la difesa ha un contenuto di importazioni più elevato rispetto alla spesa pubblica media. D'altro canto, considerate le attuali tensioni nel mercato del lavoro, gli effetti sull'inflazione potrebbero essere più elevati se il reddito da lavoro crescesse più vigorosamente rispetto a quanto avviene in circostanze normali.

Grafico D

Rischi per lo scenario di base delle proiezioni di giugno 2025 derivanti dalla spesa aggiuntiva per la difesa

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



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base delle valutazioni dei rischi formulate dagli esperti dell'Eurosistema nell'ambito delle proiezioni di giugno 2025.

Note: le tre colonne a sinistra mostrano la spesa aggiuntiva netta per la difesa ("shock" da allentamento di bilancio o variazioni annue). L'intervallo delle barre blu scuro per tali colonne è dato dagli scenari di spese aggiuntive per la difesa con e senza misure di finanziamento compensative nell'orizzonte temporale di proiezione. Negli scenari illustrativi, gli shock di bilancio (barre celesti) non prevedono misure di compensazione (finanziamento completo del debito) nel periodo 2025-2027. L'intervallo dei risultati macroeconomici si basa su simulazioni condotte utilizzando il modello ECB-BASE, mantenendo i valori relativi alla politica monetaria e ai differenziali di cambio e finanziari fissi a quelli incorporati nello scenario di base e variando le impostazioni di simulazione (grado di contenuto di importazioni, tensioni nel mercato del lavoro e, per gli scenari illustrativi, effetto rendimento).

Inoltre, sulla base delle aspettative degli esperti dell'Eurosistema in merito all'esito del vertice NATO tenutosi a giugno, negli scenari di rischio a scopo illustrativo è stata presa in considerazione una spesa aggiuntiva per la difesa più elevata, che potrebbe produrre effetti sulla crescita più significativi, mentre l'impatto sull'inflazione, benché maggiore, rimarrebbe limitato nell'orizzonte temporale di proiezione. Tali scenari (come mostrato anche nel grafico D), che hanno contribuito alla valutazione dei rischi nelle proiezioni di giugno, ipotizzano un aumento graduale della spesa (orientato verso gli investimenti pubblici) fino al 3 per cento del PIL a livello aggregato dell'area dell'euro entro il 2027. Gli scenari producono effetti più ampi sulla crescita del PIL (fino a 0,4-0,6 punti percentuali al di sopra dello scenario di base nel 2027), nonché effetti sull'inflazione lievemente più elevati (circa 0,1 punti percentuali nel 2027). Tali effetti possono essere considerati come limiti superiori per il biennio 2025-2027, in quanto gli scenari prevedono che la spesa aggiuntiva per la difesa sia interamente finanziata mediante ricorso al debito. Come in precedenza, l'impatto della spesa aggiuntiva viene simulato in diversi contesti per costruire una serie di effetti macroeconomici. Tali scenari, oltre a un più elevato contenuto di importazioni della spesa e condizioni nei mercati del lavoro più tese, considerano un moderato aumento dei rendimenti dei titoli di Stato, che riduce gli effetti sul prodotto e sull'inflazione⁷.

⁷ L'aumento dei tassi di interesse medi a lungo termine dell'area dell'euro considerato nella presente simulazione è di entità simile a quello osservato in seguito all'annuncio dell'accordo di coalizione in Germania nella primavera del 2025.

Le stime illustrate nel presente riquadro sono soggette a notevoli margini di incertezza. Oltre all'incertezza sull'effettivo incremento graduale delle capacità di difesa e sulla relativa spesa di bilancio (entità, composizione e tempistica delle misure), sussistono anche notevoli margini di incertezza di stima riguardo ai moltiplicatori fiscali della spesa per la difesa, per i quali le prove empiriche sono contrastanti⁸. Inoltre, l'impatto della spesa aggiuntiva per la difesa nell'orizzonte temporale di proiezione, relativamente elevato sulla crescita ma modesto sull'inflazione, potrebbe richiedere un'analisi più approfondita, considerando, fra gli altri fattori, il possibile effetto sulle aspettative di famiglie e imprese⁹. Infine, l'analisi dei rischi non tiene conto delle tensioni che si potrebbero verificare nei mercati finanziari qualora il rapporto fra debito pubblico e PIL non sia orientato su un percorso discendente nel medio periodo, in particolare nei paesi dell'area dell'euro con un debito elevato e in caso di andamenti macroeconomici più sfavorevoli.

Riferimenti bibliografici

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 in questo numero del 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.

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

López Vicente, F., Rodríguez-Vives, M. e Rojas, J. (2024), "[Public spending on defence, public order and safety in Spain and the European Union](#)", *Economic Bulletin*, 2024/Q3, Banco de España, articolo 5.

⁸ La letteratura empirica sui moltiplicatori fiscali suggerisce che la spesa militare può avere effetti favorevoli sulla domanda nel breve periodo, ma, ad eccezione della spesa per ricerca e sviluppo, nel lungo periodo gli effetti sulla crescita tendono a essere modesti. Tuttavia, le stime sui moltiplicatori fiscali variano significativamente e dipendono probabilmente dallo stato, dalla metodologia e dal campione. Tra la letteratura recente, Ilzetki (2025) concorda sul fatto che l'aumento della spesa per la difesa comporti un effettivo aumento del PIL, ma il grado di questa espansione e il potenziale spiazzamento del settore privato rimangono incerti.

⁹ Per ulteriori informazioni sulle aspettative delle famiglie, cfr. Baumann et al. (2025) in questo numero del Bollettino.

Articoli

1 Svelare i costi nascosti delle dipendenze critiche

a cura di Maria Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann,
Rinalds Gerinovics e Baptiste Meunier

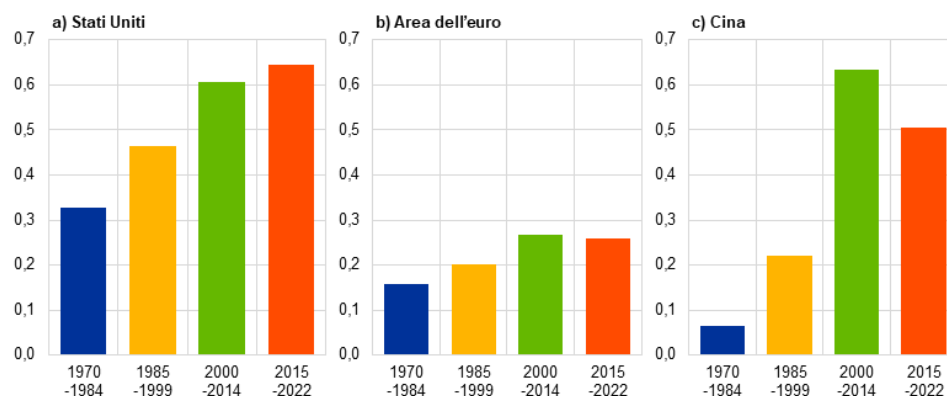
1 Le tendenze recenti del commercio mondiale

L'integrazione commerciale, una determinante fondamentale della crescita economica negli ultimi decenni, si trova a un punto di svolta, in un contesto di crescenti rivalità geopolitiche e politiche protezionistiche. Grazie alla liberalizzazione dei flussi transfrontalieri di beni, servizi, investimenti e tecnologia, il sistema commerciale multilaterale basato su regole ha incentivato la crescita e ridotto le disuguaglianze globali (Frankel e Romer, 1999; Feyrer, 2019). Una conseguenza di questa più profonda globalizzazione è stata la crescente sensibilità del prodotto interno agli shock esterni (cfr. il grafico 1), soprattutto negli anni '90 e 2000, un periodo caratterizzato dalla proliferazione degli accordi commerciali multilaterali (ad es. l'accordo nordamericano di libero scambio del 1992) e dall'istituzione dell'Organizzazione mondiale del commercio nel 1995, a cui la Cina ha aderito nel 2001. Sebbene la maggiore apertura commerciale abbia consentito ai paesi di attutire gli shock interni attraverso un maggiore ricorso alla domanda estera (Comitato per le relazioni internazionali, 2023), essa ha anche accresciuto la loro esposizione alle turbolenze economiche mondiali. Tale doppia natura è stata fortemente evidenziata dai recenti shock mondiali, come la pandemia di COVID-19 e la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina. Di conseguenza, l'integrazione commerciale viene considerata sempre più sotto i profili della vulnerabilità e del rischio strategico, inducendo molti governi a riorientare le proprie politiche economiche verso l'interno. Tale spostamento, di cui sono un esempio eventi come la Brexit (2016), le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina (2018-2019) e i recenti aumenti dei dazi statunitensi, rappresenta un cambiamento di paradigma nelle relazioni commerciali mondiali, caratterizzate da un crescente scetticismo nei confronti della liberalizzazione degli scambi e da una sempre maggiore tensione del sistema commerciale aperto a livello mondiale.

Grafico 1

Impatto di uno shock dell'1 per cento alla produttività totale dei fattori esteri sulla crescita del prodotto nel primo anno

(punti percentuali)



Fonti: Boeckelmann et al. (2025), World Input-Output Database, Asian Development Bank ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: le funzioni di risposta a impulso (Impulse response functions, IRF) sono calcolate utilizzando un modello dinamico multi-paese e multi-settore caratterizzato da legami settoriali attraverso reti di produzione per beni intermedi e di investimento. Le IRF per i diversi periodi di tempo sono derivate dalla calibrazione del modello con le corrispondenti annate di matrici input-output globali. Pannello b): vengono considerati solo gli shock esterni all'area dell'euro.

I governi stanno riorientando le proprie strategie commerciali, spostando l'attenzione da liberalizzazione ed efficienza verso sicurezza e capacità di tenuta.

Ci si sta concentrando in misura crescente sulla riduzione della dipendenza da fornitori esteri, in particolare per le materie prime critiche, le tecnologie strategiche e altri beni fondamentali: in tali settori i paesi con una posizione predominante in termini di offerta potrebbero deliberatamente limitare l'accesso ai paesi che ne dipendono per danneggiarli. Gli eventi recenti hanno evidenziato tale cambiamento. L'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE, 2025) evidenzia un aumento di cinque volte del numero di input fondamentali (ad es. litio, cobalto) soggetti a restrizioni alle esportazioni dal 2009, una tendenza che riflette la crescente domanda di tali risorse per via delle transizioni digitale ed ecologica (per esempio un veicolo elettrico richiede sei volte la quantità di minerali necessari per un'automobile convenzionale). Esempi di tali restrizioni comprendono i limiti alle esportazioni statunitensi di semiconduttori in Cina, avviati nel 2022, e le restrizioni alle esportazioni di metalli fondamentali introdotte in risposta dalla Cina¹. Nel 2025 la Cina ha imposto restrizioni sulle esportazioni di sette terre rare, mentre l'amministrazione statunitense ha iniziato a valutare i rischi per la sicurezza nazionale derivanti dalla dipendenza dall'importazione per i minerali strategici. L'UE ha inoltre introdotto misure per far fronte alle dipendenze critiche (cfr. il riquadro 1).

¹ I controlli sulle esportazioni di semiconduttori negli Stati Uniti sono stati ulteriormente inaspriti nel 2023 e nel 2024. Nel 2023 le restrizioni alle esportazioni da parte della Cina comprendevano gallio e germanio e nel 2024 sono state estese ad antimonio, grafite e materiali superduri.

Riquadro 1

Affrontare le dipendenze critiche: l'approccio dell'UE

a cura di Lucia Quaglietti

Dal 2020 l'Unione europea ha elevato l'autonomia strategica a obiettivo centrale della propria politica. È stata introdotta un'ampia gamma di iniziative politiche per identificare, monitorare e ridurre le dipendenze critiche, compresi minerali derivati da terre rare, metalli del gruppo del platino e materiali necessari per le infrastrutture verdi e digitali (Comitato per le relazioni internazionali, 2023). Il quadro di riferimento dell'UE si è evoluto per bilanciare la maggiore capacità interna con l'apertura commerciale. Le iniziative possono essere inquadrare in due rami interconnessi: 1) rafforzare la capacità produttiva interna; 2) diversificare e migliorare la capacità di tenuta delle attuali catene di approvvigionamento mondiali.

Nel primo ambito, l'UE ha cercato di ridurre le dipendenze critiche aumentando le capacità interne di estrazione, lavorazione e produzione. Le iniziative comprendono:

- incentivi fiscali, come crediti di imposta e sussidi per i produttori di tecnologie pulite e semiconduttori, anche nell'ambito del piano industriale del Green Deal e del regolamento sui chip² (entrambi adottati nel 2023);
- programmi di investimento pubblici e privati per sostenere l'innovazione industriale e l'incremento della produzione, come il Fondo per Importanti progetti di comune interesse europeo (Important Projects of Common European Interest, IPCEI) per la microelettronica, l'idrogeno, le batterie, le infrastrutture cloud e la comunicazione digitale;
- standard di riferimento e obiettivi per diversificare e potenziare le forniture dell'UE, anche nell'ambito della normativa europea sulle materie prime critiche³ (2024);
- norme per accrescere la flessibilità delle leggi in materia di aiuti di Stato e per snellire le procedure di rilascio delle autorizzazioni all'estrazione e lavorazione di materie prime critiche, anche ai sensi del regolamento sull'industria a zero emissioni nette⁴ (2024) e della normativa europea sulle materie prime critiche (2024);

² Regolamento (UE) 2023/1781 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 settembre 2023, che istituisce un quadro di misure per rafforzare l'ecosistema europeo dei semiconduttori e che modifica il regolamento (UE) 2021/694 (regolamento sui chip) (GU L 229 del 18.9.2023, pag. 1).

³ Regolamento (UE) 2024/1252 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 aprile 2024, che istituisce un quadro atto a garantire un approvvigionamento sicuro e sostenibile di materie prime critiche e che modifica i regolamenti (UE) n. 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1724 e (UE) 2019/1020 (GU L, 2024/1252, 3.5.2024).

⁴ Regolamento (UE) 2024/1735 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 giugno 2024, che istituisce un quadro di misure per rafforzare l'ecosistema europeo di produzione delle tecnologie a zero emissioni nette e che modifica il regolamento (UE) 2018/1724 (GU L, 2024/1735, 28.6.2024).

- strumenti di protezione commerciale e nuove politiche in materia di appalti pubblici per tutelare i produttori nazionali dalla concorrenza sleale e per contrastare la distorsione della concorrenza nel mercato interno dell'UE causata dalle sovvenzioni estere, anche ai sensi del regolamento sulle sovvenzioni estere⁵ (2023) e dello strumento dell'Unione europea per gli appalti internazionali (IPI)⁶ (2022).

Nel secondo ambito, l'UE ha attuato politiche volte a stabilizzare e diversificare le fonti di approvvigionamento, introducendo in particolare:

- partnership strategiche e accordi bilaterali con paesi affini e ricchi di risorse (ad es. Stati Uniti, Canada, Australia, Cile, Namibia), che abbiano determinati standard ambientali, sociali e di governance;
- norme sulla costituzione di scorte strategiche e sull'approvvigionamento congiunto di beni critici, anche attraverso meccanismi di acquisto collettivo modellati sulla strategia adottata per i vaccini durante la pandemia di COVID-19, con l'obiettivo di assicurare la continuità della fornitura.

Le politiche sono state concepite per promuovere la collaborazione tra le istituzioni dell'UE, gli Stati membri e i soggetti interessati del settore privato. Ad esempio, sia la normativa sulle materie prime critiche sia il regolamento sui chip prevedono l'istituzione di comitati, che includano rappresentanti degli Stati membri e della Commissione europea, con funzioni di consulenza e coordinamento dell'attuazione delle misure, nonché di supervisione alla selezione e al sostegno di progetti strategici all'interno dell'UE. Nell'ambito del piano industriale del Green Deal e del regolamento sui chip sono state istituite partnership tra settore pubblico e privato per incoraggiare la ricerca e lo sviluppo nei semiconduttori e la decarbonizzazione dell'industria. In generale, la maggior parte delle politiche è stata finanziata attraverso una combinazione di fondi dell'UE, degli Stati membri e del settore privato, fatta eccezione per il Fondo IPCEI, sostenuto principalmente dai bilanci nazionali.

Tali politiche hanno generato progressi tangibili nella rilocalizzazione della produzione, nello stimolo degli investimenti e nel lancio di progetti industriali transfrontalieri. In Arjona et al. (2025) si rileva che le importazioni dell'UE si stanno allontanando dai paesi con cui essa non ha accordi commerciali e gravitano sia verso l'interno sia verso i paesi limitrofi e i partner impegnati in iniziative commerciali attive. Allo stesso tempo, in alcuni casi, i lunghi processi di approvazione, in particolare per impianti minerari, infrastrutture per le rinnovabili e stabilimenti di produzione, hanno ritardato la realizzazione dei progetti. Inoltre, sebbene alcuni Stati membri abbiano stanziato un significativo sostegno pubblico, le disparità dei conti pubblici all'interno dell'UE hanno portato a una crescita disomogenea dell'industria. Infine, l'attuazione delle politiche può risultare piuttosto frammentata tra i vari Stati membri, a causa dei diversi livelli di impegno o capacità amministrativa.

La Commissione europea ha proposto diverse nuove politiche per il 2025 e per gli anni a venire, tra cui la creazione di una piattaforma europea per le materie prime critiche (Critical Raw Material, CRM) che fungerà da hub di coordinamento con l'obiettivo di migliorare il monitoraggio delle catene di approvvigionamento di tali materie prime e di sostenere ulteriormente l'approvvigionamento e

⁵ Regolamento (UE) 2022/2560 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2022, relativo alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno (GU L 330 del 23.12.2022, pag. 1).

⁶ Regolamento (UE) 2022/1031 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2022, relativo all'accesso di operatori economici, beni e servizi di paesi terzi ai mercati degli appalti pubblici e delle concessioni dell'Unione e alle procedure a sostegno dei negoziati sull'accesso di operatori economici, beni e servizi dell'Unione ai mercati degli appalti pubblici e delle concessioni dei paesi terzi (strumento per gli appalti internazionali — IPI) (GU L 173 del 30.6.2022, pag. 1).

l'accumulo di scorte a livello collettivo. Inoltre, la Commissione ha proposto la creazione di un Fondo di sovranità europeo (European Sovereignty Fund), volto a risolvere le asimmetrie negli investimenti tra gli Stati membri e a rafforzare il sostegno a livello europeo per i settori strategici. Infine, nuove partnership strategiche nell'ambito delle materie prime critiche e delle tecnologie pulite sono in fase di negoziazione con paesi in America Latina, Africa e Sud-Est asiatico.

Per alcuni prodotti di rilevanza strategica, i dati recenti indicano una riconfigurazione del commercio lungo le faglie geopolitiche, anche se la situazione rimane fluida.

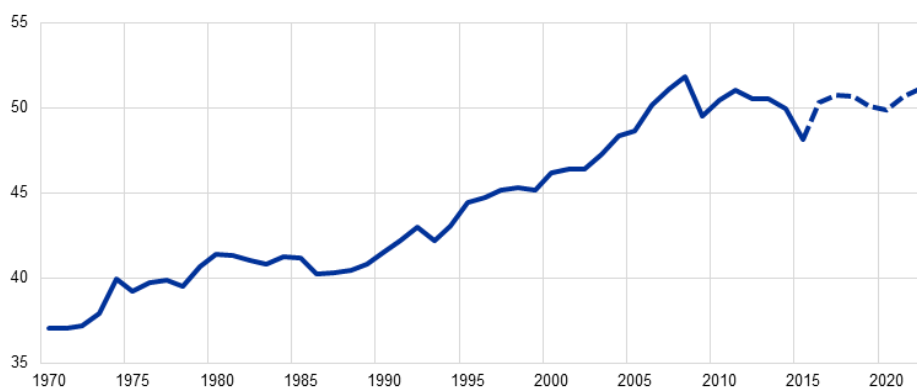
Gli indicatori aggregati dell'integrazione commerciale, come la partecipazione alle catene globali del valore, suggeriscono che essa si sia stabilizzata piuttosto che ridotta (cfr. il pannello a) del grafico 2). Allo stesso tempo, come rilevato in Attinasi et al. (2024), le tendenze aggregate celano una certa riconfigurazione del commercio lungo le faglie geopolitiche, in particolare per beni di importanza strategica sotto il profilo della sicurezza nazionale, come i prodotti tecnologici avanzati (ad es. circuiti integrati, dispositivi di biotecnologia). Tale riconfigurazione, come dimostrato da un brusco calo delle importazioni statunitensi dalla Cina e da un forte declino delle importazioni dell'UE dalla Russia, è accelerata dal 2021, in particolare per effetto delle sanzioni occidentali verso la Russia (Conteduca et al., 2024; Airaudo et al., 2025). Inoltre, la recente imposizione da parte degli Stati Uniti di dazi più elevati sui suoi principali partner commerciali potrebbe determinare una più significativa ridefinizione dei flussi commerciali internazionali.

Grafico 2

Integrazione commerciale e strategie di riduzione dei rischi delle imprese

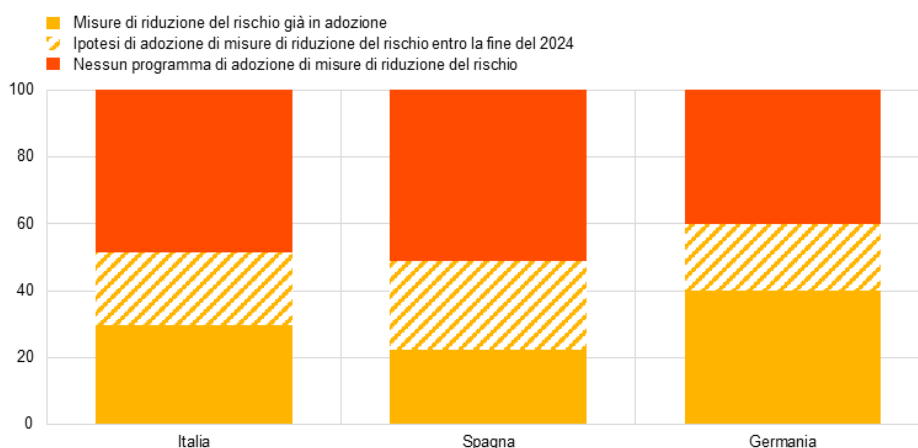
a) Commercio lungo le catene globali del valore

(percentuale del commercio totale)



b) Azioni volte a ridurre l'esposizione nei confronti della Cina

(percentuale delle imprese intervistate che dipende dalla Cina per gli input critici)



Fonti: Attinasi et al. (2024), Balteanu et al. (2024) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: pannello a): "Commercio lungo le catene globali del valore" si riferisce a beni che vengono scambiati attraverso più di una frontiera. Pannello b): le indagini sono state condotte nel 2023 e riguardavano esclusivamente le imprese manifatturiere.

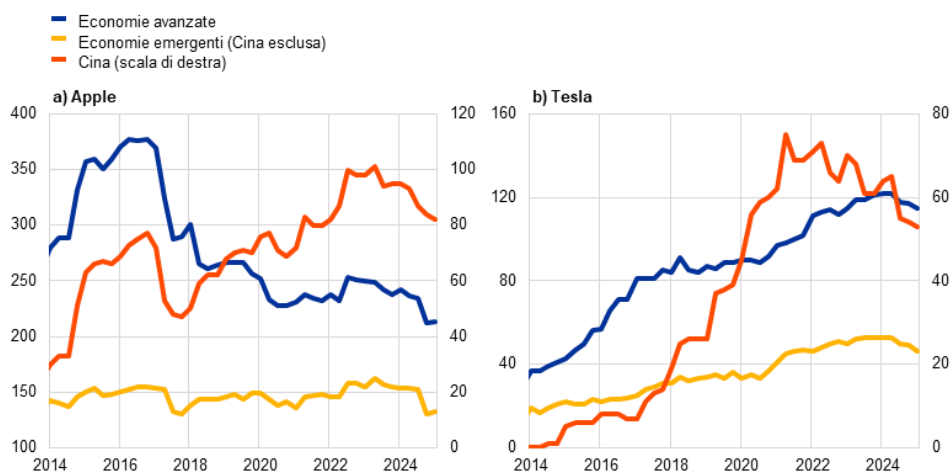
Le indagini condotte presso le imprese manifatturiere e le analisi delle catene di approvvigionamento rivelano una tendenza verso strategie di riduzione dei rischi e di diversificazione dei fornitori, in particolare tra le aziende tecnologiche leader negli Stati Uniti.

Le imprese multinazionali segnalano intenzioni di trasferire la produzione a causa di tensioni geopolitiche (HSBC, 2024), anche nell'area dell'euro, dove le aziende esprimono il desiderio di attuare strategie di maggiore riduzione dei rischi in futuro (Attinasi et al., 2023). Ciò vale in particolare per le imprese che dipendono da rivali geopolitici per gli input essenziali. Secondo le indagini condotte nel 2023, in alcuni paesi dell'area dell'euro circa la metà delle imprese manifatturiere che si riforniscono dalla Cina di risorse ritenute critiche aveva già adottato strategie per ridurre i rischi lungo la catena di approvvigionamento, o prevedeva di farlo entro la fine del 2024 (cfr. il pannello b) del grafico 2). Inoltre, un'analisi dei dati relativi alle catene di approvvigionamento indica che le aziende tecnologiche leader statunitensi stanno modificando le proprie reti di fornitori per ridurre la dipendenza dalla Cina. Dal 2022 sia Apple sia Tesla hanno diminuito

significativamente il loro numero di fornitori con sede in Cina (cfr. il grafico 3). Sebbene i fornitori cinesi siano stati in qualche misura sostituiti da imprese del Sud-est asiatico, il calo del numero totale di fornitori sembrerebbe indicare che entrambe le citate aziende abbiano consolidato i propri rapporti di approvvigionamento con fornitori quantitativamente inferiori ma più affidabili.

Grafico 3
Evoluzione dei fornitori per origine

(numero di fornitori diretti)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Il presente articolo illustra l'evoluzione e la rilevanza economica delle dipendenze critiche tra Stati Uniti, area dell'euro e Cina. Le dipendenze critiche sono definite come beni con una limitata diversificazione delle importazioni, il che significa che eventuali interruzioni dell'offerta potrebbero avere un impatto grave sui settori strategici. A integrazione della prospettiva dell'*importatore*, viene condotta un'analisi della rete incentrata sulle *esportazioni*, al fine di valutare la concentrazione dell'offerta e i potenziali rischi di interruzione se alcuni operatori dominanti limitassero l'accesso alle dipendenze critiche. Infine, un'analisi basata su modelli esamina in che misura brusche interruzioni dell'offerta di dipendenze critiche potrebbero comportare costi economici significativi nonostante la loro quota ridotta sul commercio totale.

2 Evoluzione delle dipendenze critiche

Le dipendenze critiche sono definite come risorse di rilevanza strategica per le quali vi è un forte ricorso a un ristretto numero di fornitori esteri. Il presente articolo identifica le dipendenze critiche secondo lo schema di Arjona et al. (2023) per l'UE, adattato per coprire gli Stati Uniti, la Cina e l'area dell'euro (cfr. il riquadro 2)⁷. La metodologia si basa sui dati relativi al commercio a livello di prodotto per individuare le dipendenze critiche da 5.000 materie prime, identificando i prodotti

⁷ Sebbene ci siano altre metodologie (Korniyenko et al., 2017; Bonneau e Nakaa, 2020), si utilizza quella presente in Arjona et al. (2023) per la sua: 1) esaustività, giacché combina diversi metodi utilizzati separatamente in letteratura, in particolare le analisi della concentrazione delle importazioni e delle reti di esportazione; 2) robustezza, poiché sfrutta molteplici indicatori; 3) elevata granularità.

con una scarsa *diversificazione* delle *importazioni*, una *carezza* di offerta a livello mondiale e una limitata presenza di *capacità di produzione interna*. I prodotti che hanno queste tre caratteristiche e che figurano in un elenco predefinito di settori strategici (Commissione europea, 2021), come ad esempio prodotti per la salute, batterie, idrogeno e chip elettronici, vengono definiti come “dipendenze critiche”.

Riquadro 2

Una metodologia basata sui dati per individuare le dipendenze critiche

a cura di **Bernardo de Castro Martins**, **Rinalds Gerinovics** e **Lisa Gerland**

Individuare le dipendenze critiche è fondamentale perché le interruzioni di input essenziali possono comportare rischi significativi per i settori strategici. Tuttavia, l'ampiezza del commercio mondiale, che coinvolge molti beni e partner, rende la loro identificazione difficile. Vengono utilizzati i dati BACI (Gaulier e Zignago, 2010) per 5.000 beni e 238 regioni, seguendo la metodologia di Arjona et al. (2023), originariamente sviluppata per l'UE, adattata per una prospettiva globale. La metodologia si articola in tre fasi: 1) l'elaborazione degli indicatori chiave di dipendenza (core dependency indicators, CDIs); 2) l'applicazione di filtri per individuare i prodotti con alti livelli di dipendenza; 3) la selezione di prodotti appartenenti a settori strategici. Il risultato è una serie di beni con un'elevata concentrazione di importazione, un alto grado di dipendenza dall'estero e una limitata sostituibilità interna.

Fase 1: Il calcolo dei CDI

Il primo indicatore misura la **diversificazione delle importazioni**. Per il paese i e il prodotto k , si tratta della somma delle quote relative alle importazioni elevate al quadrato secondo la seguente formula:

$$CDI_1 = \sum_{j=1}^n \left(\frac{M_{j \rightarrow i}^k}{M_i^k} \right)^2$$

dove $M_{j \rightarrow i}^k$ sono le importazioni del paese i di un prodotto k dal paese j e M_i^k sono le importazioni totali del paese i di tale prodotto k . Come in Arjona et al. (2023), la soglia per la selezione di prodotti con scarsa diversificazione delle importazioni è pari a 0,4, cioè i casi in cui i prodotti vengono importati da meno di tre paesi di origine.

Il secondo indicatore tiene conto della **carezza di offerta a livello mondiale**. Per ciascun prodotto k viene calcolato il rapporto tra le importazioni di un paese (M_i^k) e le importazioni mondiali (M^k):

$$CDI_2 = \frac{M_i^k}{M^k}$$

e si applicano soglie specifiche per paese: un prodotto viene escluso qualora la quota di importazione di un paese sulle importazioni mondiali per quel prodotto sia superiore alla quota di tale paese sulle importazioni mondiali per tutti i prodotti importati⁸.

⁸ Per l'UE, in Arjona et al. (2023), si utilizza il rapporto delle importazioni extra-UE rispetto alle importazioni totali dell'UE. Data la prospettiva globale qui adottata, tale indicatore viene lievemente modificato.

Il terzo indicatore è un'approssimazione della **capacità interna**. Esso valuta in che misura le importazioni possano essere sostituite con produzione interna utilizzando il rapporto tra le importazioni del paese di un prodotto k (M_i^k) e le esportazioni dello stesso prodotto (X_i^k):

$$CDI_3 = \frac{M_i^k}{X_i^k}$$

Come in Arjona et al. (2023), vengono selezionati i prodotti per cui l'indice CDI_3 sia superiore a 1, vale a dire nel caso un paese importi più di quanto esporti.

Fase 2: Applicazione di filtri per individuare prodotti a elevata dipendenza

Vengono identificate le dipendenze applicando le soglie sopra definite. Il principale vantaggio di questo metodo è la semplicità, anche se le scelte di soglia potrebbero sembrare arbitrarie. Pertanto, si utilizza un approccio complementare, in linea con Arjona et al. (2023) selezionando i prodotti nel 10 per cento superiore dell'indice aggregato di dipendenza, calcolato come media semplice dei valori fra i tre CDI. La selezione finale avviene in presenza di entrambe le condizioni: CDI che superano le soglie e si posizionano nel 10 per cento superiore dell'indice aggregato di dipendenza.

Fase 3: Selezione dei prodotti in settori strategici

La fase finale è una verifica incrociata dell'elenco dei prodotti fortemente dipendenti con l'elenco dei prodotti di importanza strategica. La classificazione dei prodotti di importanza strategica è basata sull'elenco degli ecosistemi sensibili istituito dalla Commissione europea (2021) e utilizzato in Arjona et al. (2023). Esso comprende prodotti come batterie, chip elettronici e materie prime critiche⁹. Sebbene i settori strategici possano differire tra le varie economie, l'utilizzo di una definizione comune facilita il confronto.

Negli ultimi trent'anni il numero di dipendenze critiche è lievemente diminuito nell'area dell'euro e in Cina, rimanendo relativamente elevato negli Stati Uniti.

Negli anni 2020 le dipendenze critiche erano circa 100 per l'area dell'euro e la Cina e 120 per gli Stati Uniti (cfr. il pannello a) del grafico 4), pari in media al 7 per cento delle importazioni totali¹⁰. Dagli anni '90 la composizione delle dipendenze critiche è variata da un'economia all'altra, riflettendo differenze nelle politiche industriali e nel posizionamento lungo le catene globali del valore. Negli Stati Uniti il numero complessivo di dipendenze critiche è rimasto sostanzialmente invariato, giacché la ridotta dipendenza dagli input intermedi è stata compensata da un forte aumento

⁹ Il [quarto elenco di materie prime critiche](#) comprende le terre rare e altri 28 materiali (ad es. bauxite, tungsteno).

¹⁰ Il numero di dipendenze critiche per l'area dell'euro (circa 100) è inferiore alle 200 riportate in Arjona et al. (2023). Ciò è dovuto a: 1) differenze nella portata geografica, ovvero Arjona et al. (2023) si concentra sull'UE, mentre il presente articolo sull'area dell'euro; 2) modifiche alla metodologia; 3) il fatto che, per facilitare la comparabilità nel periodo 1995-2023, venga utilizzata la versione 1992 dei codici del sistema armonizzato (Harmonised System, HS), riguardanti circa 5.000 beni, mentre in Arjona et al. (2023) si utilizza la versione 2017, riguardante il 10 per cento di beni in più; 4) l'utilizzo dei dati TRADE-FIGARO-EUROSTAT in Arjona et al. (2023), che corregge per le riesportazioni in maniera estensiva per l'UE ma in misura minore per i paesi terzi, mentre il presente articolo utilizza i dati BACI, non corretti per le riesportazioni ma che assicurano un trattamento simmetrico di paesi dell'UE e terzi come gli Stati Uniti e la Cina. Per Arjona et al. (2023), utilizzando i dati BACI si ottengono dipendenze critiche inferiori del 30 per cento circa rispetto a quando si utilizzano i dati TRADE-FIGARO-EUROSTAT.

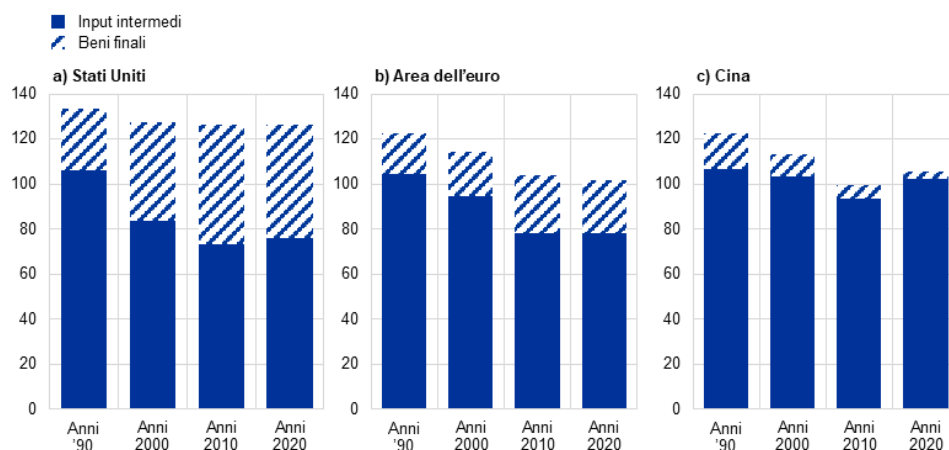
della dipendenza dai beni finali, in particolare per l'elettronica di consumo (ad es. radio, televisori). L'area dell'euro ha seguito un andamento simile, sebbene in misura minore, con un numero inferiore di dipendenze da beni intermedi e una crescente dipendenza da prodotti finali. Nel 2023 le dipendenze critiche dell'area dell'euro includevano materie prime essenziali (ad es. uranio, manganese), prodotti farmaceutici (ad es. ormoni, antibiotici) ed elettrodomestici (ad es. tostapane, aspirapolvere). Per contro, la Cina ha registrato un costante calo delle dipendenze critiche tra gli anni '90 e 2000, soprattutto in merito ai beni finali, in quanto il paese ha ampliato il proprio comparto manifatturiero e ha compiuto sforzi per ridurre la dipendenza da partner esteri (ad es. con il piano "Made in China 2025" nel 2015 e con la Dual Circulation Strategy nel 2020). Negli anni 2020 si è registrata una lieve ripresa, trainata principalmente dalla crescente domanda di minerali (ad es. rame, nichel, berillio) utilizzati nel settore tecnologico in rapido sviluppo.

Grafico 4

Evoluzione delle dipendenze critiche

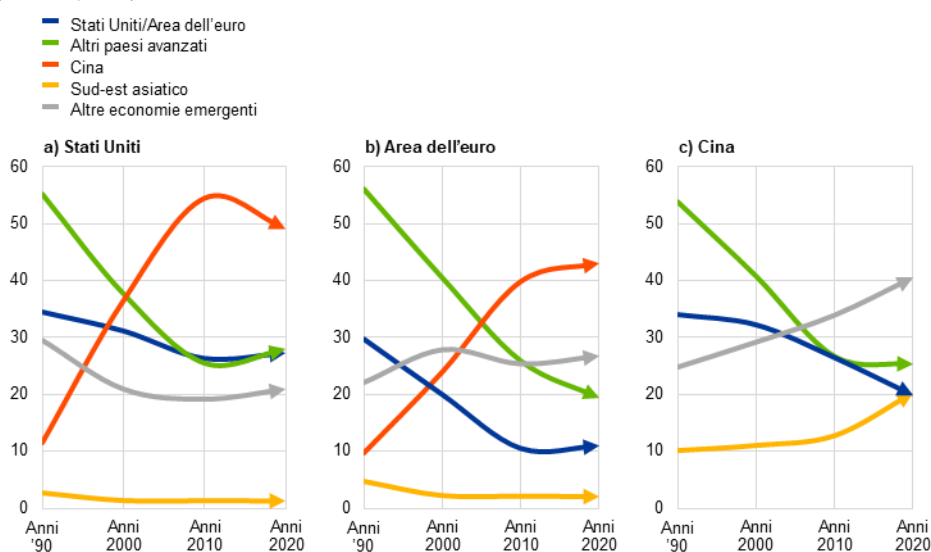
a) Per utilizzo finale

(numero di prodotti)



b) Per fonte geografica

(numero di prodotti)



Fonti: BACI (livello a 6 cifre HS 92), OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: medie nell'arco di decenni ("Anni '90" si riferisce al periodo 1995-1999 e "Anni 2020" al periodo 2020-2023 in ragione della disponibilità dei dati). L'area dell'euro è considerata un'unica entità, a prescindere dal commercio interno all'area. Pannello a): la classificazione si basa sulla banca dati dell'OCSE sugli scambi bilaterali di beni per industria e per utilizzo finale (Bilateral Trade in Goods by Industry and End-use). Pannello b): per "fonte geografica" si intende la fonte principale delle importazioni.

La limitata variazione delle dipendenze totali cela una redistribuzione lungo la dimensione geografica. La scomposizione delle dipendenze per origine mostra che la Cina ha ridotto la propria dipendenza dalle economie avanzate, mentre è cresciuta quella dalle economie emergenti, in particolare dall'Indonesia, dalla Thailandia e dalla Russia (cfr. il pannello b) del grafico 4). Ciò riflette l'espansione del settore manifatturiero cinese, che ha ridotto la sua dipendenza dai prodotti industriali delle economie avanzate (come motori elettrici e macchinari), ma ha fatto maggiormente ricorso alle materie prime minerali (ad es. nichel, zinco) delle economie emergenti. Al tempo stesso, sia gli Stati Uniti sia l'area dell'euro hanno registrato un notevole incremento delle dipendenze critiche dalla Cina negli anni 2000 e 2010 e un

allontanamento dalle altre economie avanzate. Negli anni 2020 sono emersi segnali di un'inversione di tendenza negli Stati Uniti, mentre nell'area dell'euro si è osservato una stabilizzazione delle dipendenze critiche dalla Cina. Tale evoluzione riflette in qualche misura una riconfigurazione strategica delle catene di approvvigionamento, dato che gli Stati Uniti hanno cercato di contenere la propria esposizione nei confronti della Cina (ad es. la guerra commerciale del 2018-2019 e l'Inflation Reduction Act del 2022, incentrato sugli input provenienti da paesi non alleati). Considerata l'importanza delle considerazioni geopolitiche, la parte restante del presente articolo si concentra sulle dipendenze reciproche tra le economie occidentali e la Cina.

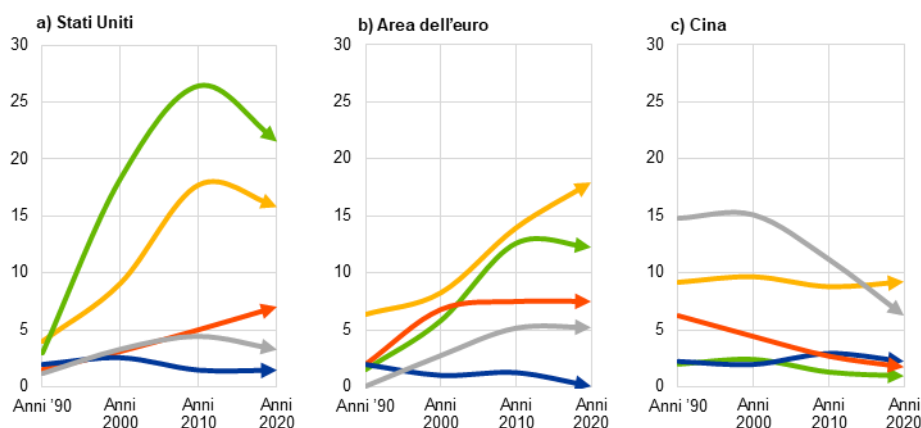
La dipendenza degli Stati Uniti e dell'area dell'euro dalla Cina è aumentata maggiormente nel settore dell'elettronica e dei prodotti chimici, riflettendo il ruolo crescente della Cina come centro manifatturiero mondiale (cfr. il pannello a) del grafico 5). Per la maggior parte dei prodotti in tali settori, negli anni '90 gli Stati Uniti non erano dipendenti in modo critico, ma lo sono progressivamente diventati man mano che la Cina ha acquisito una posizione centrale come esportatore di articoli come la grafite, la plastica e i prodotti elettronici di consumo. Per l'area dell'euro, le dipendenze critiche dalla Cina hanno seguito un andamento sostanzialmente simile, sebbene più pronunciato per i prodotti chimici rispetto a quelli elettronici. A livello di prodotto, gli Stati Uniti e l'area dell'euro presentano alcune analoghe dipendenze critiche dalla Cina, in particolare i prodotti elettronici di consumo e quelli sanitari (ad es. vitamine, ormoni, apparecchi di cottura, unità di archiviazione dati). Per la Cina, le dipendenze critiche dall'area dell'euro e dagli Stati Uniti sono inferiori, in diminuzione e meno concentrate. Ciò riflette in parte la posizione della Cina come superpotenza manifatturiera, nonché gli sforzi del governo cinese per rafforzarsi nei settori strategici (cfr. Baldwin, 2024). Ad esempio, la Cina ha ridotto significativamente la propria dipendenza nel settore dei veicoli, dei macchinari e degli aeromobili.

Grafico 5

Dipendenze critiche tra la Cina e le economie occidentali

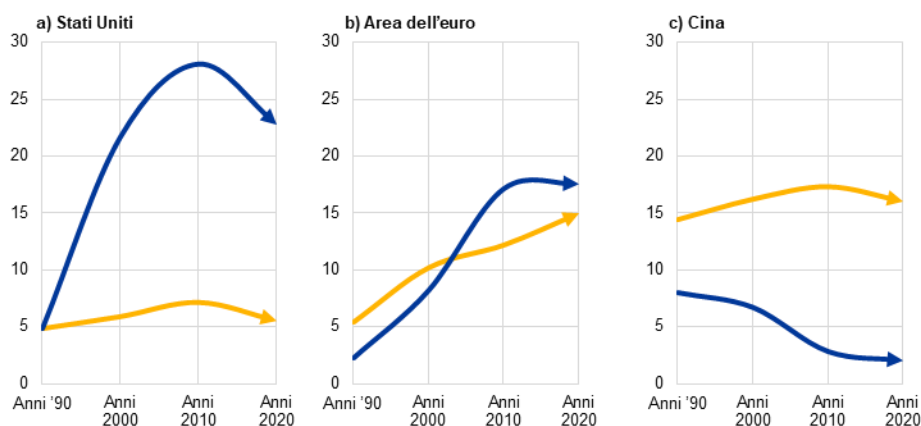
a) Per settore

(numero di prodotti)



b) Per posizione nella catena di approvvigionamento

(numero di prodotti)



Fonti: BACI (HS 92, 6-digit level) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra il grado di dipendenza dalla Cina per l'area dell'euro e gli Stati Uniti, mentre per la Cina mostra il grado di dipendenza sia dall'area dell'euro sia dagli Stati Uniti. Medie nell'arco di decenni ("Anni '90" si riferisce al periodo 1995-1999 e "Anni 2020" al periodo 2020-2023 in ragione della disponibilità dei dati). L'area dell'euro è considerata un'unica entità, a prescindere dal commercio interno all'area. Per "Fonte geografica delle dipendenze critiche" si intende la fonte principale delle importazioni. Pannello a): la classificazione per settore si basa sulla Classificazione internazionale standard delle Nazioni Unite per tutte le attività economiche industriali (International Standard Industrial Classification for All Economic Activities, ISIC, Rev. 4). "Prodotti chimici" si riferisce alle sezioni da 19 a 22, "Prodotti elettronici" a quelle da 26 a 27, "Metalli" a quelle da 24 a 25 e "Attività estrattive" a quelle da 3 a 5. Pannello b): la posizione nella catena di approvvigionamento si basa sugli indici di collocazione a monte presenti in Antràs et al. (2012) in cui "A valle" e "A monte" corrispondono rispettivamente ai percentili degli indici al di sotto di 33 e al di sopra di 67.

Dal punto di vista delle catene di approvvigionamento, gli Stati Uniti e l'area dell'euro hanno fatto sempre più affidamento sulla Cina per i prodotti a valle (cfr. il pannello b) del grafico 5). Ciò è particolarmente evidente negli Stati Uniti dove, a partire dagli anni '90, la dipendenza da beni a valle si è quintuplicata, mentre il ricorso a prodotti a monte è rimasto relativamente costante, il che significa che l'esposizione critica degli Stati Uniti verso la Cina riguarda principalmente i beni di

consumo, in particolare i prodotti elettronici di consumo. Al contrario, per l'area dell'euro, il grado di dipendenza da prodotti a monte e a valle è aumentato in maniera sostanzialmente analoga. Nel frattempo, la dipendenza della Cina dai prodotti a valle dell'area dell'euro e degli Stati Uniti è diminuita. Ciò segnala un cambiamento nelle catene di approvvigionamento e mostra come la Cina sia diventata un punto di riferimento fondamentale per l'assemblaggio dei beni di consumo inviati alle economie avanzate.

3 Rischio di interruzioni delle forniture: un'analisi della rete

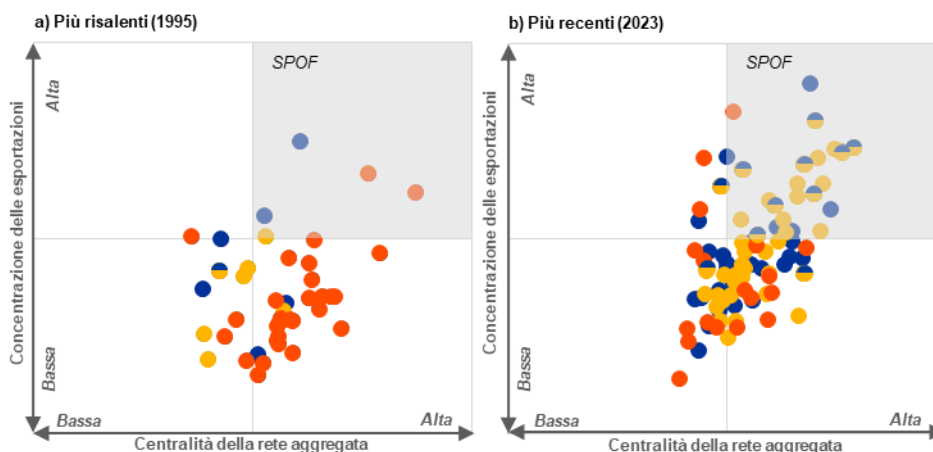
Un'analisi della rete integra la valutazione delle dipendenze critiche, individuando gli esportatori con la capacità di influenzare l'accesso a beni critici. Sebbene l'analisi delle dipendenze critiche si sia concentrata sulla *prospettiva dell'importatore*, l'analisi della rete si concentra sulla *prospettiva dell'esportatore* e rileva se alcuni paesi detengono posizioni dominanti nell'offerta di prodotti critici. In linea con Arjona et al. (2023), ci affidiamo a due metriche: concentrazione delle esportazioni e centralità della rete (cfr. il riquadro 3). Le due si integrano a vicenda, dato che l'analisi della concentrazione delle esportazioni da sola non necessariamente coglie appieno l'influenza di un paese all'interno della rete produttiva mondiale. Di fatto, mentre un paese con una quota elevata di esportazioni mondiali si dovrebbe trovare in una posizione influente, i paesi che agiscono come intermediari di distribuzione possono svolgere un ruolo altrettanto importante. Per tale motivo, considerare entrambe le metriche facilita l'identificazione più accurata di ciò che Arjona et al. (2023) intendono come "singoli punti deboli" (single point of failures, SPOF), ovvero i nodi delle reti commerciali dove le interruzioni dell'offerta possono creare maggiori danni. Innanzitutto vengono documentati i rischi per le dipendenze critiche in generale per poi approfondire in merito alle materie prime essenziali.

Grafico 6

Singoli punti deboli nelle dipendenze critiche tra Cina ed economie occidentali

(indici di concentrazione e centralità per ciascun prodotto identificato come dipendenza critica)

- Area dell'euro: dipendenze critiche dalla Cina
- Stati Uniti: dipendenze critiche dalla Cina
- Cina: dipendenze critiche dagli Stati Uniti e dall'area dell'euro



Fonti: BACI (HS 92, 6-digit level) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: SPOF si riferisce ai singoli punti deboli. Ogni punto rappresenta una dipendenza critica. Il grafico mostra unicamente le dipendenze dalla Cina per l'area dell'euro e gli Stati Uniti, mentre per la Cina mostra le dipendenze sia dall'area dell'euro sia dagli Stati Uniti. L'area dell'euro è considerata un'unica entità, a prescindere dal commercio interno all'area.

Nel 2023 circa il 30 e il 40 per cento delle dipendenze critiche dalla Cina, per l'area dell'euro e gli Stati Uniti, correvano il rischio di diventare SPOF. I prodotti che hanno sia un'elevata concentrazione di esportazioni sia un'elevata centralità della rete (quadranti superiori di destra dei pannelli a) e b) nel grafico 6) sono dipendenze critiche che rischiano di diventare SPOF. Concentrandosi sulle dipendenze critiche dalla Cina nel 2023 (pannello b), gli SPOF sono identificati nel 30 e 40 per cento dei casi rispettivamente per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti (punti blu e gialli). In particolare, i prodotti ad alto rischio includono i prodotti sanitari (ad es. antibiotici, vitamine) e quelli di elettronica di consumo (ad es. le radio). Il numero di SPOF che riguardano le dipendenze critiche dalla Cina è cresciuto notevolmente dal 1995 (pannello a), riflettendo sia l'aumento di tali dipendenze, sia il ruolo più centrale di quest'ultima nel commercio mondiale. Per contro, la Cina è riuscita a eliminare quasi tutte le sue dipendenze critiche ad alto rischio rispetto all'area dell'euro e dagli Stati Uniti, ad eccezione di alcuni importanti prodotti chimici industriali (ad es. cellulosa, esametildiammina).

Riquadro 3

Un'analisi integrativa della rete

a cura di Bernardo de Castro Martins e Rinalds Gerinovics

L'individuazione delle dipendenze critiche è integrata da un'analisi della rete che rileva le principali strozzature nell'offerta mondiale di beni strategici. La valutazione segue Arjona et al. (2023) e si basa su due metriche: 1) concentrazione delle esportazioni mondiali e 2) centralità della rete.

La **concentrazione delle esportazioni** è misurata utilizzando un indice Herfindahl-Hirschman (Herfindahl-Hirschman Index, HHI). Formalmente viene misurato come segue:

$$HHI^k = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i^k}{X^k} \right)^2$$

dove X_i^k sono esportazioni del prodotto k dal paese i , e X^k sono esportazioni a livello mondiale del prodotto k . Quanto più elevato è l'HHI, tanto più concentrato è il mercato mondiale e ciò indica che potere di mercato è spartito solo fra un numero limitato di paesi.

L'HHI viene integrato da una misura della **centralità della rete** che valuta se un paese agisce come centro nevralgico. Come in Barrat et al. (2004), la centralità del paese i nella rete commerciale mondiale del prodotto k si basa sulla quota di mercato del paese i nelle importazioni degli altri paesi. La formula è:

$$C_i^k = \frac{1}{n^k - 1} \sum_{j \neq i} \left(\frac{X_{i \rightarrow j}^k}{M_j^k} \right)$$

in cui $X_{i \rightarrow j}^k$ sono esportazioni del prodotto k dal paese i al paese j , e M_j^k sono il totale delle importazioni del prodotto k dal paese j . Poiché il numero di paesi importatori (n^k) può variare in base ai prodotti e al tempo, per comparabilità si normalizza a partire dalla massima centralità ($n^k - 1$): una situazione estrema in cui un paese serve tutti gli altri¹¹. L'indice è delimitato tra 0 e 100, indicando rispettivamente un'influenza bassa e alta. Le variazioni della centralità sono determinate o dal *margin* dell'estensione (se un paese commercia con più partner) o dal *margin* dell'intensità (se accresce la propria quota di mercato all'interno dei partner esistenti)¹².

Infine, calcoliamo la **centralità aggregata della rete** di un prodotto come deviazione standard degli indici di centralità della rete in tutti i paesi, come indicato in Korniyenko et al. (2017). Una deviazione standard più elevata indica una rete maggiormente centralizzata in cui dominano alcuni paesi.

Dagli anni 2000 la Cina ha ampliato il proprio ruolo di centro nevralgico per le materie prime essenziali. La Cina domina la catena di approvvigionamento di minerali essenziali per le tecnologie moderne. Raffina circa il 73 per cento del cobalto e il 40 per cento del litio a livello mondiale (Vivoda, 2023) e fornisce oltre il 95 per cento della produzione mondiale di terre rare. Di conseguenza, il ruolo centrale della Cina nella catena di approvvigionamento di minerali essenziali fa sì che il paese abbia un ruolo fondamentale nella sicurezza dell'approvvigionamento.

Per quanto riguarda le materie prime essenziali, una preoccupazione centrale è stata la sicurezza dell'approvvigionamento di minerali a duplice uso, quali cobalto, magnesio e litio. I minerali a duplice uso sono quelli che hanno applicazioni sia militari sia civili. Ad esempio, gli usi del cobalto includono la tecnologia delle batterie per veicoli elettrici e nel settore della difesa, e l'area dell'euro fa riferimento all'Asia per il 75 per cento delle sue importazioni di cobalto. Il magnesio, una componente essenziale nei settori della difesa, dell'industria

¹¹ Se un paese non importa il prodotto k , si normalizza su base n^k , giacché sarebbe il numero massimo di destinazioni estere. Sebbene concettualmente simile, il presente indice differisce da Arjona et al. (2023) perché 1) si utilizzano quote di mercato anziché valori di esportazione divisi per il valore medio delle importazioni e 2) si normalizza l'indice come in de Benedictis et al. (2014).

¹² Vi è un terzo effetto riconducibile alle variazioni del numero di paesi importatori (n^k), ma è generalmente esiguo e quindi assegnato proporzionalmente ad altri canali nell'analisi.

aerospaziale e di quella automobilistica, proviene principalmente dalla Cina per l'area dell'euro (85 per cento delle importazioni) e da Israele per gli Stati Uniti (58 per cento delle importazioni). Nel caso del litio, vitale per energia pulita e difesa, gli Stati Uniti dipendono principalmente dal Cile (94 per cento delle importazioni), mentre l'area dell'euro dipende dal Cile e dalla Cina (rispettivamente con il 39 e il 18 per cento delle importazioni)¹³. L'evoluzione del commercio di tali minerali a duplice uso fornisce una rappresentazione della rilevanza della centralità della rete, in cui la Cina si è assicurata in ciascun caso una posizione dominante.

- **La centralità della rete della Cina per il cobalto non deriva da un'elevata concentrazione delle esportazioni.** L'offerta di cobalto è altamente concentrata nella Repubblica Democratica del Congo, che domina le esportazioni mondiali (cfr. il pannello a) del grafico 7). Tuttavia, la Cina è emersa come principale intermediario di distribuzione, nonostante le limitate capacità estrattive nazionali (cfr. il pannello b) del grafico 7), in quanto le esportazioni della Repubblica Democratica del Congo si dirigono perlopiù verso la Cina: la sua quota nelle esportazioni di cobalto della Repubblica sono salite da meno del 10 per cento negli anni '90 al 75 per cento negli anni 2020¹⁴. Esportando a sua volta verso un numero crescente di partner, la Cina è diventata un attore centrale tanto quanto la Repubblica Democratica del Congo e ora compete con gli Stati Uniti, nonostante il predominio di questi ultimi negli anni '90 (cfr. il pannello c) del grafico 7)¹⁵.
- **Nel tempo la Cina ha ampliato la propria posizione centrale nelle esportazioni di magnesio.** Negli anni '90, la Cina era già un esportatore fondamentale di magnesio greggio, con una quota mondiale del 30 per cento. Da allora ha accresciuto notevolmente la propria quota di esportazioni, fino al 75 per cento negli anni 2020, determinando un forte aumento della concentrazione delle esportazioni (cfr. il pannello a) del grafico 7). La Cina ha inoltre consolidato la sua posizione centrale all'interno della rete su livelli molto più elevati rispetto a quelli degli Stati Uniti e dell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico 7). Tale aumento della centralità si spiega sia con la penetrazione di nuovi mercati sia con il rafforzamento dei legami commerciali esistenti (cfr. il pannello c) del grafico 7).
- **Negli ultimi anni la Cina ha consolidato la propria posizione dominante nelle esportazioni di litio.** Durante gli anni '90 la Cina era un esportatore marginale di litio, mentre negli anni 2020 la sua quota di esportazioni mondiali di litio è salita al 75 per cento, superando quella dei fornitori occidentali (cfr. il pannello a) del grafico 7). Fino agli anni 2010 tale diversificazione ha comportato una limitata concentrazione delle esportazioni, ma il crescente predominio della Cina ha spinto la concentrazione su livelli record negli anni 2020, a causa della massiccia espansione della produzione e della

¹³ Nonostante la quota elevata di importazioni di litio da parte degli Stati Uniti e dell'area dell'euro, la centralità del Cile è bassa poiché esporta solo verso alcuni paesi.

¹⁴ L'elevata quota cinese nelle esportazioni di cobalto della Repubblica Democratica del Congo è dovuta al fatto che la Cina possiede le principali miniere di cobalto nel paese e al fatto che essa ha assunto una posizione dominante nella raffinazione.

¹⁵ Il ruolo dell'area dell'euro nella rete mondiale del cobalto è dovuto principalmente alle attività di raffinazione del cobalto da parte della Finlandia.

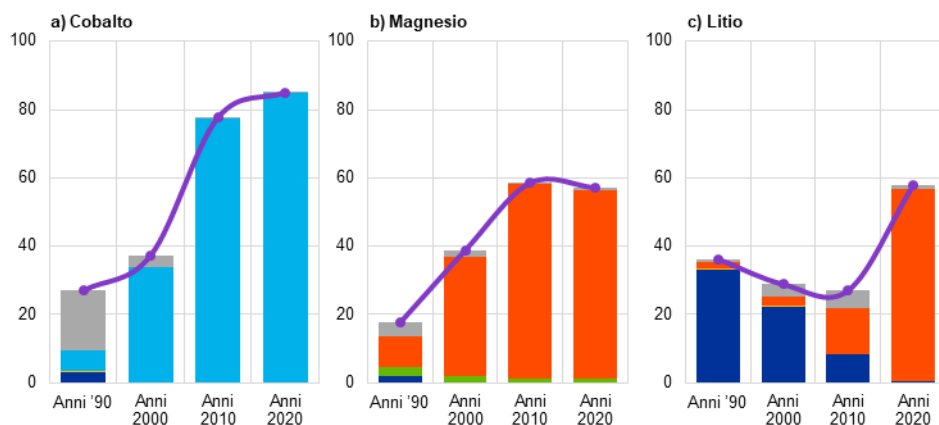
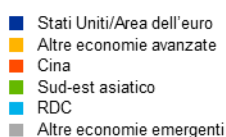
raffinazione che, in una certa misura, ha estromesso altri produttori. Partendo da una bassa centralità all'interno della rete (cfr. il pannello b del grafico 7), la Cina ha ampliato la propria rete commerciale e ha sviluppato legami con i partner già esistenti (cfr. il pannello c) del grafico 7) per diventare il principale attore mondiale negli anni 2020, scalzando gli Stati Uniti.

Grafico 7

Analisi della rete di specifici minerali grezzi essenziali

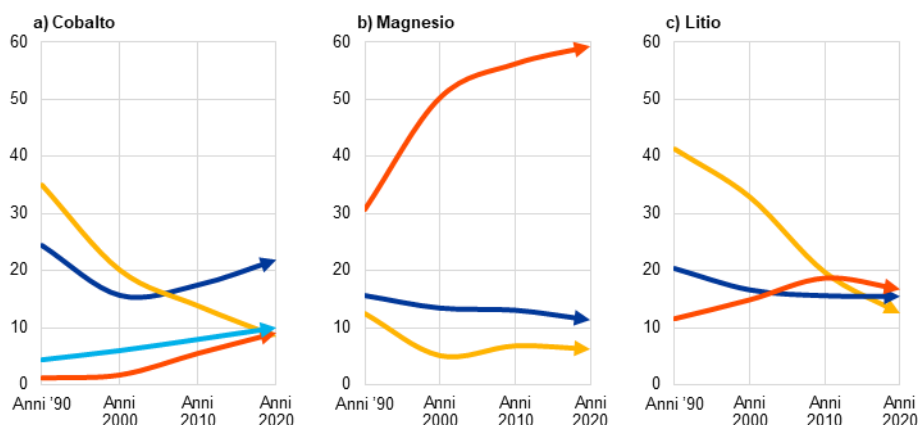
a) Concentrazione delle esportazioni

(indice)



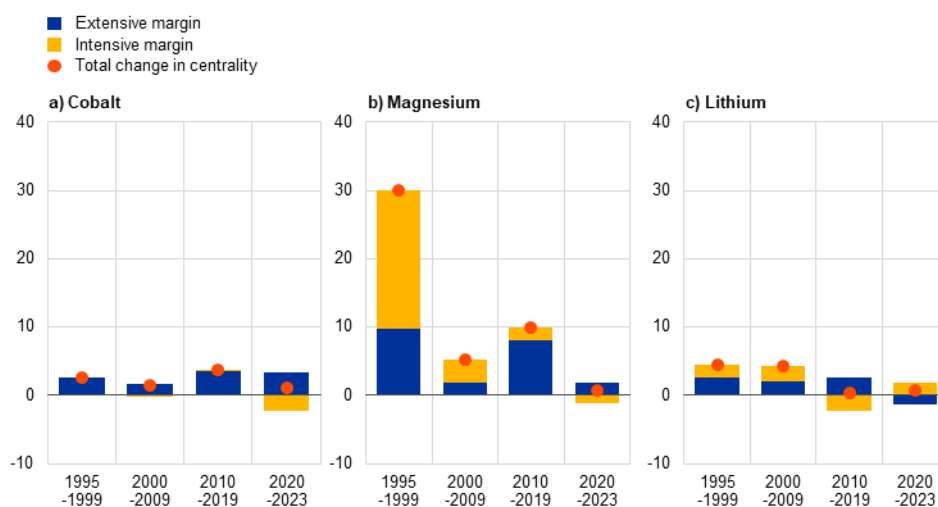
b) Centralità della rete

(indice)



c) Variazioni nella centralità della rete della Cina

(indice)



Fonti: BACI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: RDC si riferisce alla Repubblica Democratica del Congo. L'area dell'euro è considerata un'unica entità, a prescindere dal commercio interno all'area. Pannelli a) e b): medie nell'arco di decenni ("Anni '90" si riferisce al periodo 1995-1999 e "Anni 2020" al periodo 2020-2023 in ragione della disponibilità dei dati). Pannello b): la Repubblica Democratica del Congo è identificata solo per il cobalto a causa dell'ampia quota di cobalto nelle esportazioni del paese.

4 I costi delle dipendenze critiche: una valutazione basata su modelli

Viene realizzato un modello dei costi economici delle potenziali turbative nell'approvvigionamento di dipendenze critiche utilizzando il modello multi-paese, multi-settore di Baqaee e Farhi (2024). Il modello simula gli effetti degli shock dal lato dell'offerta e la loro propagazione attraverso le reti produttive mondiali, inclusi i consumatori e i fornitori a valle, tenendo conto anche degli effetti non lineari degli shock fra i vari paesi e settori. Per tener conto del basso grado di sostituibilità degli input critici, il modello di Baqaee-Farhi è calibrato come in Attinasi et al. (2024), che incorpora in particolare le basse elasticità di sostituzione presenti in Boehm et al. (2023).

Per modellizzare l'impatto degli shock legati alle carenze di dipendenze critiche, si ricorre a una nuova metodologia per costruire tavole input-output (IO) granulari. Modelli come Baqaee-Farhi sono solitamente calibrati con tavole IO standard, che hanno un alto livello di aggregazione settoriale, il che rende difficile simulare shock a specifici prodotti come quelli individuati nell'analisi delle dipendenze critiche. Ad esempio, una tavola IO standard aggrega il cobalto con molte materie prime non essenziali (ad es. marmo, arenaria) in un "settore minerario ed estrattivo", rendendo quindi impossibile simulare degli shock mirati e la successiva propagazione tra settori e paesi. Per superare tali limitazioni, in Conteduca et al. (2025) viene proposta una metodologia basata sui dati per disaggregare le tavole IO e isolare i relativi prodotti di nicchia. Questa metodologia viene applicata per costruire una tavola IO adattata alle dipendenze individuate nel riquadro 2.

Per ciascun paese si studia un'interruzione improvvisa dell'offerta di prodotti per i quali tale paese è fortemente dipendente da fornitori esteri. Le simulazioni ipotizzano un forte aumento dei costi commerciali delle importazioni dal blocco orientale trainato dalla Cina per gli Stati Uniti o l'area dell'euro, e viceversa¹⁶. Per valutare l'evoluzione nel tempo del significato economico di tali dipendenze critiche, viene applicato questo scenario due volte per ciascun paese, usando le dipendenze e le tavole IO per il 1995 e per il 2023.

Nel tempo, i costi di un'improvvisa interruzione dell'offerta di dipendenze critiche sono aumentati nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, ma sono diminuiti in Cina, pur rimanendo molto più elevati per quest'ultima (cfr. il pannello a) del grafico 8). Se da un lato la Cina rimane più vulnerabile alle interruzioni dell'offerta occidentale per le dipendenze critiche, dall'altro la sua spinta verso l'autonomia (cfr. la sezione 2) ha ridotto la sua vulnerabilità negli ultimi 30 anni. Si stima che le perdite di domanda finale cinese dovute a un'interruzione improvvisa dell'offerta di dipendenze critiche di produzione occidentale siano diminuite, passando dal 2,1 per cento del 1995 all'1,4 del 2023. Tuttavia, vale il contrario per l'area dell'euro e gli Stati Uniti. Dal 1995 le perdite della domanda finale dovute a un'improvvisa interruzione dell'offerta delle dipendenze critiche di produzione orientale si sono decuplicate nell'area dell'euro (dallo 0,04 allo 0,41 per cento), per effetto della maggiore dipendenza dagli input cinesi e di un più diffuso utilizzo di tali input nella produzione. Tali perdite sono aumentate in misura significativa anche per gli Stati Uniti (dallo 0,08 allo 0,32 per cento), sebbene in misura inferiore rispetto all'area dell'euro, dato il più elevato punto di partenza e gli sforzi delle amministrazioni statunitensi per ridurre la dipendenza dalla Cina. Al tempo stesso, le perdite della domanda finale cinese a causa di un'improvvisa interruzione dell'offerta di dipendenze critiche si mantengono ben al di sopra delle perdite di domanda finale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

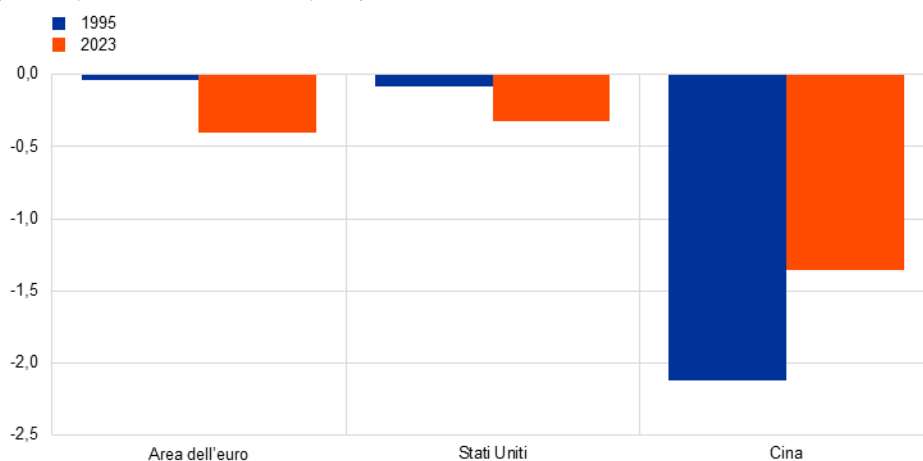
¹⁶ Per completezza, va osservato che per questa analisi si ipotizza che il mondo sia diviso in tre blocchi geopolitici (occidentale, orientale e neutrale) sulla falsariga di Attinasi et al. (2024). Le simulazioni degli scenari si basano su un elenco di dipendenze critiche senza filtri per settori strategici, come nella fase 3 del riquadro 2.

Grafico 8

Impatto di uno shock dal lato dell'offerta sulle dipendenze critiche

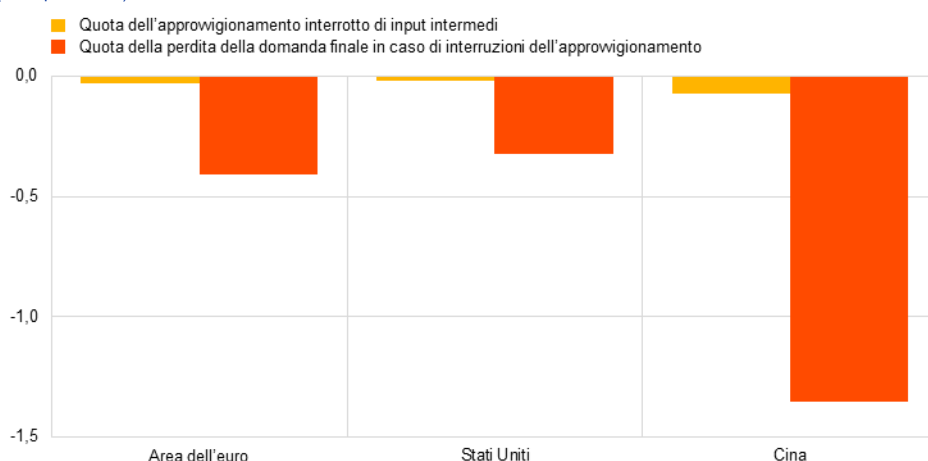
a) Domanda finale

(deviazioni percentuali dalla condizione di equilibrio)



b) Quote degli approvvigionamenti interrotti e della domanda finale compromessa

(valori percentuali)



Fonti: Baqaee e Farhi (2024), Conteduca et al. (2025), BACI, OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: pannello b): i dati sono relativi al 2023.

Il ruolo fondamentale di dipendenze critiche quali gli input produttivi, così come il loro basso grado di sostituibilità, amplifica gli effetti delle carenze repentine. Sebbene le dipendenze critiche rappresentino solo una piccola parte degli input intermedi totali utilizzati per la produzione (0,01 per cento negli Stati Uniti e 0,07 in Cina), l'impatto di un'improvvisa interruzione del loro approvvigionamento sulla domanda finale è sproporzionato, essendo circa 20 volte maggiore rispetto alla quota di input interrotti (cfr. il pannello b) del grafico 8).

I risultati basati su modelli sono probabilmente stime al limite inferiore.

I risultati del modello di Baqaee-Farhi escludono i meccanismi di amplificazione a breve termine, soprattutto se le interruzioni dell'offerta di input critici determinano incertezza o episodi di turbolenza finanziaria. Inoltre, la perdita di input critici può causare interruzioni temporanee della produzione, di cui non si tiene conto nel modello. Infine, le elasticità di sostituzione degli input altamente specializzati (ad es.

minerali derivati da terre rare) potrebbero essere inferiori a quelle ipotizzate nella nostra calibrazione. Indipendentemente dall'elenco delle dipendenze critiche, tutti questi effetti accentuerebbero le perdite.

5 Osservazioni conclusive

Il presente articolo fa luce sui rischi economici associati alle dipendenze critiche. A partire dagli anni '90, la liberalizzazione degli scambi e la specializzazione della produzione in reti geograficamente distanti hanno consentito considerevoli guadagni di efficienza. Tuttavia, ciò ha determinato dipendenze asimmetriche perché alcuni paesi si sono assicurate posizioni dominanti nelle catene di approvvigionamento mondiali (ad es. come ha fatto la Cina con minerali grezzi strategici come litio, magnesio e cobalto), mentre altri sono diventati estremamente dipendenti dagli input esteri. Tali dipendenze creano vulnerabilità strategiche, dato che le loro interruzioni da parte di rivali geopolitici possono comportare costi economici significativi.

Poiché le economie avanzate hanno accresciuto la propria esposizione agli input esteri, l'impatto delle turbative commerciali si è notevolmente intensificato. I conflitti commerciali hanno ormai conseguenze economiche decisamente maggiori rispetto ai decenni precedenti, in quanto l'area dell'euro e gli Stati Uniti hanno registrato costi crescenti associati alla loro dipendenza dagli input cinesi¹⁷. Al contrario, la Cina ha ridotto la propria dipendenza da input esteri.

In seguito ai recenti shock mondiali, i governi stanno riesaminando il loro approccio al commercio, sempre più soggetto a influenze geopolitiche.

L'attenzione si concentra sugli input critici che, sebbene di valore ridotto, sono difficili da sostituire e le interruzioni dell'offerta dei quali possono amplificare gravemente l'inflazione e frenare la domanda.

Nonostante tali rischi, probabilmente i costi macroeconomici di una completa separazione dei blocchi geopolitici supererebbero quelli associati alle dipendenze critiche, pur non riuscendo al contempo a eliminarle. Secondo simulazioni basate su modelli, una completa separazione dei blocchi geopolitici potrebbe ridurre il PIL mondiale fino al 12 per cento nel lungo periodo, spingendo temporaneamente l'inflazione al rialzo fino a 4 punti percentuali nel primo anno (Goes e Bekkers, 2022; Attinasi et al., 2025a; 2025b). Tali costi derivano da perdite di prodotto, aumento dei prezzi degli input e inefficienze dovute a flussi commerciali frammentati. Inoltre, le misure protezionistiche potrebbero rivelarsi inefficaci nell'eliminare le dipendenze, dato che gli scambi commerciali spesso si reindirizzano attraverso paesi terzi neutrali (Attinasi et al., 2024).

I responsabili delle politiche, pertanto, si trovano ad affrontare un compromesso tra il rafforzamento della capacità di tenuta delle catene di approvvigionamento e il mantenimento dei benefici dell'apertura. Per gestire questo dilemma, piuttosto che ricorrere a un protezionismo generalizzato, i governi

¹⁷ Ciò vale anche per i prezzi, non inclusi nel presente articolo. Sono tuttavia esposti in López et al. (2024) per quanto riguarda lo shock del gas russo.

dovrebbero adottare strategie di riduzione del rischio mirate e coordinate. Tali strategie dovrebbero essere orientate ad affrontare specifiche vulnerabilità, preservando al contempo i vantaggi economici dell'integrazione mondiale. Questo approccio equilibrato è fondamentale per garantire sia capacità di tenuta sia prosperità a lungo termine. Per agevolare l'adattamento delle politiche alle dipendenze rilevanti, il tipo di analisi condotta in base ai dati nel presente articolo fornisce alcune indicazioni su come individuare le dipendenze critiche non visibili nei dati aggregati.

Riferimenti bibliografici

Airaud, F., de Soyres, F., Gaillard, A. e Santacreu, A. M. (2025), "[Recent evolutions in the global trade system: from integration to strategic realignment](#)", *ECB Forum on Central Banking 2025 – Adapting to change: macroeconomic shifts and policy responses*, BCE.

Antràs, P., Chor, D., Fally, T. e Hillberry, R. (2012), "[Measuring the Upstreamness of Production and Trade Flows](#)", *American Economic Review*, vol. 102, n. 3, maggio, pagg. 412-416.

Arjona, R., Connell, W. e Herghelegiu, C. (2023), "[An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependencies and vulnerabilities](#)", *Single Market Economics Papers*, n. 14, Commissione europea, marzo.

Arjona, R., Connell, W. e Herghelegiu, C. (2025), "[EU supply chain tectonics](#)", *VoxEU Columns*, Centre for Economic Policy Research, 3 aprile.

Attinasi, M.G., Ioannou, D., Lebastard, L. e Morris, R. (2023), "[Rischi legati alla produzione mondiale e alle catene di approvvigionamento: indicazioni da un'indagine condotta presso imprese leader](#)", riquadro 1 nel numero 7/2023 di questo Bollettino.

Attinasi, M.G. et al. (2024), "[Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks](#)", *Occasional Paper Series*, n. 365, BCE.

Attinasi, M.G., Boeckelmann, L. e Meunier, B. (2025a), "[The economic costs of supply chain decoupling](#)", *The World Economy*, vol. 48, n. 3, marzo, pagg. 598-627.

Attinasi, M.G., Boeckelmann, L., Gerinovic, R. e Meunier, B. (2025b), "[Steeling losses: sectoral strains from the return of tariffs on steel and aluminium](#)", *Econbrowser*, 13 marzo.

Baldwin, R. (2024), "[China is the world's sole manufacturing superpower: A line sketch of the rise](#)", *VoxEU Columns*, Centre for Economic Policy Research, 17 gennaio.

Balteanu, I., Bottone, M., Fernández-Cerezo, A., Ioannou, D., Kuttan, A., Mancini, M. e Morris, R. (2024), "[European firms facing geopolitical risk: Evidence from recent Eurosystem surveys](#)", *VoxEU Columns*, Centre for Economic Policy Research, 18 maggio.

Baqae, D. e Farhi, E. (2024), “[Networks, Barriers, and Trade](#)”, *Econometrica*, vol. 92, n. 2, marzo, pagg. 505-541.

Barrat, A., Barthelemy, M., Pastor-Satorras, R. e Vespignani, A. (2004), “[The architecture of complex weighted networks](#)”, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, vol. 101, n. 11, marzo, pagg. 3747-3752.

Boeckelmann, L., Imbs, J. e Pauwels, L. (2025), “[Accounting for propagation](#)”, *Working Paper Series*, di prossima pubblicazione, BCE.

Boehm, C., Levchenko, A. e Pandalai-Nayar, N. (2023), “[The Long and Short \(Run\) of Trade Elasticities](#)”, *American Economic Review*, vol. 113, n. 4, aprile, pagg. 861-905.

Bonneau, C. e Nakaa, M. (2020), “[Vulnerability of French and European imports](#)”, *Tresor-Economics*, n. 274, Ministère de l'Économie et des Finances, dicembre.

Comitato per le relazioni internazionali (2023), “[The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective – challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment](#)”, *Occasional Paper Series*, n. 311, BCE, marzo.

Commissione europea (2021), “[Strategic dependencies and capacities](#)”, *Staff Working Document*, SWD(2021) 352 final, Bruxelles, maggio.

Conteduca, F.P., Giglioli, S., Giordano, C., Mancini, M. e Panon, L. (2024), “[Un'analisi della frammentazione del commercio internazionale: cinque evidenze sulla riconfigurazione del commercio globale, degli Stati Uniti e dell'Unione europea](#)”, *Questioni di economia e finanza*, n. 881, Banca d'Italia, ottobre.

Conteduca, F. P., Mancini, M., Romanini, G., Giglioli, S., Borin, A., Attinasi, M. G., Boeckelmann, L. e Meunier, B. (2025), “[La frammentazione del commercio internazionale e il futuro delle catene globali del valore](#)”, *Questioni di economia e finanza*, n. 932, Banca d'Italia, aprile.

de Benedictis, L., Nenci, S., Santoni, G., Tajoli, L. e Vicarelli, C. (2014), “[Network Analysis of World Trade using the BACI-CEPII dataset](#)”, *Global Economy Journal*, vol. 14, n. 03n04, ottobre, pagg. 287-343.

Feyrer, J. (2019), “[Trade and Income – Exploiting Time Series in Geography](#)”, *American Economic Journal: Applied Economics*, vol. 11, n. 4, ottobre, pagg. 1-35.

Frankel, J. e Romer, D. (1999), “[Does Trade Cause Growth?](#)”, *American Economic Review*, vol. 89, n. 3, giugno, pagg. 379-399.

Gaulier, G. e Zignago, S. (2010), “[BACI: International Trade Database at the Product-Level. The 1994-2007 Version](#)”, *CEPII Working Paper*, n. 2010-23, ottobre.

Goes, C. e Bekkers, E. (2022), “[The impact of geopolitical conflicts on trade, growth, and innovation](#)”, *Staff Working Papers*, n. 9, Organizzazione mondiale del commercio, luglio.

HSBC (2024), “[The great relocation – how supply chains are shifting](#)”, *General Research Insights*, Global Research, marzo.

Korniyenko, Y., Pinat, M. e Dew, B. (2017), “[Assessing the Fragility of Global Trade: The Impact of Localized Supply Shocks Using Network Analysis](#)”, *Working Papers*, n. 2017/030, Fondo monetario internazionale, febbraio.

López, L., Odendahl, F., Párraga, S. e Silgado-Gómez, E. (2024), “[The pass-through to inflation of gas price shocks](#)”, *Working Paper Series*, n. 2968, agosto, BCE.

Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE, 2025), [OECD Inventory of Export Restrictions on Industrial Raw Materials 2025: Monitoring the Use of Export Restrictions Amid Growing Market and Policy Tensions](#), OECD Publishing, Parigi, maggio.

Vivoda, V. (2023), “[Friend-shoring and critical minerals: Exploring the role of the Minerals Security Partnership](#)”, *Energy Research & Social Science*, vol. 100, n. 103085, giugno.

2 Attività e processo di determinazione dei prezzi nei mercati degli swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

a cura di Benjamin Böninghausen

1 Introduzione

I tassi swap indicizzati all'inflazione (SII) rappresentano una misura importante delle aspettative di inflazione degli operatori privati. Le aspettative di inflazione svolgono un ruolo chiave nella conduzione della politica monetaria della BCE, il cui obiettivo primario è mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Tali aspettative sono rilevanti a causa dell'influenza che esercitano sulle decisioni di consumo e investimento degli operatori privati, sul processo di formazione di salari e prezzi e, di conseguenza, sull'inflazione effettiva. Tra le diverse misure delle aspettative di inflazione degli operatori privati monitorate dalla BCE, riveste un ruolo importante la compensazione dell'inflazione, richiesta dagli investitori informati nei mercati finanziari. Poiché gli investitori informati si avvalgono dei prodotti finanziari come copertura per la loro esposizione all'inflazione futura, o per esprimere le loro opinioni in merito, i prezzi di tali prodotti possono costituire delle indicazioni utili e particolarmente tempestive circa le possibili fluttuazioni nelle prospettive di inflazione. Nell'area dell'euro i tassi sui contratti SII, cioè prodotti in cui le parti scambiano un pagamento a tasso fisso con il tasso di inflazione effettiva su un orizzonte temporale futuro prestabilito, rappresentano le misure della compensazione di inflazione ricavate dai mercati più rilevanti tra quelle incluse nello strumentario di controllo a fini di politica monetaria¹.

I tassi SII dell'area dell'euro sono rimasti notevolmente stabili di recente, dopo il periodo più lungo registrato di valori elevati e volatili (cfr. il grafico 1).

Nell'area dell'euro i tassi SII hanno iniziato ad aumentare rapidamente per tutte le scadenze alla fine del 2021 toccando livelli prossimi ai massimi storici nei due anni successivi, caratterizzati da inflazione elevata, prima di scendere di nuovo, nel contesto di significativa volatilità che si è protratto fino al 2023. Dopo tali movimenti, ampi e variabili, a partire dal 2024 i tassi SII dell'area dell'euro sono rimasti notevolmente stabili e prossimi all'obiettivo di inflazione della BCE, anche durante l'intero ciclo di allentamento della politica monetaria della Banca centrale europea.

Il presente articolo fornisce informazioni sull'attività e sul processo di formazione dei prezzi nel mercato degli SII nell'area dell'euro, e quindi sul suo contenuto informativo, in particolare durante il recente periodo di inflazione elevata. Gli andamenti eccezionali dell'inflazione osservati tra il 2021 e il 2023 hanno fatto crescere l'attenzione sulle aspettative di inflazione, e quindi sui tassi SII dell'area dell'euro, che hanno evidenziato dinamiche altrettanto eccezionali.

¹ Per una trattazione più approfondita, cfr. Böninghausen et al. (2018).

Sebbene ciò potrebbe essere ricondotto in maniera diretta agli andamenti paralleli dell'inflazione effettiva, alcuni osservatori hanno espresso preoccupazione per il contenuto informativo dei mercati degli SII nell'area dell'euro. Nello specifico, i timori riguardavano imperfezioni del mercato e fattori "tecnici" che potrebbero avere un impatto negativo sulla qualità dei segnali di prezzo provenienti da tali mercati. I fattori tecnici citati sono stati sintetizzati in precedenza e, sulla base di un approccio indiretto, hanno fornito poche spiegazioni per gli andamenti dei tassi SII dell'area dell'euro (cfr. Munch Grønlund et al., 2024). Il presente articolo integra e corrobora tali evidenze attingendo direttamente ai dati sulle operazioni, sulla base dell'attività di mercato in termini aggregati e delle implicazioni dei modelli di attività per settore sottostanti il processo di determinazione dei prezzi².

Grafico 1

Tassi SII a termine dell'area dell'euro, per alcune scadenze

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "1a4a" indica il tasso SII a termine a un anno su un orizzonte quadriennale. Gli altri tassi SII a termine sono definiti di conseguenza. Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 luglio 2025.

2 EMIR: rilevazioni sui mercati degli swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro sulla base dei dati relativi alle operazioni in derivati

L'analisi nel presente articolo utilizza i dati sulle operazioni raccolti ai sensi del regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (European Market

² Secondo il presente articolo i tassi SII hanno un contenuto informativo se riflettono, in un dato momento, le opinioni prevalenti degli investitori informati sull'inflazione futura. A sua volta, ciò è ritenuto più probabile se tali investitori negoziano i relativi contratti frequentemente e in risposta a notizie rilevanti. Pertanto, la valutazione del contenuto informativo non dipende dalle proprietà di previsione dell'inflazione dei tassi SII osservate in passato; cfr. Chahad et al. (2024) per un confronto tra la capacità previsiva dei prodotti indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro e quella delle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema. Tuttavia, nella misura in cui gli investitori "ci mettono del proprio", se i tassi SII riflettono tempestivamente le opinioni degli investitori, dovrebbero altresì fornire delle previsioni di inflazione attendibili.

Infrastructure Regulation, EMIR)³. L'EMIR è stato adottato dall'UE nel 2012 per accrescere la trasparenza nei mercati degli strumenti derivati, imponendo obblighi segnaletici a tutti gli enti con sede nell'UE sia per le operazioni over-the-counter sia per quelle in derivati negoziati in borsa. I dati sono segnalati a livello centrale all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati. In seguito, varie autorità all'interno dell'UE ne ricevono dei sottoinsiemi rilevanti, in base al loro mandato e alla loro giurisdizione. Il regolamento sull'accesso ai dati EMIR indica che nelle analisi della BCE, e quindi ai fini del presente articolo, tutte le operazioni considerate riguardano almeno una controparte, una sede di negoziazione o una controparte centrale di compensazione con sede nell'area dell'euro⁴.

A seguito dell'integrazione dei dati EMIR con informazioni complementari, il dataset utilizzato in questa sede consente di valutare in che modo si siano evoluti nel tempo sia l'attività sia il processo di formazione dei prezzi nel mercato degli SII nell'area dell'euro. La BCE ha a disposizione un sottoinsieme di dati EMIR che non mostra le operazioni condotte interamente tra controparti non appartenenti all'area dell'euro. Si tratta di un limite importante, considerato che le analisi di mercato indicano che per una quota non trascurabile dell'attività con strumenti derivati indicizzati all'inflazione (e di altra natura) nell'area dell'euro l'attività di intermediazione è a cura di soggetti non appartenenti all'area, in particolare controparti aventi sede nel Regno Unito. Non è pertanto possibile fornire un quadro preciso del livello complessivo di attività nel mercato dei contratti SII nell'area dell'euro⁵. Tuttavia, anche dopo un'ampia e prudente procedura di filtraggio e pulizia, rimane visibile una quantità considerevole di attività di negoziazione degli SII nell'area, pari a oltre 200.000 operazioni utilizzate in questa analisi. Ciò consente di trarre conclusioni rilevanti su qualsiasi cambiamento significativo dell'attività complessiva e, a seguito dell'integrazione con dati complementari, sul prodotto, sulla scadenza e sul settore delle controparti coinvolte⁶.

Il presente articolo prende a riferimento il periodo a partire dal 2021, caratterizzato da tassi SII più elevati e volatili nell'area dell'euro, e lo confronta con il periodo più calmo che lo ha preceduto. Nello specifico, l'articolo considera i dati da gennaio 2018 ad aprile 2024. La data di inizio è stata fissata a gennaio 2018 perché è stato necessario del tempo prima che la qualità dei dati raggiungesse un livello soddisfacente, a seguito dell'entrata in vigore dell'obbligo segnaletico EMIR nel 2014. Si è deciso di far terminare il periodo ad aprile 2024 per garantire coerenza

³ [Regolamento \(UE\) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni](#) (GU L 201 del 27.7.2012, pag. 1).

⁴ [Regolamento delegato \(UE\) n. 151/2013 della Commissione, del 19 dicembre 2012, che integra il regolamento \(UE\) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano le informazioni da pubblicare e mettere a disposizione in tali repertori e gli standard operativi richiesti per aggregare e comparare i dati tra i repertori e accedervi](#) (GU L 52 del 23.2.2013, pag. 33).

⁵ Di fatto, e al più tardi a seguito dell'uscita del Regno Unito dall'UE, questo motivo di cautela si applica anche al dataset completo dei dati EMIR a livello di UE.

⁶ In breve, dopo il filtraggio e la pulizia dei dati a livello approfondito si eseguono: a) l'abbinamento dei tassi negoziati con tassi SII quotati per identificare il tipo di contratto SII e b) l'integrazione con le informazioni sulle imprese tratte dalle basi dati della fondazione mondiale per l'identificazione delle persone giuridiche (Global Legal Entity Identifier Foundation, GLEIF) e del registro anagrafico delle istituzioni e delle entità affiliate (Register of Institutions and Affiliates Data, RIAD) della BCE, nonché da Bloomberg per eliminare le operazioni infragruppo e consentire analisi dell'attività per settore.

nel tempo, considerando che gli obblighi segnaletici sono cambiati il 29 aprile 2024, con l'applicazione delle modifiche al regolamento EMIR (EMIR Refit). La scelta del periodo campione, dunque, riflette in parte considerazioni tecniche, ma mira anche a coprire in ampia misura due sottoperiodi distinti sotto il profilo economico: a) fino al 2020, caratterizzato da tassi SII relativamente bassi e più stabili; b) dal 2021, con tassi SII superiori e/o più volatili.

3 L'attività di mercato

Dal 2021, circa, l'attività nei mercati degli SII nell'area dell'euro è complessivamente aumentata in misura considerevole (cfr. il grafico 2). Ciò è evidenziato dall'importo nozionale delle nuove operazioni con contratti SII dell'area dell'euro, che rappresenta il modo più basilare per misurare l'attività aggregata (in aggiunta al numero di operazioni). Tra l'inizio del 2018 e la fine del 2020 tale misura non ha mostrato un aumento strutturale degno di nota; ha poi segnato un marcato rialzo nel 2021, quando si è registrato un significativo incremento dei tassi di inflazione effettiva, per poi rimanere stabilmente elevata fino ad aprile 2024. Per dare un'idea dell'entità, ai rispettivi picchi di attività il nozionale mensile (misurato) scambiato nei contratti SII dell'area dell'euro ha superato 150 miliardi di euro, circa quattro volte la media del 2018⁷.

Inoltre, di recente l'ampiezza e la profondità della partecipazione al mercato sono state sistematicamente superiori a quelle osservate precedentemente nel periodo campione. Tale conclusione è desunta da due osservazioni. In primo luogo, il numero di controparti identificabili coinvolte in almeno un'operazione in un dato mese è aumentato nel tempo ed è rimasto a un livello visibilmente più elevato dopo il 2021. In secondo luogo, il numero di controparti che hanno condotto la loro prima operazione all'interno del campione in un dato mese, un'approssimazione sommaria per l'"accesso ai mercati", non ha mostrato una tendenza al ribasso, nonostante il passare del tempo⁸. Di fatto, tale approssimazione ha perfino raggiunto l'apice all'inizio del 2022, quando, e probabilmente perché, i mercati delle materie prime si sono mostrati volatili, in occasione dell'inizio della massiccia invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Nell'insieme, questi profili suggeriscono che i mercati degli SII nell'area dell'euro abbiano registrato un aumento tendenziale dell'attività, riconducibile a una partecipazione degli investitori sempre più ampia.

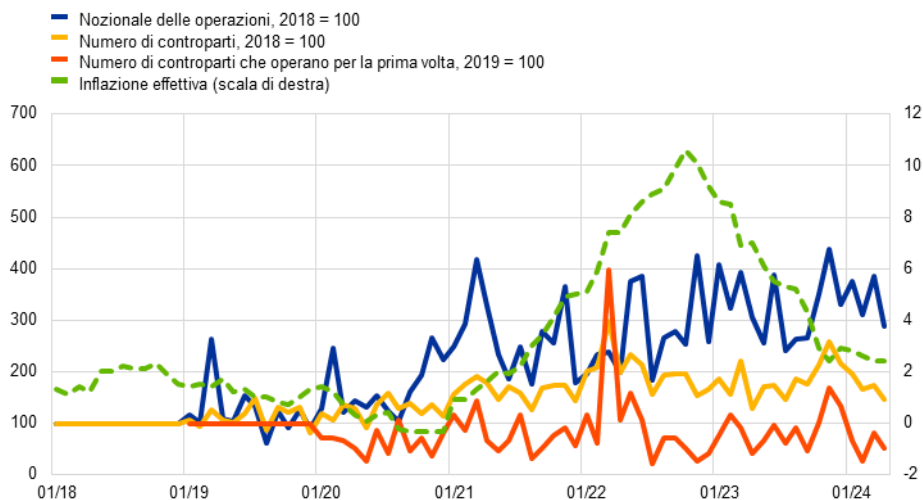
⁷ L'importo nozionale citato rappresenta una sottostima probabilmente considerevole, in quanto la procedura di filtraggio è conservativa e, come segnalato in precedenza, sono escluse le operazioni con SII dell'area dell'euro condotte interamente tra controparti non appartenenti all'area.

⁸ La probabilità di rilevare una controparte che effettua delle operazioni per la prima volta nel campione diminuisce con ogni mese che passa. All'inizio del campione, a gennaio 2018, per definizione si rileverà un numero molto elevato di nuove controparti in tale mese. Nei mesi immediatamente successivi ci si attende un numero elevato di operazioni identificate come riconducibili a controparti che le effettuano per la prima volta. I dati effettivi confermano tali aspettative, in quanto il "tasso di accesso" inizia a stabilizzarsi intorno alla metà del 2018. Per tenere conto di questo effetto meccanico, il grafico 2 indicizza il numero di controparti che operano per la prima volta ai livelli del 2019, anziché ai livelli del 2018 utilizzati nelle altre serie.

Grafico 2

Indicatori dell'attività del mercato degli SII e dell'inflazione effettiva nell'area dell'euro

(scala di sinistra: indice, scala di destra: valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE (EMIR), Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il valore nozionale lordo e il numero di controparti con almeno una operazione in un determinato mese sono indicizzati a 100, dove 100 rappresenta il livello medio mensile nel 2018. Per il numero di controparti che operano per la prima volta, l'indicizzazione è basata sulla media mensile del 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2024.

Ulteriori informazioni sulla maturità del mercato possono essere ottenute suddividendo l'attività in SII per diversa tipologia di prodotto e per scadenza.

I contratti SII dell'area dell'euro appartengono a tre ampie categorie. La prima riguarda i contratti a pronti, in cui i flussi di cassa della componente variabile dell'operazione dipendono dal tasso medio di inflazione frequente su un certo numero di anni, a partire dalla data di esecuzione. Alla seconda appartengono i contratti a termine, in cui i flussi di cassa dipendono in misura uguale dal tasso medio di inflazione applicato fino a un certo numero di anni, ma iniziano da una data effettiva (significativamente) successiva alla data di esecuzione. Nella terza categoria rientrano i contratti inflation fixing swap a breve termine, in cui i flussi di cassa dipendono dal tasso sui dodici mesi implicito nei dati sull'inflazione pubblicati nel periodo immediatamente successivo⁹. Quale nuovo elemento dell'analisi condotta dalla BCE sul mercato degli SII, il presente articolo indica, in primo luogo, le quote di attività sui mercati degli SII nell'area dell'euro rappresentate da queste tre categorie¹⁰. Ciò potrebbe aiutare a valutare se il notevole incremento dell'attività complessiva debba essere considerato come il segnale di un mercato maturo o semplicemente uno dei tanti parametri di flusso in un mercato ancora in fase di sviluppo. Nel primo caso ci si potrebbero attendere nel tempo variazioni lievi e/o non troppo repentine delle quote di attività fra i prodotti e le rispettive scadenze sottostanti, mentre nel secondo caso si prevedrebbero cambiamenti più significativi.

⁹ In senso stretto, i contratti inflation fixing swap sono pertanto una forma di contratto SII a pronti o a termine. Tuttavia, i contratti SII a pronti o a termine di tipo base (plain vanilla) tendono ad avere scadenze e orizzonti a termine in multipli di anni misurati dalla data di esecuzione, mentre un contratto fixing swap può essere considerato come un contratto che si avvale di tassi di inflazione da zero a meno di 12 mesi (oppure tra 12 e 24 mesi) dalla data di esecuzione.

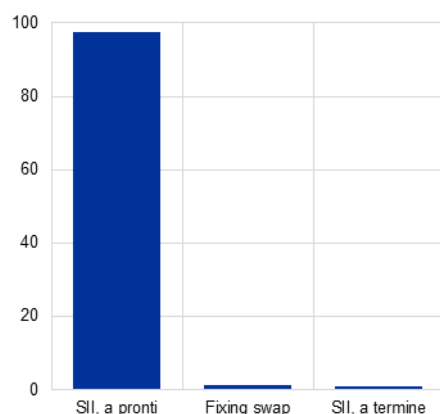
¹⁰ Cfr. anche Boneva et al. (2019), in cui sono forniti i primi riscontri sull'attività del mercato degli SII nell'area dell'euro sulla base di rilevazioni precedenti e meno sofisticate dei dati EMIR. Ad esempio, l'analisi meno dettagliata non era corretta per l'attività nei contratti inflation fixing swap.

Grafico 3

Quota di nozionale lordo scambiato nel mercato degli SII nell'area dell'euro

a) Per tipo di prodotto

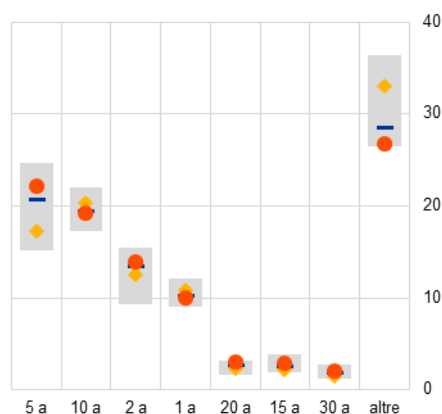
(valori percentuali)



b) Operazioni a pronti, per scadenza

(valori percentuali)

■ Intero campione
● 2018-2020
◆ 2021-2024
■ Intervallo min-max



Fonti: BCE (EMIR), LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra la distribuzione del nozionale lordo scambiato nelle operazioni SII a pronti, a termine e inflation fixing swap tra gennaio 2018 e aprile 2024. Il pannello b) analizza più in dettaglio la categoria più ampia tra le tre (vale a dire, le operazioni con SII a pronti) per scadenza, con una classificazione in base all'importanza e alla rilevanza. Altre scadenze, alcune delle quali comportano una quota maggiore di attività rispetto ai punti che indicano 20, 15 e 30 anni, confluiscono nella relativa categoria. La voce "Intervallo min-max" si basa sulle quote annuali del nozionale lordo scambiato.

L'attività sul mercato degli SII nell'area dell'euro comprende quasi

esclusivamente operazioni a pronti e la quota più consistente riguarda

scadenze che rivestono particolare rilevanza per il monitoraggio ai fini della

politica monetaria. Il pannello a) del grafico 3 mostra che, sul piano strutturale,

gli scambi nei mercati degli SII nell'area dell'euro si concentrano quasi interamente

sulle operazioni a pronti e il nozionale corrispondente rappresenta circa il 98 per

cento del nozionale complessivo relativo all'intero campione. Per contro, le

operazioni a termine a titolo definitivo e quelle relative a inflation fixing swap

rappresentano solo quote molto esigue, dell'1 per cento circa ciascuna. È importante

rilevare che, nonostante gli operatori di mercato difficilmente operino con contratti a

termine a titolo definitivo, si conferma l'utilità dei tassi a termine SII per l'area

dell'euro nel monitoraggio ai fini della politica monetaria. Di fatto, tra i contratti SII a

pronti (cfr. il pannello b) del grafico 3) l'attività è incentrata sulle scadenze a cinque,

dieci, due e un anno (in questo ordine, basato su quote di nozionale relativo all'intero

campione). I tassi a termine ricavati da queste scadenze a pronti, ad esempio a

cinque anni su un orizzonte quinquennale e a un anno su un orizzonte annuale,

che fungono da approssimazione per l'ancoraggio delle aspettative di inflazione

rispettivamente a lungo e medio termine, possono pertanto essere considerati

particolarmente informativi.

La stabilità dell'attività sia per tipologie di prodotto sia per scadenze indica

che le operazioni in SII dell'area dell'euro sono il segnale che caratterizza un

mercato maturo. L'osservazione secondo cui la negoziazione rispecchia quasi

esclusivamente operazioni a pronti si conferma vera anche per i singoli anni, in

quanto le rispettive quote nozionali si discostano solo marginalmente dalle medie

relative all'intero campione (non mostrate nel grafico). Inoltre, la classificazione delle scadenze per grado di attività nella categoria a pronti è rimasta relativamente invariata nel tempo. Ciò emerge confrontando i sottoperiodi 2018-2020 e 2021-2024, nonché analizzando la variazione delle quote di attività per scadenza tra i singoli anni del campione (cfr. la voce "Intervallo min-max" nel pannello b) del grafico 3). Sembra pertanto che, in un mercato esistente da circa venti anni, gli operatori che scambiano SII nell'area dell'euro si concentrino su determinati prodotti e scadenze per coprire la propria esposizione, o esprimere il proprio punto di vista in merito, all'inflazione futura.

L'attività di scambio con contratti inflation fixing swap rappresenta un'eccezione degna di nota, essendo aumentata in misura sproporzionata durante il periodo di elevata inflazione. Se da un lato i contratti inflation fixing swap costituivano, in media, meno del 2 per cento del valore nozionale medio degli scambi, dall'altro la loro quota di attività è approssimativamente raddoppiata nel corso dei sottoperiodi 2018-2020 e 2021-2024, in cui l'attività complessiva era in crescita. Si stima che, di conseguenza, l'attività totale dei contratti fixing swap sia aumentata di circa cinque volte, mentre le altre operazioni SII sono circa raddoppiate¹¹. L'incremento particolarmente pronunciato dei contratti fixing swap riflette probabilmente il fatto che delle specifiche pubblicazioni di dati sull'inflazione hanno guadagnato interesse e margine di approfondimento, perché considerate indicative in un contesto caratterizzato da tassi elevati e volatili. Nell'ipotesi più restrittiva, il sensibile aumento dell'attività con contratti fixing swap suggerisce che il processo di formazione dei prezzi di questi prodotti sia migliorato durante il periodo di inflazione elevata.

4 Processo di formazione dei prezzi

Gli incrementi di una serie di misure dell'attività potrebbero essere considerati incoraggianti anche dal punto di vista del processo di formazione dei prezzi, ma per una valutazione più solida sono necessarie prove ulteriori.

La formazione dei prezzi, definita in senso lato come il processo tramite il quale acquirenti e venditori stabiliscono il prezzo "adeguato" di un titolo o di un contratto, probabilmente beneficia, ceteris paribus, di un aumento del numero e del volume delle operazioni¹². In particolare, potrebbe essere considerato un fattore positivo l'aumento di ampiezza e profondità della partecipazione degli investitori ai mercati degli SII dell'area dell'euro. Per una valutazione più rigorosa, tuttavia, si potrebbero voler considerare almeno due ulteriori dimensioni. In primo luogo, il processo di

¹¹ Si noti che l'enfasi sull'aumento dell'attività nei contratti SII, in particolare, si basa su una stima. In mancanza di un identificativo che distingua i contratti fixing swap dagli altri contratti SII, vi è notevole incertezza circa la vera variazione dell'attività in qualsiasi segmento inferiore del mercato complessivo. Per affrontare la questione, il presente articolo utilizza una procedura di "abbinamento con raggio" di tassi negoziati e tassi quotati per individuare le operazioni probabilmente riferite a contratti inflation fixing swap. Sebbene con tale procedura si ottengano risultati plausibili, è noto che la variazione più ampia della compensazione dell'inflazione osservata negli ultimi anni potrebbe svolgere un ruolo nell'aumento della quota di operazioni classificate come contratti fixing swap. A causa di tale incertezza, il presente articolo non mostra risultati più dettagliati sui contratti fixing swap.

¹² Secondo O'Hara (2003) il processo di formazione dei prezzi è una delle due funzioni principali dei mercati finanziari, insieme alla fornitura di liquidità. Ciò nonostante, esistono differenze e una mancanza di precisione nelle definizioni di tale processo (cfr. Putniņš, 2013).

formazione dei prezzi potrebbe rivelarsi tanto più solido quanto più forte è la relazione tra i livelli di attività e i casi di rivalutazione¹³. In secondo luogo, quanto più rilevante è il ruolo svolto dagli investitori “informati” per un determinato livello di attività, tanto più ci si potrebbe attendere che i prezzi riflettano i “fondamentali”¹⁴.

Gli andamenti dell’attività aggregata indicano un processo di formazione dei prezzi ben funzionante, dal momento che i giorni con le variazioni più significative dei tassi SII nell’area dell’euro corrispondono a quelli con quote di attività spropositate. Ciò risulta da una verifica empirica che analizza la distribuzione del nozionale scambiato nei mercati SII dell’area dell’euro in diverse categorie, cogliendo l’ampiezza delle variazioni giornaliere dei tassi SII dell’area. In particolare, il grafico 4 classifica i giorni considerati nel campione in base alle rispettive variazioni del tasso SII a pronti a cinque anni dell’area dell’euro, in ordine crescente dalle diminuzioni agli aumenti, prima di attribuire tali variazioni a categorie basate su vari percentili¹⁵. Il grafico mostra che l’1 per cento dei giorni nel campione con, rispettivamente, le diminuzioni e gli aumenti maggiori dei tassi SII nell’area dell’euro rappresenta ciascuno circa il 2 per cento del nozionale degli scambi. Ciò implica un rapporto tra la quota di nozionale e la quota di giorni prossimo a due per ciascuna di queste due categorie. Intuitivamente, rapporti più elevati implicano un sostegno relativamente più forte da parte dell’attività sottostante. Se si considerano le categorie più ampie di variazioni giornaliere progressivamente meno pronunciate, il rapporto diminuisce prima di ricadere sensibilmente al di sotto di uno per la categoria che contiene il 50 per cento meno rilevante di variazioni giornaliere dei tassi SII. Ciò rispecchia il fatto che quei giorni tra il 25° e il 75° percentile della distribuzione delle variazioni giornaliere nel tasso SII a cinque anni dell’area dell’euro rappresentano meno del 40 per cento nel nozionale scambiato. Nel complesso, ciò suggerisce l’esistenza di una relazione piuttosto stretta tra i livelli di attività e i casi di ridefinizione dei prezzi, segnale quindi di un processo ben funzionante di determinazione degli stessi.

¹³ Questa nozione è coerente con l’ipotesi della “mistura di distribuzioni” formulata da Clark (1973), Epps ed Epps (1976) e Harris (1986). Secondo questa ipotesi, i prezzi e i volumi di scambio (ossia i livelli di attività) dipendono congiuntamente da una variabile sottostante comune, ovvero il tasso del flusso di informazioni. Con l’arrivo di nuove informazioni, gli operatori reagiscono sia rivedendo il prezzo adeguato del titolo in questione, sia incrementando il loro volume di scambi.

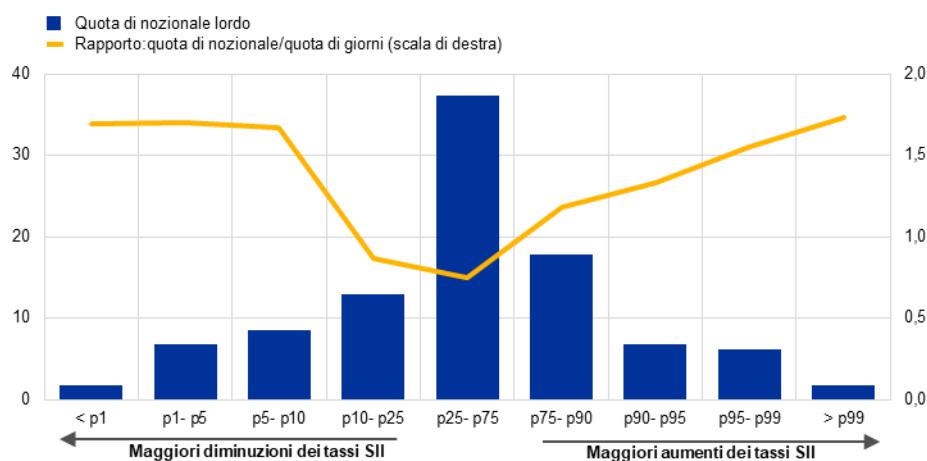
¹⁴ Per un modello teorico sul ruolo positivo che rivestono gli operatori informati, cfr., ad esempio, Kyle (1985).

¹⁵ I giorni sono classificati in base alle variazioni del tasso SII a cinque anni nell’area dell’euro perché si tratta della scadenza singola più utilizzata negli scambi (cfr. il grafico 3) e perché le variazioni dei tassi SII sono fortemente correlate tra le scadenze. Ciò rende le variazioni sulla scadenza a cinque anni una buona approssimazione dell’entità della ridefinizione dei prezzi nei mercati SII dell’area dell’euro, più in generale.

Grafico 4

Quota di nozionale lordo scambiato, per entità di variazione giornaliera dei tassi SII nell'area dell'euro

(scala di sinistra: valori percentuali, scala di destra: rapporti)



Fonti: BCE (EMIR), LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico suddivide il campione da gennaio 2018 ad aprile 2024 in categorie di variazioni giornaliere del tasso SII a cinque anni nell'area dell'euro, basate sull'entità. La categoria "< p1" contiene l'1 per cento delle osservazioni con le diminuzioni giornaliere più elevate, mentre la categoria "> p99" contiene l'1 per cento delle osservazioni con i rialzi giornalieri più significativi. Le barre blu mostrano la quota di nozionale lordo scambiato con riferimento all'intero campione in contratti SII a cinque anni dell'area dell'euro riconducibile a ciascuna delle categorie, mentre la linea gialla indica il rapporto tra tale quota e la quota di giorni in ciascuna categoria (ad es.: 1 per cento per < p1, 4 per cento per p1- p5, ecc.).

L'analisi dell'attività per settore rafforza ulteriormente la tesi secondo cui nel periodo di inflazione elevata il processo di formazione dei prezzi sia stato coerente con i "fondamentali", in ragione del considerevole aumento della quota di attività derivante da controparti più informate e reattive. L'idea di analizzare la composizione settoriale dell'attività deriva dal fatto che la probabilità che i prezzi riflettano i fondamentali, definiti in questa sede nel senso lato di tutte le informazioni relative alle prospettive di inflazione, aumenta con la quota di attività proveniente da investitori che seguono da vicino gli andamenti macroeconomici ed effettuano operazioni di scambio subito dopo aver riformulato le valutazioni sulle proprie prospettive di inflazione¹⁶. In un contesto in cui tale quota è elevata, l'"investitore marginale" in una determinata operazione ha maggiori probabilità di essere una controparte informata e reattiva che contribuisce ad ancorare il prezzo accettabile a una valutazione aggiornata delle prospettive di inflazione.

A tale riguardo, il settore degli hedge fund è di particolare interesse.

Comunemente si ritiene che, tra le diverse serie di controparti attive nel mercato degli SII dell'area dell'euro (macro-mondiale), gli hedge fund e, in misura minore, i fondi di investimento sono con maggiori probabilità sia attenti sia reattivi agli andamenti macroeconomici. Questa ipotesi è suffragata dai dati empirici presentati nel riquadro 1, che esamina le differenze nell'attività dei settori delle controparti nel

¹⁶ Pertanto, le prospettive di inflazione intese in questa sede non si limitano alle aspettative "effettive" incorporate nei tassi SII, ma includono anche il premio per il rischio di inflazione. Per una trattazione delle aspettative di inflazione effettive e dei premi per il rischio, cfr. Böninghausen et al. (2018). Per ulteriori informazioni sulle scomposizioni basate sui modelli dei tassi SII in queste due componenti, cfr. Burban et al. (2022).

mercato degli SII dell'area dell'euro in risposta a shock "fondamentali" di diversa intensità.

Riquadro 1

La reattività delle controparti nel mercato dei contratti swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

Da un punto di vista concettuale, le controparti che operano sul mercato dei contratti swap indicizzati all'inflazione (SII) dell'area dell'euro (e più in generale sui mercati finanziari) possono essere classificate in un intervallo per grado di reattività. A un estremo di questo intervallo le controparti altamente reattive seguono da vicino e molto frequentemente il flusso di notizie macroeconomiche e generiche, ma sono anche pronte a reagire effettuando rapidamente operazioni di scambio. All'estremo opposto anche le controparti che potrebbero seguire correttamente il flusso di notizie con un grado di prossimità analogo eseguiranno operazioni attenendosi a un calendario più regolare, in modo tale che le loro reazioni riflettano unicamente eventuali variazioni nella valutazione dovute alle nuove informazioni con un ritardo significativo.

In una prospettiva stilizzata, è opinione comune che gli hedge fund si collochino nell'estremo più reattivo di tale intervallo, mentre le compagnie di assicurazione e i fondi pensione rappresentino l'estremo meno reattivo e la maggior parte dei fondi di investimento si trovino da qualche parte nel mezzo. A seconda del mercato finanziario e delle controparti coinvolte, tuttavia, la suddivisione in settori potrebbe non essere precisa. In altri termini, le controparti il cui nome suggerisce di appartenere a un settore potrebbero dare evidenza di un comportamento generalmente associato a un altro settore¹⁷.

Il presente riquadro mostra che, nella serie di dati utilizzata nell'articolo di cui fa parte, il comportamento delle controparti nei vari settori è ragionevolmente in linea con i precedenti della prospettiva stilizzata. Di seguito viene illustrata la strategia di individuazione alla base di questa conclusione.

Il fatto che i giorni in cui si verificano variazioni più significative dei tassi SII nell'area dell'euro tendono a rappresentare una quota spropositata dell'attività in termini aggregati (cfr. il grafico 4 e la relativa trattazione nel testo principale del presente articolo) suggerisce che sia le variazioni dei tassi SII sia i livelli di attività hanno alla base uno shock "fondamentale" comune. Di conseguenza, l'intensità delle variazioni dei tassi SII può fungere da sommario "strumento" di approssimazione per la rilevanza dello shock. Inoltre, poiché le differenze di reattività tra le diverse controparti dovrebbero essere particolarmente evidenti nel caso di shock più rilevanti, ci si aspetterebbe che l'attività dei settori che si presume siano più reattivi sia soggetta a un rialzo spropositato nei giorni in cui si verificano variazioni più pronunciate dei tassi SII.

I precedenti della prospettiva stilizzata sono confermati da due punti di vista¹⁸.

In primo luogo, nei giorni in cui l'intensità delle variazioni dei tassi SII nell'area dell'euro indica shock particolarmente rilevanti (ossia al di sotto del 10° e al di sopra del 90° percentile), il nozionale

¹⁷ Cfr. anche Boneva et al. (2019).

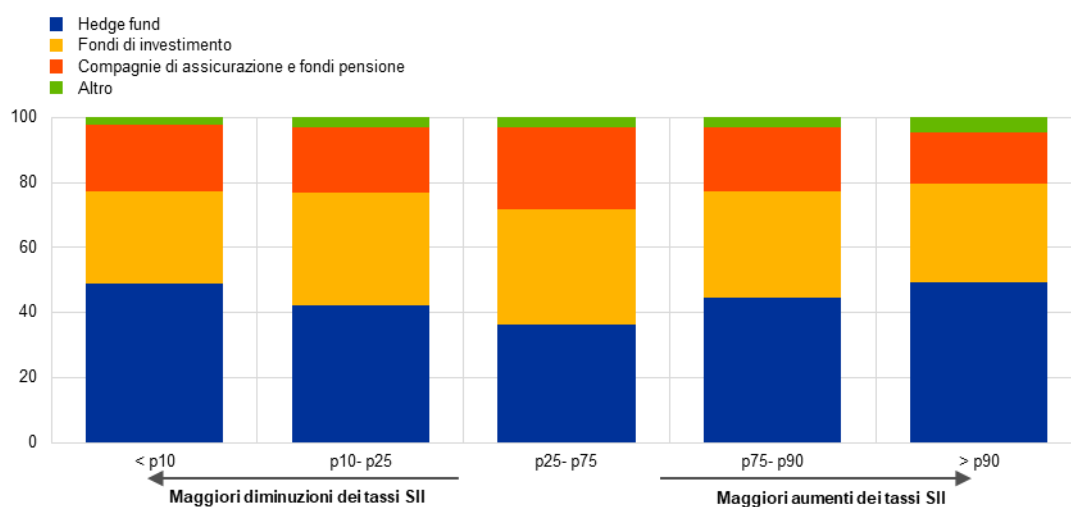
¹⁸ I risultati di ulteriori regressioni panel a livello di controparte sono coerenti con le evidenze qui riportate. In concreto, il settore degli hedge fund è quello la cui attività sul mercato degli SII aumenta nella misura più evidente nei giorni degli shock macroeconomici e della pubblicazione di dati sull'inflazione, rispetto ad altri giorni. Anche l'attività di questo settore tende ad aumentare più di quella di altri (non bancari), quali fondi di investimento o compagnie di assicurazione e fondi pensione.

scambiato da controparti identificate come non bancarie deriva principalmente dal settore degli hedge fund (cfr. il grafico A)¹⁹. Ciò è in netto contrasto con i giorni in cui si verificano variazioni dei tassi SII meno pronunciate e, pertanto, shock presumibilmente meno rilevanti. È altresì degno di nota il fatto che nell'immagine speculare delle quote rappresentate dal settore degli hedge fund in diverse categorie, quelle delle società di assicurazione e dei fondi pensione sono inversamente correlate alla rilevanza degli shock.

Grafico A

Composizione settoriale del nozionale lordo scambiato, per entità della variazione giornaliera dei tassi SII nell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonti: BCE (EMIR, RIAD), GLEIF, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico suddivide il campione da gennaio 2018 ad aprile 2024 in categorie di variazioni giornaliere del tasso SII a cinque anni nell'area dell'euro, basate sull'entità. La categoria "< p10" contiene il 10 per cento delle osservazioni con le diminuzioni giornaliere più elevate, mentre la categoria "> p90" contiene il 10 per cento delle osservazioni con i rialzi giornalieri più significativi. Le barre impilate mostrano, per ciascuna categoria, le quote di nozionale rappresentate dai diversi settori nelle operazioni di tutti i contratti SII dell'area dell'euro nei giorni relativi alla categoria. Quote riscalate in base all'esclusione del nozionale scambiato da enti creditizi e controparti non identificate nel campione.

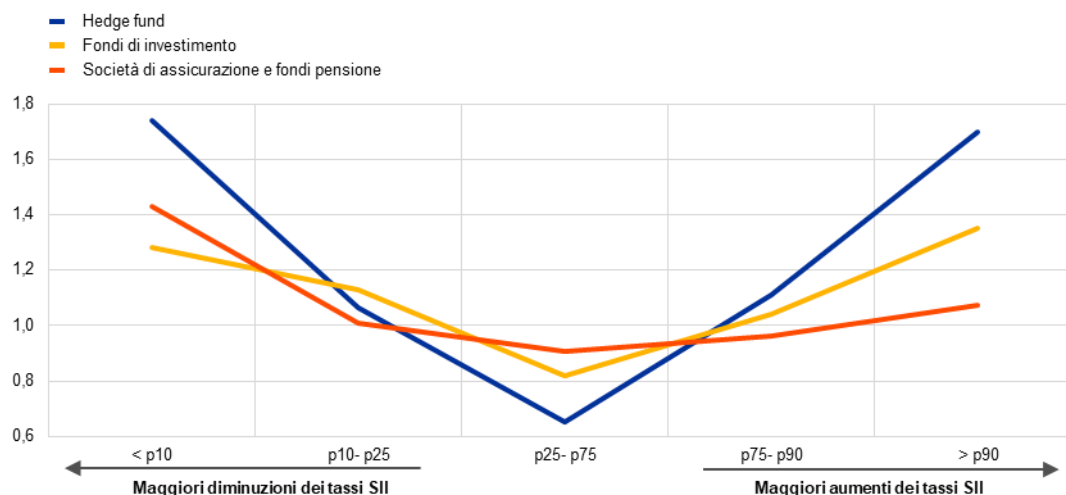
In secondo luogo, in una verifica più rigorosa della reattività settoriale, il grafico B mostra un profilo di attività per ciascun settore. Questo profilo si ottiene calcolando, per ogni categoria di variazione dei tassi SII, il rapporto tra a) la quota settoriale di nozionale complessivo di un settore relativo all'intero campione scambiato nei giorni relativi alla categoria e b) la quota di giorni relativi a tale categoria. Coerentemente con la riflessione sul processo di formazione dei prezzi in termini aggregati, i settori considerati maggiormente reattivi dovrebbero evidenziare un profilo con una forma a V più marcata. Ciò è confermato dal profilo del settore degli hedge fund, palesemente quello con la forma a V più marcata, seguito da quelli dei fondi di investimento e delle compagnie di assicurazione e fondi pensione.

¹⁹ Mentre nei grafici A e B il campione è classificato in categorie basate su variazioni giornaliere di diversa entità dei tassi SII a cinque anni nell'area dell'euro, la scomposizione è meno dettagliata rispetto al grafico 4 dell'articolo di cui fa parte il presente riquadro. Ciò è dovuto al fatto che i grafici A e B considerano un ulteriore punto di vista settoriale, il che porterebbe a risultati imprecisi qualora, ad esempio, si prendessero in considerazione il 1° e il 99° percentile.

Grafico B

Profili dell'attività relativa, per settore e per entità della variazione giornaliera dei tassi SII nell'area dell'euro

(rapporti)



Fonti: BCE (EMIR, RIAD), GLEIF, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico suddivide il campione da gennaio 2018 ad aprile 2024 in categorie di variazioni giornaliere del tasso SII a cinque anni nell'area dell'euro basate sull'entità. La categoria "< p10" contiene il 10 per cento delle osservazioni con le diminuzioni giornaliere più elevate, mentre la categoria "> p90" contiene il 10 per cento delle osservazioni con i rialzi giornalieri più significativi. Le linee mostrano, per ciascun settore, il profilo di un rapporto calcolato come segue per ogni categoria: quota del nozionale totale relativo all'intero campione per settore scambiata in tutti i contratti SII dell'area dell'euro nei giorni relativi alla categoria, divisa per la quota di giorni relativi alla categoria.

Il settore degli hedge fund è anche quello che negli ultimi anni ha aumentato in misura significativa la propria quota di attività nel mercato degli SII nell'area dell'euro. Il grafico 5 mostra l'andamento delle quote di attività riconducibili ai diversi settori di controparte. Ai fini della presente disamina, il grafico esclude due tipi di controparti: enti creditizi, che operano come intermediari per quasi tutta l'attività dei mercati degli SII nell'area dell'euro, e controparti non identificate²⁰. Prescindendo da questi due tipi, la quota del nozionale lordo residuo riconducibile agli hedge fund è aumentata in misura significativa, da meno del 20 per cento nel 2018 al 50 per cento circa a partire dal 2021. Pertanto, una quota crescente di attività nel mercato degli SII nell'area dell'euro è derivata da investitori che aggiornano più frequentemente le proprie opinioni sulle prospettive di inflazione ed effettuano prontamente le operazioni sulla base di tali punti di vista. Ciò significa che è probabile che il

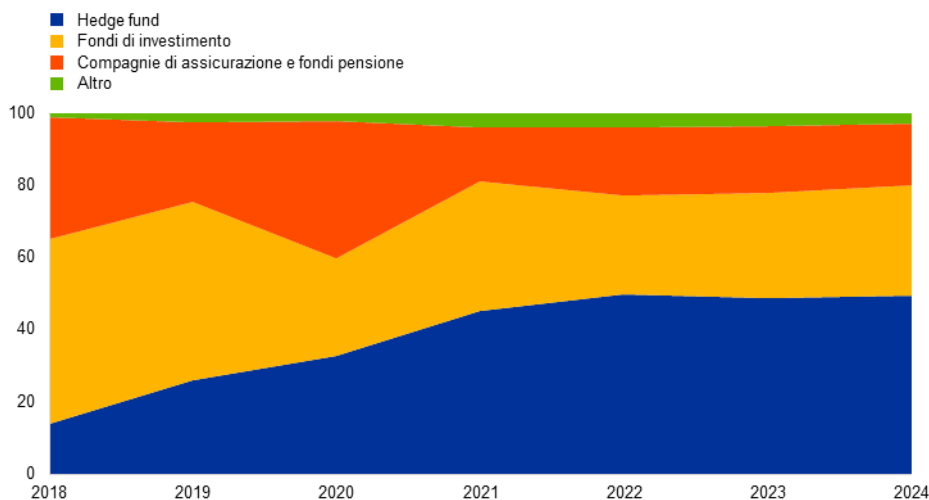
²⁰ Gli enti creditizi sono esclusi dalla rappresentazione perché la loro funzione di intermediazione attribuisce loro una quota preponderante dell'attività complessiva, il che renderebbe più difficile rilevare l'andamento dell'attività da parte degli operatori non bancari. Inoltre, la parte (economicamente più interessante) dell'attività bancaria che riflette l'assunzione di posizioni basata sulle prospettive di inflazione non può essere distinta dall'attività di intermediazione svolta sulla base dei dati disponibili.

contenuto informativo dei tassi SII dell'area dell'euro sia aumentato, eventualmente, negli ultimi anni²¹.

Grafico 5

Quota di nozionale lordo scambiato, per settore

(valori percentuali)



Fonti: BCE (EMIR, RIAD), GLEIF, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra il nozionale lordo scambiato nel mercato degli SII dell'area dell'euro in un determinato anno intero (per il 2024 da gennaio ad aprile) da controparti appartenenti a hedge fund, fondi di investimento, compagnie di assicurazione e fondi pensione e altri settori. Quote riscalate in base all'esclusione del nozionale scambiato da enti creditizi e controparti non identificate nel campione.

5 Osservazioni conclusive

I dati sulle operazioni in derivati indicano che il contenuto informativo dei mercati degli SII dell'area dell'euro è considerevole ed è, eventualmente, migliorato negli ultimi anni. Il presente articolo illustra i risultati di un'analisi particolareggiata dei dati segnalati ai sensi dell'EMIR, che forniscono informazioni dettagliate e dirette sull'attività delle controparti nei mercati degli SII nell'area dell'euro. L'obiettivo è valutare il contenuto informativo dei tassi SII dell'area dell'euro come misure della compensazione dell'inflazione. I dati segnalano un considerevole aumento sia dell'ampiezza sia della profondità dell'attività complessiva. Il processo di formazione dei prezzi derivante dall'attività di

²¹ La crescente partecipazione degli hedge fund non è necessariamente determinata solo da motivazioni "assolute" relative al prezzo, ossia il caso in cui un hedge fund effettua delle operazioni di scambio con un contratto SII in base alla propria opinione in merito all'inflazione futura. Potrebbe essere determinata anche da motivazioni "relative" di determinazione dei prezzi, ossia quando un hedge fund effettua delle operazioni di scambio con un contratto SII sulla base della propria valutazione del corrispondente tasso SII rispetto al prezzo di un'attività simile, quale un titolo di Stato indicizzato all'inflazione. Il significativo aumento di operazioni con contratti inflation fixing swap a breve termine, in cui gli hedge fund rappresentano pressoché tutta l'attività non bancaria identificabile e che non si prestano prontamente a essere valutate rispetto alle obbligazioni (generalmente a più lunga scadenza) indicizzate all'inflazione, è un chiaro segnale dell'aumento dell'attività di determinazione dei prezzi in termini assoluti. Sembra tuttavia plausibile che le relative motivazioni alla base di tale processo potrebbero avere svolto, almeno in una certa misura, un ruolo nella ripresa dell'attività degli hedge fund nei mercati degli SII nell'area dell'euro, segnalando come anche questo settore negli ultimi anni abbia accresciuto in misura sostanziale la propria attività di scambio sui mercati dei titoli di Stato nell'area dell'euro (cfr. Ferrara et al., 2024). In ultima analisi, non si può appurare la "vera" motivazione all'origine di un'operazione di scambio, almeno finché rimangono indisponibili dati (abbinabili) sulle operazioni nel mercato dei titoli di Stato a pronti nell'area dell'euro. In questo contesto cfr. Barria e Pinter (2023) sull'attività di arbitraggio degli hedge fund nei mercati degli SII e dei titoli di Stato nel Regno Unito.

negoziante sembra funzionare bene nel complesso e la composizione settoriale dell'attività si è spostata verso controparti che possono essere considerate più reattive alle variazioni delle prospettive di inflazione. In particolare, è aumentata la quota di attività riconducibile al comparto degli hedge fund. Tutto ciò significa che una quota crescente di operazioni nei mercati degli SII nell'area dell'euro sembra essere stata sostenuta dal costante aggiornamento delle opinioni sulle prospettive di inflazione.

Riferimenti bibliografici

Barria, R. e Pinter, G. (2023), "Mispricing in inflation markets", *Staff Working Papers*, n. 1.034, Bank of England, agosto.

Boneva, L., Böninghausen, B., Fache Rousová, L. e Letizia, E. (2019), *Dati sulle operazioni in derivati e relativo uso nelle analisi delle banche centrali*, articolo 1 nel numero 6/2019 di questo Bollettino.

Böninghausen, B., Kidd, G. e de Vincent-Humphreys, R. (2018), *Indicatori delle attese di inflazione a più lungo termine desunti dai mercati: interpretazione degli andamenti recenti*, articolo 2 nel numero 6/2018 di questo Bollettino.

Burban, V., De Backer, B., Schupp, F. e Vladu, A.L. (2022), *Scomposizione delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dal mercato in aspettative di inflazione e premi per il rischio*, riquadro 4 nel numero 8/2021 di questo Bollettino.

Chahad, M., Hofmann-Drahonsky, A., Krause, W., Landau, B. e Sigwalt, A. (2024), *Performance empirica delle proiezioni di inflazione elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema a partire dal 2000*, articolo 3 nel numero 5/2024 di questo Bollettino.

Clark, P.K. (1973), "A subordinated stochastic process model with finite variance for speculative prices", *Econometrica*, vol. 41, n. 1, gennaio, pagg. 135-155.

Epps, T.W. ed Epps, M.L. (1976), "The stochastic dependence of security price changes and transaction volumes: implications for the mixture-of-distributions hypothesis", *Econometrica*, vol. 44, n. 2, marzo, pagg. 305-321.

Ferrara, M.F., Linzert, T., Nguyen, B., Rahmouni-Rousseau, I., Skrzypińska, M. e Vaz Cruz, L. (2024), "Hedge funds: good or bad for market functioning?", *Il Blog della BCE*, 23 settembre.

Harris, L. (1986), "Cross-Security Tests of the Mixture of Distributions Hypothesis", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21, n. 1, marzo, pagg. 39-46.

Kyle, A.S. (1985), "Continuous auctions and insider trading", *Econometrica*, vol. 53, n. 6, novembre, pagg. 1315-1335.

Munch Grønlund, A., Jørgensen, K. e Schupp, F. (2024), *Il ruolo dei fattori tecnici nei tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro*, riquadro 7 nel numero 3/2024 di questo Bollettino.

O'Hara, M. (2003), "Presidential Address: Liquidity and Price Discovery", *The Journal of Finance*, vol. 58, n. 4, agosto, pagg. 1335-1354.

Putniņš, T.J. (2013), "What do price discovery metrics really measure?", *Journal of Empirical Finance*, vol. 23, settembre, pagg. 68-83.

3 Il contante è in salute... e anche piuttosto giovane? Distinguere gli effetti di età, periodo e coorte nell'utilizzo del contante in euro

a cura di Rebecca Clipal e Alejandro Zamora-Pérez

1 Introduzione

Un enigma centrale che stimola la ricerca moderna sui pagamenti è il contrasto tra decenni di previsioni circa una società senza contante e la realtà empirica del persistente ruolo che questo assume. Nel caso dell'euro, tale persistenza è paradigmatica: alla fine del 2024 il valore della circolazione di banconote in euro ha raggiunto 1.590 miliardi, pari a circa il 10 per cento del PIL dell'area (una quota simile a quella del decennio precedente)¹. Sebbene l'utilizzo del contante a fini transattivi, stimato in circa il 20 per cento della suddetta circolazione (cfr. Zamora-Pérez, 2021), sia palesemente diminuito con la digitalizzazione in corso, tale tendenza è stata più lenta del previsto e la scomparsa del contante non si è concretizzata. Al contrario, dai dati emerge che nel 2024 circa il 50 per cento delle transazioni presso i punti vendita sono state effettuate con contante, che si conferma lo strumento di pagamento più utilizzato dagli individui e con la più ampia accettazione da parte degli esercenti (cfr. Banca centrale europea, 2024a; Banca centrale europea, 2024b). Tale resilienza contraddice decenni di previsioni sulla fine del contante (cfr. Shy, 2023) e suggerisce che, al di là della semplice efficienza in termini transattivi, altri fattori influenzano la domanda complessiva di banconote.

Cosa spiega la persistenza del contante, difficilmente prevedibile, e quali sono le sue prospettive future? Le previsioni iniziali sembrano aver sottostimato diversi fattori sovrapposti: 1) la sostituibilità imperfetta del contante con i metodi di pagamento elettronici (cfr. Alvarez et al., 2022; Brown et al., 2022); 2) il radicamento delle abitudini di pagamento legato ai costi connessi all'adozione di nuovi mezzi di regolamento delle transazioni (cfr. Van der Crujisen et al., 2016; Nocciola e Zamora-Pérez, 2024); e 3) la rilevanza che il contante continua ad avere per diversi gruppi demografici e scenari di pagamento (cfr. Bagnall et al., 2016), compresi gli utenti con pieno accesso ai pagamenti digitali nelle economie avanzate (cfr. Zamora-Pérez et al., 2024) e i gruppi a rischio (cfr. Van der Crujisen e Reijerink, 2024)². Inoltre, le previsioni si sono concentrate esclusivamente sulla funzione del contante come strumento di pagamento trascurandone gli altri ruoli, ad esempio il

¹ Cfr. la [dashboard della BCE](#) sulla circolazione di banconote e monete in euro.

² A tale riguardo, la recente letteratura accademica ha messo sempre più in evidenza i costi precedentemente sottovalutati dell'abolizione o della forte limitazione del contante, ad esempio concentrandosi sul ruolo del contante nella mitigazione del potere di mercato delle banche (cfr. Lagos e Zhang, 2022), sui costi sociali della demonetizzazione dei tagli alti (cfr. Chodorow-Reich et al., 2020), o sul mancato surplus del consumatore derivante dalla disponibilità di metodi di pagamento diversi (cfr. Alvarez e Argente, 2022). In generale, in alcuni casi, si è constatato che i costi sociali derivanti da una forte tassazione del contante superano i benefici sociali (cfr. Alvarez et al., 2022).

suo utilizzo come riserva di valore materiale, che è in aumento³. Al di là delle motivazioni sopra elencate che spiegano la resilienza del contante, un altro fattore chiave è l'utilizzo differenziato delle sue diverse funzioni tra le fasce di età. Si tratta di un ambito meno esplorato, che offre l'opportunità di un ulteriore approfondimento, in particolare mediante l'analisi sistematica delle interazioni tra i processi di invecchiamento e i profondi cambiamenti della società, come la digitalizzazione.

Il presente articolo contribuisce al dibattito esaminando il ruolo che attualmente riveste il contante nelle sue tre funzioni, distinguendo gli effetti di periodo, di età e di coorte per ciascuna di esse. Esso si concentra sull'uso del contante nelle transazioni quotidiane, sulla sua funzione di riserva di valore e sull'importanza che gli individui attribuiscono all'opzione di utilizzare contante (talvolta definita domanda latente di contante). Si tratta di indicatori fondamentali della vitalità del contante nell'area dell'euro. Utilizzando i dati ottenuti dall'indagine SPACE dell'Eurosistema (2019, 2022 e 2024), si separano gli effetti di periodo (quali le tendenze generali della digitalizzazione o eventi eccezionali come la pandemia) dagli schemi di comportamento per classi di età e dalle dinamiche del ciclo di vita di individui nati nello stesso quinquennio (coorti di nascita), allo scopo di comprendere le determinanti di fondo della rilevanza del contante, persistente, benché in evoluzione. I risultati dell'analisi condotta mostrano effetti di periodo evidenti e schemi di comportamento per classi di età stabili negli ultimi cinque anni: le persone più giovani utilizzano il contante in tutte le sue funzioni, in particolare detenendolo per motivi precauzionali, mentre le persone in età più avanzata lo utilizzano a fini transattivi con maggiore frequenza rispetto alle altre fasce di età. L'importanza percepita del contante è aumentata in tutte le fasce di età.

2 Una panoramica descrittiva delle funzioni del contante per fasce di età e periodo (2019-2024)

Da un primo esame dei dati descrittivi emerge che l'uso del contante non è uniforme: le modalità di utilizzo del contante variano a seconda delle tendenze temporali e dell'età. L'analisi, sulla base dei dati ottenuti dalle edizioni dell'indagine SPACE per gli anni 2019, 2022 e 2024⁴, ha coinvolto circa 110.000 adulti in 15 paesi dell'area dell'euro e, avvalendosi di diari di pagamento e questionari, incorpora

³ I recenti andamenti del contante in euro comportano un apparente paradosso: la circolazione complessiva del contante è aumentata parallelamente al calo della quota dei pagamenti regolata in contanti (cfr. Zamora-Pérez, 2021).

⁴ Nel testo principale dell'articolo si indica solo l'anno di riferimento di ciascuna edizione, ossia 2019, 2022 e 2024, tuttavia, per il 2022 e per il 2024, la raccolta dei dati si è svolta in parte nell'autunno dell'anno precedente (rispettivamente, 2021 e 2023).

un'elevata quantità di dati cross-section su scelte di pagamento, disponibilità di contante e comportamenti⁵.

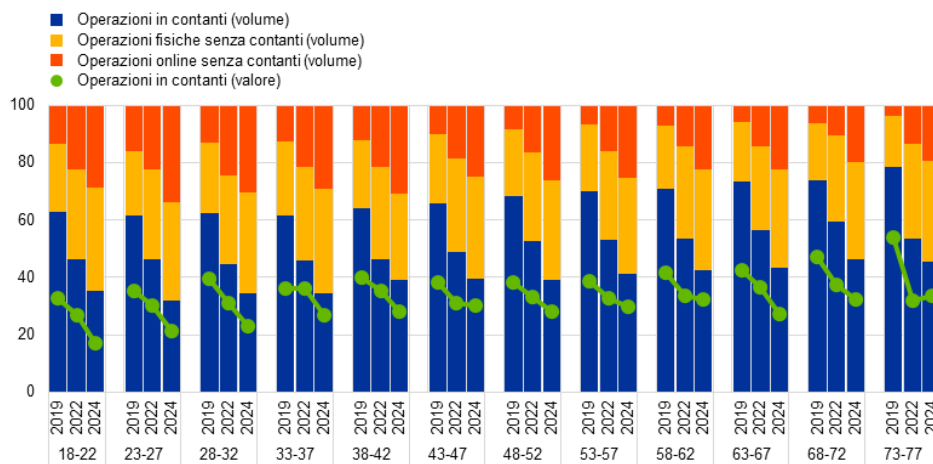
Tra il 2019 e il 2024 la quota di contante nei pagamenti quotidiani (che comprendono le operazioni fisiche e online) è diminuita per tutte le fasce di età. Il grafico 1 mostra un calo uniforme tra il 2019 e il 2022, che è stato particolarmente pronunciato, riflettendo, probabilmente, cambiamenti indotti dalla pandemia. Tra il 2022 e il 2024 si osservano maggiori variazioni. Nell'arco di questi tre anni l'utilizzo del contante è costantemente diminuito nelle fasce di età più giovani, ad esempio quelle comprese tra i 18 e i 22 e tra i 23 e i 27 anni, mentre per le fasce di età centrali e avanzate la tendenza è stata più moderata, con un calo meno marcato sia in termini di volumi sia di valore tra il 2022 e il 2024. In tutti i periodi, le fasce di età più avanzata hanno costantemente mantenuto una quota più elevata di operazioni in contanti rispetto alle coorti più giovani, che hanno preferito in misura crescente i pagamenti online con strumenti alternativi al contante. Nel 2024 la quota complessiva di operazioni online e al punto vendita fisico con strumenti di pagamento alternativi ha superato quella del contante per la maggior parte delle fasce di età più giovani e per quelle centrali; le operazioni online competono con quelle in contanti per alcuni appartenenti alla popolazione giovane, ad esempio la fascia di età compresa tra i 23 e i 32 anni. Tali risultati segnalano il persistere di preferenze connesse all'età, nonché forti effetti di periodo che hanno guidato la digitalizzazione.

⁵ I paesi inclusi nell'analisi sono Belgio, Estonia, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia. Sebbene le indagini SPACE comprendano in genere tutti i paesi dell'area dell'euro (cfr. Banca centrale europea 2024a), l'analisi si riferisce a 15 paesi dell'area per i quali la BCE ha raccolto i dati in maniera centralizzata, utilizzando un questionario pienamente armonizzato. Germania e Paesi Bassi sono esclusi perché si avvalgono di questionari diversi per condurre l'indagine. Anche Malta e Cipro non sono compresi per problemi di comparabilità derivanti da lievi differenze metodologiche nelle modalità di rilevazione e nella lunghezza del diario relative all'edizione del 2019, e la Croazia è entrata a far parte dell'area dell'euro solo nel 2023.

Grafico 1

Metodi di pagamento utilizzati nelle operazioni quotidiane per fascia di età e anno

(età e periodo; in percentuale)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base dei dati dell'indagine SPACE (2019-2024).

Note: il grafico include dati rappresentativi ottenuti dalle indagini condotte in 15 paesi dell'area dell'euro. La categoria "Operazioni fisiche senza contanti" comprende le carte fisiche, i pagamenti tramite dispositivo mobile, gli assegni bancari, i bonifici e gli addebiti diretti. La categoria "Operazioni in contanti" si riferisce alle operazioni effettuate in denaro contante, compresi i pagamenti fra privati.

Al di là dei pagamenti, l'utilizzo del contante come riserva di valore è in aumento e anche l'importanza attribuitagli dai consumatori evidenzia una netta tendenza al rialzo. Nel grafico 2 sono rappresentati due diagrammi heatmap in cui l'ombreggiatura più scura denota una proporzione maggiore di individui in una determinata cella di età-periodo. Il pannello a) mostra le quote di individui che detengono riserve di contante in casa per motivi precauzionali: ne emerge un aumento visibile in tutte le fasce di età nel 2022, che suggerisce un forte effetto di periodo probabilmente legato alla pandemia. Inoltre, le persone più giovani (le fasce di età tra i 18 e i 22 e tra i 23 e i 27 anni) evidenziano livelli costantemente più elevati di contante detenuto per motivi precauzionali in tutte e tre le edizioni di indagine, circostanza che indica un chiaro effetto legato all'età. Il pannello b) mostra un evidente aumento dell'importanza percepita del contante come opzione di pagamento nel periodo compreso tra il 2019 e il 2024 nelle diverse fasce di età, indicando un effetto di periodo. Tuttavia, le coorti più giovani e quelle in età più avanzata mostrano comportamenti leggermente diversi, suggerendo che l'effetto legato all'età è più sfumato. Nel 2024 il contante è percepito come rilevante da un'ampia maggioranza di persone in tutte le fasce di età.

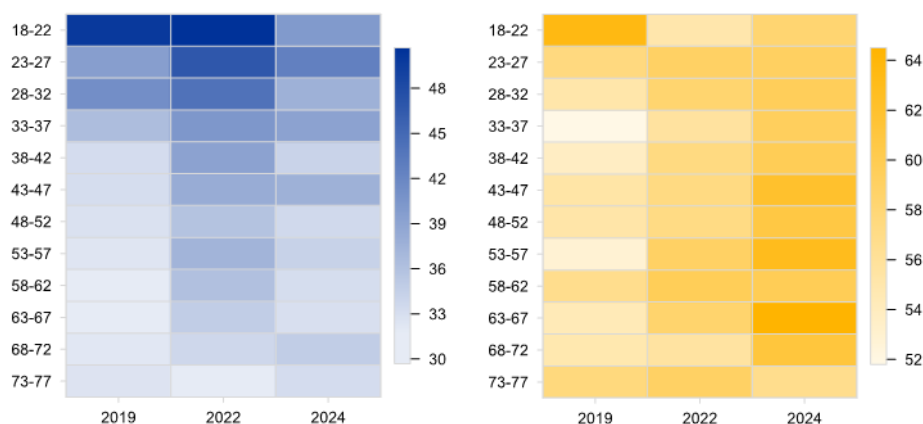
Grafico 2

Utilizzo riferito del contante come riserva di valore e importanza percepita per età e indagine

a) Utilizzo del contante come riserva di valore b) Importanza percepita del contante

(scala di destra: percentuale di individui che detengono contante in casa; scala di sinistra: età in anni; asse delle ascisse: anno)

(scala di destra: percentuale di individui che considerano importante il contante; scala di sinistra: età in anni; asse delle ascisse: anno)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base dei dati dell'indagine SPACE (2019-2024).

Nota: l'ombreggiatura più scura indica una percentuale più elevata di individui all'interno di una specifica coorte, in termini relativi.

3 Scomposizione degli effetti di periodo, età e coorte

Per isolare le influenze sopra descritte, il presente articolo applica un modello interpretativo basato su età, periodo e coorte ai dati delle tre edizioni dell'indagine SPACE. Sebbene le indagini non monitorino i singoli consumatori nel corso del tempo, la metodologia consente la scomposizione statistica dei profili osservati in tre componenti fondamentali, ovvero: 1) effetti legati all'età, che colgono variazioni connesse alle fasi della vita degli individui; 2) effetti di periodo, che riflettono shock o tendenze che influenzano tutti gli individui in un dato momento, come la pandemia o la digitalizzazione in corso; e 3) effetti di coorte, che si riferiscono a differenze persistenti tra persone nate nello stesso intervallo di tempo che potrebbero sviluppare modelli comportamentali distinti influenzati da esperienze condivise⁶.

La scomposizione per età, periodo e coorte, sebbene non largamente applicata all'analisi dei pagamenti al dettaglio, è fondamentale per comprendere che un

⁶ Tale metodologia (nota come interazione di età, periodo e coorte o APC-I, age-period-cohort-interaction, e descritta in Luo e Hodges, 2022) supera le criticità statistiche della letteratura tradizionale in materia di età, periodo e coorte (APC) (separare questi tre fattori è tecnicamente difficile perché la "coorte" può essere espressa come "periodo" meno "età", il che spesso comporta un problema di identificazione). Consente inoltre di utilizzare dati cross-section ripetuti, come quelli desunti dall'indagine SPACE, per valutare in che modo i comportamenti di pagamento e di riserva di valore si siano evoluti nel tempo e tra diverse fasce di età e coorti (la natura dei dati desunti dall'indagine SPACE rende impossibile il ricorso a tecniche econometriche standard basate su dati panel). In termini matematici, il modello si adatta a un'analisi della varianza (ANOVA) a due fattori completa (tutte le variabili dummy di età × tutte le variabili dummy di periodo) e, successivamente, scompone la matrice di interazione in: a) inclinazioni lineari del ciclo di vita e b) deviazioni medie per ciascuna coorte, evitando così il problema di identificazione classico delle impostazioni APC tradizionali.

apparente spostamento uniforme nell'uso del contante potrebbe celare diversi meccanismi sottostanti. Tale metodo interpretativo calcola dapprima una media complessiva, ovvero una media generale, dell'utilizzo del contante tra tutti gli intervistati e gli anni di indagine. Successivamente, isola gli effetti di età e periodo misurando in che modo si discostano dalla media generale. È importante notare che rileva anche i comportamenti specifici delle diverse coorti, analizzando se una determinata coorte utilizza sistematicamente il contante in misura superiore o inferiore a quanto prevedibile sulla base soltanto di età o periodo.

Il presente paragrafo esamina i principali effetti di età e periodo che influenzano l'uso e i comportamenti relativi al contante, prima di analizzare le specifiche dinamiche di coorte. Si valutano tre indicatori principali: la domanda a fini transattivi, quella di riserva di valore e l'importanza attribuita soggettivamente alla disponibilità di contante come opzione di pagamento. Ciascuno dei tre indicatori è illustrato in un grafico a due pannelli, che mostra sia gli effetti di periodo sia quelli di età⁷. Oltre agli effetti di base, è stata verificata anche l'influenza di una serie di fattori e variabili demografici, finanziari, tecnologici, relativi ai pagamenti e specifici e persistenti per paese, con l'obiettivo di comprendere quali potrebbero essere le determinanti di tali dinamiche⁸.

3.1 Scenario di base: effetti di periodo e di età

Uso del contante per le operazioni quotidiane

La quota di contante nelle operazioni quotidiane (fisiche e online) è diminuita nel tempo (tra il 2019 e il 2024), e segue un andamento correlato all'età che raggiunge il punto più basso nella fascia tra i 20 e i 30 anni e aumenta nelle fasce di età successive⁹. Il pannello a) del grafico 3 mostra un forte effetto di periodo rispetto alla media generale, rappresentata dalla linea orizzontale in corrispondenza dello zero, che è statisticamente significativo. La barra di errore nera di ogni anno non interseca la linea dello zero. La linea continua blu è ampiamente superiore allo zero nel 2019 e di gran lunga inferiore nel 2024. Ciò segnala una forte riduzione, statisticamente sistemica, dell'utilizzo del contante nel tempo, nota

⁷ Sono stati inoltre stimati i modelli APC-I per ognuno dei 15 paesi analizzati. Benché i singoli paesi siano simili all'area dell'euro rispetto alle variabili di età e periodo, sussistono delle differenze concernenti i livelli di utilizzo del contante e dei comportamenti. Alcuni paesi evidenziano tendenze significativamente diverse: la Finlandia, ad esempio, mostra un aumento degli effetti di periodo per il possesso di contante e una riduzione in termini di rilevanza del contante, in contrasto con gli andamenti generali dell'area dell'euro. La Francia mostra una dinamica di periodo peculiare per i pagamenti in contanti, mentre variano anche gli andamenti per età relativi ai pagamenti in contanti, soprattutto in Grecia (un calo più pronunciato rispetto all'elevato utilizzo nella fascia più giovane) e in Italia (più stabile tra le fasce di età).

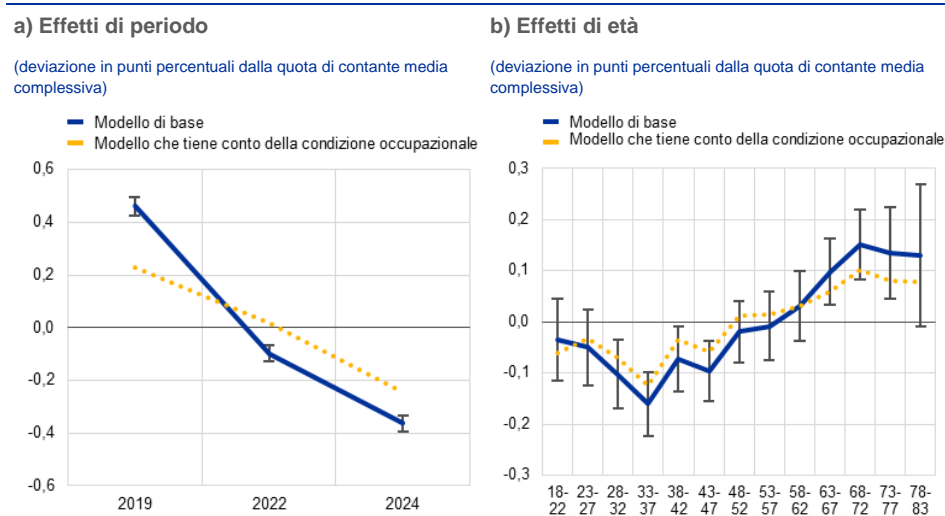
⁸ Tutti i risultati includono effetti fissi per paese. Nel complesso, i risultati illustrati sono validi all'interno dei paesi e non sono determinati da fattori persistenti di natura nazionale, come le differenze in termini di infrastruttura per il contante, di regolamentazione o di preferenze culturali relative ai pagamenti.

⁹ Per tenere conto del ruolo crescente del commercio online, tale indicatore comprende sia i pagamenti fisici sia quelli online. Ciò include una decisione in due fasi: 1) la scelta del canale per l'operazione (online o fisico), e 2) il metodo di pagamento per le operazioni fisiche (in contanti o con strumenti alternativi). Per semplicità, si utilizza un unico indicatore combinato anziché un modello a due fasi. Restringere l'analisi alla quota di contante nelle operazioni fisiche produce risultati di base molto simili, suggerendo che i pagamenti fisici sono predominanti nel profilo osservato.

generalmente come digitalizzazione complessiva dei pagamenti. Il pannello b) indica che le fasce di età più giovani mostrano livelli medi di utilizzo del contante a fini transattivi. Il dato diminuisce per gli individui che hanno un'età anagrafica compresa tra poco meno di trent'anni e prossima ai cinquanta (suggerendo un utilizzo del contante inferiore alla media) e aumenta nettamente al di sopra della media per coloro che hanno più di sessant'anni.

Grafico 3

Stima degli effetti di periodo ed età sulla quota di contante utilizzato a fini transattivi nei pagamenti quotidiani



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base dei dati dell'indagine SPACE (2019-2024) e modelli APC-1.
Note: i punti al di sopra o al di sotto della linea dello zero indicano la distanza tra un dato anno o una data fascia di età e la media generale (media di tutti gli individui e i periodi) in punti percentuali. Ciascun punto è accompagnato da una barra di errore che rappresenta un intervallo di confidenza del 95 per cento circa. Se una barra di errore interseca la linea dello zero, l'effetto per quella specifica fascia di età o periodo non è statisticamente distinguibile dalla media; se non interseca la linea dello zero, il divario è sufficientemente ampio da qualificare un effetto di periodo o di età come statisticamente significativo.

Si osserva un netto calo tra i vari periodi, determinato in misura significativa dall'impennata delle operazioni online, mentre l'andamento a forma di V relativo all'età è influenzato da fattori legati al ciclo di vita. Nel pannello a) del grafico 3 il calo, determinato dal periodo, della quota di contante utilizzato a fini transattivi è stato particolarmente pronunciato tra il 2019 e il 2022, riflettendo in larga misura la rapida adozione di pagamenti online e contactless, accelerata dalla pandemia. Un'ulteriore riduzione, benché meno pronunciata, della quota di contante si è verificata nel 2024, quando anche i pagamenti online hanno iniziato a sostituire i metodi fisici alternativi al contante (cfr. il grafico 1). Per quanto riguarda il parametro relativo all'età, l'andamento a V suggerisce transizioni tipiche delle fasi della vita: gli individui più giovani mostrano una fiducia media nel contante; le persone in piena età lavorativa ricorrono maggiormente a metodi digitali e fisici alternativi al contante e le persone in età più avanzata utilizzano il contante in misura sensibilmente maggiore¹⁰.

¹⁰ Tali deviazioni specifiche per età rimangono statisticamente significative anche considerando il forte effetto netto del periodo, a conferma della robustezza del profilo relativo al ciclo di vita nel periodo di cinque anni in esame.

Tenendo conto della condizione occupazionale (linee puntinate nel grafico 3) le curve degli effetti di periodo e di età si appiattiscono notevolmente, segnalando quanto essa sia rilevante per comprendere gli effetti relativi a età e gruppi. Per quanto riguarda i periodi, i risultati suggeriscono che l'occupazione, che comprende fattori come la regolarità del reddito, la normativa relativa alle retribuzioni e il raggiungimento dell'età pensionabile, media l'utilizzo del contante. È probabile che il calo dei livelli aggregati di disoccupazione nei vari periodi, rispetto al 2019, abbia modificato la composizione e i comportamenti dei dipendenti che effettuano pagamenti, contribuendo alla tendenza generale del periodo in termini di utilizzo del contante¹¹. Per quanto riguarda l'età, gli individui più giovani che entrano prima nel mercato del lavoro potrebbero utilizzare il contante in misura minore rispetto ai loro coetanei ancora studenti, mentre i lavoratori in età più avanzata potrebbero utilizzarlo in misura maggiore rispetto ai pensionati nella stessa fascia di età.

Utilizzo del contante come riserva di valore

Subito dopo la pandemia è cresciuto il numero di persone che detengono contante in casa e questa abitudine, sorprendentemente, è più diffusa tra le fasce d'età più giovani¹². Il pannello a) del grafico 4 mostra un *effetto di periodo una tantum*: lo scenario di base balza ben al di sopra della linea dello zero nel 2022 e scende al di sotto di essa nel 2024; in corrispondenza di entrambe le date le barre di errore non intersecano tale linea. Il pannello b) illustra gli *effetti di età*: il modello di base (linea continua) mostra come le fasce di età più giovani (18-37 anni) presentino una propensione inaspettatamente elevata e statisticamente significativa a detenere contante in casa. Questa tendenza decresce rapidamente e in misura considerevole fino alla fase iniziale dell'età adulta, toccando il livello più basso in corrispondenza di coloro che si avvicinano ai 70 e agli 80 anni, prima di risalire per la coorte più anziana, il cui comportamento è indistinguibile dalla media.

L'elevata incertezza (tra il 2019 e il 2022) e il maggiore costo opportunità (tra il 2022 e il 2024) spiegano in larga misura le variazioni di periodo osservate nell'utilizzo del contante come riserva di valore, mentre fattori specifici relativi ai giovani spiegano lo schema di comportamento in funzione delle classi di età. Il pronunciato picco nel tesoreggiamento di contante nel 2022 riflette probabilmente una fuga verso la sicurezza percepita e la liquidità durante la fase acuta della pandemia, come rilevato dalla letteratura precedente (cfr. Tamele et al., 2021). Il suo successivo calo fino al 2024 potrebbe essere riconducibile a una normalizzazione del rischio percepito e (in modo più critico) al crescente costo opportunità di detenere contante, che non genera interessi, allorché la BCE ha iniziato a innalzare i tassi di riferimento a partire da luglio 2022¹³. Particolarmente

¹¹ Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è sceso da circa il 7,5 per cento nel 2019 a un valore compreso tra il 6 e il 6,5 per cento nel 2024, in seguito al picco della pandemia. Tale andamento ha modificato la composizione rappresentativa complessiva degli intervistati disoccupati nel corso delle tre edizioni dell'indagine e potrebbe in parte spiegare l'andamento osservato.

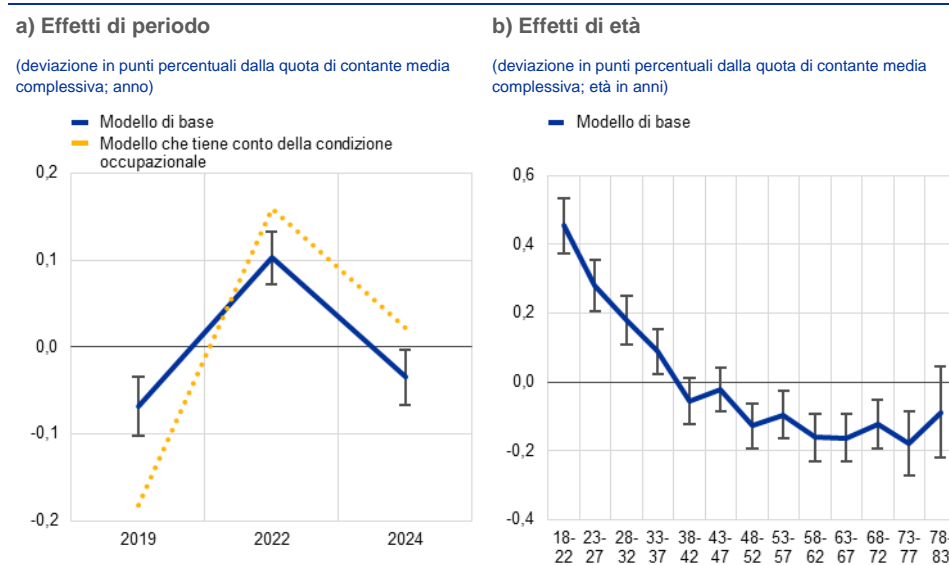
¹² È importante ricordare che questi grafici illustrano la quota di individui che mostrano questo comportamento, non gli importi detenuti, ed evidenziano deviazioni statisticamente significative dalla media del campione complessivo.

¹³ L'edizione del 2022 riguarda solo la primavera di quell'anno e non ha rilevato, pertanto, gli effetti del successivo calo dei tassi di interesse.

degno di nota è il persistente e significativo tesoreggiamento da parte degli adulti più giovani, che potrebbe essere la conseguenza di diversi fattori interconnessi: minori rapporti con istituzioni finanziarie, percezione di parte del reddito, di doni o indennità in contanti, piuttosto che attraverso conti dedicati alle retribuzioni e marcata dipendenza dai genitori, ad esempio in ragione dell'elevata età media alla quale le persone vanno via di casa in Europa, e in alcuni paesi dell'area dell'euro in modo particolare¹⁴.

Grafico 4

Stima degli effetti di periodo ed età sull'utilizzo riferito del contante come riserva di valore



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base dei dati dell'indagine SPACE (2019-2024) e modelli APC-I.
 Note: i punti al di sopra o al di sotto della linea dello zero indicano la distanza tra un dato anno o una data fascia di età e la media generale (media di tutti gli individui e i periodi) in punti percentuali. Ciascun punto è accompagnato da una barra di errore che rappresenta un intervallo di confidenza del 95 per cento circa. Se una barra di errore interseca la linea dello zero, l'effetto per quella specifica fascia di età o periodo non è statisticamente distinguibile dalla media; se non interseca la linea dello zero, il divario è sufficientemente ampio da qualificare un effetto di periodo o di età come statisticamente significativo.

La condizione occupazionale accentua il picco legato alla pandemia, ma quasi non sposta la curva dell'età e nessun'altra covariata testata modifica lo scenario. È interessante notare che tenere conto della condizione occupazionale (linea puntinata nel pannello a) del grafico 4) accentua in modo significativo il picco del 2022 registrato dall'effetto di periodo. Ciò suggerisce che i non occupati potrebbero avere avuto una motivazione precauzionale ancora più forte ad accumulare contante. Secondo l'analisi condotta nessun altro fattore demografico, finanziario, tecnologico o connesso ai pagamenti ha modificato in modo significativo l'andamento di fondo per classi di età osservata nel pannello b). Tale robustezza indica che l'effetto di età è una caratteristica comportamentale profondamente radicata, che riflette differenti fasi della vita e atteggiamenti nei confronti della gestione finanziaria, anziché essere facilmente riconducibile a indicatori socioeconomici più convenzionali.

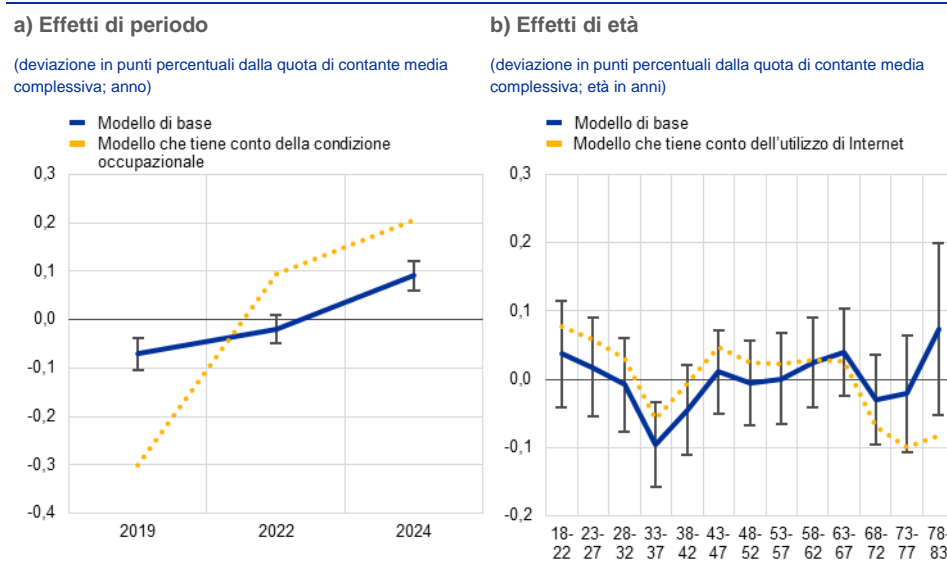
¹⁴ Nel 2023 i giovani dell'UE hanno lasciato la casa dei propri genitori in media a 26,3 anni di età; in paesi dell'Europa meridionale come Italia, Spagna, Portogallo o Grecia, tale età sale a circa 30 anni (cfr. Eurostat, 2024).

L'importanza di poter pagare in contanti

L'importanza percepita del contante come opzione di pagamento è aumentata in tutte le edizioni dell'indagine SPACE e tale incremento è comune a tutte le fasce di età¹⁵. Nei periodi osservati gli intervistati segnalano in misura crescente che è importante disporre della possibilità di pagare in contanti. Il pannello a) del grafico 5 illustra questo effetto di periodo: la linea continua parte ben al di sotto della media nel 2019, interseca la linea dello zero per diventare statisticamente indistinguibile dalla media nel 2022 e assume valori superiori alla media e statisticamente significativi nel 2024. Tuttavia, tale indicatore non mostra alcun effetto di età, suggerendo che l'atteggiamento è sostanzialmente comune ai vari gruppi anagrafici e non si osservano deviazioni statisticamente significative specifiche per età (cfr. il pannello b)). Solo la fascia di età compresa tra i 33 e i 37 anni mostra una deviazione statisticamente significativa dalla media generale. Ciò suggerisce una crescente percezione dell'importanza del contante; è un fenomeno diffuso, che non evidenzia una forte differenziazione per età.

Grafico 5

Stima degli effetti di periodo ed età sull'importanza percepita del contante



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base dei dati dell'indagine SPACE (2019-2024) e modelli APC-I.
Note: i punti al di sopra o al di sotto della linea dello zero indicano la distanza tra un dato anno o una data fascia di età e la media generale (media di tutti gli individui e i periodi) in punti percentuali. Ciascun punto è accompagnato da una barra di errore che rappresenta un intervallo di confidenza del 95 per cento circa. Se una barra di errore interseca la linea dello zero, l'effetto per quella specifica fascia di età o periodo non è statisticamente distinguibile dalla media; se non interseca la linea dello zero, il divario è sufficientemente ampio da qualificare un effetto di periodo o di età come statisticamente significativo.

Il significativo aumento dell'importanza percepita del contante può anche essere ricondotto a diverse ipotesi. La maggiore consapevolezza sociale delle vulnerabilità dei sistemi digitali e delle minacce cibernetiche potrebbe favorire

¹⁵ Nelle edizioni del 2022 e del 2024 è stato posto un quesito identico, formulato tuttavia in modo diverso nel 2019, con il quale è stato chiesto ai partecipanti di valutare l'importanza del contante da 1 a 10. Si considera che gli intervistati abbiano giudicato importante il contante nei casi in cui abbiano indicato un punteggio compreso tra 6 e 10. I controlli di robustezza, come l'esclusione del 2019, e diverse tecniche impiegate per dicotomizzare i risultati conducono a esiti analoghi.

l'attrattiva delle caratteristiche del contante¹⁶. Tali vulnerabilità e minacce includono l'uso improprio dei dati condivisi con terze parti, le violazioni della privacy legate alle tracce digitali delle operazioni e l'impatto delle frodi online. Inoltre, è possibile che gli effetti delle recenti crisi (quali le turbative indotte dalla pandemia, l'invasione russa dell'Ucraina, le interruzioni delle forniture elettriche o altri malfunzionamenti non sistemici che hanno interessato i pagamenti digitali) stiano rafforzando l'idea che il contante sia una soluzione di backup importante e resiliente (cfr. Faella e Zamora-Pérez, 2025). I suddetti fattori sono tutte possibili cause della tendenza osservata nel periodo considerato, in quanto i controlli diretti dell'analisi non colgono tali atteggiamenti specifici.

Solo due fattori osservabili modificano considerevolmente gli effetti di base.

Tenere conto della *condizione occupazionale* (linea puntinata nel pannello a)) accentua significativamente la tendenza crescente del periodo. Ciò suggerisce che, se si considera la condizione occupazionale, l'importanza percepita del contante è cresciuta in misura ancora più marcata. Quando si tiene conto dell'*utilizzo di Internet* (linea puntinata nel pannello b)), l'andamento per età, precedentemente piatto, si trasforma. In questo caso, partendo dalle fasce di età più giovani, l'inclinazione della curva assume un andamento significativamente discendente man mano che ci si sposta verso quelle più anziane a indicare che, tra gli individui con analoghi livelli di utilizzo di Internet, i più giovani mostrano di attribuire al contante un'importanza di gran lunga superiore a quella segnalata dagli utenti in età più avanzata. Ciò suggerisce che per le persone che fanno un massiccio uso di Internet (gruppo che tende a essere sproporzionatamente più giovane) l'importanza dichiarata del contante potrebbe essere un contrappunto consapevole o un valore mantenuto nonostante l'immersione digitale di tale gruppo, mentre è probabile che per gli utenti di Internet più anziani l'utilizzo delle tecnologie digitali soppianti totalmente la percezione di avere necessità dell'opzione del contante. Nessun'altra covariata demografica, finanziaria o relativa ai pagamenti modifica lo scenario. Ciò evidenzia che l'effetto di periodo è generalizzato e l'effetto di età è di fatto contenuto¹⁷.

¹⁶ L'Agenzia dell'Unione europea per la cibersicurezza segnala un'accresciuta consapevolezza dell'uso improprio dei dati e delle minacce cibernetiche; cfr. Agenzia dell'Unione europea per la cibersicurezza (2024).

¹⁷ Per comprendere l'influenza combinata delle caratteristiche osservabili, sono stati nuovamente stimati i modelli con l'insieme completo delle covariate (effetti demografici, finanziari, tecnologici, di pagamento e fissi per paese). Nel complesso tale strategia di controllo conferma la robustezza degli effetti primari di età e periodo. Riguardo alla detenzione di contante, l'andamento decrescente dell'utilizzo con l'avanzare dell'età ha evidenziato una forte persistenza, mentre le variazioni temporali (effetti di periodo) sono sembrate essere per lo più assorbite dalle singole variabili di controllo aggiunte. Analogamente, quanto all'importanza percepita del contante, il suo generale aumento nel corso del tempo è rimasto evidente, così come si è mantenuta la valutazione costantemente elevata da parte delle diverse fasce di età. Ciò suggerisce che tali andamenti potrebbero essere riconducibili a fattori non osservati. Per quanto riguarda la quota di contante sui pagamenti quotidiani, l'inclusione di tutte le covariate ha reso l'effetto di periodo non significativo, appiattendone la traiettoria in modo marcato; ciò suggerisce che tali variabili congiuntamente spiegano gran parte della digitalizzazione osservata. Gli effetti di età per il contante a fini transattivi, tuttavia, hanno in genere mantenuto il loro andamento caratteristico. Questi risultati suggeriscono la necessità di approfondire la ricerca sulle cause specifiche delle restanti variazioni di età e periodo ancora non spiegate.

3.2 Effetti di coorte: vi è una generazione specifica che evidenzia scostamenti?

Oltre agli effetti di periodo ed età, si valuta inoltre se specifiche coorti generazionali (persone nate nello stesso intervallo di tempo) mostrino traiettorie comportamentali o attitudinali uniche. Ciò significa valutare due aspetti fondamentali: 1) se una specifica coorte di nascita si comporta in maniera costantemente diversa rispetto alle altre coorti della stessa età e nello stesso periodo (effetto inter-coorte) e 2) se il suo comportamento sia cambiato con l'aumentare dell'età (effetto intra-coorte)¹⁸. Individuare questi due effetti di coorte è importante, in quanto garantisce che profili determinati principalmente da differenze generazionali non siano erroneamente attribuiti in via esclusiva all'età o al periodo. Ciò consente, in ultima analisi, una scomposizione più accurata degli andamenti osservati¹⁹.

Le stime basate su modelli individuano, nella migliore delle ipotesi, deviazioni di coorte deboli relativamente all'utilizzo del contante nel regolamento delle transazioni e al suo utilizzo come riserva di valore e ciò sottolinea ulteriormente la rilevanza degli effetti di periodo ed età. Gran parte delle variazioni delle transazioni in contanti sono riconducibili all'età e al periodo, dal momento che gli andamenti degli effetti di coorte non sono stati complessivamente significativi. Per quanto concerne il contante detenuto a fini precauzionali, emergono deboli differenze di coorte, riconducibili principalmente al gruppo della generazione più giovane (nata all'inizio degli anni 2000), che detiene meno contante rispetto alle attese tenuto conto della coorte di appartenenza (effetto inter-coorte). Si osservano inoltre evidenti effetti intra-coorte. Ad esempio, la quota di persone nate tra la metà e la fine degli anni '90 che detengono disponibilità liquide in casa è significativamente diminuita nel corso di cinque anni rispetto allo scenario di base età-periodo. Ciò suggerisce l'esistenza di fattori non osservati che incidono in modo unico sulla dinamica del ciclo di vita di questa coorte specifica.

L'importanza percepita del contante mostra gli effetti di coorte più evidenti.

L'analisi precedente ha mostrato che l'importanza attribuita dagli individui all'opzione di detenere contante è aumentata nel tempo (un effetto di periodo), dato che la maggior parte delle fasce di età sembra condividere con una certa omogeneità questo favore crescente (senza alcun effetto generalizzato di età). Tuttavia, se si considerano le coorti generazionali, emergono andamenti più complicati, in cui non si ravvisano semplici comportamenti antitetici tra giovani e anziani. Ciò suggerisce che l'anno di nascita di un individuo ne determina in modo significativo la percezione

¹⁸ Le differenze inter-coorte sono rilevate dalla componente media di coorte, che rappresenta le deviazioni medie dagli effetti principali di età e periodo per ciascuna coorte, mentre la dinamica lineare intra-coorte è rappresentata dall'inclinazione della coorte stimata dal modello APC-I. Gli effetti di coorte sono stati valutati utilizzando i risultati del modello APC-I e confermati, ove applicabile, da test F globali per le interazioni tra età e periodo. Tali test non hanno evidenziato variazioni significative legate alla coorte nell'utilizzo del contante a fini transattivi. Tuttavia, sia per il contante detenuto come riserva di valore sia per l'importanza percepita del disporre di contante, i test globali hanno confermato la presenza di alcune deviazioni di coorte.

¹⁹ La definizione di coorti di nascita per intervalli di cinque anni è in linea con le convenzioni stabilite dei modelli interpretativi APC. Questa aggregazione assicura un buon equilibrio tra la presenza di un numero di osservazioni sufficienti, all'interno di ciascuna coorte, per ottenere una stima robusta e il mantenimento di un sufficiente livello di granularità utile alla rilevazione di cambiamenti generazionali significativi (cfr. Ryder, 1985; Yang e Land, 2013).

del contante, probabilmente perché le preferenze dichiarate sono più malleabili rispetto alle abitudini radicate di pagamento o di risparmio, che spesso mostrano andamenti più stabili legati all'età. Ad esempio, la coorte più anziana (nata alla fine degli anni '40) e la coorte nata alla fine degli anni '90 valutano stabilmente il contante in misura superiore alla media. Per contro, alcune coorti (come quelle nate all'inizio degli anni '50 e degli anni 2000) vi attribuiscono minore importanza. Oltre a questi orientamenti generazionali di base, si osservano anche cambiamenti attitudinali all'interno delle coorti con l'aumentare dell'età dei loro componenti²⁰. Pertanto, la crescente importanza del contante come opzione appare meno legata agli effetti di età, riflettendo in misura maggiore il mutare dell'atteggiamento delle diverse coorti di nascita.

3.1.2 3.3 Una sintesi visiva dei risultati

Combinando gli effetti di età, periodo e coorte, è possibile tracciare visivamente l'evoluzione dei comportamenti e degli atteggiamenti verso il contante di specifiche coorti di nascita all'avanzare della loro età nelle varie edizioni dell'indagine. Il grafico 6 illustra queste dinamiche, mostrando le probabilità previste dal modello per i tre indicatori adottati nell'analisi²¹. Ogni curva rappresenta una diversa coorte di nascita (la più giovane, nata alla fine degli anni '90, in giallo, e la più anziana, nata negli anni '40, in blu) all'avanzare della rispettiva età nei cinque anni esaminati. Nel grafico sono combinati gli effetti di periodo, età e coorte isolati in precedenza, in modo che sia chiaramente osservabile solo l'effetto sintetico complessivo.

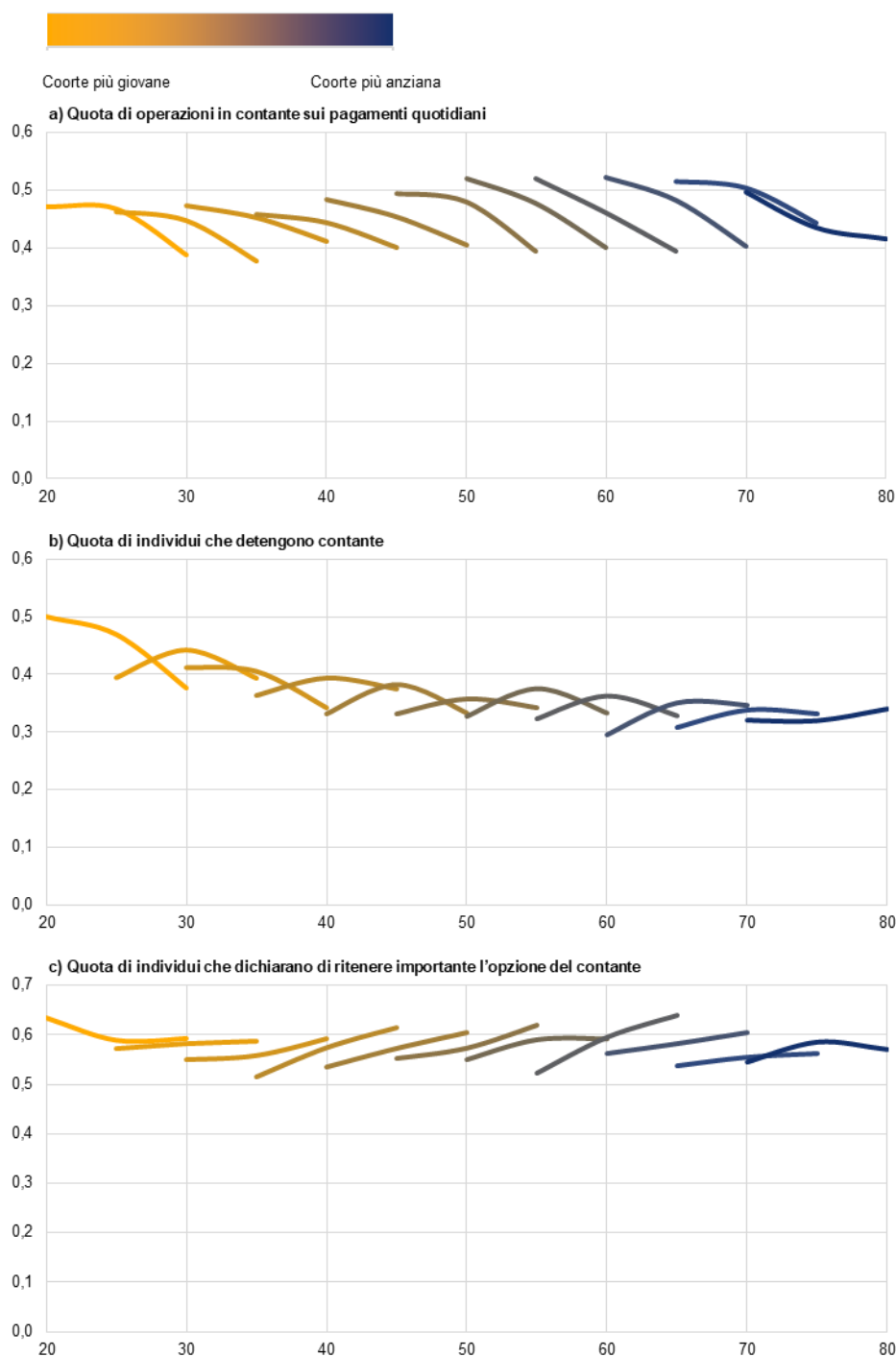
²⁰ Ad esempio, nel corso dello studio, diversi gruppi (quelli nati, tra gli altri, all'inizio degli anni '70, '80 e '90) hanno segnalato una crescente importanza del contante con l'aumentare della loro età. È interessante notare come una coorte (quella nata alla fine degli anni '90), pur attribuendo inizialmente un elevato valore al contante, sia passata a ritenerlo meno importante nel corso del tempo.

²¹ Le probabilità previste sono ricavate dal modello APC-I e stimate utilizzando un panel sintetico costruito da indagini cross-section ripetute. Sebbene tali dati non siano longitudinali a livello individuale, il modello interpretativo APC è specificamente progettato per distinguere effetti di età, periodo e coorte mediante il monitoraggio delle esperienze medie delle coorti di nascita in diversi periodi di indagine all'avanzare della loro età. Le probabilità previste rappresentano quindi le traiettorie, soggette a lisciamento da parte del modello, nel corso della vita e inter-coorte, che si basano su queste esperienze di coorte a livello aggregato, anziché sul monitoraggio longitudinale a livello individuale (cfr. Yang e Land, 2013).

Grafico 6

Come cambiano le abitudini legate al contante con l'avanzare dell'età: una sintesi del comportamento delle diverse coorti di nascita sulla base del modello adottato

(probabilità previste)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base dei dati dell'indagine SPACE (2019-2024) e modelli APC-I.

Note: ciascuna linea colorata segue un gruppo di nascita di cinque anni ("coorte") lungo le edizioni dell'indagine svoltesi negli anni 2019, 2022 e 2024. I punti si collocano a metà di ciascuna fascia di cinque anni, ad esempio il numero 20 indica le età tra i 18 e i 22 anni. La scala verticale mostra la quota prevista di persone (stimata con un modello statistico di età-periodo-coorte) che nel pannello a) utilizza il contante per i pagamenti, nel pannello b) detiene contante in casa o nel pannello c) dichiara l'importanza del contante. Poiché le edizioni dell'indagine si svolgono soltanto a circa tre anni di distanza l'una dall'altra, le coorti di nascita contigue si sovrappongono. Per questo motivo si considerano le coorti di nascita corrispondenti al periodo del 2022, ma ogni intervistato rimane su una linea colorata.

Le operazioni in contanti tendono a essere più numerose fra le generazioni più anziane (eccezion fatta per le fasce di età più giovani) e, nel tempo, l'utilizzo del contante è diminuito, a ritmi diversi, per tutte le coorti di nascita.

Nel pannello a) del grafico 6 una generale tendenza al rialzo indica la propensione delle generazioni più anziane, qualunque sia l'età, a mantenere una quota più elevata di operazioni in contanti rispetto alle generazioni più giovani. Fa eccezione a tale andamento la coorte di nascita formata dai più giovani, in quanto si prevede che questi usino il contante con frequenza lievemente superiore rispetto alla seconda coorte più giovane, riflettendo in parte l'andamento a V relativo all'età analizzato in precedenza. Al tempo stesso, il calo generale delle linee delle coorti nei tre periodi indica una diminuzione dell'utilizzo complessivo del contante nel corso del tempo, che segnala una tendenza complessiva verso la digitalizzazione. Le quote di contante previste tendono a convergere, evidenziando come la digitalizzazione incida sulle generazioni in modo diverso.

Le coorti più giovani hanno accumulato contante con maggiore frequenza rispetto a quelle più anziane. Il pannello b) illustra la probabilità che le persone detengano contante. Emerge che le generazioni più giovani iniziano con maggiore probabilità a detenere contante, ma questa tendenza diminuisce nettamente con l'età. La comune forma a campana tra le curve delle coorti evidenzia inoltre un maggiore accumulo di contante durante la pandemia, mentre le traiettorie più eterogenee delle coorti indicano alcune risposte specifiche per generazione²².

In generale, tutte le coorti attribuiscono sempre maggiore importanza al contante, anche se a una velocità variabile. L'importanza percepita del contante, come illustrato nel pannello c), mostra una valutazione costantemente elevata in tutte le fasce di età (da oltre il 50 per cento al 65 per cento circa) e un aumento generale nel tempo. Anche la maggior parte delle linee delle coorti mostra una tendenza al rialzo, a indicare la crescente importanza percepita del contante, soprattutto fra le coorti intermedie.

4 Utilizzo del contante in un futuro ibrido, tra analogico e digitale

La domanda di contante, differenziata ma persistente, evidenziata dal presente articolo suggerisce che gli assetti delle politiche dei pagamenti dovranno rimanere in futuro compatibili con il contante. L'analisi dei dati granulari, tra le funzioni a fini transattivi e di riserva di valore e l'importanza percepita, rivela che il contante riveste un ruolo stabile, che si esplica in modo diverso a seconda delle fasce di età. Alla luce di questa valutazione, è probabile che nel prossimo decennio la domanda di contante per le diverse finalità continuerà a evolvere in tutte le fasce demografiche.

²² Nel grafico 6 non è possibile determinare con chiarezza le deviazioni specifiche per ciascuna coorte, dato che i tre effetti sono sovrapposti. Tuttavia, intuitivamente si potrebbe comprendere che grandi variazioni nelle curve di coorte specifiche, come, ad esempio, diversi livelli di partenza, diverse pendenze (tassi di variazione con l'età) o traiettorie non parallele e meno prevedibili, potrebbero indicare che la circostanza di essere nato in un particolare anno ha un impatto significativo.

I risultati qui illustrati sugli effetti legati all'età, quali, ad esempio, il coinvolgimento significativo dei gruppi più giovani in tutte e tre le dimensioni analizzate, possono contribuire a ispirare le decisioni politiche offrendo una migliore comprensione delle modalità con cui il contante viene usato e percepito. Gli andamenti per età delle operazioni, la tendenza osservata tra gli adulti più giovani a detenere contante in casa e la percezione condivisa (potenzialmente più elevata tra gli individui più giovani operanti in ambiente online) sull'importanza del contante come opzione, sfidano le narrazioni di una transizione unidirezionale verso una società senza contante. L'età è chiaramente associata alle variazioni nell'utilizzo del contante. Quando gli individui più giovani entrano nel mercato del lavoro, si rendono autonomi e gestiscono le proprie finanze nella fase iniziale della carriera, il contante sembra svolgere funzioni di rilievo²³. Le classi di mezza età mostrano una dinamica peculiare nell'utilizzo del contante a fini transattivi, in particolare un calo delle operazioni in contanti più marcato rispetto alle altre coorti nel corso dei cinque anni analizzati. Le classi di età più avanzata mostrano costantemente un maggiore utilizzo del contante a fini transattivi, un profilo più basso in termini di utilizzo come riserva di valore e opinioni analoghe alle altre coorti sull'importanza del contante, che tende a rimanere robusta o ad aumentare.

Se da un lato i risultati della presente analisi suggeriscono che il ruolo del contante è in evoluzione, dall'altro è difficile prevederne la domanda futura a causa dell'interazione tra andamenti demografici ed economici, di eventi un tantum incerti e dell'orientamento normativo riguardo al contante. Gli effetti legati all'età osservati suggeriscono che le generazioni future potrebbero continuare, così come avviene oggi, a fare affidamento sul contante, il che implicherebbe maggiori probabilità che esso continui a essere utilizzato. Tuttavia, i modelli di invecchiamento della popolazione dell'area dell'euro lasciano intendere che i comportamenti delle coorti di mezza età e soprattutto di quelle di età più avanzata avranno un peso maggiore sulla domanda aggregata di contante (cfr. Eurostat, 2025)²⁴. Ciò potrebbe far emergere una tendenza che contrasta l'attuale transizione, pressoché universale, verso la digitalizzazione, unicamente sulla base di considerazioni di carattere demografico e su dati legati a effetti di età stabili per i soggetti più anziani. Ciò nonostante, eventi imprevedibili, quali l'acuirsi delle incertezze geopolitiche, i timori per la cibersicurezza o la protezione dei dati associati ai pagamenti digitali, o persino malfunzionamenti significativi delle infrastrutture digitali, potrebbero modificare considerevolmente le percezioni e l'utilizzo del contante da parte del pubblico in periodi specifici (cfr. Faella e Zamora-Pérez, 2025). In tale

²³ Il modello APC-I descritto nel presente articolo isola gli effetti di età, periodo e coorte al netto di altre covariate. Sebbene il livello di reddito sia indubbiamente correlato ai comportamenti finanziari e di pagamento complessivi (con particolare riguardo all'utilizzo del contante e alle preferenze), la sua inclusione come variabile di controllo in modelli di regressione più ampi (non espressi in dettaglio in questa sede, ma facenti parte dei controlli di robustezza) non ha alterato in misura sostanziale i principali profili di età, periodo e coorte individuati dal modello APC-I per tali indicatori. Ciò suggerisce che gli effetti relativi a età, periodo e coorte osservati sono robusti e colgono influenze proiettate oltre la semplice stratificazione del reddito, verosimilmente di riflesso alla gestione dei flussi di cassa nel ciclo di vita, all'accesso a diversi strumenti finanziari o a preferenze radicate che operano indipendentemente dal quintile di reddito. Ad esempio, anche i giovani adulti con reddito più elevato potrebbero detenere un certo ammontare in contanti per comodità o emergenza, mentre i soggetti a più basso reddito potrebbero fare affidamento su di esso per mancanza di alternative.

²⁴ Le proiezioni demografiche dell'Eurostat del 2023 segnalano un significativo invecchiamento nell'UE entro il 2100. Si prevede che la piramide della popolazione diventi più pesante nella parte superiore, con una quota di soggetti di età pari o superiore a 80 anni che, secondo le proiezioni, dovrebbe aumentare di 2,5 volte, dal 6,1 per cento nel 2024 al 15,3 nel 2100 (Eurostat, 2025).

contesto, anche l'orientamento normativo riguardo al contante (come la fissazione di limiti di pagamento) e il posizionamento del settore (ad esempio la chiusura o l'apertura di punti di accesso al contante) svolgeranno un ruolo importante. Le politiche volte a garantire che il contante rimanga universalmente accettato e che promuovono soluzioni tali da preservarne la facilità d'uso e di accesso incideranno in maniera significativa sulle modalità di utilizzo del contante in futuro.

Alla luce di queste dinamiche, una sfida fondamentale sia per il settore pubblico sia per quello privato consiste nel garantire in via continuativa il funzionamento e l'accessibilità dell'infrastruttura per il contante, anche in caso di un'eventuale diminuzione dei volumi delle operazioni. Qualora il calo delle transazioni in contanti dovesse proseguire senza interruzioni potrebbe rendere economicamente meno sostenibile il mantenimento delle infrastrutture esistenti e il loro funzionamento quotidiano. Tuttavia, i risultati presentati in questo articolo sottolineano che il contante continua a rivestire un ruolo importante nell'assicurare la possibilità di scelta di pagamento tra le diverse fasce d'età, nel contribuire all'inclusione finanziaria e nel servire come mezzo di pagamento affidabile e resiliente. Ciò si riflette nella strategia dell'Eurosistema per il contante (cfr. Banca centrale europea, 2025), che riconosce l'attrattiva duratura che il contante esercita su diverse fasce della popolazione per usi specifici in una serie di circostanze²⁵. Mentre prosegue il dibattito sulla promozione della digitalizzazione e dell'innovazione, le evidenze presentate in questa sede suggeriscono che tali iniziative dovrebbero essere inquadrate in modo da tener conto della probabile persistenza futura dell'utilizzo fisico del contante. Ciò contribuirebbe da un lato a riconoscere i vantaggi unici del contante, dall'altro ad accogliere l'intera gamma di innovazioni nei pagamenti. Si tratta di un approccio che promuoverebbe un ecosistema dei pagamenti robusto ed efficiente, a disposizione di tutti in ogni momento e in ogni situazione.

Pertanto, trovano giustificazione approcci strategici volti a garantire che il contante rimanga un'opzione praticabile, accessibile ed economica, cercando al tempo stesso anche di evitare inutili aggravii dei costi connessi alla sua gestione. Un esempio istruttivo è la Svezia, dove un calo accelerato del contante, in parte attribuito a politiche quali la rigida sostituzione del contante e misure per contrastare l'evasione fiscale (cfr. Sveriges Riksbank, 2020), ha suscitato timori tra l'opinione pubblica e dibattiti parlamentari. Tali preoccupazioni hanno in definitiva innescato azioni legislative volte a preservare l'accesso al contante e ad assicurarne l'accettazione (cfr. Sveriges Riksdag, 2023; Sveriges Riksbank, 2025). Ciò depone a favore di quanto segue: 1) monitoraggio dei costi e della copertura geografica delle infrastrutture del contante, promuovendo soluzioni che mantengano l'accesso praticabile pur in presenza di volumi ridotti (cfr. Zamora-Pérez, 2022); 2) revisione delle strategie di preparazione alle crisi, incorporando il contante come strumento di backup analogico e sviluppando piani di continuità operativa nel caso di interruzione dei canali digitali; 3) comprensione degli effetti avversi delle politiche che limitano l'utilizzo del contante; 4) chiarimento riguardo alle modalità di applicazione delle

²⁵ Per informazioni sulla strategia dell'Eurosistema per il contante (Banca centrale europea, 2025), cfr. il sito Internet della BCE. Le discussioni relative a un eventuale euro digitale spesso riconoscono tale dualismo, stabilendo che una valuta digitale di banca centrale affiancherebbe il contante, anziché sostituirlo.

norme sul corso legale, ovvero se ai negozianti o ai servizi pubblici sia concesso di adottare modelli basati esclusivamente su carta²⁶. I dati relativi all'utilizzo del contante da parte dei più giovani indicano parimenti che le iniziative di inclusione e di educazione finanziaria potrebbero ancora trarre beneficio della compresenza, oltre agli strumenti digitali, anche del denaro fisico. Da ultimo, il fatto che le famiglie continuano a detenere contante come attività sicura, anche se infruttifera, è da tenere a mente ai fini del dibattito sulla politica monetaria e dei pagamenti (cfr. Faella e Zamora-Pérez, 2025).

5 Osservazioni conclusive

Le evidenze tratte da tre edizioni dell'indagine SPACE e dal modello interpretativo basato su età, periodo e coorte del presente articolo offrono nuovi risultati riguardo all'evoluzione dell'utilizzo del contante (a fini transattivi e come riserva di valore) e alla sua importanza percepita. Le tendenze complessive, come la digitalizzazione o un'aumentata percezione dell'importanza del contante, nonché eventi una tantum come la pandemia, possono alterare in modo significativo il comportamento delle persone. Inoltre, gli effetti legati all'età e le dinamiche del ciclo vitale di specifiche generazioni sono cruciali per comprendere l'evoluzione dell'utilizzo del contante e la relativa percezione. L'impennata temporanea dell'accumulo di contante durante la pandemia mostra come le preferenze o le percezioni di lungo periodo possano, in determinate condizioni, manifestarsi in modo marcato.

Un aspetto importante di cui tener conto per comprendere la domanda di contante presente e futura risiede nel fatto che il contante assolve a molteplici funzioni, e la sua utilità varia notevolmente a seconda della fascia di età.

Se da un lato la digitalizzazione dei pagamenti in atto sta riducendo il volume delle operazioni in contanti, dall'altro il contante evidenzia al contempo oscillazioni prolungate, e determinate dal periodo, nella percezione crescente della sua importanza e nel suo ruolo di riserva di valore. Le previsioni di 20 anni fa riguardo alla sostituzione rapida o completa del contante non si sono ancora concretizzate, in parte perché queste non consideravano le diverse modalità con cui il contante avrebbe continuato a essere di utilità per le persone. Nel presente articolo viene mostrato che tutti questi indicatori delle preferenze per il contante mostrano andamenti per fasce di età peculiari, in grado di contribuire a una migliore comprensione del grado di persistenza dell'utilizzo del contante nelle diverse funzioni.

Ad esempio, l'elevato utilizzo del contante da parte dei più giovani suggerisce che le nuove generazioni potrebbero continuare a trovarlo utile quando entrano nel mercato del lavoro, sebbene anche gli effetti dell'invecchiamento demografico dovrebbero essere presi in considerazione. In particolare, i soggetti

²⁶ Cfr. Zamora-Pérez (2022) riguardo a come l'Eurosistema monitora l'accesso al contante. In passato, la BCE si è pronunciata sulle politiche nazionali, considerandole sproporzionate a causa di un potenziale impatto avverso sul sistema dei pagamenti in contanti (cfr. i casi di Grecia [CON/2019/39] o Spagna [CON/2019/4] relativi ai limiti sui pagamenti in contanti. Cfr. anche la proposta di regolamento relativo al corso legale del contante in euro [COM (2023) 364]).

più giovani ricorrono al contante per tutte e tre le sue funzioni: mostrano un uso medio per finalità transattive, si distinguono per il possesso di contante a fini precauzionali ed esprimono una forte opinione a favore della sua importanza. Ciò indica che il contante è considerato utile nelle prime fasi dell'indipendenza finanziaria. Allo stesso tempo, è possibile che il maggior volume di operazioni in contanti osservato tra le generazioni più anziane nella popolazione dell'area dell'euro soggetta a invecchiamento sia una tendenza che si oppone alla velocità della digitalizzazione. Anche se ogni coorte dovesse andare in pensione con un'intensità di utilizzo del contante inferiore a quella precedente (effetto di periodo), considerazioni demografiche (effetti di età) potrebbero comportare un rallentamento, anziché un'accelerazione, del calo aggregato. Tutto ciò solleva ulteriori dubbi sulla posizione massimalista secondo la quale ci si attende un netto calo dell'utilizzo del contante negli anni a venire.

Un orientamento prudente della politica dei pagamenti deve comprendere l'utilità che il contante apporta alla società e programmare una lunga fase di coesistenza, che preveda la circolazione di banconote e monete metalliche assieme a metodi di pagamento elettronici, fisici e online. Oltre agli innegabili benefici della digitalizzazione e del suo potenziale per migliorare l'inclusione finanziaria, le politiche o le strategie di settore che limitano indebitamente l'accesso al contante o ne rendono più oneroso l'utilizzo rischiano di penalizzare settori di popolazione e indeboliscono la resilienza del sistema; per converso, ignorare il progresso digitale comporterebbe mancati guadagni di efficienza. Strategie equilibrate che salvaguardino l'infrastruttura fondamentale del contante e incoraggino le opzioni digitali competitive, pur continuando a prestare attenzione alla diversità demografica, renderanno un servizio migliore all'area dell'euro con l'evolversi delle abitudini di pagamento.

Riferimenti bibliografici

Agenzia dell'Unione europea per la cibersicurezza (ENISA, 2024), "[2024 Report on the State of the Cybersecurity in the Union](#)", *ENISA Reports*, ENISA, dicembre.

Alvarez, F. e Argente, D. (2022), "On the Effects of the Availability of Means of Payments: The Case of Uber", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 137, n. 3, agosto, pagg. 1737-1789.

Alvarez, F. et al. (2022), "Cash: A blessing or a curse?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 125, gennaio, pagg. 85-128.

Bagnall, J. et al. (2016), "Consumer Cash Usage: A Cross-Country Comparison with Payment Diary Survey Data", *International Journal of Central Banking*, vol.12, n. 4, dicembre, pagg. 1-61.

Banca centrale europea (2024a), [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area \(SPACE\)](#), dicembre.

Banca centrale europea (2024b), [Use of cash by companies in the euro area](#), settembre.

Banca centrale europea (2025), [“Strategia dell’Eurosistema per il contante”](#).

Brown, M. et al. (2022), “The Convenience of Electronic Payments and Consumer Cash Demand”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 130, settembre, pagg. 86-102.

Chodorow-Reich, G. et al. (2020), “Cash and the Economy: Evidence from India’s Demonetization”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n. 1, febbraio, pagg. 57-103.

Eurostat (2024), [“Age of leaving the parental home steady in 2023”](#), 30 settembre.

Eurostat (2025), [“Population structure and ageing”](#), *Statistics Explained*, Eurostat.

Faella, F. e Zamora-Pérez, A. (2025), *Keep calm and carry cash: Lessons on the unique role of physical currency across four crises*, nel numero 6/2025 di questo Bollettino, di prossima pubblicazione.

Lagos, R. e Zhang, S. (2022), “The Limits of ONETARY ECONOMICS: On Money as a Constraint on Market Power”, *Econometrica*, vol. 90, n. 3, maggio, pagg. 1177-1204.

Luo, L. e Hodges, J.S (2022), “The age-period-cohort-interaction model for describing and investigating inter-cohort deviations and intra-cohort life-course dynamics”, *Sociological Methods & Research*, vol. 51, n. 3, agosto, pagg. 1164-1210.

Nocciola, L. e Zamora-Pérez, A. (2024), [“Transactional demand for central bank digital currency”](#), *Working Paper Series*, n. 2926, BCE, aprile.

Ryder, N. B. (1985) “The Cohort as a Concept in the Study of Social Change”, in Mason, W.M. e Fienberg, S.E. (a cura di), *Cohort Analysis in Social Research*, Springer, New York, NY, pagg. 9-44.

Shy, O. (2023), “Cash is alive: How economists explain holding and use of cash”, *Journal of Economic Literature*, vol. 61, n. 4, dicembre, pagg. 1465-1520.

Sveriges Riksbank (2020), [“Why are people in Sweden no longer using cash?”](#), *Payments in Sweden 2020*, 29 ottobre.

Sveriges Riksbank (2025), [“Introduce obligation to accept cash and strengthen banks’ responsibility for cash”](#), comunicato stampa, 19 maggio.

Sveriges Riksdag (2023), [“Lag \(2010:751\) om betaltjänster”](#) (disponibile solo in svedese).

Tamele, B. et al. (2021), [“Catch me \(if you can\): assessing the risk of SARS-CoV-2 transmission via euro cash”](#), *Occasional Paper Series*, n. 259, BCE, luglio.

Van der Crujisen, C., Hernandez, L. e Jonker, N. (2016), “In love with the debit card but still married to cash”, *Applied Economics*, vol. 49, n. 30, 15 novembre, pagg. 2989-3004.

Van der Crujssen, C. e Reijerink, J. (2024), "Uncovering the digital payment divide: Understanding the importance of cash for groups at risk", *The Journal of Consumer Affairs*, vol. 58, n. 2, estate, pagg. 486-505.

Yang, Y. e Land, K.C. (2013), *Age-Period-Cohort Analysis: New Models, Methods, and Empirical Applications*, Chapman and Hall/CRC, New York.

Zamora-Pérez, A. (2021), *Il paradosso delle banconote: comprendere le domanda di contante al di là dell'uso a fini transattivi*, articolo 3 nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

Zamora-Pérez, A. (2022), *Assicurare la libertà di scelta nell'utilizzo degli strumenti di pagamento: l'accesso al contante nell'area dell'euro*, articolo 2 nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

Zamora-Pérez, A., Marini, A. e Honkkila, J., (2024), *Esiste un divario digitale nei pagamenti? Comprendere le ragioni per cui il contante continua a essere importante per molte persone*, articolo 2 nel numero 2/2024 di questo Bollettino.