



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 6 / 2025



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	2
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	7
2 Attività economica	13
3 Prezzi e costi	21
4 Andamenti del mercato finanziario	28
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	34
6 Andamenti della finanza pubblica	40
Riquadri	44
1 Quanto è vulnerabile l'area dell'euro alle restrizioni sulle esportazioni cinesi di terre rare?	44
2 Aspettative e comportamenti dei consumatori durante le recenti tensioni commerciali	51
3 Manifattura e servizi a confronto: il ruolo dell'anticipazione degli scambi e dell'incertezza nei recenti andamenti	56
4 I lavoratori accetterebbero riduzioni salariali in cambio della flessibilità del lavoro da remoto?	61
5 Monitoraggio dell'attenzione rivolta all'inflazione nelle notizie	66
6 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 23 aprile al 29 luglio 2025	73
Articoli	79
1 Impatti macroeconomici di una maggiore spesa per la difesa: una valutazione basata su modelli	79
Riquadro 1 Moltiplicatori fiscali della spesa per la difesa: una breve rassegna della letteratura empirica	95
2 Keep calm and carry cash: indicazioni tratte da quattro crisi sul ruolo unico della moneta fisica	100
Statistiche	S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

Nella riunione dell'11 settembre 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. L'inflazione si attesta attualmente intorno all'obiettivo di medio termine del 2 per cento e la valutazione delle prospettive di inflazione condotta dal Consiglio resta pressoché invariata.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE tracciano un quadro dell'inflazione simile a quello dell'esercizio previsivo di giugno. Ne emerge che l'inflazione complessiva si collocherebbe in media al 2,1 per cento nel 2025, all'1,7 nel 2026 e all'1,9 nel 2027; l'inflazione al netto delle componenti energetica e alimentare si porterebbe in media al 2,4 per cento nel 2025, all'1,9 nel 2026 e all'1,8 nel 2027. L'economia dovrebbe crescere dell'1,2 per cento nel 2025, con una correzione al rialzo rispetto allo 0,9 atteso a giugno. La crescita prevista per il 2026 risulta ora lievemente inferiore, all'1,0 per cento, mentre per il 2027 resta invariata, all'1,3 per cento.

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

L'economia è cresciuta dello 0,7 per cento in termini cumulati nel primo semestre del 2025, grazie alla tenuta della domanda interna. Con riferimento ai trimestri, l'espansione è stata più forte nel primo e più debole nel secondo, riflettendo in parte un'anticipazione iniziale degli scambi internazionali in vista degli attesi incrementi dei dazi e poi un'inversione di tale effetto.

Gli indicatori delle indagini congiunturali suggeriscono che sia il settore manifatturiero sia quello dei servizi continuano a crescere, segnalando una certa dinamica di fondo positiva nell'economia. Malgrado l'indebolimento della domanda di manodopera, il mercato del lavoro rimane un elemento di forza, con un tasso di disoccupazione pari al 6,2 per cento a luglio 2025. Nel corso del tempo ciò dovrebbe stimolare la spesa per consumi, specialmente se, come previsto dalle proiezioni di

settembre 2025, si ridurrà la quota di reddito destinata al risparmio. La spesa per consumi e gli investimenti dovrebbero beneficiare della trasmissione delle passate riduzioni dei tassi di interesse decise dal Consiglio direttivo alle condizioni di finanziamento. Gli investimenti sarebbero inoltre sostenuti dalla considerevole spesa pubblica per le infrastrutture e la difesa.

I dazi commerciali e la connessa incertezza hanno contribuito alle forti oscillazioni dell'attività economica nella prima metà del 2025, con effetti di anticipazione, in particolare in Irlanda. Il venir meno di questi fattori nella seconda metà dell'anno dovrebbe determinare ulteriore volatilità, tale da confondere i segnali sulla dinamica di fondo dell'economia dell'area dell'euro. Di fatto, se non si considera la volatilità derivante dalle oscillazioni dei dati irlandesi, la crescita economica nel resto dell'area è stata più stabile e dovrebbe rimanere tale nella seconda metà dell'anno.

Pur comportando un incremento dei dazi sulle esportazioni dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti, il nuovo accordo sugli scambi USA-UE ha contribuito a ridurre l'incertezza in materia di politiche commerciali. L'impatto complessivo del mutato contesto delle politiche a livello globale si rivelerà con chiarezza solo nel corso del tempo. Più avanti nell'orizzonte temporale di riferimento la crescita economica dell'area dovrebbe rafforzarsi, sostenuta da diversi fattori. L'aumento dei salari reali e dell'occupazione, unitamente ai nuovi stanziamenti pubblici per infrastrutture e difesa, soprattutto in Germania, dovrebbe stimolare la domanda interna dell'area. Inoltre, anche le condizioni di finanziamento meno restrittive, che riflettono principalmente le recenti decisioni di politica monetaria, e la ripresa della domanda estera nel 2027 dovrebbero sostenere le prospettive di crescita.

Il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali sarebbe pari all'1,2 per cento nel 2025, all'1,0 nel 2026 e all'1,3 nel 2027. Rispetto alle proiezioni condotte lo scorso giugno, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste al rialzo di 0,3 punti percentuali per il 2025, di riflesso a dati più recenti superiori alle attese e a un effetto di trascinamento derivante da revisioni dei dati storici. Si ritiene che i dati diversi dal previsto saranno solo in parte compensati nella seconda metà dell'anno, in quanto non tutti riguardano l'anticipazione dell'attività superiore a quanto ipotizzato in precedenza. L'apprezzamento dell'euro e la maggiore debolezza della domanda estera (in parte riconducibile a un livello dei dazi lievemente superiore rispetto a quanto ipotizzato nelle proiezioni di giugno) hanno determinato una revisione al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2026. La proiezione per il 2027 rimane invariata.

Nell'attuale panorama geopolitico il Consiglio direttivo ritiene essenziale rafforzare tempestivamente 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. A un anno dalla pubblicazione della relazione di Mario Draghi sul futuro della competitività europea, resta fondamentale dare seguito alle sue raccomandazioni con ulteriori interventi concreti e accelerarne l'attuazione, in linea con il piano di azione della Commissione europea. 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 d'importanza cruciale completare l'unione del risparmio e degli investimenti e l'unione bancaria,

secondo una tabella di marcia ambiziosa, nonché definire in tempi rapidi il quadro legislativo per la possibile introduzione di un euro digitale.

Inflazione

L'inflazione sui dodici mesi resta prossima all'obiettivo del Consiglio direttivo, attestandosi al 2,1 per cento ad agosto 2025, dal 2,0 di luglio. L'inflazione dell'energia è stata pari al -1,9 per cento, dopo il -2,4 di luglio, mentre quella dei beni alimentari è diminuita al 3,2 per cento, dal 3,3. L'inflazione al netto di queste due componenti si è mantenuta costante al 2,3 per cento. Quanto ai servizi, è scesa lievemente al 3,1 per cento, dal 3,2 di luglio, ed è rimasta invariata allo 0,8 per cento per i beni.

Gli indicatori dell'inflazione di fondo restano coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. La crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per dipendente si è ridotta al 3,9 per cento nel secondo trimestre, dal 4,0 del trimestre precedente e dal 4,8 del secondo trimestre del 2024. Gli indicatori prospettici, compresi l'indice salariale della BCE e le indagini sulle aspettative relative ai salari, segnalano un'ulteriore moderazione della dinamica delle retribuzioni. Insieme agli incrementi di produttività, ciò concorrerà a contenere le pressioni interne sui prezzi, anche a fronte della ripresa dei profitti dai bassi livelli.

Per quanto riguarda l'inflazione, le nuove proiezioni elaborate dagli esperti della BCE delineano uno scenario comparabile con quello dell'esercizio dello scorso giugno. L'inflazione complessiva, misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), non evidenzerebbe alcuna tendenza significativa nel resto del 2025, mantenendosi attorno al 2 per cento, per poi scendere all'1,7 in media nel 2026 e quindi risalire all'1,9 nel 2027. La diminuzione prospettata per il 2026 riflette un ulteriore graduale calo delle componenti diverse dall'energia, mentre l'inflazione dei beni energetici dovrebbe confermarsi volatile, mostrando tuttavia una tendenza al rialzo nell'orizzonte di proiezione, in parte per effetto dell'avvio nel 2027 del nuovo sistema dell'UE per lo scambio di quote di emissione (Emissions Trading System 2). Per quanto riguarda la componente dei beni alimentari, ci si attende che l'inflazione resti inizialmente elevata, per la trasmissione degli effetti ritardati dei passati rincari delle materie prime alimentari sui mercati internazionali, per poi scendere su livelli lievemente superiori al 2 per cento nel 2026 e nel 2027.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare dovrebbe diminuire dal 2,4 per cento nel 2025 all'1,9 nel 2026 e all'1,8 nel 2027, grazie all'attenuarsi delle pressioni salariali, alla moderazione dell'inflazione relativa ai servizi e al progressivo effetto dell'apprezzamento dell'euro che si trasmetterà lungo la catena di formazione dei prezzi, frenando l'inflazione dei beni. Il rallentamento della dinamica delle retribuzioni, dato il recupero delle passate perdite salariali reali, unitamente a una ripresa della crescita della produttività, dovrebbe determinare una significativa decelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto.

Rispetto alle proiezioni di giugno 2025, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali sia per il 2025 sia per il 2026. La correzione è riconducibile all'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche, realizzati e stimati, nonché agli effetti ritardati dei rincari delle materie prime alimentari a livello mondiale, che hanno più che compensato gli effetti dell'apprezzamento dell'euro. Si ritiene che nel 2027 prevarranno gli effetti ritardati di tale apprezzamento, con una conseguente revisione al ribasso di 0,1 punti percentuali.

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 sono divenuti più equilibrati. Sebbene i recenti accordi sugli scambi abbiano ridotto l'incertezza, un nuovo peggioramento delle relazioni commerciali potrebbe ulteriormente 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, maggiore avversione al rischio e un indebolimento della crescita. 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 incremento della spesa per difesa e infrastrutture superiore alle attese, insieme a riforme volte a sostenere la produttività, darebbe un contributo alla crescita. Un rafforzamento della fiducia delle imprese potrebbe stimolare gli investimenti privati. Anche l'attenuarsi delle tensioni geopolitiche o una risoluzione più rapida del previsto delle rimanenti controversie commerciali potrebbe migliorare il clima di fiducia e stimolare l'attività.

Le prospettive di inflazione restano più incerte del consueto, per effetto dello scenario tuttora variabile delle politiche commerciali a livello mondiale. Un rafforzamento dell'euro potrebbe ridurre l'inflazione oltre le attese. Inoltre, l'inflazione potrebbe risultare inferiore qualora un incremento dei dazi inducesse una minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro e un ulteriore aumento delle esportazioni verso l'area da parte di 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 svoltasi a luglio 2025 i tassi di mercato a breve termine sono aumentati, mentre quelli a più lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati. Tuttavia, le passate riduzioni dei tassi di interesse stabilite dal Consiglio direttivo hanno continuato a rendere meno oneroso l'indebitamento societario a luglio. Nello stesso mese il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti alle imprese è diminuito al 3,5 per cento, dal 3,6 di giugno. Il costo dell'emissione di titoli di debito sul mercato è rimasto invariato, al 3,5 per cento. I prestiti alle imprese sono aumentati del 2,8 per cento, in misura lievemente superiore rispetto a giugno, mentre il tasso di crescita dell'emissione di obbligazioni societarie è salito al 4,1 per cento, dal 3,4. Il tasso di interesse medio sui nuovi mutui ipotecari si è mantenuto al 3,3 per cento anche a luglio, mentre l'incremento dei mutui si è portato al 2,4 per cento, dal 2,2.

Decisioni di politica monetaria

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

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

Conclusioni

Nella riunione dell'11 settembre 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'attività economica mondiale dovrebbe rimanere stabile seppur contenuta nel breve periodo, a seguito di una crescita superiore alle attese nella prima metà del 2025, che probabilmente non si protrarrà. La crescita delle importazioni a livello mondiale dovrebbe ridursi, in quanto si prevede l'esaurimento dell'impennata legata all'anticipo degli scambi osservata all'inizio dell'anno in previsione degli aumenti dei dazi. L'aumento dei dazi statunitensi e il livello ancora elevato di incertezza stanno rimodellando i flussi commerciali internazionali e costituiscono un rischio per la logistica, sebbene le pressioni lungo le catene di approvvigionamento mondiali sembrano finora contenute. Il processo di disinflazione sembra essersi arrestato in alcune economie avanzate, con un rinnovato slancio dell'inflazione di fondo relativa ai beni, in particolare negli Stati Uniti. In tale contesto, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE prevedono un indebolimento delle prospettive della crescita mondiale nel periodo a venire. Tuttavia, il rallentamento dell'attività mondiale dovrebbe essere meno marcato rispetto a quanto previsto nelle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema, riflettendo dati migliori del previsto, mentre l'espansione fiscale negli Stati Uniti, l'attenuarsi dell'incertezza relativa alle politiche commerciali e l'allentamento delle condizioni finanziarie internazionali dovrebbero attutire l'impatto dei dazi annunciati di recente. Nell'orizzonte temporale di proiezione l'inflazione complessiva misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) dovrebbe diminuire a livello mondiale, nonostante sia previsto un aumento negli Stati Uniti nel 2026, dovuto ai dazi, all'espansione fiscale e al deprezzamento del dollaro.

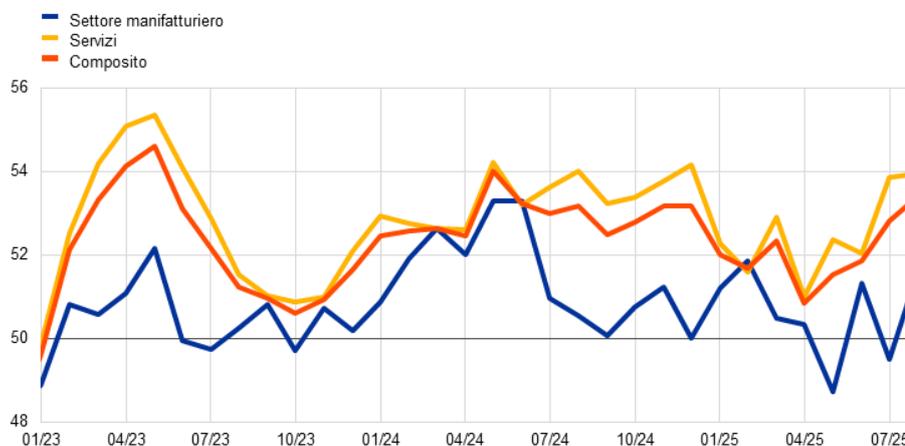
Nel breve periodo la crescita a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro)

dovrebbe rimanere contenuta ma stabile. Nel secondo trimestre il PIL mondiale è aumentato dello 0,9 per cento sul periodo precedente, dallo 0,7 registrato nel primo trimestre. Sebbene l'attività abbia sorpreso al rialzo nelle principali economie, come gli Stati Uniti e la Cina, essa ha rispecchiato ampie oscillazioni delle esportazioni nette e delle scorte piuttosto che la solidità di fondo dell'economia mondiale. Tali distorsioni legate all'anticipazione degli scambi, dovute a comportamenti precauzionali di imprese e consumatori in previsione dell'introduzione dei dazi, dovrebbero gradualmente venir meno, per cui è improbabile che lo stimolo che hanno temporaneamente fornito all'attività si protragga nella seconda metà dell'anno. Tale valutazione trova conferma nei dati recenti: il modello elaborato dagli esperti della BCE per la stima a brevissimo termine segnala una crescita del PIL in termini reali più debole nel terzo trimestre. Ad agosto l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è migliorato, sostenuto dal settore manifatturiero, che è uscito dal territorio di contrazione collocandosi a 51,6, mentre nel settore dei servizi è rimasto sostanzialmente stabile a 54,0 (cfr. il grafico 1).

Grafico 1

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

(indici di diffusione)



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

In prospettiva, la crescita mondiale dovrebbe indebolirsi, sebbene in misura minore rispetto a quanto previsto nelle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema.

La crescita mondiale dovrebbe rallentare nell'orizzonte temporale di proiezione, attestandosi al di sotto della sua media precedente la pandemia (3,6 per cento), perché i dazi e l'incertezza politica gravano sui consumi ed erodono le prospettive di investimento. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE, il PIL mondiale in termini reali dovrebbe collocarsi al 3,3 per cento nel 2025 (in calo dal 3,6 del 2024), scendere ulteriormente al 3,1 per cento nel 2026, per poi risalire in misura modesta, al 3,3 per cento, nel 2027¹. Sebbene nel secondo trimestre del 2025 la crescita del PIL in termini reali abbia sorpreso al rialzo nelle principali economie (ad esempio negli Stati Uniti, in Cina e nel Regno Unito), i recenti dati economici indicano un rallentamento dell'attività nella seconda metà dell'anno, in particolare in presenza di un indebolimento della domanda di lavoro negli Stati Uniti e di un rallentamento delle vendite al dettaglio e degli investimenti in Cina. I rischi per le prospettive mondiali restano orientati al ribasso, poiché un nuovo inasprimento della guerra commerciale potrebbe frenare l'attività. Inoltre, i timori sulla sostenibilità dei conti pubblici nelle grandi economie avanzate potrebbero innescare un'eccessiva volatilità nei mercati finanziari e ricadute negative a livello mondiale. L'aspetto positivo è che il buon esito dei negoziati commerciali, in particolare tra Stati Uniti e Cina, potrebbe scongiurare un notevole inasprimento dei dazi e contribuire a ridurre l'incertezza sul piano delle politiche economiche a livello internazionale.

Nonostante l'apparente tenuta nella prima metà del 2025, la dinamica del commercio mondiale dovrebbe indebolirsi in un contesto caratterizzato da dazi più elevati e persistente incertezza relativa alle politiche commerciali.

Nel secondo trimestre il commercio mondiale ha subito un rallentamento e dovrebbe

¹ Per ulteriori dettagli, cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2025](#), pubblicate sul sito Internet della BCE l'11 settembre 2025.

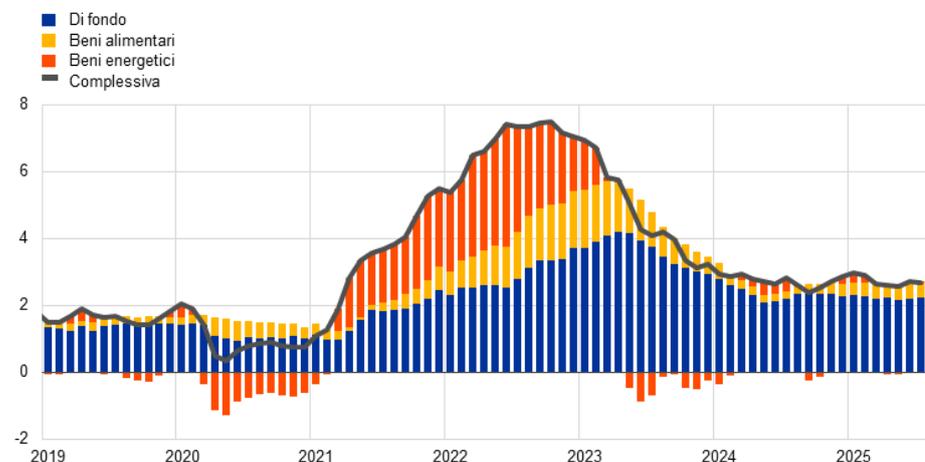
diminuire ulteriormente, compensando il forte aumento osservato nel primo trimestre. L'indice della BCE relativo al commercio, basato su recenti indicatori ad alta frequenza, segnala dinamiche commerciali modeste nel terzo trimestre, con uno slancio che è rimasto negativo a luglio e ad agosto. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE, le importazioni a livello mondiale dovrebbero diminuire significativamente, dal 4,2 per cento del 2024 al 2,8 nel 2025 e all'1,5 nel 2026, per poi risalire al 3,1 per cento nel 2027. Il brusco rallentamento previsto riflette il venir meno della precedente anticipazione degli scambi, l'impatto dei dazi e l'elevata incertezza relativa alle politiche commerciali, che frena gli investimenti, determinando una composizione della domanda mondiale caratterizzata da una minore intensità di scambi. Considerato che ci si attende una ripresa delle importazioni statunitensi dopo una contrazione nel 2026, l'interscambio mondiale dovrebbe lievemente espandersi nel 2027, sebbene a un ritmo inferiore rispetto alla crescita del PIL mondiale in termini reali. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema, la crescita delle importazioni mondiali è stata rivista al ribasso, principalmente a causa dell'introduzione dei nuovi dazi, corroborata da una rivalutazione al ribasso dell'intensità della crescita delle importazioni in Cina. Infine, se da un lato i dazi possono rappresentare una sfida per la logistica, dall'altro, le pressioni su larga scala lungo le catene di approvvigionamento mondiali sono attualmente contenute. Alcuni segnali di tensione sono visibili in settori come quello dell'alluminio, dell'acciaio e dei tessuti, sebbene rimangano di gran lunga inferiori rispetto alle turbative osservate nel periodo successivo alla pandemia.

A luglio l'inflazione complessiva nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è rimasta al di sopra del 2 per cento e quella di fondo è lievemente aumentata. Escludendo la Turchia, a luglio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC nei paesi dell'OCSE è rimasta stabile al 2,7 per cento (cfr. il grafico 2). Mentre l'inflazione dei beni energetici e alimentari è diminuita a luglio (di 0,6 punti percentuali rispetto a giugno, attestandosi allo 0,2 per cento per i beni energetici, e di 0,1 punti percentuali, attestandosi al 3,4 per cento per i beni alimentari), l'inflazione di fondo è aumentata lievemente al 3,1 per cento, dal 3,0 registrato sia a maggio sia a giugno. In prospettiva, 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 luglio 2025.

L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC in un ampio gruppo di economie avanzate e mercati emergenti dovrebbe segnare un'ulteriore moderazione nell'orizzonte temporale di proiezione, nonostante le spinte inflazionistiche negli Stati Uniti. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche

formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione è stata rivista lievemente al ribasso per il 2025 nelle grandi economie, come gli Stati Uniti, la Cina e l'India, a causa dei dati inferiori alle attese osservati nel secondo trimestre. Per contro, le proiezioni sull'inflazione in un ampio gruppo di economie avanzate e mercati emergenti sono state riviste al rialzo per il 2026, giacché l'aumento dei dazi e l'espansione fiscale dovrebbero acuire le pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti. Ciò riflette in parte anche una trasmissione ritardata dei dazi, in quanto essi hanno inciso prevalentemente sui beni situati a monte nelle catene di approvvigionamento e la precedente anticipazione degli scambi ha consentito alle imprese di accumulare scorte di beni soggetti a dazi. A livello mondiale, la revisione al rialzo dell'inflazione complessiva misurata sull'IPC negli Stati Uniti nel 2026 è in parte compensata da revisioni al ribasso nelle economie emergenti, riflettendo in particolare la dinamica inflazionistica inferiore alle attese in Cina e in India. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE, l'indice mondiale composito dell'inflazione complessiva misurata sull'IPC nelle economie avanzate e in quelle emergenti dovrebbe diminuire dal 4,0 per cento nel 2024 al 3,2 nel 2025, per poi scendere ulteriormente al 2,9 per cento nel 2026 e al 2,5 nel 2027².

I prezzi del petrolio sono aumentati a causa delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, mentre i prezzi del gas sono diminuiti in seguito ai colloqui di pace tra Russia e Ucraina. Nel periodo in esame (dal 5 giugno al 10 settembre),

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

i prezzi del petrolio sono aumentati dell'1,4 per cento, sospinti da un forte aumento a seguito degli attacchi israeliani e statunitensi in Iran a metà giugno. L'incremento iniziale, tuttavia, si è in parte riassorbito, essendo diminuito il rischio di un ulteriore acuirsi delle tensioni. Ulteriori pressioni al ribasso sono state determinate da due decisioni successive dell'OPEC+ di aumentare la produzione petrolifera, annullando i tagli alla produzione di 2,2 milioni di barili al giorno stabiliti dal cartello a novembre 2023 a un ritmo che ha colto di sorpresa i mercati. I prezzi del gas in Europa hanno inizialmente risentito delle pressioni derivanti dall'abbondante offerta di gas naturale liquefatto e dalla modesta domanda interna, che hanno consentito di mantenere lo stoccaggio del gas in linea con il conseguimento dei livelli adeguati in vista del prossimo inverno. I prezzi sono ulteriormente scesi a seguito della ripresa dei colloqui di pace tra Russia e Ucraina, raggiungendo il livello più basso da oltre un anno e diminuendo del 14,6 per cento nel periodo in esame. Le quotazioni dei metalli sono aumentate dell'1 per cento, trainate dal rame, in quanto i mercati hanno anticipato l'introduzione dei dazi statunitensi su tale materia prima. Tuttavia, i guadagni iniziali sono stati in seguito parzialmente riassorbiti dopo che gli Stati Uniti hanno escluso, inaspettatamente, il rame raffinato da tali misure, imponendo i dazi solo sui prodotti semilavorati. I prezzi dei beni alimentari sono diminuiti del 7,7 per cento, principalmente a causa del calo dei prezzi del cacao, interessati da andamenti volatili nel periodo in esame legati alle condizioni meteorologiche.

Negli Stati Uniti le componenti di fondo del PIL (consumi privati e investimenti) hanno subito un rallentamento nella prima metà del 2025, mentre l'inflazione è aumentata in parte per effetto dei dazi. Sebbene nel secondo trimestre il PIL in termini reali abbia segnato una ripresa dello 0,7 per cento sul periodo precedente (dopo una contrazione dello 0,1 per cento del PIL nel trimestre precedente), la sua crescita è stata trainata dal forte contributo dell'interscambio netto e dal calo delle scorte, che hanno ampiamente compensato le precedenti dinamiche commerciali legate ai dazi. Per contro, le vendite finali in termini reali agli acquirenti privati nazionali (esclusa la spesa pubblica, l'interscambio netto e le scorte) hanno continuato a rallentare nel secondo trimestre. Nella seconda metà dell'anno l'attività dovrebbe diminuire, poiché i dazi, il debole clima di fiducia e il rallentamento della crescita del reddito disponibile reale gravano su consumi e investimenti. Ciò è in linea con i segnali di indebolimento della domanda di lavoro, poiché i dati sull'occupazione nel settore non agricolo sono stati inferiori alle aspettative a luglio e ad agosto, con revisioni al ribasso significative anche per i mesi precedenti. In termini nominali, a luglio l'inflazione complessiva misurata sulla spesa per consumi privati (SCP) è rimasta invariata al 2,6 per cento, mentre l'inflazione di fondo misurata sull'SCP è salita al 2,8 per cento (un aumento di 0,1 punti percentuali rispetto al mese precedente) in presenza di segnali che indicano che i dazi iniziano a trasmettersi ai prezzi dei beni considerati nel calcolo di tale inflazione, soprattutto nelle categorie strettamente legate alle importazioni soggette a dazi (ad esempio arredamento e articoli ricreativi). Sebbene i produttori e gli esercenti al dettaglio statunitensi siano attualmente in grado di assorbire la maggior parte degli incrementi dei dazi, utilizzando gli elevati utili societari e l'accumulo preventivo di scorte come meccanismi di protezione temporanei, la trasmissione dell'aumento dei dazi ai prezzi al consumo dovrebbe accentuarsi nel tempo. In tale contesto, e in presenza di pressioni inflazionistiche innescate dall'espansione fiscale statunitense e dal

deprezzamento del dollaro, le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE prevedono che l'inflazione complessiva misurata sull'IPC salga al 3,3 per cento nel 2026, segnando un notevole incremento dal 2,8 per cento del 2025. Nel discorso pronunciato a Jackson Hole il 22 agosto, il Presidente della Federal Reserve, Jerome Powell, ha riconosciuto che i rischi al ribasso per l'occupazione sono in aumento e ha osservato che il quadro complessivo dei rischi potrebbe giustificare l'adozione di misure di aggiustamento.

In Cina la crescita delle esportazioni ha continuato a evidenziare una buona tenuta, mentre la domanda interna si è ulteriormente indebolita. Nella prima metà del 2025 l'economia è rimasta sostanzialmente robusta in presenza di una forte crescita delle esportazioni, ma ha perso slancio nel terzo trimestre: i dati di luglio sulle vendite al dettaglio, sulla produzione industriale e sugli investimenti fissi sono stati tutti inferiori rispetto a quanto previsto. Ad eccezione dei settori sostenuti dalle politiche economiche, la domanda interna rimane contenuta, con una persistente debolezza del mercato degli immobili residenziali e una spesa per consumi modesta, se si escludono i beni sovvenzionati. Le esportazioni, tuttavia, hanno continuato a registrare risultati molto positivi a luglio e dovrebbero continuare a evidenziare una buona tenuta nel breve periodo, sostenute dalla proroga a novembre della sospensione dei dazi tra Stati Uniti e Cina. Le spinte inflazionistiche sono rimaste contenute a luglio, con i prezzi al consumo stabili allo 0,0 per cento sui dodici mesi (in calo di 0,1 punti percentuali rispetto al mese precedente) e i prezzi alla produzione in territorio fortemente negativo, al -3,6 per cento sui dodici mesi (invariati rispetto al mese precedente). Di conseguenza, a metà del 2025 le autorità hanno intensificato la campagna "anti-involuzione", introducendo misure più stringenti per contrastare la concorrenza sleale sui prezzi e l'eccesso di capacità, in particolare nei settori verdi, come quello dell'energia solare, delle batterie e dei veicoli elettrici. Tuttavia, non è chiaro se tali iniziative saranno sufficienti, in prospettiva, ad attenuare significativamente le pressioni deflazionistiche.

Nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali si è moderata nel secondo trimestre, mentre l'inflazione ha continuato ad aumentare. Nel secondo trimestre il prodotto è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente, facendo registrare un risultato superiore alle attese, seppure in calo rispetto al primo trimestre, quando l'attività era stata fortemente sostenuta dall'anticipazione della domanda in vista dell'introduzione dei dazi e delle misure fiscali. In prospettiva, l'attività dovrebbe rimanere moderata nel breve periodo, in un contesto caratterizzato da andamenti sfavorevoli a livello mondiale e dall'incertezza che circonda il documento di bilancio autunnale, con un clima di fiducia che potrebbe risentire degli incrementi fiscali previsti. A luglio l'inflazione complessiva sui dodici mesi è salita ulteriormente al 3,8 per cento (un aumento di 0,2 punti percentuali rispetto al mese precedente), sospinta dalla persistente inflazione dei servizi, riconducibile in larga misura al settore dei trasporti, in particolare per quanto riguarda le tariffe volatili dei trasporti aerei. L'inflazione dovrebbe raggiungere il livello massimo nel terzo trimestre, per effetto delle variazioni dei prezzi regolamentati dei beni energetici, per poi scendere gradualmente verso l'obiettivo. In tale contesto, ad agosto la Bank of England ha ridotto il tasso di riferimento di 25 punti base, portandolo al 4 per cento.

2 Attività economica

I dazi e la connessa incertezza hanno contribuito alle forti oscillazioni dell'attività economica nella prima metà del 2025, con anticipazione dell'attività, in particolare in Irlanda. Dopo la vigorosa dinamica registrata nel primo trimestre, quando ha raggiunto lo 0,6 per cento, la crescita del PIL in termini reali ha rallentato nel secondo, salendo dello 0,1 per cento sul periodo precedente. L'occupazione è aumentata dello 0,1 per cento nel secondo trimestre, allo stesso tasso del PIL. In un'ottica settoriale, il principale contributo alla crescita nel secondo trimestre è pervenuto dal comparto dei servizi, la cui espansione ha registrato un ritmo simile a quello del periodo precedente. Nel contempo, la crescita nell'industria ha rallentato rispetto al primo trimestre per il progressivo venir meno degli effetti di anticipazione, l'aumento dei dazi e l'ancora elevata incertezza connessa al contesto geopolitico e alle politiche commerciali. I dati ricavati dalle indagini forniscono segnali in qualche misura contrastanti, ma nel complesso indicano il protrarsi di una modesta espansione dell'attività nel terzo trimestre del 2025. L'incertezza, pur essendo diminuita dopo l'accordo commerciale tra Stati Uniti e UE, resta elevata nel confronto storico; ciò, assieme all'aumento dei dazi, al rafforzamento dell'euro e alla maggiore concorrenza mondiale, sta gravando sulle prospettive a breve termine, soprattutto per il settore manifatturiero. Allo stesso tempo, l'espansione dei servizi dovrebbe confermarsi la principale determinante della crescita, giacché i consumatori segnalano il protrarsi della spesa per servizi. Malgrado l'indebolimento, il mercato del lavoro rimane un elemento di forza. Nel corso del tempo la domanda interna dell'area dell'euro dovrebbe beneficiare dello stimolo fornito dall'aumento della spesa per consumi, specialmente se si ridurrà la quota di reddito destinata al risparmio, nonché dai nuovi investimenti pubblici per le infrastrutture e la difesa. Inoltre, anche le condizioni di finanziamento meno restrittive, connesse principalmente alle recenti decisioni di politica monetaria, dovrebbero sostenere una graduale ripresa.

Queste prospettive si riflettono nello scenario di base delle [proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE](#), che prevedono un tasso di incremento annuo del PIL in termini reali pari all'1,2 per cento nel 2025, all'1,0 nel 2026 e all'1,3 nel 2027. Rispetto alle proiezioni condotte lo scorso giugno dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste al rialzo di 0,3 punti percentuali per il 2025, di riflesso a dati più recenti superiori alle attese e a un effetto di trascinamento derivante da revisioni dei dati storici. Inoltre, l'apprezzamento dell'euro e la maggiore debolezza della domanda esterna hanno determinato una lieve revisione al ribasso, di 0,1 punti percentuali, della crescita del PIL per il 2026, mentre le prospettive per il 2027 sono rimaste invariate.

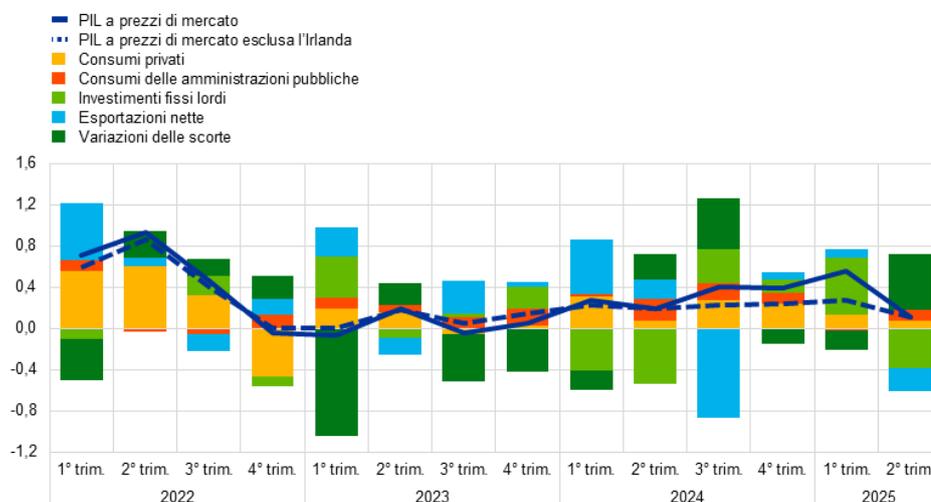
La crescita del PIL in termini reali ha subito un rallentamento nel secondo trimestre del 2025, in presenza di una persistente incertezza connessa al contesto geopolitico e alle politiche commerciali (cfr. il grafico 3). Dopo la vigorosa dinamica del primo trimestre, in parte riconducibile all'anticipazione delle esportazioni da parte delle imprese in vista dei previsti aumenti dei dazi, nel secondo trimestre la crescita del PIL si è moderata, aumentando dello 0,1 per cento sul

periodo precedente, di riflesso al venir meno di tali effetti (riguardo a come anticipazione e incertezza hanno influito sui recenti andamenti, cfr. il riquadro 3). Nonostante una maggiore volatilità negli ultimi due trimestri (in larga misura connessa all'impatto dei dati irlandesi), l'ultimo dato segna il settimo trimestre consecutivo di crescita positiva nell'area dell'euro. La moderata espansione registrata nel secondo trimestre dal PIL in termini reali dell'area dell'euro è stata sostenuta dai consumi privati e pubblici, nonché dalle variazioni delle scorte. Allo stesso tempo si è osservata una contrazione di esportazioni e investimenti, per questi ultimi a causa di un calo relativamente marcato degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, in ragione dell'andamento dei prodotti di proprietà intellettuale irlandesi. A fronte della mancata crescita delle importazioni, l'interscambio netto ha fornito un contributo negativo all'espansione nel secondo trimestre. In un'ottica settoriale, il principale apporto alla crescita è pervenuto dal settore dei servizi, la cui espansione ha registrato un ritmo simile a quello del periodo precedente. Nel contempo, la crescita nell'industria ha rallentato rispetto al primo trimestre, riflettendo il venir meno degli effetti di anticipazione e gli aumenti dei dazi. Inoltre, il valore aggiunto nel comparto delle costruzioni si è ridotto, compensando ampiamente il forte incremento osservato nel primo trimestre.

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.

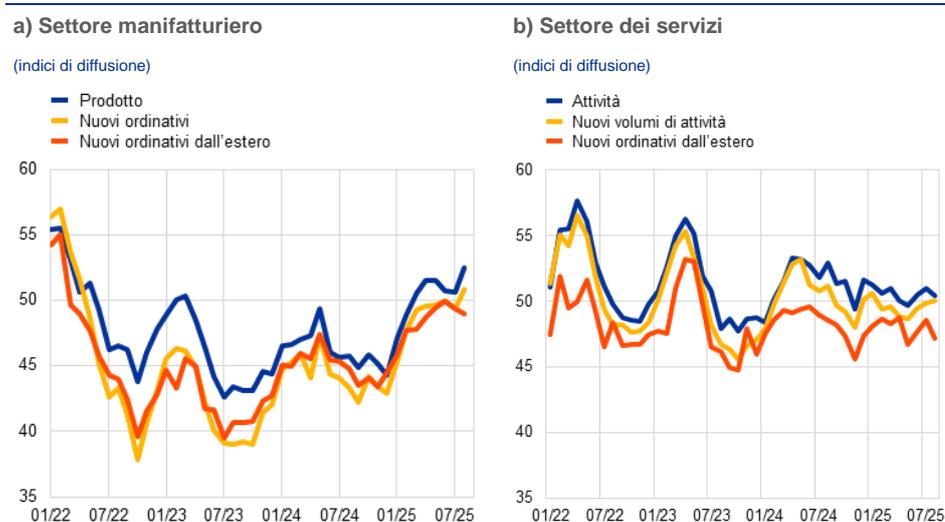
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2025.

I dati delle indagini forniscono segnali in qualche misura contrastanti, ma nel complesso indicano il protrarsi di una modesta espansione dell'attività nel terzo trimestre del 2025. L'incertezza ancora elevata, l'aumento dei dazi e il rafforzamento dell'euro stanno gravando sulle prospettive a breve termine. A luglio e agosto l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è aumentato, in media, a 51,0, da 50,4 nel secondo trimestre, mostrando deboli segnali di crescita, a un tasso analogo a quello del secondo trimestre. Benché si ritenga che la crescita nel settore dei servizi abbia subito un rallentamento, si prevede che tale settore continui a rappresentare la

principale determinante dell'espansione, primariamente in ragione delle sue dimensioni, maggiori rispetto al settore industriale. Nel contempo, l'attività nella manifattura, che all'inizio dell'anno si mostrava più vivace a causa dell'anticipazione delle esportazioni in vista dell'aumento dei dazi, dovrebbe essere più moderata nel breve periodo, sebbene i dati più aggiornati mostrino alcuni miglioramenti (cfr. il grafico 4). Il PMI relativo ai nuovi ordinativi fornisce un quadro analogo, con dinamiche complessivamente deboli. Tuttavia, tale indicatore, per sua natura più prospettico, mostra un miglioramento in qualche misura più contenuto fino al quarto trimestre dell'anno.

Grafico 4

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



Fonte: S&P Global Market Intelligence.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2025.

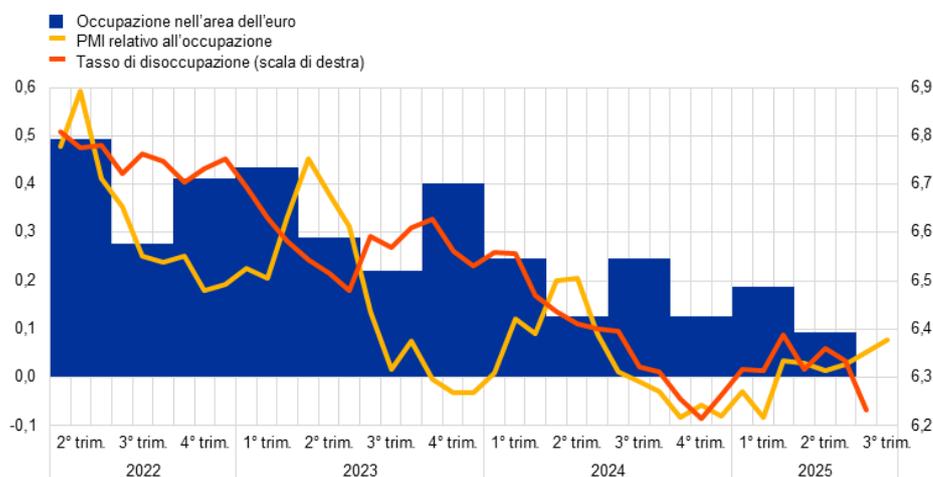
Nel secondo trimestre del 2025 l'occupazione è aumentata dello 0,1 per cento.

Dopo l'aumento pari allo 0,2 per cento, registrato nel primo trimestre del 2025, nel successivo periodo dell'anno la crescita dell'occupazione ha rallentato, collocandosi allo 0,1 per cento (cfr. il grafico 5). Tale andamento cela tendenze divergenti tra i paesi dell'area dell'euro. Tra le maggiori economie dell'area la crescita dell'occupazione è stata trainata principalmente dalla Spagna, mentre è rimasta in gran parte invariata o lievemente negativa in Germania, Francia e Italia. Al contempo, il tasso di disoccupazione dell'area è sceso al 6,2 per cento a luglio, confermandosi su un livello che dalla metà del 2024 non ha mostrato variazioni significative. La domanda di lavoro è diminuita ulteriormente e il tasso di posti vacanti si è ridotto al 2,3 per cento nel secondo trimestre, livello uguale a quello del quarto trimestre del 2019.

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 secondo trimestre del 2025 per l'occupazione nell'area dell'euro, ad agosto 2025 per il PMI relativo all'occupazione e a luglio 2025 per il tasso di disoccupazione.

Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro suggeriscono una crescita contenuta dell'occupazione nel terzo trimestre. Ad agosto l'indicatore PMI composito mensile relativo all'occupazione è aumentato a 50,8, da 50,5 a luglio, segnalando che nel terzo trimestre l'occupazione è cresciuta in misura contenuta. Nello stesso mese il PMI relativo all'occupazione nel settore dei servizi è salito a 51,2, da 50,9 di luglio, mentre ha registrato un calo quello per la manifattura, scendendo da 49,5 a 49,4.

La crescita dei consumi privati si è moderata nel secondo trimestre del 2025 e i risultati delle indagini indicano un lieve miglioramento dello slancio della spesa nel terzo trimestre. Nel secondo trimestre del 2025 i consumi privati sono aumentati dello 0,1 per cento sul periodo precedente (cfr. il pannello a) del grafico 6), dopo aver registrato un incremento dello 0,3 nel primo trimestre dell'anno. È proseguita l'espansione della spesa delle famiglie in servizi, mentre i consumi di beni hanno ristagnato, con un calo della spesa per beni non durevoli. I dati più recenti suggeriscono un miglioramento della dinamica della crescita della spesa delle famiglie nel breve periodo, con differenze che persistono tra i vari settori. Sebbene l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea rimanga modesto dopo la flessione di agosto, il suo livello medio per luglio e agosto è superiore a quello del secondo trimestre. A luglio il commercio al dettaglio ha registrato una flessione. Tuttavia, gli indicatori della Commissione europea sulle aspettative delle imprese per la domanda nel commercio al dettaglio e nei servizi destinati al consumo sono notevolmente migliorati dal secondo trimestre (cfr. il pannello a) del grafico 6), in linea con la ripresa dell'attività nei servizi di consumo (cfr. il riquadro 3). In linea con il miglioramento delle aspettative dei consumatori sugli acquisti di importo rilevante nei

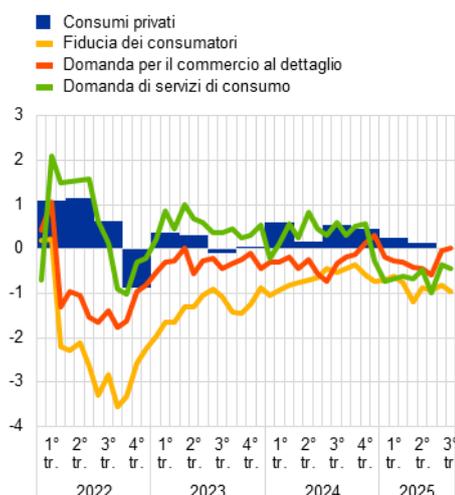
dodici mesi successivi osservato a luglio e agosto, anche l'ultima indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE indica che quelle sugli acquisti connessi alle vacanze rimangono elevate. In prospettiva, la crescita dei consumi dovrebbe continuare a beneficiare dei passati incrementi del potere d'acquisto, in un contesto caratterizzato da condizioni di finanziamento più favorevoli e da un notevole calo dell'incertezza delle famiglie in merito alla loro situazione finanziaria, dopo il picco raggiunto alla fine del 2022 (cfr. il pannello b) del grafico 6). Tuttavia, nonostante il miglioramento di agosto, il perdurare di un clima di elevata incertezza per le politiche economiche più generali, a causa degli andamenti mondiali, in particolare delle recenti tensioni commerciali, continuerà probabilmente a gravare sulla crescita dei consumi, in quanto le famiglie adeguano le proprie abitudini riducendo la spesa complessiva o rinunciando ad acquistare prodotti statunitensi (cfr. il riquadro 2).

Grafico 6

Consumi e fiducia delle famiglie, aspettative delle imprese; reddito disponibile e incertezza

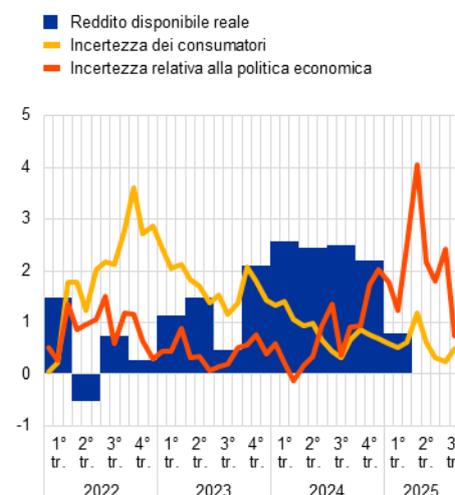
a) Spesa per consumi e fiducia, aspettative delle imprese

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; saldi percentuali standardizzati)



b) Reddito disponibile e incertezza

(variazioni percentuali sul trimestre corrispondente; saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: le aspettative delle imprese relative alla domanda nel commercio al dettaglio (esclusi gli autoveicoli) e la domanda di servizi destinati al consumo si riferiscono ai tre mesi successivi; la voce "Domanda di servizi di consumo" si basa sugli indicatori della domanda attesa per settore tratti dall'indagine della Commissione europea presso le imprese relative ai servizi, ponderati per le quote settoriali dei consumi privati interni desunte dalle tavole di input-output FIGARO per il 2022. La serie relativa alla domanda di servizi di consumo è standardizzata sul periodo dal 2005 al 2019, l'incertezza dei consumatori e l'incertezza relativa alla politica economica sono standardizzate sul periodo da aprile 2019 ad agosto 2025 rispetto alle medie per il 2019, a causa della disponibilità dei dati, mentre tutte le altre serie sono standardizzate sul periodo dal 1999 al 2019. L'indicatore dell'incertezza relativa alla politica economica è la media ponderata per il PIL delle serie standardizzate specifiche per paese di Germania, Francia, Italia e Spagna. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2025 per i consumi privati, al primo trimestre del 2025 per il reddito disponibile reale e ad agosto 2025 per tutte le altre voci.

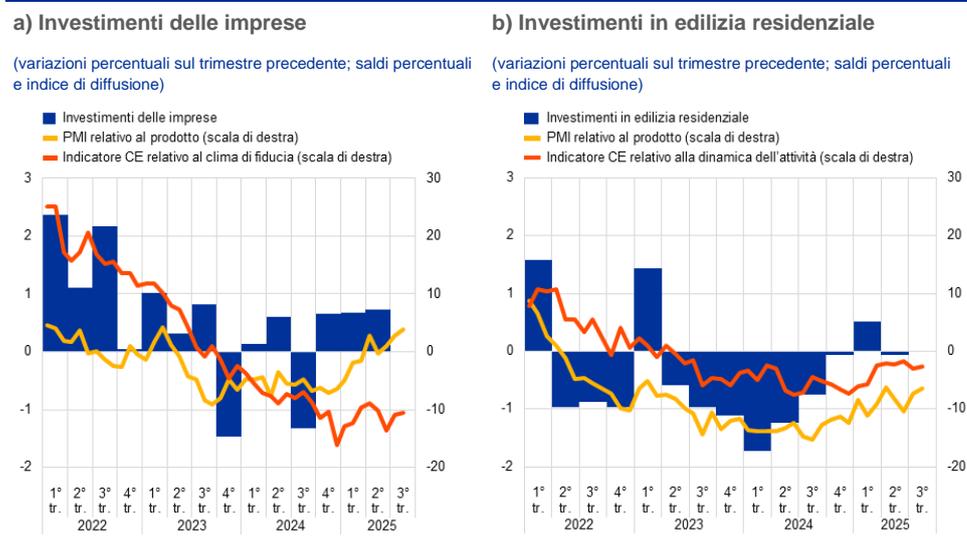
Gli investimenti delle imprese hanno registrato una crescita sostenuta nel secondo trimestre del 2025, ma dovrebbero rallentare nella seconda metà dell'anno.

Dopo un'espansione dello 0,7 per cento sul periodo precedente, osservata sia nel primo sia nel secondo trimestre dell'anno in corso, nell'area dell'euro gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, al netto delle attività immateriali irlandesi, dovrebbero rimanere contenuti nei prossimi trimestri.

Le indagini sulle imprese produttrici di beni di investimento disponibili fino ad agosto forniscono dati in qualche misura discordanti: all'ulteriore aumento superiore alla soglia 50 del PMI relativo al prodotto si contrappone l'indice del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea, che segnala un'attività debole. Sebbene la domanda interna rappresenti un elemento di supporto, altre determinanti confermano debolezza nel breve periodo. Ad esempio, l'incertezza è rimasta elevata, nonostante un lieve calo dopo l'accordo commerciale USA-UE di fine luglio, e il margine operativo lordo delle società non finanziarie è aumentato in misura moderata nel primo trimestre, dopo aver registrato tassi negativi lo scorso anno. Oltre all'incremento dei dazi, i dati ricavati dagli annunci degli utili agli investitori mostrano un possibile effetto avverso dell'apprezzamento dell'euro sugli utili delle imprese. Tali fattori potrebbero frenare gli investimenti a seconda del modo in cui le imprese si tutelano dal rischio di cambio, diversificano l'attività e adeguano i propri margini. In tale contesto, nel secondo trimestre del 2025 i fallimenti nell'area dell'euro sono ulteriormente aumentati, collocandosi circa il 25 per cento al di sopra del livello del 2019. Questo riflette sia una correzione di mercato necessaria in un periodo di cambiamenti strutturali, in ragione del fatto che le nuove iscrizioni di imprese sono aumentate a livelli considerevolmente superiori ai livelli precedenti la pandemia, sia condizioni economiche più deboli. In un orizzonte temporale più lungo, si ritiene che la maggiore domanda e gli effetti di propagazione derivanti dalla crescente spesa per la difesa stimolino gli investimenti.

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini



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. 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. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2025 per gli investimenti e ad agosto 2025 per tutte le altre voci.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono lievemente diminuiti nel secondo trimestre del 2025. Su base trimestrale gli investimenti in edilizia residenziale hanno registrato una flessione dello 0,1 per cento nel secondo trimestre

del 2025, dopo la crescita dello 0,5 osservata nel primo. Nel contempo, la produzione nel settore delle costruzioni e i lavori specializzati di costruzione sono cresciuti in media dell'1,3 per cento, contro un incremento dello 0,6 nel primo trimestre. In prospettiva, gli indicatori dell'attività basati sulle indagini forniscono segnali contrastanti sulle prospettive a breve termine degli investimenti in edilizia residenziale. A luglio e agosto l'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica del prodotto nel settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione è lievemente sceso in media, mentre il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale ha registrato un notevole miglioramento (cfr. il pannello b) del grafico 7). Sebbene entrambi gli indicatori si attestino su livelli che prefigurano un calo dell'attività, ci si attende che gli investimenti nel comparto dell'edilizia residenziale registrino una moderata ripresa nel breve periodo. Questa prospettiva è corroborata dal perdurante aumento delle concessioni edilizie per gli edifici a uso residenziale, che ad aprile e maggio sono aumentate in media dell'1,1 per cento, rispetto alla media del primo trimestre, dopo gli incrementi dei due trimestri precedenti. Sebbene le concessioni siano ancora su livelli relativamente bassi, la prolungata tendenza al rialzo segnala un rafforzamento della domanda di nuovi edifici residenziali, che in prospettiva dovrebbe sostenere la dinamica degli investimenti in tale settore.

Nel secondo trimestre del 2025 il forte aumento delle esportazioni dell'area dell'euro causato dall'anticipazione delle operazioni è stato in parte riassorbito ed è probabile che nel corso dell'estate le esportazioni siano state contenute.

Le esportazioni di beni e servizi sono diminuite dello 0,5 per cento nel secondo trimestre del 2025. Analogamente all'incremento del primo trimestre, circa la metà del calo delle esportazioni di beni è riconducibile a prodotti farmaceutici, principalmente dall'Irlanda. Gli indicatori basati sulle indagini segnalano una dinamica modesta delle esportazioni nel corso dell'estate. Se da un lato l'accordo tra Stati Uniti e UE ha ridotto parte dell'incertezza relativa alle politiche commerciali, fissando un tetto del 15 per cento ai dazi statunitensi sulle importazioni per la maggior parte delle esportazioni di beni dell'UE, dall'altro l'apprezzamento dell'euro peserà ulteriormente sulle future esportazioni. Dal lato delle importazioni, i volumi di beni e servizi sono rimasti nel complesso stazionari nel secondo trimestre del 2025 (+0,0 per cento), in un contesto in cui l'aumento delle importazioni dagli Stati Uniti e dalla Cina ha compensato l'indebolimento delle importazioni dal resto del mondo.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche condotte lo scorso giugno dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste al rialzo per il 2025. Ciò riflette in parte dati più recenti migliori del previsto.

Allo stesso tempo, le prospettive di crescita per il 2026 sono state riviste lievemente al ribasso, a causa della perdita di competitività derivante dall'apprezzamento dell'euro e dall'indebolimento della domanda estera. Ci si attende ora che il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali sia pari all'1,2 per cento nel 2025, all'1,0 nel 2026 e all'1,3 nel 2027. I dazi e la connessa incertezza hanno contribuito alle oscillazioni dell'attività economica nella prima metà dell'anno e dovrebbero limitare la crescita nel breve periodo. Tuttavia, con l'adeguamento degli esportatori al nuovo accordo commerciale tra Stati Uniti e UE e l'attenuarsi dell'incertezza relativa alle politiche commerciali, la crescita dovrebbe riprendersi. In prospettiva, l'aumento

dei salari reali e dell'occupazione, unitamente ai nuovi stanziamenti pubblici per infrastrutture e difesa, dovrebbe stimolare la domanda interna dell'area. Anche le condizioni di finanziamento meno restrittive, connesse principalmente alle recenti decisioni di politica monetaria, e l'atteso recupero della domanda estera nel prosieguo dell'orizzonte temporale dovrebbero sostenere l'attività economica.

3 Prezzi e costi

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro, misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), continua a collocarsi su livelli prossimi all'obiettivo del 2 per cento a medio termine fissato dal Consiglio direttivo. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in agosto 2025 l'inflazione è salita al 2,1 per cento, dal 2,0 in luglio³. Tale aumento è stato principalmente determinato da un incremento dell'inflazione dei beni energetici, che ha più che compensato il calo dell'inflazione dei beni alimentari. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è rimasta invariata, riflettendo un calo dell'inflazione dei servizi e un'inflazione stabile dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG). Le misure dell'inflazione di fondo restano coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dalla BCE. La dinamica delle retribuzioni continua a moderarsi, mentre la crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per dipendente si è ridotta al 3,9 per cento nel secondo trimestre del 2025, dal 4,0 del trimestre precedente e dal 4,8 del secondo trimestre dell'anno precedente, nonché dal 5,7 del secondo trimestre del 2023. La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continua a collocarsi intorno al 2 per cento, contribuendo alla stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo perseguito dalla BCE.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE tracciano un quadro dell'inflazione simile a quello dell'esercizio previsivo di giugno 2025, ipotizzando che l'inflazione complessiva si collochi in media al 2,1 per cento nel 2025, all'1,7 nel 2026 e all'1,9 nel 2027⁴.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC è salita al 2,1 per cento in agosto, dal 2,0 del mese precedente (cfr. il grafico 8)⁵. Tale aumento è stato determinato da un incremento del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia, al -1,9 per cento in agosto dal -2,4 in luglio, causato principalmente da effetti base al rialzo, ossia da un aumento dell'inflazione sui dodici mesi dei beni energetici, mentre su base mensile i prezzi dell'energia sono diminuiti. Sebbene non sia ancora disponibile una scomposizione dettagliata per agosto, i dati di luglio indicano un aumento dei tassi di variazione dei prezzi sui dodici mesi dell'elettricità e dei carburanti per il trasporto (questi ultimi, tuttavia, permangono in territorio negativo), mentre i prezzi del gas sono diminuiti. L'inflazione dei beni alimentari è scesa al 3,2 per cento in agosto, dal 3,3 in luglio, per effetto di un calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati, al 2,6 per cento rispetto al 2,7, che non è stato del tutto compensato dall'aumento dell'inflazione dei beni alimentari non trasformati, al 5,5 per cento dal 5,4. Per il quarto mese consecutivo, l'inflazione misurata sull'HICPX è rimasta invariata al 2,3 per cento in agosto, a causa del tasso di

³ I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 10 settembre 2025. Il 17 settembre 2025 l'Eurostat ha confermato che il tasso annuo di inflazione misurata sullo IAPC per agosto era pari al 2,0 per cento, correggendo al ribasso la propria stima preliminare di 0,1 punti percentuali, dal 2,1.

⁴ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2025](#), pubblicate sul sito Internet della BCE l'11 settembre 2025.

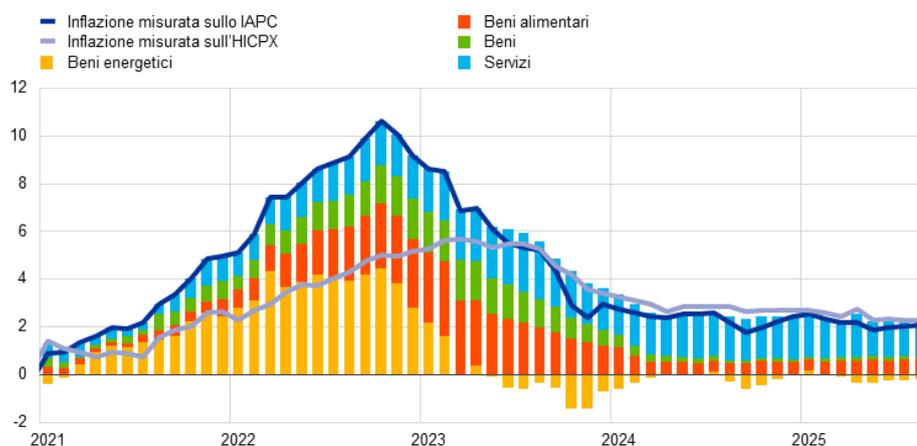
⁵ Cfr. la nota 1 per ulteriori informazioni sulla revisione del tasso di inflazione misurato sullo IAPC per agosto in seguito alla pubblicazione, il 17 settembre 2025, dei dati completi sullo IAPC.

inflazione dei beni industriali non energetici rimasto stabile allo 0,8 per cento, nonostante un lieve calo dell'inflazione dei servizi, dal 3,2 per cento al 3,1. L'inflazione dei servizi ha seguito un andamento discendente negli ultimi mesi. Secondo la scomposizione dei dati di luglio, tale diminuzione è stata trainata principalmente da un calo dell'inflazione nei servizi ricreativi, in particolare quelli di alloggio, pacchetti vacanze e ristorazione.

Grafico 8

Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: con la voce "Beni" si intendono i beni industriali non energetici. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2025 (stima preliminare dell'Eurostat).

La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è rimasta

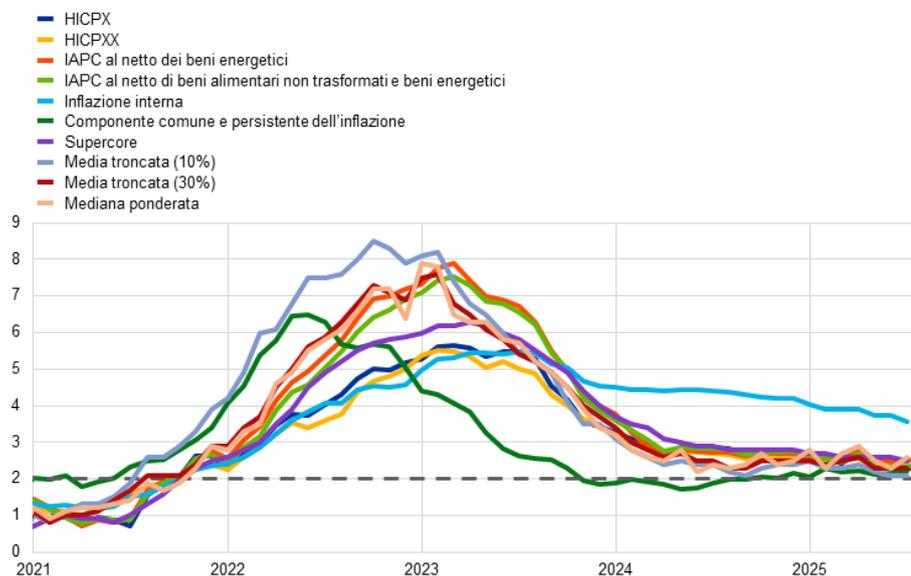
sostanzialmente invariata. In luglio, l'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo è rimasto relativamente stabile, compreso tra il 2,1 e il 2,6 per cento⁶. Quasi tutte le misure basate sull'esclusione di alcune componenti, incluse l'inflazione misurata sull'HICPX al netto delle voci relative a servizi di viaggio, abbigliamento e calzature (HICPXX) e le medie troncate del 10 e del 30 per cento, sono rimaste invariate in luglio, con tassi rispettivamente del 2,5, 2,1 e 2,3 per cento. Fanno eccezione l'indicatore mediano ponderato, che in luglio è aumentato al 2,6 per cento, dal 2,3 di giugno, e l'inflazione interna, che nello stesso periodo è scesa lievemente dal 3,7 al 3,6 per cento, in linea con la recente moderazione dell'inflazione dei servizi. Per quanto riguarda le misure basate su modelli, in luglio la componente comune e persistente dell'inflazione è aumentata leggermente al 2,2 per cento, dal 2,1 in giugno, mentre l'indicatore Supercore (che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico) è sceso al 2,5 per cento, dopo essere rimasto al 2,6 per quattro mesi consecutivi. La maggior parte delle misure basate sull'esclusione di alcune componenti disponibili per agosto è rimasta sostanzialmente stabile.

⁶ Il mese di luglio 2025 è l'ultimo per il quale sono disponibili tutte le misure. L'inflazione interna è esclusa.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento a medio termine. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2025 (stima preliminare dell'Eurostat) per l'HICPX, lo IAPC al netto dei beni energetici e lo IAPC al netto dei beni alimentari non trasformati e dei beni energetici, e a luglio 2025 per tutte le altre misure.

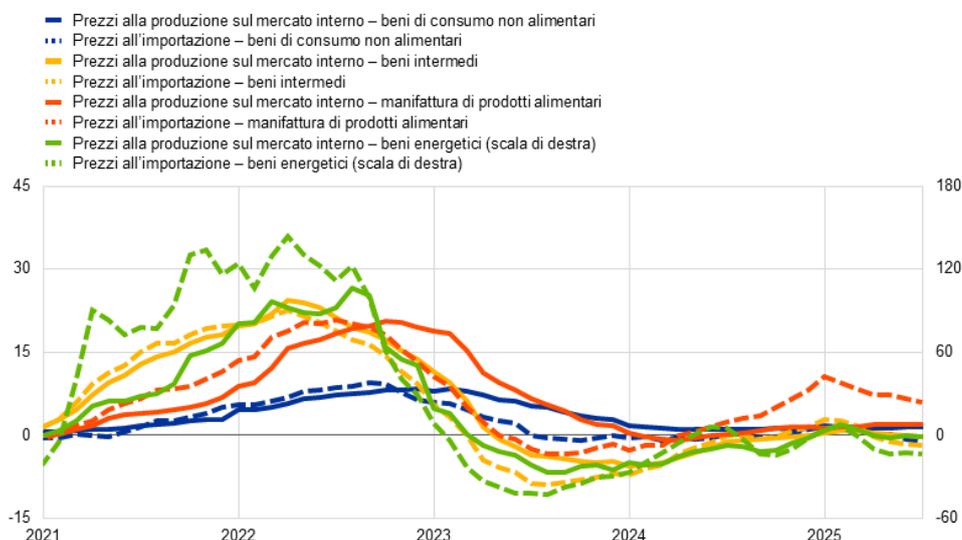
La maggior parte delle misure delle pressioni inflazionistiche indica che il graduale allentamento nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi sta proseguendo, mentre negli stadi successivi le condizioni rimangono sostanzialmente invariate (cfr. il grafico 10). Nelle fasi iniziali della catena di

formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni energetici è scesa al -1,2 per cento in luglio, dallo 0,0 in giugno, ben al di sotto del picco del 7,8 per cento in febbraio. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi venduti sul mercato interno ha proseguito il percorso discendente iniziato in febbraio, diminuendo al -0,3 per cento in luglio dal -0,1 in giugno. Nelle fasi successive della catena di formazione dei prezzi l'inflazione alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non alimentari è aumentata lievemente all'1,6 per cento in luglio, dall'1,5 in giugno. Di contro, i prezzi alla produzione per la manifattura di prodotti alimentari sono rimasti invariati all'1,9 per cento. Anche l'inflazione all'importazione dei prodotti alimentari processati ha continuato a diminuire dal picco del 10,6 per cento in gennaio, scendendo al 5,9 in luglio, dal 6,6 in giugno. Per i beni intermedi il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione è rimasto in territorio negativo ed è calato dal -1,5 per cento al -1,8. Analogamente, nello stesso periodo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni energetici è diminuito dal -12,7 al -13,1 per cento. Nel complesso, l'inflazione all'importazione è scesa significativamente al di sotto dei massimi raggiunti all'inizio di quest'anno, segnalando un calo delle pressioni inflazionistiche dovuto all'allentamento delle pressioni provenienti dalle catene produttive estere, nonché all'apprezzamento dell'euro.

Grafico 10

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2025.

Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono aumentate nel secondo trimestre del 2025, collocandosi al 2,5 per cento dal 2,3 del trimestre precedente (cfr. il grafico 11).

L'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL riflette un maggiore contributo dei profitti unitari, che sovrasta il più contenuto apporto del costo del lavoro per unità di prodotto e delle imposte nette per unità di prodotto. La lieve moderazione del costo del lavoro per unità di prodotto riflette un rallentamento della dinamica del costo del lavoro per dipendente, la cui crescita sul periodo corrispondente è scesa al 3,9 per cento nel secondo trimestre del 2025, dal 4,0 del trimestre precedente. Al contempo, tale diminuzione indica un calo del tasso di crescita sui dodici mesi della componente eccedente i minimi contrattuali (al -0,3 per cento nel secondo trimestre del 2025, dall'1,2 del trimestre precedente), che è stato in parte compensato da un aumento della dinamica delle retribuzioni contrattuali (al 4,0 per cento, dal 2,5 nello stesso periodo). Tale aumento riflette un tasso di crescita contenuto delle retribuzioni contrattuali nel primo trimestre del 2025, riconducibile in parte a effetti base negativi derivanti dai pagamenti una tantum effettuati nel primo trimestre del 2024, che non hanno prodotto effetti per il 2025. In prospettiva, l'indice salariale della BCE, che incorpora i dati sugli accordi salariali negoziati fino alla fine di agosto 2025, suggerisce che le pressioni sulla dinamica delle retribuzioni si attenueranno nella seconda metà del 2025 e si stabilizzeranno nella prima metà del 2026⁷. Tale ulteriore moderazione dovrebbe riflettere la normalizzazione delle trattative salariali, dopo un periodo di elevate richieste retributive atte a ripristinare (anche se solo gradualmente) il potere di acquisto dei lavoratori rispetto al quarto trimestre del 2021. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

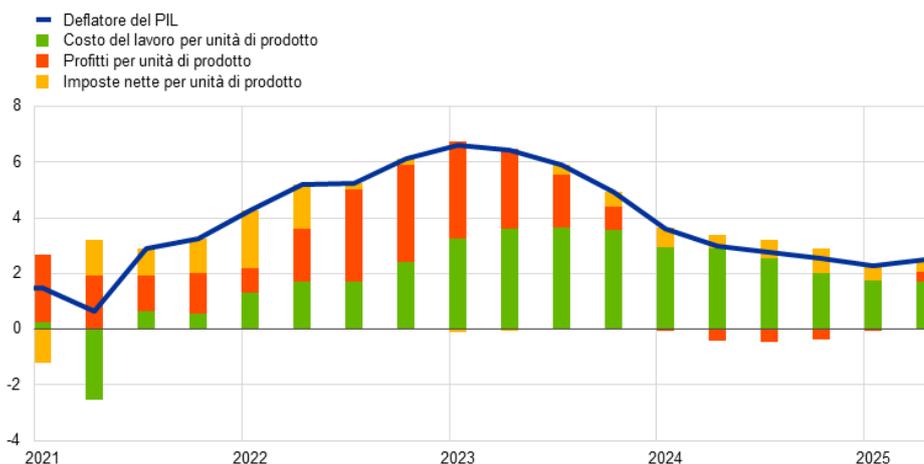
⁷ Per ulteriori dettagli, cfr. il comunicato stampa [New data release: Early signals from ECB wage tracker suggest lower and more stable wage pressures in first half of 2026](#), pubblicato sul sito Internet della BCE il 17 settembre 2025.

formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE, la crescita del costo del lavoro per dipendente dovrebbe collocarsi al 3,4 per cento in media per il 2025 e continuare a diminuire fino al 2,7 per cento nel 2026.

Grafico 11

Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Nel periodo successivo alla riunione del Consiglio direttivo di luglio le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sul mercato e sulle indagini hanno subito variazioni lievi. Le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati sono rimaste sostanzialmente stabili su livelli inferiori al 2 per cento (cfr. il grafico 12).

Sia nell'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il terzo trimestre del 2025, sia nell'edizione di settembre 2025 dell'indagine della BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), la media e la mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono mantenute al 2 per cento. Anche le aspettative a più breve termine basate sulle indagini per il 2025 si sono collocate intorno al 2 per cento, con lievi variazioni che rispecchiano i dati più recenti e le oscillazioni dei prezzi delle materie prime energetiche. Il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione sull'orizzonte annuale, una misura della compensazione dell'inflazione a breve termine ricavata dai mercati, è rimasto sostanzialmente stabile intorno all'1,8 per cento, aumentando di 7 punti base dalla riunione del Consiglio direttivo di giugno, giacché il lieve rincaro del petrolio ha spinto al rialzo le aspettative di inflazione a breve termine, più che compensando l'impatto al ribasso dell'apprezzamento dell'euro. Per le scadenze nel medio e lungo periodo, il lieve incremento della compensazione dell'inflazione rispecchia principalmente un aumento dei premi per il rischio di inflazione. Tale andamento ha mantenuto i tassi swap a termine a cinque anni indicizzati all'inflazione su un orizzonte quinquennale, corretti per i premi per il rischio di inflazione, su livelli prossimi al 2 per cento.

A luglio 2025 le percezioni dei consumatori circa l'inflazione passata e le aspettative di inflazione a breve termine sono rimaste stabili, mentre le aspettative a medio termine sono lievemente aumentate (cfr. il grafico 12).

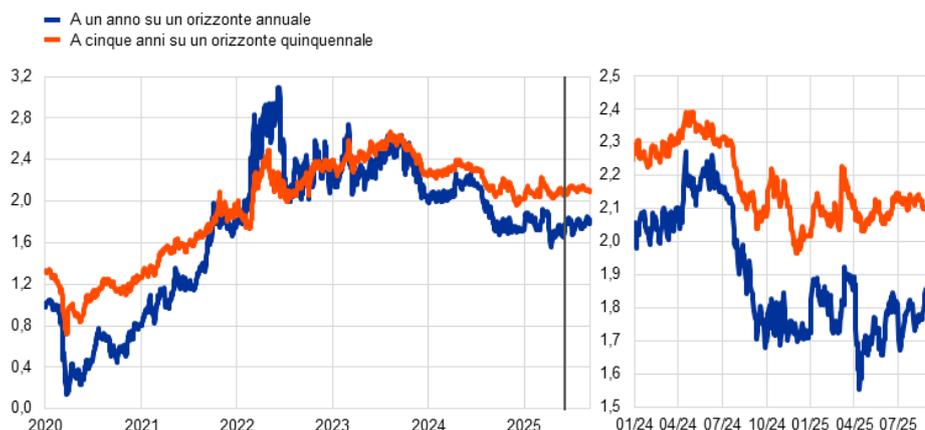
Secondo l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori di luglio 2025, anche il tasso mediano dell'inflazione percepita nei dodici mesi precedenti è rimasto stabile al 3,1 per cento, per il sesto mese consecutivo. Sono rimaste invariate al 2,6 per cento anche le aspettative mediane per l'inflazione complessiva nei prossimi dodici mesi, in netto calo rispetto al 3,1 registrato ad aprile 2025. Tuttavia, le aspettative mediane su un orizzonte di tre anni sono aumentate lievemente al 2,5 per cento in luglio, dal 2,4 in giugno.

Grafico 12

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

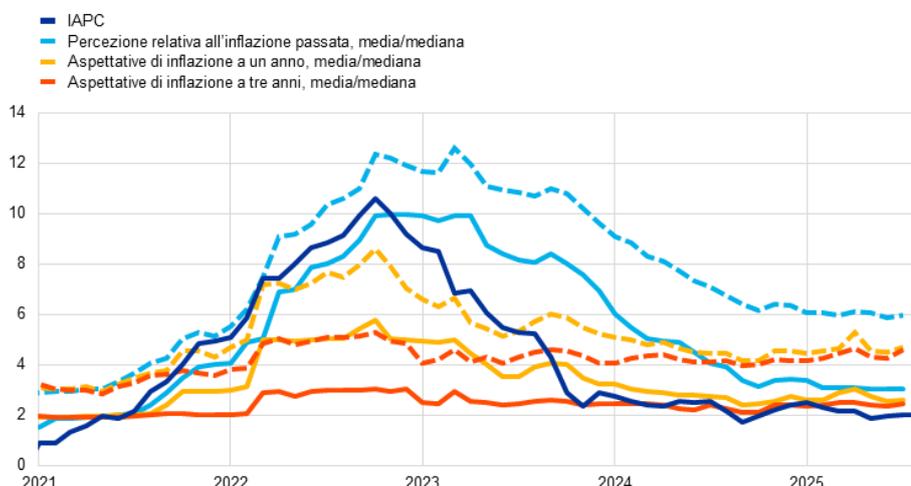
a) Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



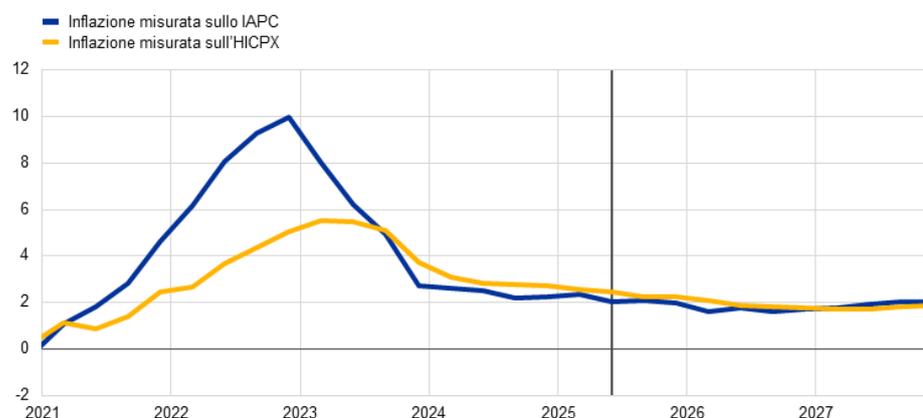
Fonti: LSEG, Eurostat, indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.
 Note: il pannello a) mostra i tassi swap a termine indicizzati all'inflazione su diversi orizzonti per l'area dell'euro. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (5 giugno 2025). Nel pannello b) le linee tratteggiate indicano il tasso medio e le linee continue quello mediano. Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 settembre 2025 per i tassi a termine, ad agosto 2025 (stima preliminare dell'Eurostat) per lo IAPC, e a luglio 2025 per le altre misure.

Le proiezioni formulate a settembre 2025 prevedono che l'inflazione complessiva si collochi in media al 2,1 per cento nel 2025 e all'1,7 nel 2026, per poi salire all'1,9 nel 2027 (cfr. il grafico 13). Ci si attende che l'inflazione rimanga prossima al 2 per cento nella seconda metà del 2025, per poi scendere al di sotto del 2 per cento e mantenersi su tale livello per tutto il 2026. Tale minore tasso di inflazione complessivo per il 2026 rispecchia un calo nell'inflazione dei servizi e dei beni alimentari, nonché un'inflazione dei beni energetici leggermente negativa. Successivamente, l'inflazione complessiva aumenterebbe nel 2027, riflettendo soprattutto l'impatto al rialzo esercitato dall'inflazione dei beni energetici legato all'introduzione del nuovo sistema dell'UE per lo scambio di quote di emissione (ETS2). Da un confronto con l'esercizio previsivo dello scorso giugno emerge che le prospettive per l'inflazione complessiva sono state riviste verso l'alto di 0,1 punti percentuali sia per il 2025 sia per il 2026 e verso il basso di 0,1 punti percentuali per il 2027. La correzione al rialzo riflette un'inflazione più elevata dei beni energetici e alimentari, sospinta da prezzi delle materie prime energetiche superiori alle attese, nonché dall'effetto ritardato dei passati rincari delle materie prime alimentari a livello mondiale, che hanno compensato l'impatto dell'apprezzamento dell'euro. Si ritiene che nel 2027 gli effetti ritardati di tale apprezzamento persisteranno, suggerendo pertanto una revisione al ribasso. L'inflazione misurata sull'HICPX dovrebbe diminuire dal 2,4 per cento nel 2025 all'1,9 nel 2026 e all'1,8 nel 2027, con l'attenuarsi delle pressioni salariali e la moderazione dell'inflazione relativa ai servizi, e man mano che l'apprezzamento dell'euro si trasmetterà gradualmente lungo la catena di formazione dei prezzi frenando l'inflazione dei beni. Rispetto alle proiezioni di giugno 2025, l'inflazione misurata sull'HICPX rimarrebbe sostanzialmente invariata per il 2025 e il 2026, mentre è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2027.

Grafico 13

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: la linea verticale grigia indica l'ultimo trimestre prima dell'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2025 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2027 (proiezioni). Le proiezioni di settembre 2025 sono state finalizzate il 28 agosto 2025 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 15 agosto 2025. Le serie storiche e i dati relativi alle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX sono registrati con frequenza trimestrale.

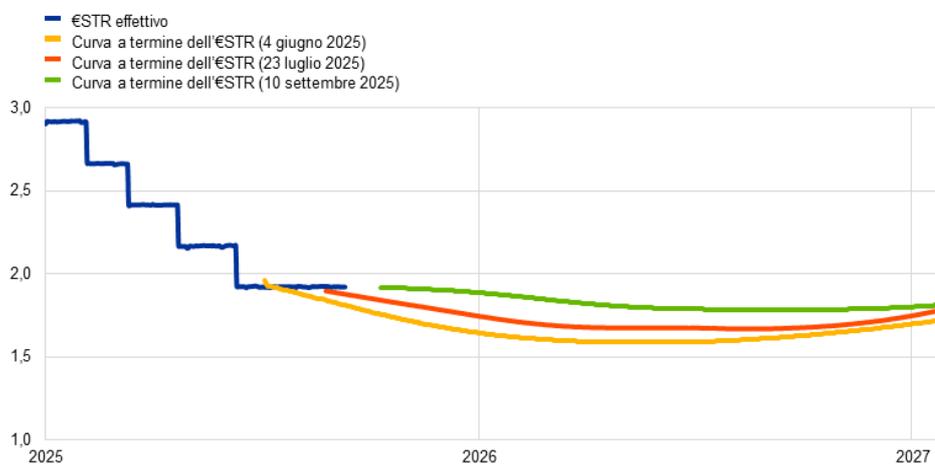
Nel periodo in esame, compreso tra il 5 giugno e il 10 settembre 2025, i tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati, mentre i tassi privi di rischio a più lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati. Al termine di tale periodo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine erano più elevati e i differenziali rispetto ai tassi overnight index swap (OIS) privi di rischio si sono lievemente ampliati, sebbene con alcune differenze tra paesi. I mercati azionari dell'area dell'euro non hanno evidenziato tendenze significative e hanno continuato a registrare risultati inferiori rispetto a quelli statunitensi, mentre le più deboli aspettative sugli utili delle società non finanziarie (SNF), soprattutto gli esportatori esposti ai dazi statunitensi, sono state ampiamente compensate dai risultati positivi del settore finanziario. I differenziali nei mercati delle obbligazioni societarie si sono ulteriormente contratti, invertendo completamente l'ampliamento legato ai dazi osservato all'inizio dell'anno. Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato sia nei confronti del dollaro statunitense (2,8 per cento) sia su base ponderata per l'interscambio (2,1 per cento). Ciò ha rispecchiato una revisione al ribasso delle aspettative sui tassi di interesse negli Stati Uniti e un miglioramento del clima di fiducia nei confronti dell'euro, grazie a fondamentali relativamente robusti dell'area dell'euro, in un contesto caratterizzato da timori circa le politiche tariffarie e la sostenibilità dei conti pubblici degli Stati Uniti.

Nel periodo in esame i tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati, mentre i tassi privi di rischio a più lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. il grafico 14). Al termine del periodo in esame il tasso di riferimento €STR si è collocato all'1,92 per cento, in seguito alle decisioni adottate dal Consiglio direttivo di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, nella riunione di giugno, e di mantenerli invariati in quella di luglio. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 57 miliardi di euro, scendendo a 2.651 miliardi. Ciò ha rispecchiato principalmente il perdurante calo dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria, in parte compensato da una diminuzione delle passività denominate in euro come, ad esempio, i depositi delle amministrazioni pubbliche. I tassi a termine sulle scadenze di brevissimo periodo sono aumentati considerevolmente dopo le riunioni del Consiglio direttivo di giugno e luglio. Dopo la riunione di luglio, le aspettative sui tassi di riferimento a breve termine sono gradualmente aumentate, mentre le prospettive per i tassi di interesse hanno mostrato una reazione limitata alle notizie in arrivo sui dazi statunitensi, come l'annuncio del 27 luglio di un accordo commerciale tra UE e Stati Uniti, e alle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Alla fine del periodo in esame la curva a termine stava incorporando nei prezzi riduzioni cumulate dei tassi di interesse di 8 punti base entro la fine del 2025, un calo rispetto ai 25 punti base che erano stati incorporati all'inizio del periodo. In una prospettiva di più lungo periodo, la curva a termine dell'€STR attesa dopo il 2027 è rimasta sostanzialmente invariata.

Grafico 14

Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

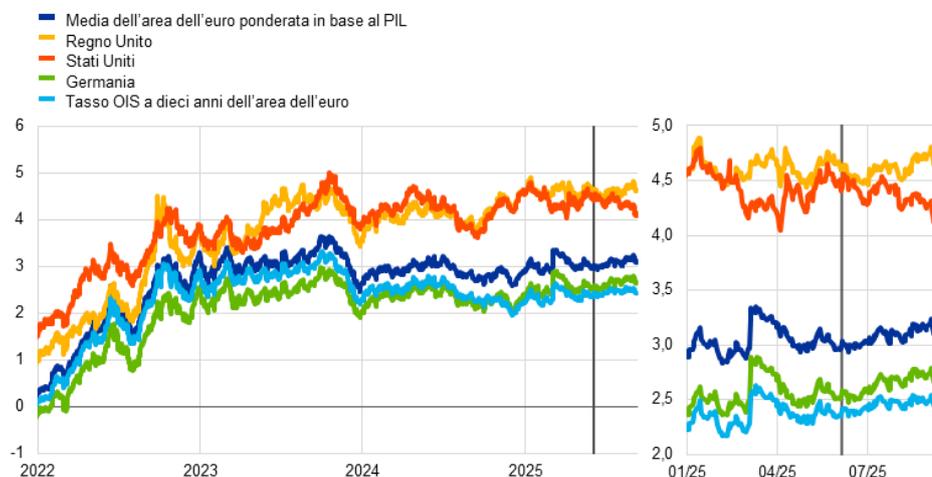
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno concluso il periodo in esame su livelli più elevati, con una certa espansione dei differenziali di rendimento (cfr. i grafici 15 e 16). Nonostante alcune fluttuazioni, durante il periodo in esame il tasso OIS nominale a dieci anni è rimasto sostanzialmente invariato al 2,4 per cento. Analogamente, i tassi reali a lungo termine si sono mantenuti prevalentemente stabili, in quanto gli operatori di mercato hanno avuto una visione nel complesso neutrale in merito alle notizie macroeconomiche e geopolitiche durante il periodo in esame. Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è cresciuto di 6 punti base, collocandosi intorno al 3,1 per cento. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto ai tassi OIS privi di rischio si sono ampliati alla fine del periodo in esame, con un aumento dei differenziali aggregati di 6 punti base, in un quadro caratterizzato da una revisione dei prezzi a livello mondiale in parte causata da timori sulla sostenibilità dei conti pubblici nelle economie avanzate. In tale contesto, gli operatori di mercato hanno prestato maggiore attenzione agli sviluppi fiscali, soprattutto in Francia, dove l'annuncio di un voto di fiducia per l'inizio di settembre ha destato preoccupazioni circa i ritardi nel risanamento dei conti pubblici. I rendimenti dei titoli di Stato francesi sono aumentati di 20 punti base, raggiungendo il 3,5 per cento, circa, alla fine del periodo in esame. I rendimenti dei titoli di Stato italiani sono invece scesi di 6 punti base, rafforzando la tendenza di più lungo periodo verso una convergenza dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani francesi e italiani. Discostandosi dalla tendenza mondiale al rialzo, il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni è sceso di circa 35 punti base nel periodo in esame, collocandosi al 4,1 per cento. Tale calo è principalmente riconducibile alla pubblicazione, alla fine di luglio e di agosto, di dati sull'occupazione inferiori alle attese, che hanno determinato una netta revisione al ribasso delle aspettative sui tassi di riferimento statunitensi a breve termine. Di conseguenza, il differenziale dei tassi a lungo termine tra area dell'euro e Stati Uniti si è ridotto di circa 35 punti base.

Grafico 15

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



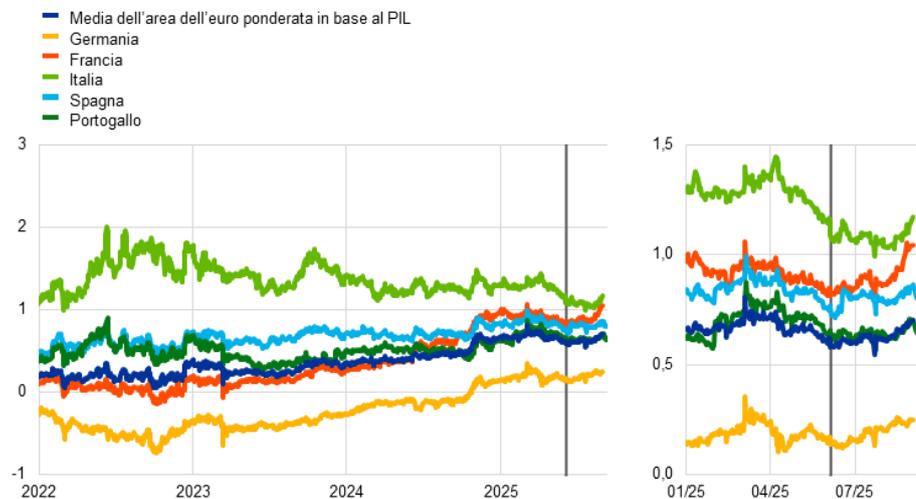
Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (5 giugno 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 settembre 2025.

Grafico 16

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

(in punti percentuali)



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 10 settembre 2025.

Nel periodo in esame i mercati azionari dell'area dell'euro non hanno evidenziato tendenze significative, registrando risultati notevolmente inferiori rispetto alle loro controparti statunitensi (cfr. il grafico 17). Nel complesso, durante il periodo in esame gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro sono rimasti invariati, con un calo dell'1,5 per cento per il sottoindice delle SNF, mentre i corsi azionari bancari sono aumentati del 13,6 per cento. Gli indici generali dell'area dell'euro sono saliti grazie a una forte rivalutazione delle società finanziarie, che

hanno beneficiato di una tendenza al rialzo delle curve dei rendimenti e di maggiori profitti da negoziazione, più che compensando l'andamento debole degli indici non finanziari. Per contro, gli indici dei mercati azionari statunitensi si sono rafforzati, registrando un incremento di circa il 10 per cento, con guadagni del 14,6 per le banche e del 10,6 per le SNF. Tale divergenza tra i mercati azionari dell'area dell'euro e quelli degli Stati Uniti è in parte riconducibile al rinnovato interesse per i titoli tecnologici statunitensi in presenza di risultati trimestrali molto positivi. Le imprese dell'area dell'euro maggiormente esposte verso gli Stati Uniti hanno registrato risultati significativamente inferiori rispetto a quelle meno esposte, di riflesso alle aspettative sui dazi che gravano sugli utili futuri. L'annuncio del 27 luglio dell'accordo commerciale tra Stati Uniti e UE e che introduce dazi del 15 per cento sulle esportazioni da questa verso gli Stati Uniti ha avuto un modesto impatto immediato, indicando che i mercati ne avevano ampiamente anticipato l'effetto sugli utili societari.

Grafico 17

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

(indice: 1° gennaio 2020 = 100)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (5 giugno 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 settembre 2025.

Nei mercati delle obbligazioni societarie, i differenziali sulle obbligazioni di qualità elevata (investment grade) e ad alto rendimento (high yield) si sono ulteriormente ristretti, segnalando un pieno recupero rispetto al picco legato ai dazi registrato all'inizio dell'anno. Nel periodo in esame, nonostante l'elevata incertezza commerciale, la propensione al rischio nel mercato delle obbligazioni societarie è migliorata. I differenziali nel segmento investment grade e in quello ad alto rendimento si sono ridotti rispettivamente di circa 11 e 17 punti base. Nel segmento ad alto rendimento i differenziali sulle obbligazioni delle SNF sono diminuiti di 24 punti base, mentre quelli sulle obbligazioni emesse dalle società finanziarie si sono ampliati di circa 41 punti base.

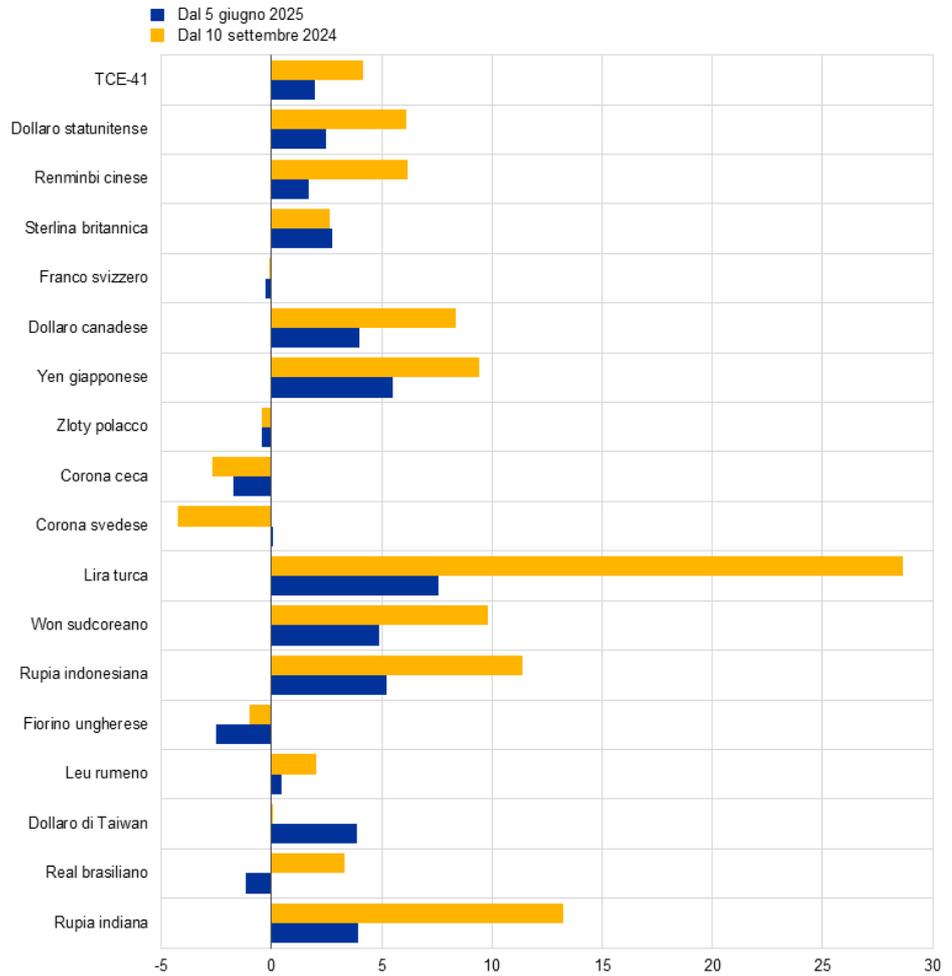
Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato sia nei confronti del dollaro statunitense, sia su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 18). Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise

dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è rafforzato del 2,1 per cento. L'apprezzamento dell'euro è stato nel complesso generalizzato, con guadagni nei confronti di gran parte delle divise principali e delle economie emergenti. In particolare, è aumentato del 5,2 per cento rispetto allo yen giapponese, riflettendo in parte le incertezze circa le prospettive politiche e monetarie del Giappone. Per contro, si è indebolito lievemente, dello 0,3 per cento, nei confronti del franco svizzero, che continua a rappresentare una valuta rifugio nei periodi di acute incertezze. Rispetto al dollaro statunitense è aumentato del 2,8 per cento, sulla scia di una revisione al ribasso delle aspettative sui tassi di interesse negli Stati Uniti e di un miglioramento del clima di fiducia nei confronti dell'euro, grazie a fondamentali relativamente robusti dell'area dell'euro, in un contesto caratterizzato da timori circa le politiche tariffarie e la sostenibilità dei conti pubblici degli Stati Uniti. L'incertezza commerciale si è lievemente attenuata in seguito alla conclusione, a fine luglio, dell'accordo commerciale tra UE e Stati Uniti, che ha contribuito a un temporaneo forte deprezzamento dell'euro e a una rinnovata domanda del dollaro statunitense. L'euro è rimasto inoltre sensibile alle variazioni delle aspettative di mercato circa la politica monetaria statunitense; agli inizi di agosto i dati più deboli sul mercato del lavoro statunitense hanno sostenuto l'euro, mentre i mercati hanno adeguato le loro aspettative circa i tassi di interesse statunitensi.

Grafico 18

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 10 settembre 2025.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

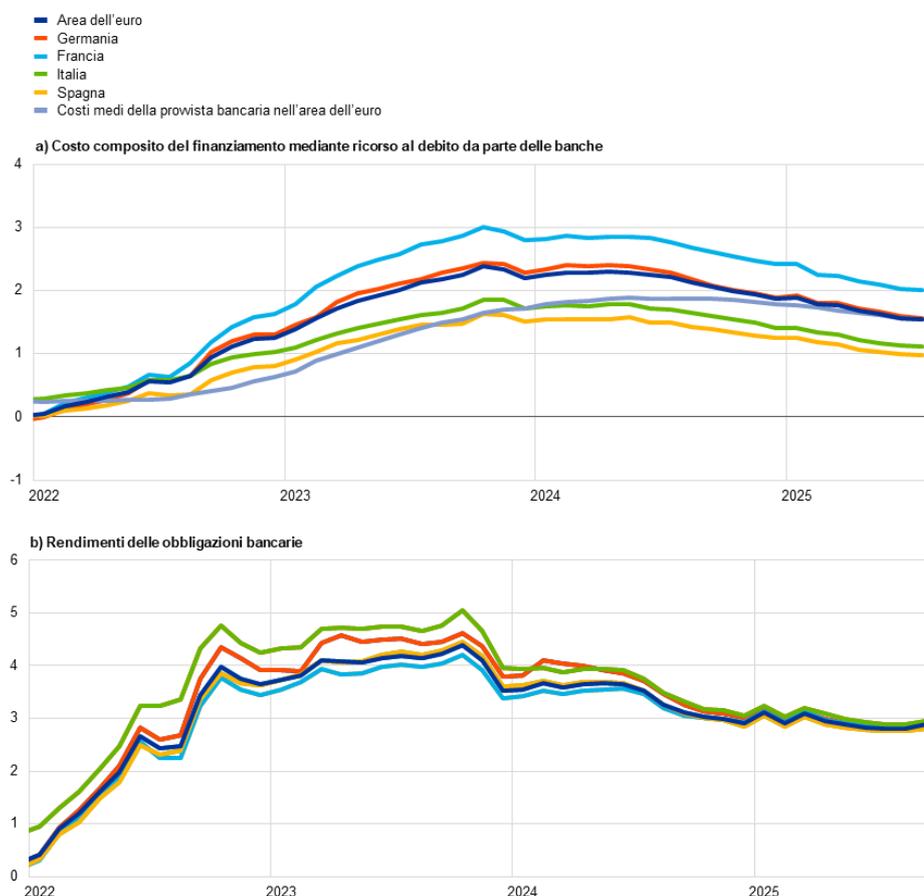
Per tutto il mese di luglio le passate riduzioni dei tassi di interesse hanno continuato a trasmettersi al calo dei costi di finanziamento delle banche e di indebitamento delle imprese. I tassi di interesse medi sui nuovi prestiti alle imprese sono scesi al 3,5 per cento, mentre quelli sui nuovi mutui ipotecari erogati alle famiglie sono rimasti sostanzialmente stabili dall'inizio dell'anno, mantenendosi al 3,3 per cento. La crescita dei prestiti a imprese e famiglie ha continuato a recuperare gradualmente, pur rimanendo inferiore alle medie storiche, in parte in risposta all'elevata incertezza. La crescita delle emissioni di obbligazioni societarie ha registrato un'accelerazione. Nel periodo in esame, compreso tra il 5 giugno e il 10 settembre 2025, sia il costo del finanziamento tramite emissione di debito sul mercato sia, in misura più evidente, quello del finanziamento mediante capitale di rischio sono diminuiti per le imprese, grazie, rispettivamente, alla riduzione dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie e all'inferiore premio per il rischio azionario. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) si è indebolito, principalmente a causa dei deflussi dal settore finanziario non bancario, collocandosi a luglio al 3,4 per cento.

I costi della provvista bancaria hanno continuato a diminuire lentamente nel corso di luglio 2025, in ragione dei passati tagli ai tassi di interesse. 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 luglio (cfr. il pannello a) del grafico 19), riflettendo il perdurare della trasmissione delle passate riduzioni dei tassi di riferimento operate dalla BCE ai tassi sui depositi e interbancari. Dall'inizio dell'anno i rendimenti delle obbligazioni bancarie hanno oscillato su livelli intorno al 3,0 per cento, in un contesto di temporanea maggiore volatilità nei mercati finanziari, riconducibile in particolare all'incertezza connessa ai dazi statunitensi, che negli ultimi tempi è parzialmente rientrata (cfr. il pannello b) del grafico 19). A luglio il tasso composito sui depositi è ulteriormente diminuito, raggiungendo lo 0,9 per cento, in calo dal picco dell'1,4 registrato a maggio 2024. Tale riduzione è stata determinata da tassi di interesse più bassi sui depositi a termine delle imprese e delle famiglie e, in misura minore, sui loro depositi a vista. Pertanto, pur rimanendo significativo, il differenziale di remunerazione tra questi due tipi di depositi, sia per le imprese sia per le famiglie, è andato gradualmente restringendosi, rispetto al massimo raggiunto a ottobre 2023.

Grafico 19

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 luglio 2025 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche (pannello a) e al 3 settembre 2025 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b).

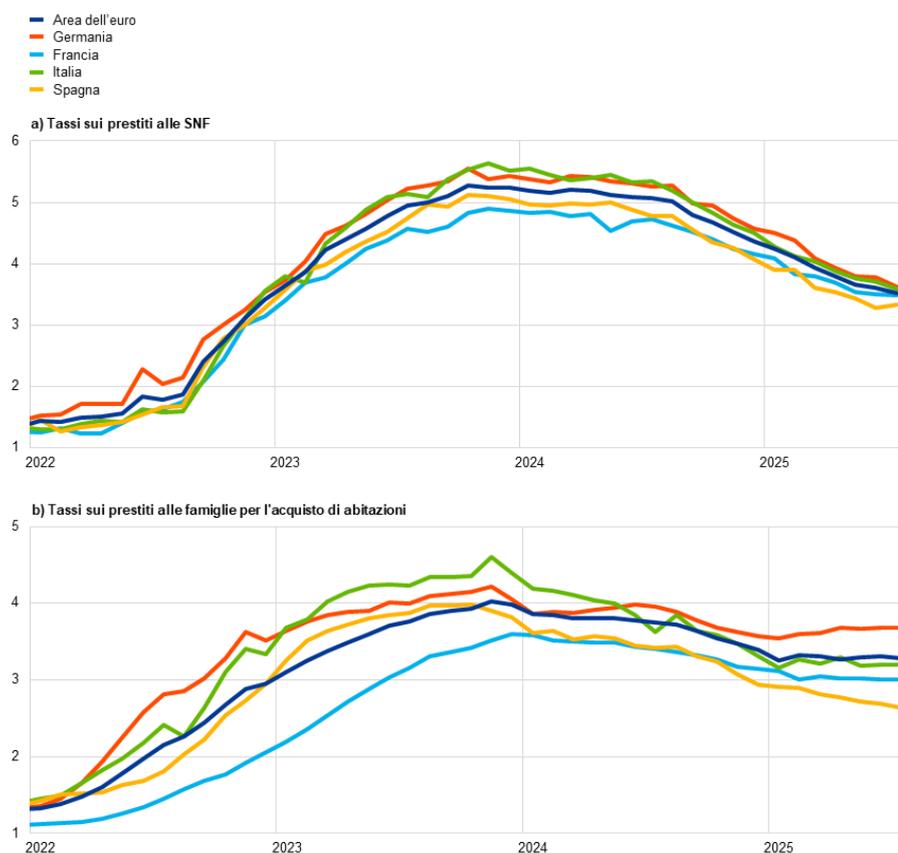
I tassi sul credito bancario alle imprese hanno continuato a diminuire, sebbene a un ritmo più lento, mentre quelli sui mutui ipotecari alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati, riflettendo differenze nei periodi di determinazione dei tassi sui prestiti. Il costo dei prestiti bancari per le società non finanziarie (SNF) a luglio è sceso al 3,5 per cento, circa 1,8 punti percentuali in meno rispetto al picco di ottobre 2023 (cfr. il pannello a) del grafico 20). La flessione è stata eterogenea tra i paesi dell'area dell'euro e difforme tra le diverse scadenze; è stata più marcata per i prestiti a medio termine con scadenza compresa tra uno e cinque anni, a causa di una serie di ingenti prestiti alle imprese. A luglio il differenziale tra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese si è ridotto. Nello stesso mese il costo dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente stabile, al 3,3 per cento, circa 80 punti base al di sotto del picco raggiunto a novembre 2023, con variazioni minori tra paesi (cfr. il pannello b) del grafico 20). La disparità fra i tassi sui prestiti concessi alle famiglie e quelli alle imprese riflette

principalmente 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. In linea con l'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti, il differenziale fra i tassi sui prestiti alle imprese e quelli sui mutui ipotecari ha continuato a ridursi, collocandosi 116 punti base al di sotto del massimo storico raggiunto a marzo 2024.

Grafico 20

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

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

Nel periodo in esame, compreso tra il 5 giugno e il 10 settembre 2025, per le imprese è diminuito il costo del finanziamento, sia mediante emissione di debito sul mercato sia mediante capitale di rischio. 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 luglio è sceso rispetto al mese precedente, collocandosi al 5,6 per cento (cfr. il grafico 21)⁸. La riduzione del costo complessivo del finanziamento è da ricondurre principalmente a un calo consistente

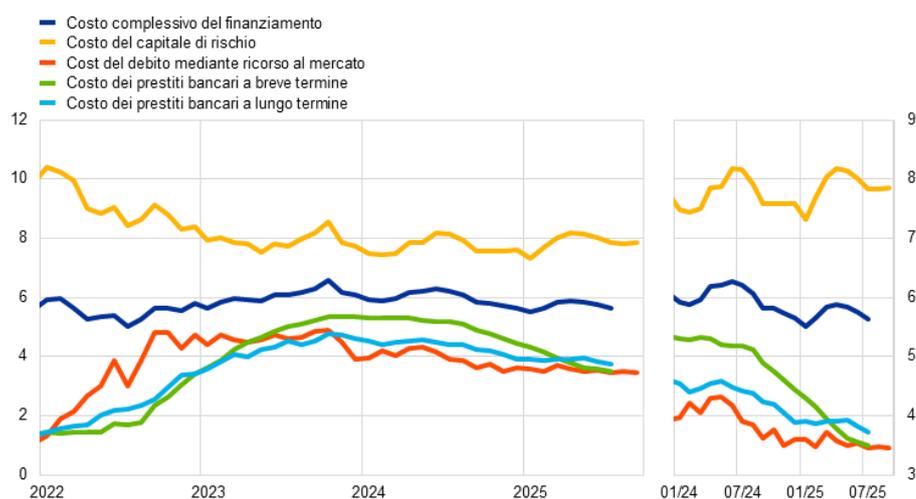
⁸ A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a luglio 2025.

del costo del finanziamento mediante capitale di rischio. Anche tutte le altre componenti di costo sono diminuite, sebbene in misura minore. I dati giornalieri relativi al periodo in esame, compreso tra il 5 giugno e il 10 settembre 2025, mostrano che sia il costo del finanziamento tramite emissione di debito sul mercato sia, in misura più netta, quello del finanziamento mediante capitale di rischio sono ulteriormente diminuiti. Il calo del finanziamento tramite emissione di debito sul mercato è stato determinato dalla compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie sia nel segmento di qualità elevata (investment grade) sia, in misura più marcata, in quello ad alto rendimento (high yield). Il calo del costo del finanziamento mediante capitale di rischio nello stesso periodo ha riflesso una diminuzione del premio per il rischio azionario, mentre il tasso privo di rischio a lungo termine, approssimato dal tasso OIS a dieci anni, è rimasto stabile.

Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata dei costi dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili), di quello del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 settembre 2025 per il costo del debito mediante ricorso al mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri) e a luglio 2025 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

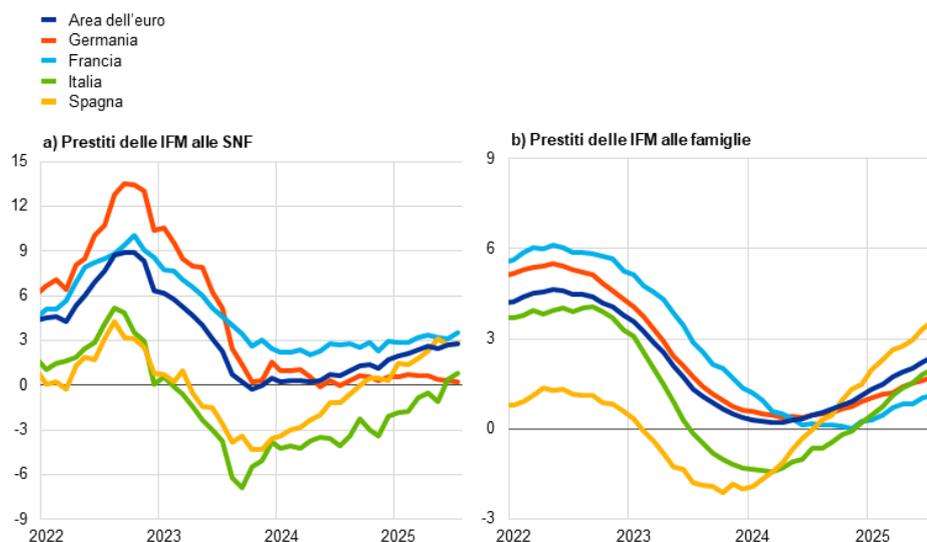
La crescita dei prestiti a imprese e famiglie ha segnato una graduale ripresa per tutto il mese di luglio, ma mostra segnali di stabilizzazione e rimane al di sotto delle medie storiche. A luglio 2025 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è salito al 2,8 per cento, dopo il 2,5 di maggio e il 2,7 di giugno, pur rimanendo, tuttavia, al di sotto della sua media storica del 4,3 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 22). Il graduale aumento della crescita sui dodici mesi riflette una convergenza verso una dinamica di breve periodo stabile. In tale contesto, l'emissione netta di titoli di debito societari è salita al 4,1 per cento a luglio, dal 3,4 di giugno. A luglio l'emissione netta è stata in linea con la media osservata dall'inizio dell'anno, segnalando una stabilizzazione dell'andamento di questa fonte di finanziamento. Anche la recente dinamica di breve periodo dei prestiti alle famiglie si conferma sostanzialmente stabile. A luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dei

prestiti alle famiglie è salito gradualmente fino al 2,4, per cento, dal 2,2 di giugno, sebbene sia ancora significativamente inferiore alla media storica del 4,1 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 22). I prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono confermati la principale determinante di questa tendenza al rialzo, e la crescita del credito al consumo è rimasta stabile al 4,6 per cento a luglio. Tuttavia, la ripresa dei prestiti alle famiglie sembra aver perso slancio, come indicato dai minori flussi mensili riconducibili ai mutui ipotecari nonostante la forte domanda di abitazioni riflessa dai risultati delle indagini. 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 rimasto sostanzialmente stabile. Secondo l'[indagine sulle aspettative dei consumatori \(Consumer Expectations Survey, CES\)](#) della BCE, la percezione dell'accesso al credito è rimasta nel complesso invariata a giugno e a luglio, ma le famiglie hanno segnalato crescenti difficoltà nel far fronte ai pagamenti dei mutui ipotecari. In prospettiva, le famiglie si attendono che l'accesso al credito rimanga invariato nei prossimi dodici mesi.

Grafico 22

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 luglio 2025.

La crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) ha segnato un rallentamento da maggio (cfr. il grafico 23).

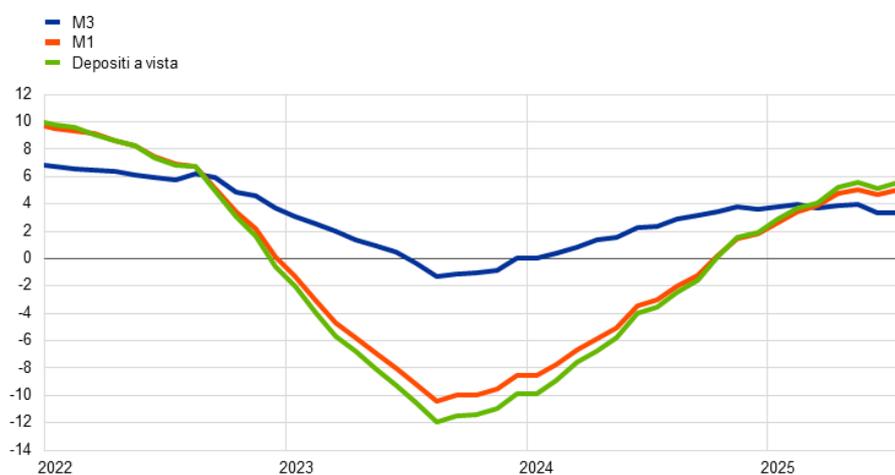
La crescita sui dodici mesi di M3 si è collocata al 3,4 per cento a luglio, un livello inferiore alla media del 3,9 osservata nei primi cinque mesi del 2025. A luglio la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, si è collocata al 5,0 per cento, un livello intorno al quale ha oscillato da aprile. La recente dinamica di M3 sembra essere in larga misura riconducibile alle voci volatili non essenziali. Per quanto riguarda le singole componenti, i risultati registrati a luglio sono stati determinati dai deflussi di depositi detenuti dalle istituzioni finanziarie non bancarie, riflettendo in parte l'accresciuta volatilità. Ciò contrasta con il contributo di famiglie e imprese, che

è rimasto complessivamente stabile. In un contesto caratterizzato dall'incertezza, entrambi i settori hanno mostrato una maggiore preferenza per la liquidità e hanno aumentato le proprie consistenze di depositi a vista di conseguenza. Inoltre, famiglie e imprese hanno sospeso i propri prelievi netti dai depositi a termine, in linea con una possibile stabilizzazione della remunerazione di tali depositi. Per quanto riguarda le contropartite, i dati di luglio riflettono la perdurante volatilità dei prestiti bancari alle imprese, i deflussi netti dall'estero e ulteriori componenti volatili e non strutturali.

Grafico 23

M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2025.

6 Andamenti della finanza pubblica

Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche, che nel 2024 è stato pari al 3,1 per cento del PIL, dovrebbe scendere al 2,9 nel 2025, per poi aumentare in misura significativa nel 2027, portandosi al 3,4. L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe risultare solo lievemente più restrittivo nel 2025, per poi evidenziare un allentamento nel 2026 e tornare a inasprirsi, in misura leggermente maggiore, nel 2027. L'allentamento previsto nel 2026 è principalmente riconducibile alla crescita degli investimenti pubblici. L'inasprimento nel 2027 riflette principalmente l'ipotesi di una spesa pubblica più contenuta, legata alla fine delle sovvenzioni offerte nell'ambito del programma Next Generation EU (NGEU). Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro segue un andamento crescente e, secondo le proiezioni, dovrebbe raggiungere poco meno del 90 per cento del PIL entro il 2027, in un contesto in cui i differenziali favorevoli tra tasso di interesse e tasso di crescita sono più che controbilanciati dai persistenti disavanzi primari e dai valori positivi della componente stock-flussi.

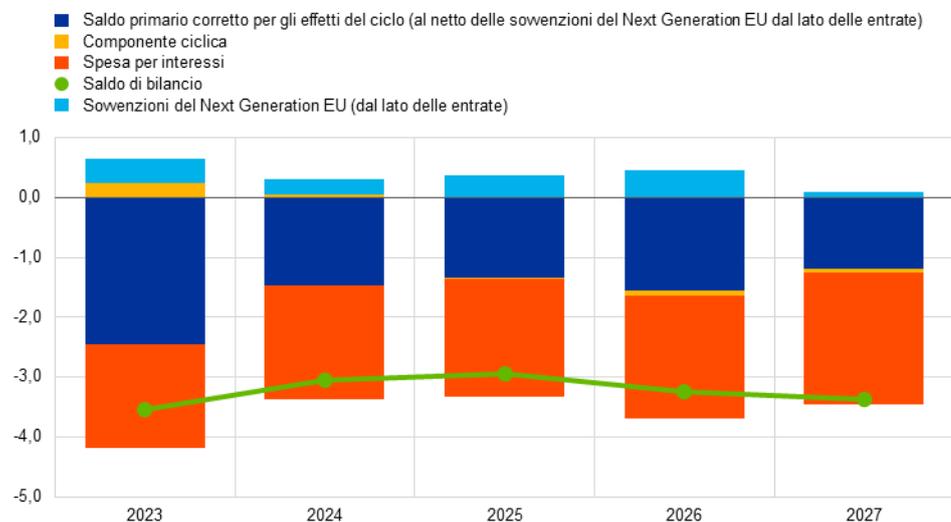
Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe ridursi nell'orizzonte temporale considerato (cfr. il grafico 24)⁹. L'indebitamento netto dell'area dell'euro è sceso dal 3,5 per cento del PIL nel 2023 al 3,1 nel 2024. Il calo è stato determinato dal venir meno della maggior parte delle restanti misure di sostegno legate all'energia e all'inflazione. In prospettiva, ci si attende che il disavanzo dell'area scenda al 2,9 per cento nel 2025, ma aumenti successivamente, portandosi al 3,2 per cento del PIL nel 2026 e al 3,4 nel 2027. Tale incremento riflette principalmente la maggiore spesa per interessi, man mano che il debito con durata più lunga giunge a scadenza e viene rifinanziato a tassi di interesse più elevati, ma è anche riconducibile a un lieve deterioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo e della componente ciclica.

⁹ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2025*, pubblicate sul sito Internet della BCE l'11 settembre 2025.

Grafico 24

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



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

Rispetto alle proiezioni di giugno, il saldo di bilancio è stato rivisto al rialzo per l'intero orizzonte temporale considerato, ma soprattutto a partire dal 2026.

Tale miglioramento è ascrivibile alle aspettative di politiche di bilancio discrezionali più incisive nel 2026 e di un loro parziale riassorbimento nel 2027. L'inasprimento è per lo più dovuto a revisioni al rialzo delle imposte indirette nette in Germania nel contesto delle discussioni sul bilancio per il 2026. Tali revisioni sono legate a una riduzione dell'imposta sull'elettricità inferiore a quella approvata in precedenza e a un più contenuto aumento delle sovvenzioni (connesse agli oneri di rete). Alla base delle revisioni vi sono inoltre una minore crescita attesa dei consumi delle amministrazioni pubbliche (rispetto al PIL potenziale nominale), in particolare in Francia, ma anche in Spagna, nonché maggiori imposte dirette sulle famiglie in Francia. Nel 2027 un orientamento di bilancio lievemente meno restrittivo rispetto a quanto previsto a giugno rispecchia principalmente correzioni al rialzo riguardanti i consumi delle amministrazioni pubbliche e i trasferimenti in vari paesi, in particolare Italia e Paesi Bassi. Nell'area dell'euro, pertanto, il disavanzo di bilancio in percentuale del PIL è stato rivisto al ribasso di 0,2 punti percentuali per il 2026 e di 0,1 punti percentuali per il 2025 e per il 2027.

L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe risultare solo lievemente più restrittivo nel 2025, per poi evidenziare un allentamento nel 2026 e tornare a inasprirsi, in misura leggermente maggiore, nel 2027¹⁰.

Dopo essersi significativamente inasprito nel 2024 per motivi riconducibili sia a fattori

¹⁰ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito da queste all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, tale componente delle entrate è esclusa dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

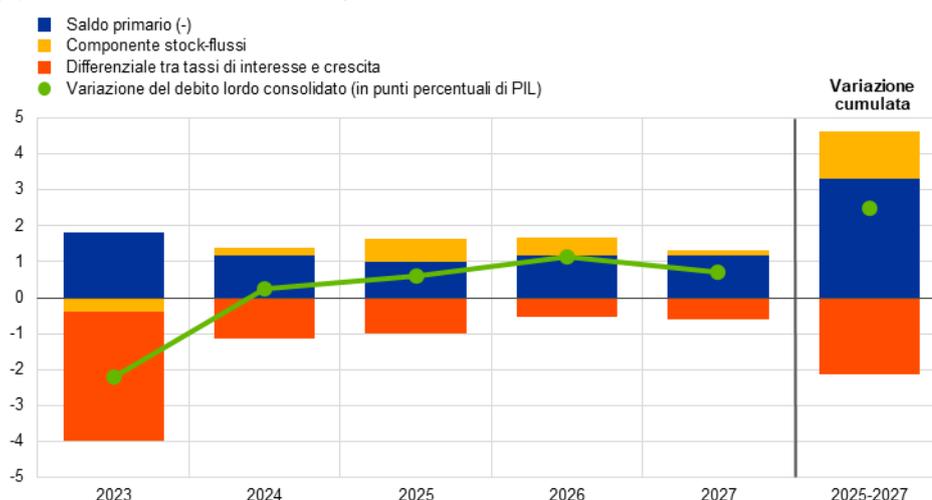
non discrezionali sia alle misure fiscali, l'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe risultare solo lievemente più restrittivo nel 2025, soprattutto a causa di provvedimenti discrezionali dal lato delle entrate. Tra questi figurano gli incrementi dei contributi sociali e, in misura inferiore, delle imposte dirette e indirette. Tali maggiori imposte sono in parte compensate dalla continua crescita della spesa pubblica. Per il 2026 le proiezioni indicano un allentamento dell'orientamento delle politiche di bilancio, dovuto principalmente alla crescita degli investimenti pubblici. Ciò riflette l'inclusione, già nello scenario di base delle proiezioni formulate a giugno, dei maggiori stanziamenti per difesa e infrastrutture, riconducibili in particolare alla Germania (nel periodo 2026-2027), oltre che l'elevata crescita degli investimenti finanziati a titolo del Next Generation EU in Italia, in Spagna e in altri paesi. Nel 2027 l'inasprimento dell'orientamento delle politiche di bilancio corretto per il Next Generation EU riflette principalmente l'ipotesi di una spesa pubblica più contenuta, legata alla fine delle sovvenzioni erogate nell'ambito del programma.

Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro dovrebbe lentamente aumentare, passando dall'87,4 per cento del 2024 a poco meno del 90 nel 2027 (cfr. il grafico 25). Nell'area dell'euro il rapporto tra debito pubblico e PIL seguirebbe un andamento crescente in un contesto in cui i persistenti disavanzi primari e i valori positivi della componente stock-flussi più che compensano i differenziali favorevoli, ancorché in aumento, tra tasso di interesse e tasso di crescita. Rispetto alle proiezioni di giugno, il rapporto tra debito pubblico e PIL è stato rivisto al ribasso, principalmente a causa dei minori disavanzi primari cumulati.

Grafico 25

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

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



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

I documenti programmatici di bilancio per il 2026, che i governi dell'UE sono tenuti a presentare entro il 15 ottobre 2025, dovrebbero sostenere l'attuazione dei piani di bilancio di medio termine. I governi dovrebbero assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche in linea con il quadro della governance

economica dell'UE, nonché dare priorità alle riforme strutturali e agli investimenti strategici essenziali volti a favorire la crescita. A livello dell'area dell'euro, nei prossimi anni sarà necessario un risanamento delle finanze pubbliche, formulato in maniera favorevole alla crescita.

Riquadri

1 Quanto è vulnerabile l'area dell'euro alle restrizioni sulle esportazioni cinesi di terre rare?

a cura di **Mattia Banin, Mario D'Agostino, Vanessa Gunnella e Laura Lebastard**

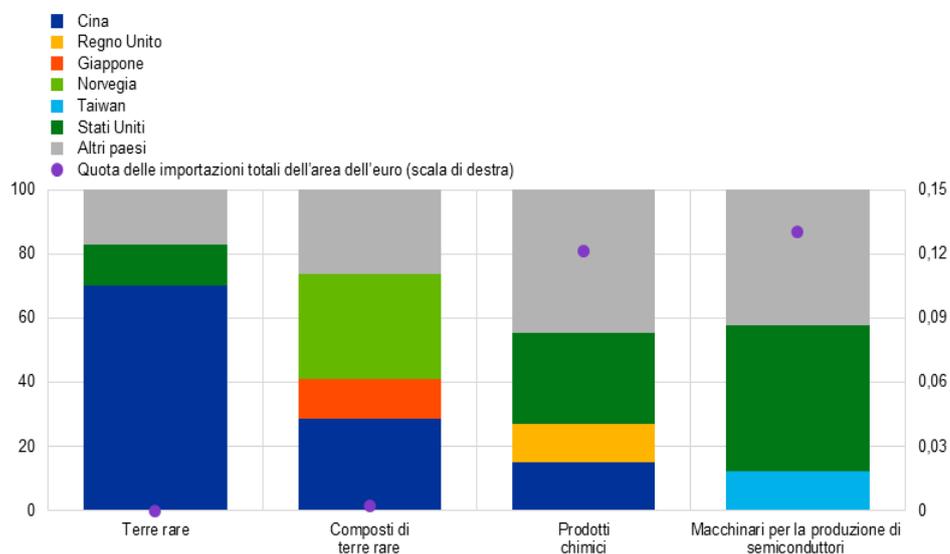
Il 4 aprile 2025 la Cina ha imposto restrizioni all'esportazione di terre rare, creando problemi nella produzione per alcune imprese. Tali misure sono state introdotte in risposta all'aumento dei dazi statunitensi sulle merci cinesi nel periodo di inasprimento delle tensioni commerciali tra i due paesi. Esse limitano le esportazioni cinesi di terre rare, dei loro composti e dei relativi prodotti, come i magneti permanenti utilizzati nei settori della difesa, dei veicoli elettrici, dell'energia e dell'elettronica (cfr. Commissione europea, 2020). La decisione ha causato uno shock dal lato dell'offerta: a maggio le spedizioni cinesi di magneti in terre rare sono diminuite di circa il 75 per cento rispetto all'anno precedente, costringendo alcune case automobilistiche a sospendere la produzione.

L'area dell'euro, che fa affidamento sulle importazioni dirette dalla Cina e sulla fornitura indiretta tramite terzi, è esposta a rischi lungo le catene di approvvigionamento connessi alle esportazioni cinesi di terre rare. La Cina, che produce il 95 per cento delle terre rare del mondo, ha una posizione dominante nel mercato globale e centrale nella raffinazione di altre materie prime essenziali, quali il litio e il cobalto (cfr. Agenzia internazionale per l'energia, 2024). Ciò sottolinea il ruolo cruciale della Cina nelle catene di approvvigionamento mondiali ed evidenzia le vulnerabilità dell'area dell'euro alle turbative geopolitiche (cfr. International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy, 2023; Attinasi et al., 2025). La Cina fornisce il 70 per cento delle importazioni di terre rare dell'area dell'euro (cfr. la prima colonna del grafico A). Anche laddove l'area dell'euro acquisisce prodotti secondari contenenti terre rare da paesi diversi dalla Cina (cfr. le colonne dalla seconda alla quarta del grafico A), i fornitori dipendono fortemente dal paese per quanto riguarda le terre rare grezze. Ad esempio, gli Stati Uniti importano l'80 per cento delle terre rare dalla Cina, da cui consegue che l'area dell'euro rimane indirettamente esposta alle catene di approvvigionamento cinesi quando importa prodotti statunitensi che utilizzano terre rare.

Grafico A

Prodotti importati soggetti a restrizioni cinesi all'esportazione

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le terre rare hanno il codice HS (livello a sei cifre della classificazione del sistema armonizzato dell'Organizzazione mondiale delle dogane) 280530, i composti delle terre rare il codice HS 284690, i prodotti chimici il codice HS 382499 e i macchinari per la fabbricazione di semiconduttori il codice HS 848690. I dati si riferiscono al 2024.

Eventuali carenze dal lato dell'offerta di terre rare inciderebbero su parti sostanziali del settore manifatturiero e provocherebbero diffuse ricadute negative.

Le terre rare svolgono un ruolo cruciale nella produzione di beni specifici, fra cui autovetture, computer e telefoni, in settori centrali per la catena produttiva dell'area dell'euro. Un'analisi delle reti sociali basata su una banca dati Bloomberg riguardante i rapporti fornitore/cliente delle imprese indica che per oltre l'80 per cento delle grandi imprese europee la distanza da un produttore cinese di terre rare si misura con un massimo di tre stadi di intermediazione (cfr. il grafico B)^{1,2}. Stando ai dati, solo poche imprese dell'area dell'euro si approvvigionano di terre rare direttamente da fornitori cinesi: ad esempio, Airbus e BASF. Circa un quarto di tutte le imprese, tra cui Volkswagen, Renault e Telefónica, si avvale di un solo intermediario. Gli intermediari sono spesso aziende tecnologiche statunitensi che realizzano prodotti con terre rare fornite da aziende cinesi. Tale dipendenza dalle catene di approvvigionamento indirette amplifica l'esposizione delle imprese dell'area dell'euro a potenziali turbative, in quanto anche piccole interruzioni delle esportazioni cinesi possono propagarsi agli intermediari e incidere su un'ampia gamma di settori industriali.

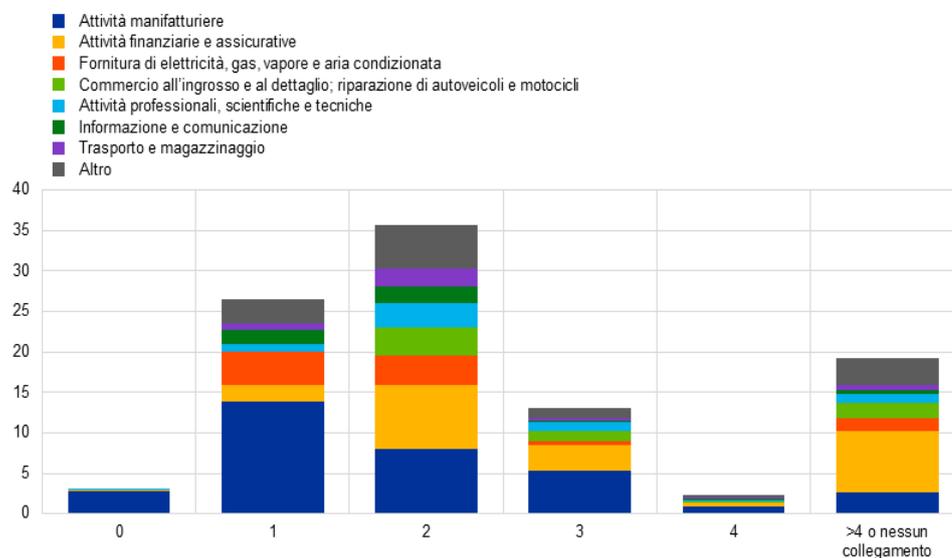
¹ La banca dati comprende circa 12.300 imprese dell'area dell'euro, che non sono pienamente rappresentative in quanto costituite da grandi multinazionali con un elevato numero di fornitori. Tuttavia, nei casi in cui sono disponibili informazioni sui ricavi, tali imprese rappresentano il 30 per cento delle entrate dell'area (40 per cento se ci si concentra sul solo settore manifatturiero) e svolgono quindi verosimilmente un ruolo importante nell'attività economica aggregata. Eventuali interruzioni della loro produzione inciderebbero anche sull'ecosistema delle imprese più piccole che dipendono da esse all'interno della catena di approvvigionamento.

² A titolo di confronto, anche il numero medio di intermediari necessari alle imprese dell'area dell'euro per raggiungere un produttore di petrolio è pari a circa tre.

Grafico B

Numero di intermediari tra le imprese dell'area dell'euro e i fornitori di terre rare cinesi

(percentuali di imprese dell'area dell'euro, ponderate per i ricavi)



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

Note: le imprese sono classificate in base al settore NACE (classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea). Il grafico mostra i collegamenti lungo le catene di approvvigionamento tra le imprese dell'area dell'euro e i produttori di terre rare cinesi nel periodo 2020-2024. Tali collegamenti sono definiti come rapporti fornitore-cliente fra due imprese. Un valore pari a 0 indica che le imprese dell'area dell'euro si procurano terre rare direttamente dai produttori cinesi, senza intermediari. Sono esclusi i collegamenti tra un fornitore di terre rare cinese e una società cinese che produce beni non soggetti a restrizioni all'esportazione.

La natura delle dipendenze dalle terre rare differisce da un settore all'altro.

Le industrie manifatturiere sono particolarmente esposte, in quanto la carenza di materiali in terre rare può potenzialmente interrompere la produzione. Il settore automobilistico, ad esempio, fa ampio uso di magneti permanenti realizzati con terre rare. Analogamente, il settore dell'energia dipende in larga misura dalle terre rare per i magneti al neodimio, utilizzati nelle turbine eoliche. Per contro, i settori dei servizi sono meno vulnerabili, giacché le terre rare sono di norma utilizzate come input intermedio una tantum.

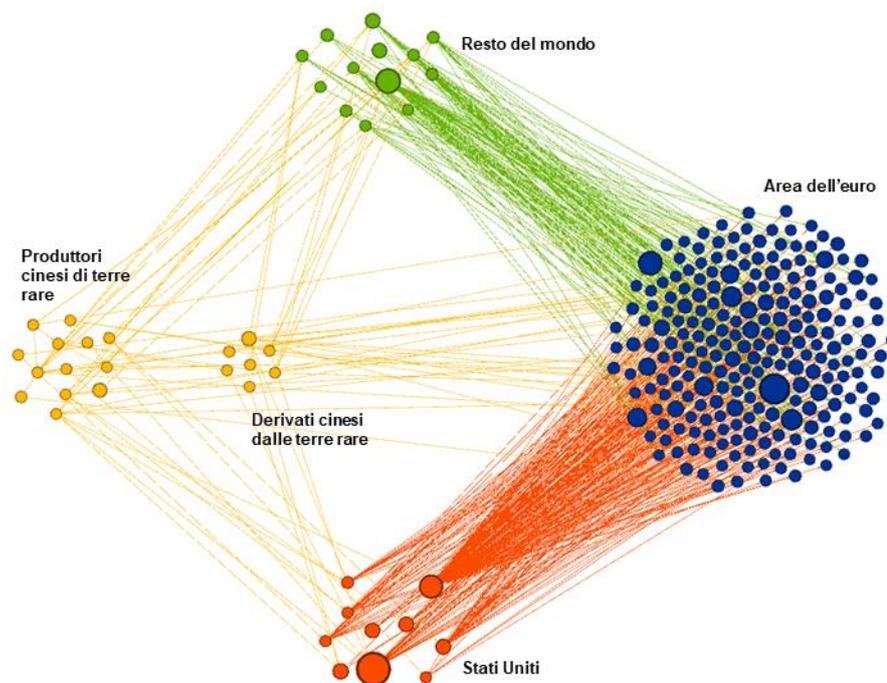
La rete dei fornitori cinesi di terre rare rivela un fitto intreccio di collegamenti industriali a livello globale.

I rapporti diretti con i clienti sono al centro della rete delle terre rare, che coinvolge imprese in tutta l'Asia (al di fuori della Cina, soprattutto il Giappone), l'Unione europea e il Nord America. Molte di queste operano nei settori tecnologico, energetico e manifatturiero avanzato. La figura A illustra la rete di produttori cinesi di terre rare e derivati, mostrando i collegamenti diretti tra le imprese dell'area dell'euro e i produttori di terre rare, nonché i legami mediante singole imprese intermediarie (corrispondenti alle prime due colonne del grafico B). Tra le 1.767 imprese dell'area dell'euro incluse nel campione, sono visibili 11 legami diretti tra aziende produttrici di terre rare e imprese dell'area dell'euro; vi sono 16 collegamenti con imprese produttrici di derivati da terre rare e 223 imprese collegate tramite un solo intermediario (13 per cento circa)³.

³ Considerando anche le imprese per cui non si dispone di informazioni sui ricavi (12.300), quelle collegate direttamente o indirettamente attraverso un intermediario ammontano a circa 550.

Figura A

Collegamenti tra produttori cinesi di terre rare e imprese dell'area dell'euro



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

Note: i nodi cinesi rappresentano i produttori di terre rare e derivati. Il grafico mostra i legami diretti e indiretti (tramite il primo intermediario) delle imprese cinesi produttrici di terre rare con le società dell'area dell'euro. La dimensione dei nodi riflette i ricavi. Sono comprese nella rete soltanto le imprese con ricavi noti.

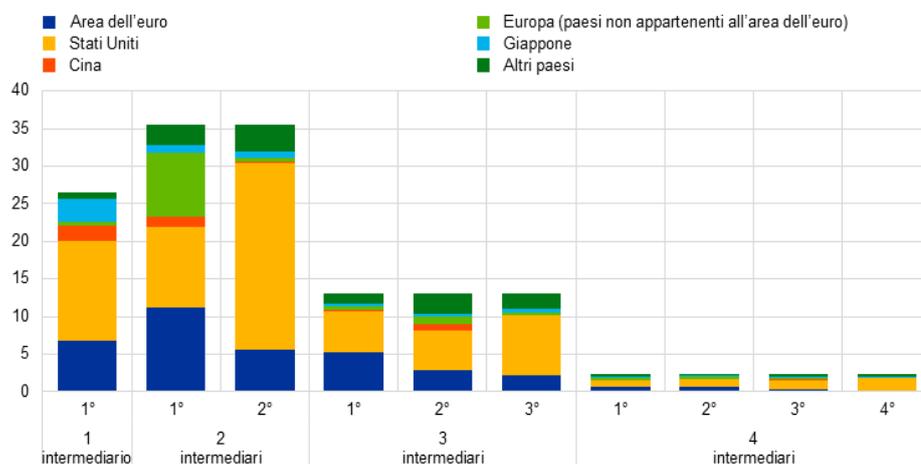
Un'improvvisa interruzione della fornitura di terre rare dalla Cina agli Stati Uniti avrebbe ripercussioni significative sulle imprese dell'area dell'euro, a causa della posizione centrale delle imprese statunitensi nella rete di approvvigionamento mondiale.

Le imprese statunitensi costituiscono l'intermediario chiave di maggior peso, che fornisce alle imprese dell'area dell'euro beni trasformati derivanti dalle terre rare (cfr. il grafico C). Le imprese statunitensi, tra cui aziende tecnologiche di primo piano come Microsoft, Apple e Intel, operano in settori strategici come la fabbricazione di semiconduttori, la produzione di magneti di precisione e il trattamento chimico, e dipendono dalla Cina per l'approvvigionamento di materie prime. Ciò dimostra l'esposizione indiretta dell'area dell'euro verso i fornitori di terre rare cinesi. Solo 157 imprese statunitensi agiscono da intermediari diretti tra imprese dell'area dell'euro ed esportatori cinesi di terre rare. Queste imprese, tuttavia, forniscono prodotti a molte controparti dell'area dell'euro, sicché eventuali interruzioni delle fonti di approvvigionamento di terre rare potrebbero provocare effetti a cascata lungo le catene di fornitura.

Grafico C

Nazionalità degli intermediari tra le imprese dell'area dell'euro e le aziende cinesi produttrici di terre rare

(percentuali di imprese dell'area dell'euro, ponderate per i ricavi)



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

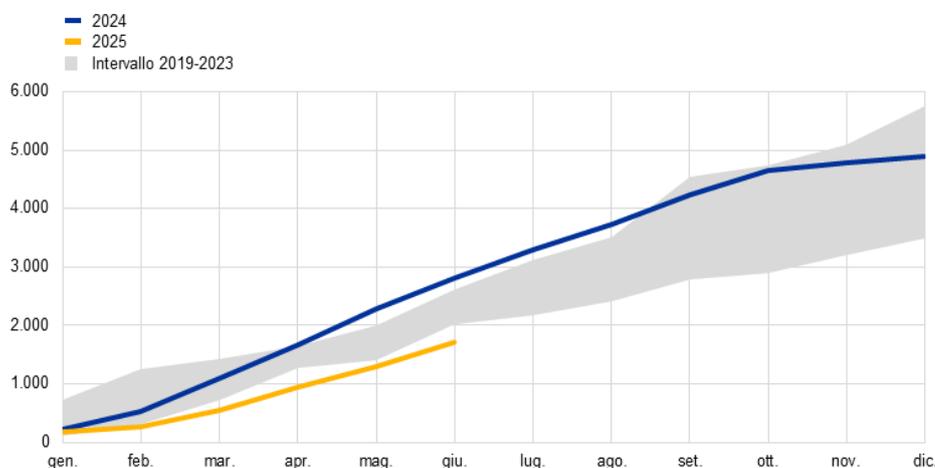
Nota: il primo intermediario rappresenta il collegamento più stretto con le imprese dell'area dell'euro, mentre l'intermediario contrassegnato dal numero più elevato rappresenta il collegamento più stretto con le imprese cinesi produttrici di terre rare.

La restrizione alle esportazioni di terre rare da parte della Cina ha già provocato interruzioni nelle catene globali del valore e ha interessato alcune imprese europee. In generale, prima dell'entrata in vigore delle restrizioni, l'area dell'euro non aveva accumulato terre rare; a giugno, le importazioni aggregate dalla Cina erano al di sotto dei livelli consueti (cfr. il grafico D). In quel mese, l'industria automobilistica europea aveva suonato l'allarme, indicando che scorte significativamente basse causavano la chiusura di diverse linee di produzione e impianti in tutta Europa (cfr. European Association of Automotive Suppliers, 2025). Il ritardo della Cina nel completare l'istruttoria delle domande di autorizzazione all'esportazione era all'origine di parte di queste turbative. Tuttavia, da allora le autorità europee hanno negoziato per consentire ad alcune imprese europee di beneficiare di un iter approvativo più celere per tali licenze.

Grafico D

Importazioni di terre rare dalla Cina nell'area dell'euro

(tonnellate, in termini cumulati da gennaio)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: è riportata una combinazione delle prime due colonne del grafico A (codici HS 280530 e 284690). L'ultima osservazione si riferisce a giugno 2025.

La Cina sta facendo leva sulla propria posizione di quasi monopolista delle terre rare nelle controversie commerciali internazionali. Limitando le esportazioni di terre rare in risposta ai dazi imposti dagli Stati Uniti, la Cina ha dimostrato la propria volontà di utilizzare tali elementi per esercitare pressioni sui partner commerciali. Analogamente, essa potrebbe esercitare pressioni sui negoziati commerciali in corso con l'UE utilizzando le terre rare. Il Parlamento europeo ha esortato la Commissione ad affrontare queste vulnerabilità adottando rapidamente la normativa sulle materie prime critiche (Critical Raw Materials Act), la quale è volta, tra l'altro, a migliorare la posizione dell'Europa attraverso la diversificazione delle importazioni di materie prime essenziali e l'aumento degli sforzi di riciclaggio (cfr. Parlamento europeo, 2025).

L'area dell'euro rimane esposta ai rischi connessi all'inflazione e a quelli economici in conseguenza della sua dipendenza dalla Cina per la fornitura di terre rare ai settori critici. Le interruzioni lungo le catene di approvvigionamento derivanti dalle restrizioni all'esportazione imposte dalla Cina potrebbero determinare un aumento dei costi degli input per i produttori, in particolare nei settori automobilistico, dell'elettronica e delle energie rinnovabili. Questo aumento dei costi potrebbe spingere al rialzo i prezzi al consumo e contribuire alle pressioni inflazionistiche. Inoltre, la carenza di materiali potrebbe anche arrestare la produzione, incidendo negativamente sul prodotto industriale e frenando l'attività economica complessiva. La pandemia ha messo in luce la fragilità delle catene di approvvigionamento mondiali e ha mostrato come improvvise interruzioni possano propagarsi a tutte le industrie e i settori. Le stime basate su modelli suggeriscono che le interruzioni nell'offerta di input critici, come le terre rare, potrebbero incidere in modo sproporzionato sulle industrie a valle (cfr. Attinasi et al., 2025). Gli indicatori attuali non lasciano presagire, nell'immediato futuro, pressioni sulle catene di approvvigionamento e aumenti dei prezzi. Tuttavia, è essenziale mantenere un atteggiamento vigile e monitorare attentamente gli andamenti, data la possibilità di

repentini cambiamenti nelle dinamiche dell'offerta a livello mondiale. L'analisi delle reti sociali, come dimostrato in questo studio, potrebbe fungere da strumento di monitoraggio per individuare potenziali vulnerabilità lungo le catene di approvvigionamento.

Riferimenti bibliografici

Agenzia internazionale per l'energia (2024), *Global Critical Minerals Outlook 2024*, IEA Publications.

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

Commissione europea (2020), *Critical raw materials for strategic technologies and sectors in the EU*, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea.

Commissione europea (2025), "Critical Raw Materials Act".

European Association of Automotive Suppliers (2025), *Urgent action needed as China's export restrictions on rare earths disrupt European automotive supply chains*, comunicato stampa, 4 giugno.

International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy (2023), "The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective", *Occasional Paper Series*, n. 311, BCE.

Parlamento europeo (2025), *UE-Cina: affrontare le restrizioni cinesi all'export di terre rare*, comunicato stampa, 10 luglio.

Aspettative e comportamenti dei consumatori durante le recenti tensioni commerciali

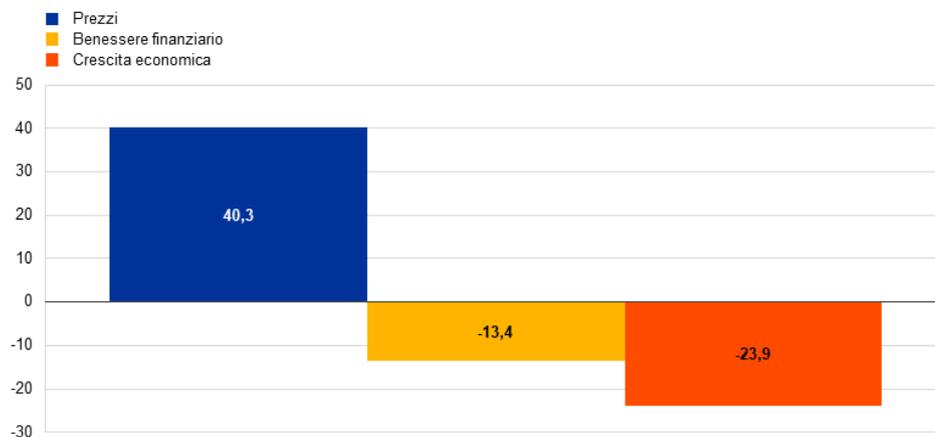
a cura di Adam Baumann, Luca Caprari, Maarten Dossche, Georgi Kocharkov e Omiros Kouvavas

Le recenti tensioni commerciali, unitamente agli annunci sui dazi, stanno incidendo in misura significativa sul comportamento e sulle aspettative dei consumatori europei. I dati dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) raccolti a giugno 2025 rivelano che i consumatori europei si attendono che i dazi influiscano negativamente sull'inflazione, sulle condizioni finanziarie delle famiglie e sulla crescita economica¹. Il saldo netto degli intervistati, pari al 40 per cento, pensa che i dazi avranno un effetto inflazionistico, mentre secondo il 13 per cento avranno un impatto negativo sulle proprie condizioni finanziarie e, infine, il 24 per cento ritiene che freneranno la crescita economica (cfr. il grafico A).

Grafico A

Aspettative delle famiglie riguardo all'impatto di dazi più elevati

(percentuali nette ponderate)



Fonte: BCE (indagine CES di giugno 2025).

Note: dati ponderati per la popolazione. Domanda formulata: "Da quando è entrato in carica a gennaio, il Presidente degli Stati Uniti ha annunciato la potenziale imposizione di dazi, e in risposta, diversi paesi (inclusa l'Unione europea) hanno annunciato misure ritorsive. Supponendo che tali dazi siano in vigore, come pensa che influiranno (se lo faranno) su ciascuno dei seguenti aspetti nei prossimi 12 mesi?". Percentuali nette medie ponderate calcolate su risposte ponderate secondo i seguenti criteri: "Aumenterà molto" (+1), "Aumenterà poco" (+0,5), "Diminuirà poco" (-0,5), "Diminuirà molto" (-1).

I consumatori che ritengono che i dazi avranno effetti inflazionistici hanno corretto al rialzo le proprie aspettative di inflazione. I dati mostrano che per il gruppo che considerava i dazi come inflazionistici nell'indagine di giugno 2025, anche le aspettative di inflazione sono aumentate rispetto a gennaio 2025: di circa 0,2 punti percentuali per l'orizzonte a un anno, 0,13 punti percentuali per quello a tre anni e 0,06 punti percentuali per quello a cinque anni (cfr. il pannello a) del grafico B). Il lieve aumento delle aspettative di inflazione a lungo termine osservato tra gli

¹ Cfr. Baumann et al. (2025a) per un'analisi dettagliata degli andamenti recenti della fiducia dei consumatori e della corrispondente crescita moderata dei consumi.

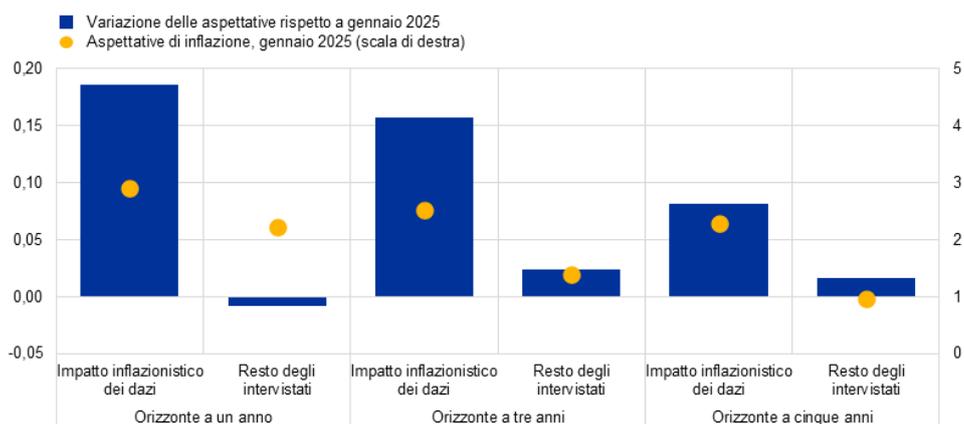
intervistati che considerano i dazi come inflazionistici suggerisce che l'impatto percepito dei dazi sull'inflazione potrebbe non essere del tutto transitorio.

Grafico B

Variazioni delle aspettative a causa dei dazi

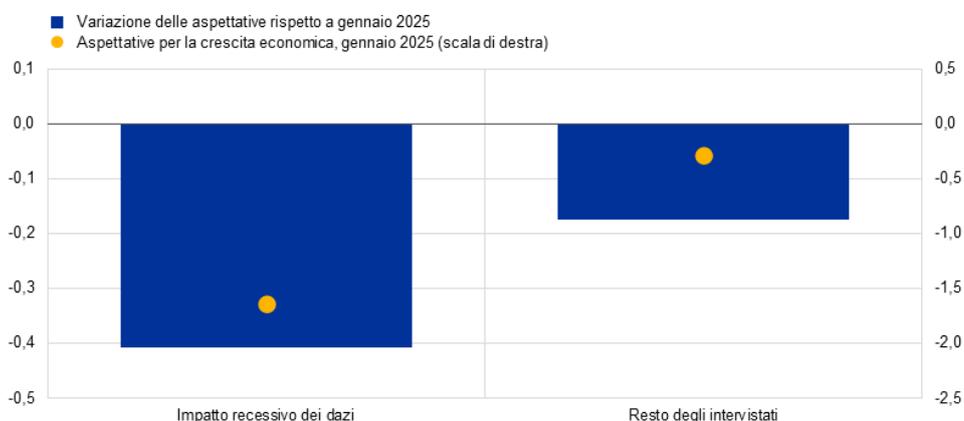
a) Aspettative di inflazione

(scala di sinistra: punti percentuali; scala di destra: percentuali)



b) Aspettative per la crescita economica

(scala di sinistra: punti percentuali; scala di destra: percentuali)



Fonte: BCE (indagine CES di giugno 2025).

Note: dati ponderati per la popolazione. Il pannello a) mostra la differenza tra le aspettative di inflazione a gennaio 2025 e la media delle aspettative di inflazione ad aprile, maggio e giugno 2025 degli intervistati che ritengono che i dazi sospingeranno l'inflazione e di quelli che ritengono che non lo faranno, su tre orizzonti: di uno, tre e cinque anni. Il pannello b) mostra la differenza tra le aspettative per la crescita economica a gennaio 2025 e la media delle aspettative di crescita economica ad aprile, maggio e giugno 2025 degli intervistati che ritengono che i dazi freneranno la crescita economica e di quelli che ritengono che non lo faranno.

Analogamente, i timori per la crescita economica sono aumentati tra coloro che ritengono che i dazi avranno effetti recessivi.

I consumatori che percepiscono i dazi come recessivi hanno ridotto le proprie aspettative sulla crescita economica nei prossimi 12 mesi di 0,4 punti percentuali da gennaio 2025, a fronte di una flessione di soli 0,2 punti percentuali tra gli altri partecipanti (cfr. il pannello b) del grafico B). Tali risultati confermano lo scenario suggerito dal grafico A, ossia che le tensioni commerciali stiano determinando una visione più pessimistica delle prospettive economiche tra le famiglie.

In risposta ai timori correlati ai dazi, i consumatori stanno modificando in modo significativo le proprie abitudini di spesa.

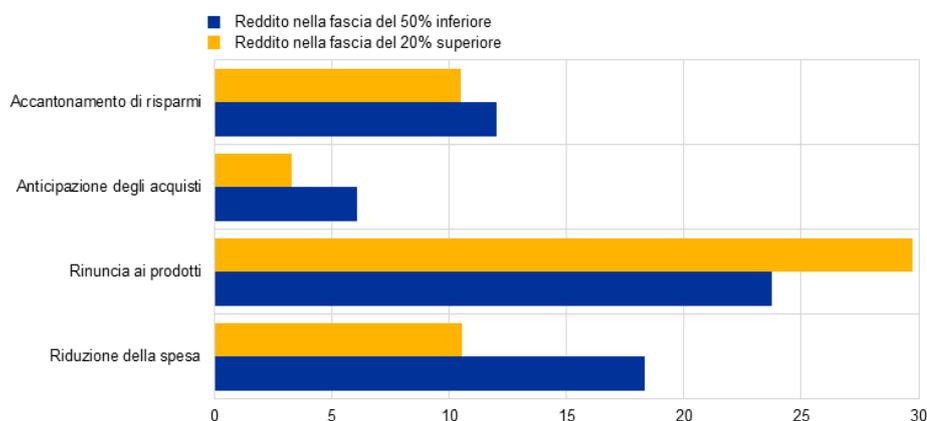
intervistati ha dichiarato di aver rinunciato ai prodotti statunitensi, mentre circa il 16 per cento ha indicato di aver ridotto la propria spesa complessiva (cfr. il pannello a) del grafico C)². Tali cambiamenti delle abitudini variano in base alle fasce di reddito: le famiglie ad alto reddito hanno maggiori probabilità di rinunciare ai beni statunitensi, mentre quelle a più basso reddito sono più inclini a tagliare la propria spesa complessiva.

Grafico C

Comportamenti adottati dagli intervistati dell'indagine CES dopo gli annunci sui dazi

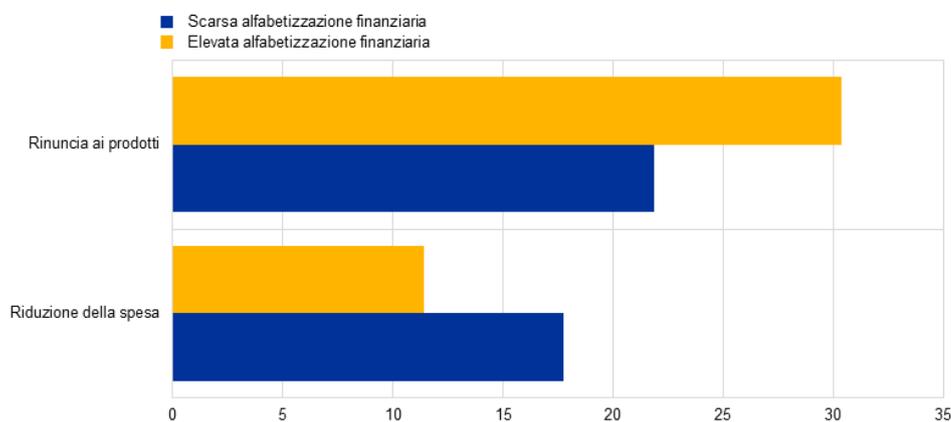
a) Comportamenti adottati, per livello di reddito

(in percentuale degli intervistati)



b) Comportamenti adottati, per grado di alfabetizzazione finanziaria

(in percentuale degli intervistati)



Fonte: BCE (indagine CES di giugno 2025).

Note: dati ponderati per la popolazione. Percentuali di intervistati che hanno adottato comportamenti specifici dopo l'annuncio di potenziali dazi. Nel pannello a) i quantili di reddito sono ricavati dal reddito delle famiglie segnalato per edizione e per paese. Nel pannello b) l'alfabetizzazione finanziaria si basa su punteggi raggiunti in un "quiz" dell'indagine CES per misurare l'alfabetizzazione finanziaria su una scala da 0 a 4, dove 4 indica un livello elevato e minore di 3 indica un livello scarso.

L'alfabetizzazione finanziaria e le preferenze relative alle variazioni dei consumi sembrano avere un ruolo nel plasmare tali comportamenti.

Come riscontrato in Baumann et al. (2025b), molti consumatori erano già disposti a rinunciare ai prodotti statunitensi prima degli annunci sui dazi da parte del governo

² La rinuncia ai prodotti statunitensi segnalata è avvenuta nonostante il significativo deprezzamento del dollaro statunitense.

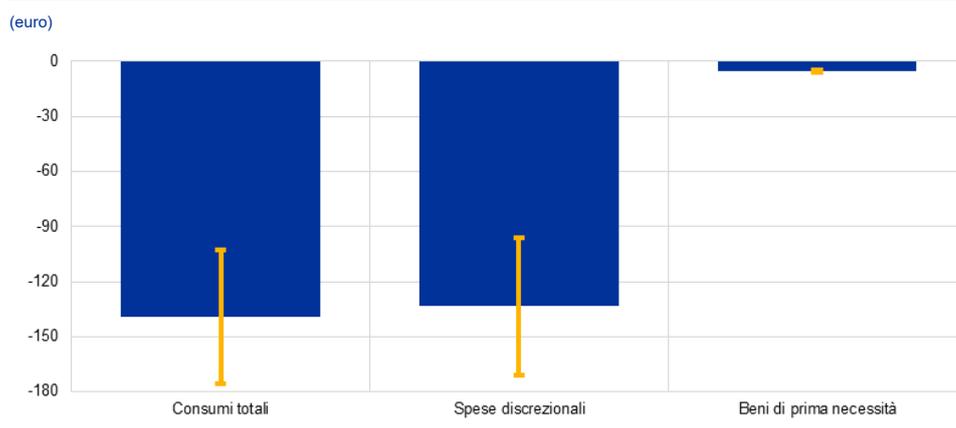
degli Stati Uniti ad aprile 2025³. Nell'indagine di giugno 2025 i consumatori con un'alfabetizzazione finanziaria più elevata erano più propensi a dichiarare di rinunciare ai prodotti statunitensi, mentre gli intervistati con una minore alfabetizzazione finanziaria erano più inclini a ridurre il proprio consumo complessivo (cfr. il pannello b) del grafico C).

La riduzione della spesa è trainata da tagli alla componente discrezionale.

I consumatori che hanno dichiarato un adeguamento dei propri consumi in seguito agli annunci sui dazi hanno ridotto la propria spesa nominale complessiva in misura maggiore rispetto al gruppo di controllo, come stimato dalla differenza tra i due gruppi e i rispettivi consumi a gennaio e ad aprile 2025. Coerentemente alle aspettative, tale riduzione è stata interamente determinata dalla minore spesa discrezionale, mentre la spesa per beni di prima necessità non ha subito variazioni di rilievo (cfr. il grafico D).

Grafico D

Stime di tipo difference-in-difference della riduzione dei consumi in risposta alle tensioni commerciali



Fonte: BCE (indagine CES di giugno 2025).

Note: dati ponderati per la popolazione. Differenza nella variazione del livello dei consumi tra gennaio 2025 e aprile 2025 di coloro che hanno dichiarato di aver ridotto la spesa in seguito agli annunci sui dazi e di coloro che non l'hanno fatto. I beni di prima necessità includono cibo, bevande, costi abitativi e utenze, mentre tutti gli altri consumi sono considerati spese discrezionali. Le linee gialle rappresentano intervalli di confidenza del 90 per cento.

I risultati illustrati evidenziano gli effetti tangibili delle tensioni commerciali sul comportamento e sulle aspettative economiche dei consumatori europei.

Modificando l'inflazione e le aspettative di crescita, nonché inducendo cambiamenti nel comportamento di spesa, i dazi hanno provocato un livello di incertezza che sta influenzando sia le decisioni delle singole famiglie sia, verosimilmente, gli andamenti economici aggregati.

³ Se si considerano gli intervistati che a marzo 2025 hanno indicato le proprie preferenze come la principale ragione di una possibile sostituzione, le risposte all'indagine di giugno 2025 indicano che circa il 40 per cento ora ha agito sulla base di tali intenzioni.

Riferimenti bibliografici

Baumann, A., Caprari, L., Dossche, M., Kocharkov, G. e Kouvavas, O. (2025a), [Clima di fiducia dei consumatori e decisioni di consumo delle famiglie](#), riquadro 1 nel numero 5/2025 di questo Bollettino.

Baumann, A., Caprari, L., Dossche, M., Kocharkov, G. e Kouvavas, O. (2025b), [“How European consumers respond to US tariffs”](#), *VoxEU Column*, Centre for Economic Policy Research, 16 luglio.

3 Manifattura e servizi a confronto: il ruolo dell'anticipazione degli scambi e dell'incertezza nei recenti andamenti

a cura di Niccolò Battistini e Johannes Gareis

Agli inizi del 2025 l'attività manifatturiera ha ripreso a crescere, mentre quella dei servizi ha subito un rallentamento: i due settori hanno segnato un'inversione delle tendenze precedentemente evidenziate.

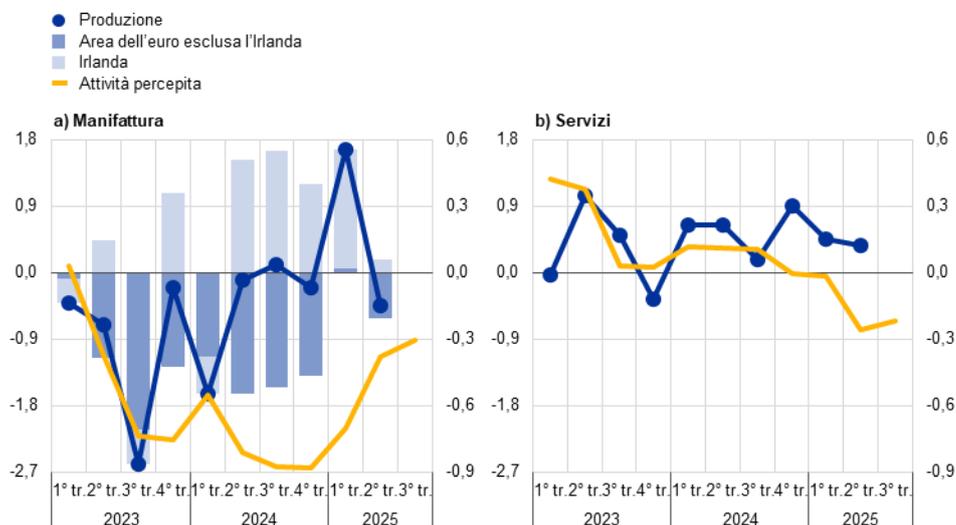
I dati quantitativi relativi alla produzione mostrano un significativo calo dell'attività manifatturiera negli anni 2023 e 2024. Nel primo trimestre del 2025, tuttavia, il comparto ha registrato una ripresa grazie al brusco arresto della contrazione nell'area dell'euro (esclusa l'Irlanda) e all'accelerazione della crescita in Irlanda (cfr. il grafico A). Per contro, l'attività nel settore dei servizi, che aveva continuato a crescere nel biennio precedente, ha perso slancio. I dati ricavati dalle indagini della Commissione europea sulle percezioni delle imprese confermano questa inversione di tendenza. Le imprese manifatturiere hanno segnalato un marcato aumento dell'attività percepita, che si è tuttavia mantenuta al di sotto della sua media di lungo periodo. Le imprese dei servizi hanno invece segnalato un calo dell'attività percepita al di sotto dei suoi valori storici. La precedente divergenza tra il settore manifatturiero e quello dei servizi rispecchiava il forte rialzo dell'inflazione indotto dai beni energetici e il conseguente inasprimento della politica monetaria, che hanno particolarmente gravato sulla manifattura, mentre i servizi hanno beneficiato della normalizzazione dei profili di consumo dopo la pandemia¹. Se da un lato alcune di queste determinanti hanno segnato un'inversione di tendenza, dall'altro sono entrati in gioco nuovi fattori. La temporanea anticipazione degli scambi in vista dell'aumento dei dazi statunitensi ha probabilmente favorito la ripresa del settore manifatturiero, mentre la crescente incertezza sulla politica commerciale (e, più in generale, sulla politica economica) sembra aver frenato l'attività nel suo complesso. Il presente riquadro esamina l'anticipazione degli scambi e l'incertezza relativa alla politica commerciale sulla base di dati settoriali granulari e analizza le prospettive a breve termine per l'attività nei settori manifatturiero e dei servizi.

¹ Per una valutazione dell'impatto del passato inasprimento della politica monetaria sull'attività dei settori manifatturiero e dei servizi, cfr. Battistini e Gareis (2023).

Grafico A

Produzione e attività percepita nei settori della manifattura e dei servizi

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul trimestre precedente e contributi in punti percentuali; scala di destra: saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: con la voce "Produzione" nel settore dei servizi si intendono le attività imprenditoriali al netto dei servizi finanziari e pubblici. La voce "Attività percepita" si riferisce alla valutazione espressa dalle imprese in merito alle variazioni, osservate nei tre mesi precedenti, della produzione per il settore manifatturiero e della domanda per il settore dei servizi. Gli indicatori ricavati dalle indagini sono standardizzati sul periodo compreso tra gennaio 1999 e l'ultima osservazione. Le medie trimestrali dei dati più recenti sono calcolate sulla base delle rilevazioni mensili disponibili. Le ultime osservazioni mensili si riferiscono a giugno 2025 per la produzione manifatturiera, a maggio 2025 per la produzione nel settore dei servizi e a luglio 2025 per le indagini.

Nel primo trimestre del 2025 l'anticipazione degli scambi in vista dell'aumento dei dazi statunitensi ha probabilmente fornito uno stimolo temporaneo all'attività manifatturiera.

Secondo le indagini condotte presso le imprese, l'anticipazione ha rispecchiato un rialzo transitorio della domanda statunitense di beni dell'area dell'euro prima del rincaro dei dazi in programma ad aprile (cfr. Melemenidis et al., 2025). Ciò è in linea con la tempistica e l'entità delle variazioni registrate dalla produzione manifatturiera. Quest'ultima è significativamente aumentata nel primo trimestre, dopo due anni di calo, trainata in larga misura dal marcato incremento segnato a marzo, quando ha raggiunto il valore massimo prima di diminuire tra aprile e giugno. Emergono effetti temporanei di anticipazione anche confrontando l'esposizione dei diversi settori alle esportazioni verso gli Stati Uniti con la dinamica del loro prodotto (cfr. il grafico B). Nei settori maggiormente esposti alle esportazioni verso gli Stati Uniti il prodotto ha registrato un'espansione più consistente a marzo (cfr. il pannello a) del grafico B) e una flessione più accentuata tra aprile e giugno (cfr. il pannello b) del grafico B). Data la sua elevata esposizione alle esportazioni negli Stati Uniti, l'industria farmaceutica offre l'esempio più chiaro di tali dinamiche. In questo settore la produzione è aumentata a marzo di quasi il 9 per cento rispetto a febbraio, per poi diminuire, in media, di una percentuale analoga nel secondo trimestre. Quanto ai paesi, tali

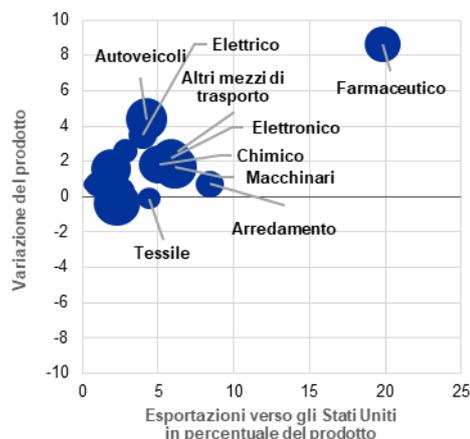
andamenti hanno in gran parte rispecchiato l'elevata volatilità della produzione farmaceutica in Germania, nei Paesi Bassi e, molto probabilmente, in Irlanda².

Grafico B

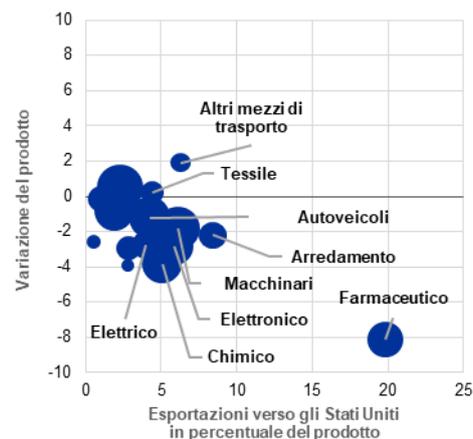
Produzione del settore manifatturiero ed esposizione alle esportazioni verso gli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

a) Marzo rispetto a febbraio



b) Media aprile-giugno rispetto a marzo



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: la dimensione dei cerchi riflette la quota settoriale del valore aggiunto lordo totale. Le etichette individuano i settori in cui le esportazioni negli Stati Uniti superano il 3 per cento del prodotto settoriale. I dati settoriali di input-output si basano sulle tavole FIGARO per il 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2025.

Se da un lato l'attività manifatturiera è stata temporaneamente sostenuta dall'anticipazione degli scambi, dall'altro la crescente incertezza che caratterizza la politica commerciale ha probabilmente contribuito alla recente perdita di slancio nel settore dei servizi. In seguito all'annuncio di dazi da parte dell'amministrazione statunitense il 2 aprile, l'incertezza sulla politica commerciale ha toccato il massimo storico, portandosi ben al di sopra dei livelli osservati in precedenti episodi di tensioni commerciali, quali le controversie tra Stati Uniti e Cina durante il primo mandato del Presidente Trump (cfr. il grafico C)³. I riscontri empirici mostrano che l'incertezza relativa alla politica commerciale grava in modo sproporzionato sugli investimenti delle imprese (cfr. Caldara et al., 2020; Andersson et al., 2024) e sulla connessa attività settoriale (cfr. De Santis e Zimic, 2019). I dati granulari e tempestivi ricavati dalle indagini e riguardanti i vari settori avvalorano questa conclusione. Durante la prima amministrazione Trump, l'attività percepita si è ridotta tra le aziende del settore manifatturiero e dei servizi alle imprese, comparti

² In Germania e nei Paesi Bassi la produzione farmaceutica è aumentata, rispettivamente, di circa il 19 e il 17 per cento tra febbraio e marzo e diminuita, in media, di circa il 15 e il 26 per cento nel secondo trimestre rispetto a marzo. Sebbene non siano disponibili dati ufficiali sulla produzione dell'industria farmaceutica irlandese, il prodotto irlandese del "settore moderno" (che include quello farmaceutico) e le esportazioni di prodotti farmaceutici verso gli Stati Uniti hanno registrato un marcato incremento a marzo e una contrazione nel secondo trimestre, suggerendo, potenzialmente, un profilo della produzione analogo.

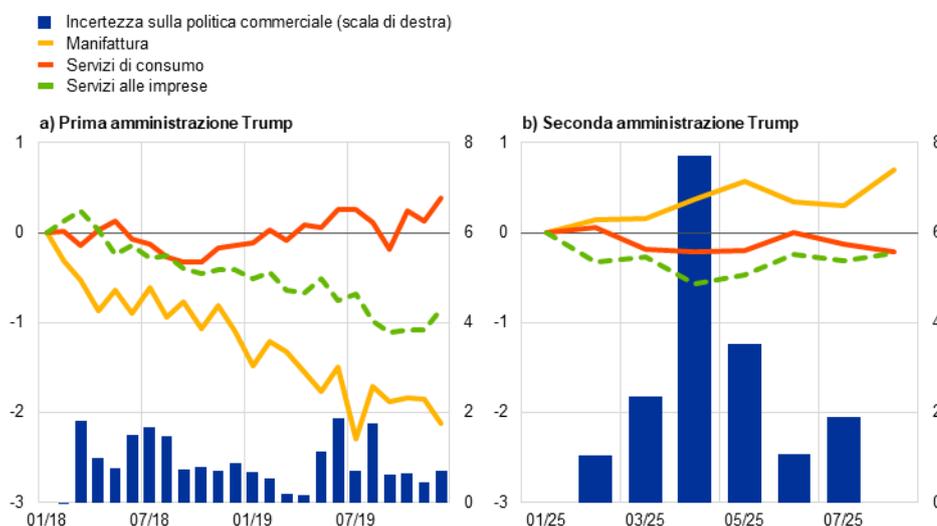
³ Nel presente riquadro l'incertezza legata sulla politica commerciale fa riferimento all'indice elaborato da Caldara et al. (2020), costruito calcolando la frequenza delle occorrenze congiunte di termini riguardanti la politica commerciale e l'incertezza nei principali quotidiani statunitensi. Per un'iniziale valutazione dell'importanza dell'incertezza relativa alla politica commerciale rispetto ad altre misure dell'incertezza durante la prima amministrazione Trump, cfr. Azqueta-Gavaldón et al. (2019).

strettamente vincolati agli investimenti, continuando a mostrare una buona capacità di tenuta tra le imprese dei servizi di consumo (cfr. il pannello a) del grafico C)⁴. In modo analogo, nell'attuale congiuntura, è probabile che la manifattura e i servizi alle imprese abbiano risentito dell'accresciuta incertezza sulla politica commerciale in misura maggiore rispetto ai servizi di consumo. Nel caso della manifattura, tuttavia, tale impatto negativo è stato finora ampiamente controbilanciato dagli effetti positivi dell'anticipazione degli scambi, che hanno temporaneamente stimolato il prodotto (cfr. il pannello b) del grafico C).

Grafico C

Incertezza sulla politica commerciale e attività percepita nei settori della manifattura e dei servizi

(scala di sinistra: variazioni cumulate dei saldi percentuali standardizzati; scala di destra: variazione cumulata dell'indice standardizzato)



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Caldara et al. (2020) ed elaborazione della BCE.

Note: l'attività percepita si riferisce alla valutazione espressa dalle imprese in merito alle variazioni, osservate nei tre mesi precedenti, della produzione per il settore manifatturiero e della domanda per il settore dei servizi. I servizi di consumo includono quelli di alloggio e ristorazione, nonché le attività delle agenzie di viaggio, di trasmissione e postali; i servizi alle imprese comprendono le restanti attività professionali, il magazzinaggio, le attività editoriali (prevalentemente l'edizione di software) e la riparazione di computer. Per la misura dell'incertezza relativa alla politica commerciale, cfr. Caldara et al. (2020). Le variazioni cumulate sono calcolate a partire da gennaio 2018 nel pannello a) e da gennaio 2025 nel pannello b). Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2025.

Le prospettive per i settori manifatturiero e dei servizi sono attualmente determinate da diversi fattori, ma non vi sono ancora segnali chiari che indichino quali prevarranno.

Secondo i dati delle indagini condotte dalla Commissione europea, con l'attenuarsi dell'incertezza relativa alla politica commerciale, nel terzo trimestre fino a oggi l'attività ha registrato un lieve calo nel settore dei servizi di consumo, registrando nel contempo una leggera ripresa nel comparto dei servizi alle imprese (cfr. il pannello b) del grafico C). Inoltre, l'attività manifatturiera è ulteriormente cresciuta, portandosi al di sopra del livello segnato all'inizio dell'anno. Per quanto riguarda i rischi derivanti dall'incertezza, se quella relativa alla politica commerciale dovesse rimanere elevata in termini storici, i suoi effetti frenanti potrebbero continuare a gravare sui servizi e diventare visibili nel

⁴ L'aumento dell'incertezza sulla politica commerciale durante il primo mandato del Presidente Trump dovrebbe essere soltanto uno dei fattori alla base del calo dell'attività percepita nei settori manifatturiero e dei servizi alle imprese. Tale andamento potrebbe essere stato influenzato anche da altri fattori, tra cui le difficoltà del settore automobilistico dovute all'introduzione di nuove norme sulle emissioni, le turbolenze finanziarie nei mercati emergenti e la Brexit (cfr. Gunnella e Quaglietti, 2019).

settore manifatturiero al concludersi dell'anticipazione degli scambi. Tuttavia, l'accordo commerciale tra UE e Stati Uniti potrebbe innescare una rapida diminuzione di tale incertezza, attenuandone alcuni effetti avversi. Oltre ai rischi connessi all'incertezza, è probabile che altri fattori incidano sulle prospettive. Circostanze sfavorevoli sono determinate dall'apprezzamento dell'euro e dall'impatto dei più elevati dazi, mentre gli effetti ritardati dell'allentamento della politica monetaria e il possibile sostegno dato dall'aumento della spesa per difesa e infrastrutture rappresentano condizioni favorevoli di segno opposto.

Riferimenti bibliografici

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

Azqueta-Gavaldón, A., Hirschbühl, D., Onorante, L. e Saiz, L. (2019), *Fonti di incertezza sulla politica economica nell'area dell'euro: un approccio di machine learning*, riquadro 4 nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

Battistini, N. e Gareis, J. (2023), *La politica monetaria e il recente rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi*, riquadro 4 nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

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

De Santis, R.A. e Zimic, S. (2019), *Fattori interni ed esterni alla base del calo della produzione industriale nell'area dell'euro*, riquadro 3 nel numero 6/2019 di questo Bollettino.

Gunnella, V. e Quaglietti, L. (2019), *Le implicazioni economiche del crescente protezionismo da una prospettiva mondiale e specifica dell'area dell'euro*, articolo 1 nel numero 3/2019 di questo Bollettino.

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

I lavoratori accetterebbero riduzioni salariali in cambio della flessibilità del lavoro da remoto?

a cura di António Dias da Silva e Marco Weissler

A partire dalla pandemia il lavoro da casa si è diffuso maggiormente nell'area dell'euro¹. Secondo l'Eurostat, tra il 2019 e il 2024 la percentuale di dipendenti di età compresa tra 20 e 64 anni che, almeno occasionalmente, hanno lavorato da casa è raddoppiata: da 11,7 a 22,4 per cento². Dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) è emerso che tra gli intervistati il lavoro da casa era ancora più diffuso: a maggio 2024 il 33,6 per cento dei dipendenti aveva dichiarato di lavorare da casa almeno due giorni a settimana. Tale discrepanza potrebbe essere riconducibile a differenze metodologiche, nonché a potenziali difformità nel campione, considerato che l'indagine CES viene condotta online. L'indagine mostra inoltre che tali modalità di lavoro da remoto sembrano essersi ben consolidate, rimanendo sostanzialmente stabili dal 2024 al 2025. Le aziende offrono spesso benefit non salariali, compresa la possibilità di lavorare da remoto, come alternativa ad aumenti delle retribuzioni. Da precedenti ricerche condotte in tale ambito a livello internazionale è spesso emerso che i dipendenti sarebbero disposti a rinunciare a una parte del proprio salario in cambio della possibilità di lavorare da casa (cfr. Aksoy et al., 2022; Nagler et al., 2024 e Cullen et al., 2025). Il presente riquadro esamina l'importanza attribuita dai dipendenti dell'area dell'euro alla possibilità di disporre del lavoro da remoto.

Secondo l'indagine CES, l'opzione più diffusa e preferita dai dipendenti che lavorano da remoto si conferma un modello di lavoro ibrido. Nel 2025 il 55,7 per cento dei dipendenti non ha mai lavorato da casa, l'11,9 ha lavorato da casa circa un giorno a settimana, il 21,9 tra due e quattro giorni a settimana ("lavoro ibrido") e il 10,6 cinque o più giorni a settimana (cfr. il grafico A)³. Confrontando le modalità effettive di lavoro da remoto dei dipendenti con quelle desiderate, emergono alcune differenze significative. Il divario più ampio si osserva per i dipendenti che lavorano da casa un solo giorno a settimana, seguiti da coloro che non vi lavorano mai e da chi svolge la propria attività interamente da remoto. Nel complesso, l'opzione di lavoro da remoto preferita sembra essere quella di un modello ibrido, con la maggior parte dei lavoratori che usufruiscono di tale modalità (84 per cento) che si dichiara soddisfatta degli accordi in vigore. È interessante notare che il 43 per cento dei dipendenti che svolgono la prestazione lavorativa interamente da remoto preferirebbe lavorare in tale modalità un numero di giorni inferiore. Ciò suggerisce

¹ Nel presente riquadro, le espressioni "lavorare da casa" e "lavorare da remoto" sono utilizzate in modo intercambiabile per fare riferimento a prestazioni lavorative svolte presso il luogo di residenza del dipendente o in altro luogo di sua scelta, comunque fuori dall'ufficio o da altri luoghi di lavoro tradizionali.

² Tali percentuali si riferiscono a lavoratori non autonomi di età compresa tra 20 e 64 anni. Inoltre, sebbene la percentuale di dipendenti che attualmente lavorano da casa sia superiore a quella osservata nel 2019, essa è inferiore rispetto a quanto rilevato nel 2021 e nel 2022, in linea con i dati relativi agli Stati Uniti (cfr. Bick et al., 2025). Per un'analisi degli andamenti del lavoro da remoto nell'area dell'euro durante la pandemia, cfr. Dias da Silva et al. (2023).

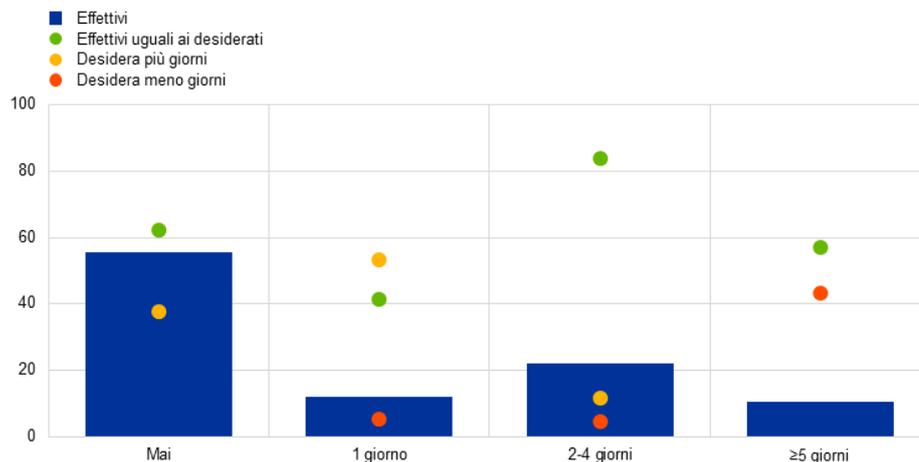
³ I dati aggregati celano sostanziali differenze tra le occupazioni a seconda della possibilità di svolgere mansioni da remoto, come mostrato da Dias da Silva et al. (2023).

che il lavoro da remoto potrebbe essere determinato più da necessità o da esigenze del datore di lavoro che dalle preferenze⁴.

Grafico A

Giorni di lavoro da remoto a settimana effettivi e desiderati

(barre: percentuale di dipendenti; punti: percentuale di dipendenti in ogni barra)



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (CES).

Note: risultati dal modulo annuale dell'indagine CES relativo al mercato del lavoro completato a maggio 2025 per i dipendenti di età compresa tra 20 e 64 anni. Tali risultati si basano sulle seguenti domande: "Quanti giorni hai tendenzialmente lavorato da casa in una settimana tipo negli ultimi tre mesi?" e "In una prospettiva di un anno, quanto spesso nell'arco di una settimana tipo preferiresti svolgere da casa giornate di lavoro retribuite?".

I dipendenti non sono disposti a rinunciare a una quota rilevante delle proprie retribuzioni in cambio di un modello di lavoro ibrido, nonostante l'elevato grado di soddisfazione per le attuali modalità di lavoro da remoto. A maggio 2025 ai partecipanti all'indagine CES è stato chiesto di ipotizzare che il datore di lavoro non consentisse la possibilità di lavorare da casa e di indicare il livello di riduzione salariale (in percentuale rispetto all'attuale retribuzione) che sarebbero disposti ad accettare in cambio della possibilità di lavorare da remoto due o tre giorni a settimana. I risultati mostrano che il 70 per cento dei dipendenti non accetterebbe alcuna riduzione dello stipendio. Il 13 per cento, invece, sarebbe disposto ad accettare una decurtazione compresa tra l'1 e il 5 per cento, mentre l'8 per cento accetterebbe una riduzione compresa tra il 6 e il 10 per cento (cfr. il pannello a) del grafico B).

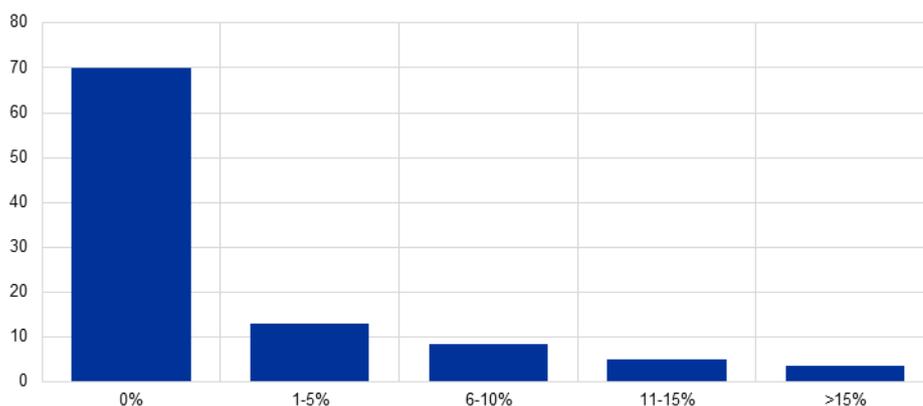
⁴ A maggio 2025 solo la metà dei dipendenti che lo scorso anno avevano dichiarato di lavorare interamente da remoto continuava a svolgere le proprie mansioni in tale modalità, rispetto al 74 per cento di chi operava in modalità ibrida e all'88 per cento di coloro che lavoravano da casa occasionalmente o non vi lavoravano mai. Ciò suggerisce che lavorare interamente da remoto non è una modalità di lavoro persistente.

Grafico B

Disponibilità ad accettare una riduzione salariale in cambio di un modello di lavoro ibrido

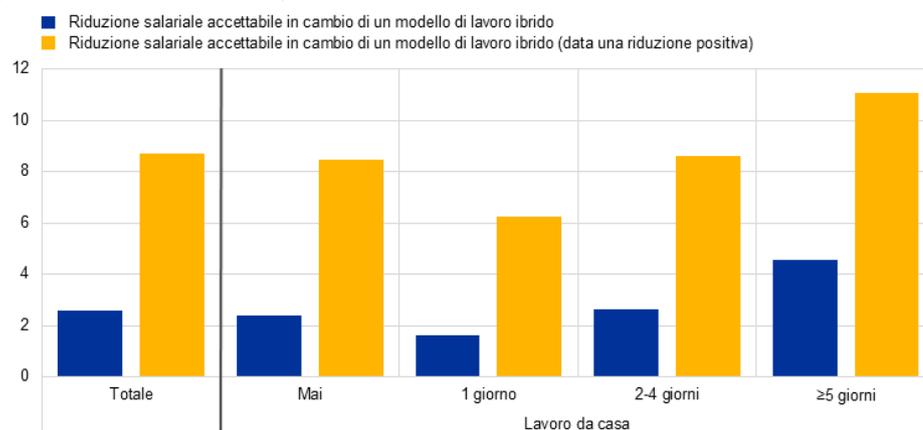
a) Percentuale di dipendenti disposti ad accettare una riduzione salariale

(asse delle ascisse: in percentuale della retribuzione attuale; asse delle ordinate: percentuale di dipendenti)



b) Riduzione salariale media accettabile in cambio di un modello di lavoro ibrido

(in percentuale della retribuzione attuale)



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (CES).

Note: risultati dal modulo annuale dell'indagine CES relativo al mercato del lavoro completato a maggio 2025 per i dipendenti di età compresa tra 20 e 64 anni. I risultati illustrati nel pannello b) si basano sulla seguente domanda: "Immagina che il tuo datore di lavoro non consentisse ai propri dipendenti di lavorare da casa. In linea teorica, quale riduzione salariale saresti disposto ad accettare (in percentuale dell'attuale retribuzione) per poter lavorare da casa due o tre giorni a settimana?". I risultati non includono i lavoratori le cui mansioni non possono essere svolte da remoto.

La riduzione salariale media che i dipendenti accetterebbero per lavorare due o tre giorni a settimana da casa è pari al 2,6 per cento. Questo dato è significativamente inferiore rispetto ad altre stime presenti nella letteratura empirica. Barrero et al. (2021) stimano che i lavoratori statunitensi accetterebbero una riduzione salariale del 7 per cento per lavorare da casa due o tre giorni a settimana. Nagler et al. (2024) stimano che i lavoratori in Germania sono disposti a rinunciare al 7,7 per cento dei loro guadagni per lavorare interamente da remoto e al 5,4 per cento per lavorare a distanza due giorni a settimana. Concentrando l'attenzione sul settore statunitense della tecnologia, Cullen et al. (2025) stimano che i lavoratori sono disposti a rinunciare a circa il 25 per cento della retribuzione complessiva per assumere un'occupazione che sia possibile svolgere da remoto, piuttosto che interamente in presenza.

Si osserva un'ampia variabilità della disponibilità ad accettare una riduzione salariale tra i diversi modelli di lavoro a distanza.

I dipendenti che attualmente lavorano più frequentemente da casa tendono a essere disposti ad accettare una decurtazione salariale più elevata per mantenere tale accordo di lavoro (cfr. il pannello b) del grafico B). I dipendenti che svolgono la prestazione lavorativa interamente da remoto sono disposti ad accettare una riduzione del 4,6 per cento. Per contro, coloro che attualmente lavorano da casa un giorno a settimana accetterebbero una riduzione pari solo all'1,6 per cento. Tra coloro disposti ad accettare una diminuzione, la riduzione salariale media accettabile è molto più elevata (8,7 per cento). Ciò suggerisce che mentre la maggior parte dei dipendenti non è molto disposta a rinunciare alla propria retribuzione per avere la possibilità di lavorare da casa, per alcuni si tratta di un benefit non salariale prezioso.

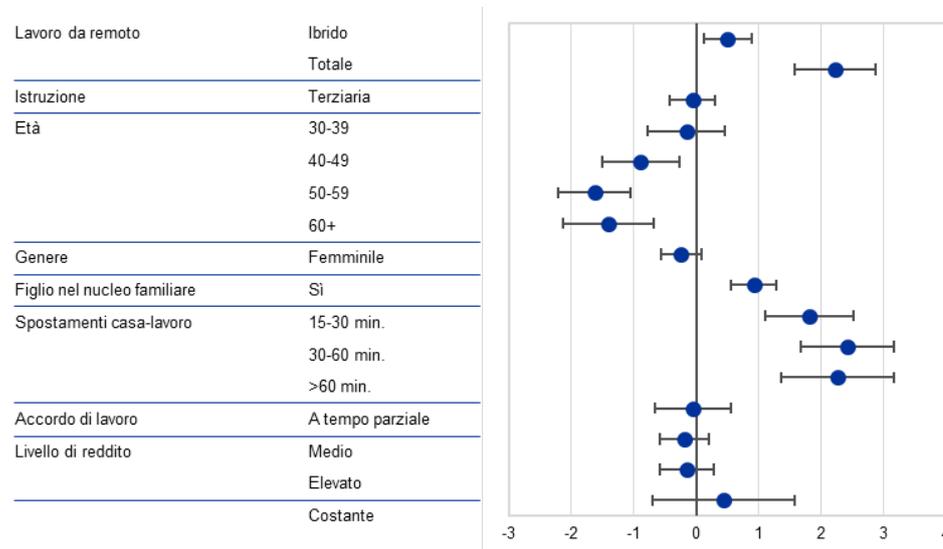
Le caratteristiche personali e professionali influenzano l'importanza attribuita dai dipendenti alla possibilità di lavorare da casa (cfr. il grafico C).

I lavoratori più giovani tendono ad apprezzare il lavoro da remoto in misura maggiore rispetto a quelli più anziani. Anche i dipendenti con figli nel proprio nucleo familiare vi attribuiscono un grande valore (cfr., ad esempio, Aksoy et al., 2025), così come quelli che devono affrontare spostamenti casa-lavoro più lunghi. Per contro, reddito, livello di istruzione e genere sembrano avere un impatto modesto sulla rilevanza attribuita dai dipendenti al lavoro da remoto.

Grafico C

Disponibilità ad accettare una riduzione salariale: risultati della regressione relativi alle caratteristiche personali e professionali

(in percentuale della retribuzione attuale)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: risultati dal modulo annuale dell'indagine CES relativo al mercato del lavoro completato a maggio 2025 per i dipendenti di età compresa tra 20 e 64 anni. Coefficienti e intervalli di confidenza del 95 per cento da una regressione lineare con errori standard robusti all'eterogeneità. I benchmark omessi sono "Mai" e "1 giorno a settimana" (per lo status di lavoro da remoto), "20-29" (per l'età), "0-15 min" (per il tempo degli spostamenti casa-lavoro) e "Basso" (per il livello di reddito). I gruppi di reddito sono definiti come terzili dei salari orari ridotti ad aprile 2025. I risultati non includono i lavoratori le cui mansioni non possono essere svolte da remoto. Esempio a scopo illustrativo: i lavoratori con modello di lavoro ibrido (2-4 giorni a settimana da casa) sono, in media, disposti ad accettare una riduzione salariale di circa 0,5 punti percentuali più elevata rispetto a quelli che lavorano da casa raramente o non vi lavorano mai. C'è una probabilità del 95 per cento che il valore effettivo di tale stima sia compreso tra 0,1 e 0,9 punti percentuali, ossia è probabile che sia maggiore di zero.

Diversi altri fattori potrebbero influenzare tali risultati. Il lavoro da remoto comporta sfide come l'isolamento sociale, meno opportunità di relazionarsi con i colleghi e timori relativi alla visibilità sul posto di lavoro. Ciò potrebbe spiegare perché molti dipendenti non sono disposti ad accettare una riduzione salariale in cambio di opzioni di lavoro ibrido. Tuttavia, alcuni dipendenti, in particolare quelli con bambini o che devono affrontare lunghi tragitti casa-lavoro, apprezzano molto il lavoro da remoto, in quanto contribuisce a una migliore conciliazione tra gli aspetti lavorativi e privati della loro vita. Inoltre, può consentire ai lavoratori che affrontano circostanze esterne specifiche di partecipare al mercato del lavoro o di accettare occupazioni che altrimenti non potrebbero svolgere, ad esempio riducendo i costi connessi al pendolarismo o facilitando le attività di cura. Pertanto, la flessibilità del lavoro da remoto può contribuire ad attrarre e trattenere i lavoratori, soprattutto in mercati del lavoro caratterizzati da scarsità di personale qualificato.

Riferimenti bibliografici

Aksoy, C. G., Barrero, J. M., Bloom, N., Davis, S. J., Dolls, M. e Zarate, P. (2022), "Working from Home Around the World", *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, pagg. 281-330.

Aksoy, C. G., Barrero, J. M., Bloom, N., Davis, S. J., Dolls, M. e Zarate, P. (2025), "Working from Home in 2025: Five Key Facts", Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford University, 14 aprile.

Barrero, J. M., Bloom, N. e Davis, S. J. (2021), "Why Working from Home Will Stick", *NBER Working Paper*, n. 28731, aprile.

Bick, A., Blandin, A., Caplan, A. e Caplan, T. (2025), "The work from home divide: Insights from six US surveys", *VoxEU column*, 4 marzo.

Cullen, Z., Pakzad-Hurson, B. e Perez-Truglia, R. (2025), "Home Sweet Home: How Much Do Employees Value Remote Work?" *AEA Papers and Proceedings*, vol. 115, pagg. 276-281, maggio.

Dias da Silva, A., Georgarakos, D. e Weissler, M. (2023), *Come le persone vogliono lavorare: preferenze per il lavoro da remoto dopo la pandemia*, riquadro 4 nel numero 1/2023 di questo Bollettino.

Nagler, M., Rincke, J. e Winkler, E. (2024), "Working from home, commuting, and gender", *Journal of Population Economics*, vol. 37, art. n. 58, 8 giugno, pagg. 1-23.

5 Monitoraggio dell'attenzione rivolta all'inflazione nelle notizie

a cura di Ilias Aarab, Marta Bañbura, Elena Bobeica ed Emma Leguay

Il grado di attenzione riservato all'inflazione può incidere sulle relative aspettative, sulla propagazione degli shock alla stessa e sulla trasmissione della politica monetaria.

Nello specifico, il livello di attenzione determina il modo in cui si formano le aspettative di inflazione, che rivestono un ruolo centrale nell'andamento dei prezzi e dei salari. L'attenzione all'inflazione varia nel tempo¹. Quando l'inflazione è elevata, le aspettative sono più sensibili agli andamenti e sono potenzialmente in grado di determinare una trasmissione più vigorosa e rapida ai prezzi e ai salari effettivi. Le ricerche mostrano inoltre che la reattività alla politica monetaria può differire tra individui attenti all'inflazione e altri che non lo sono. Di per sé, il grado di attenzione può influire sull'efficacia della trasmissione della politica monetaria (cfr. Pfäuti, 2024; Song e Stern, 2024).

L'attenzione rivolta all'inflazione viene approssimata misurando il rilievo dato all'argomento nelle notizie.

Le indagini possono fornire una misura diretta dell'attenzione tramite domande mirate, ma la copertura delle notizie offre un'alternativa indiretta, che riflette le informazioni a disposizione degli operatori economici². Si è riscontrato che tale copertura determina le percezioni e le aspettative dei consumatori, in quanto le famiglie si affidano ai mezzi di informazione per aggiornarsi sull'andamento dei prezzi³. Inoltre, i dati sulle notizie sono disponibili con frequenza elevata e in modo tempestivo.

Il presente riquadro propone di misurare l'attenzione rivolta all'inflazione con un metodo basato su un dizionario, che si avvale di un ampio corpus di articoli di contenuto generale pubblicati sui giornali dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro.

Per misurare l'attenzione rivolta all'inflazione nell'area dell'euro si segue la metodologia proposta da Baker et al. (2016) per ricavare un indice dell'incertezza sulla politica economica. Si calcola la percentuale di articoli di giornale che contengono una o più parole chiave associate all'inflazione⁴. Si utilizzano articoli pubblicati nelle rispettive lingue originali sui giornali di Francia,

¹ Gli individui spesso non raccolgono né elaborano tutte le informazioni disponibili al momento di prendere decisioni, a causa di limitazioni sul piano delle conoscenze o dei costi sottesi a tale processo. In quest'ultimo caso, essi tendono a dare priorità ai segnali più rilevanti (cfr. Handel e Schwartzstein, 2018; Coibion et al., 2018). Questo meccanismo, noto come "disattenzione razionale" (per una rassegna cfr. Maćkowiak et al., 2023), può influenzare le aspettative e avere pertanto implicazioni rilevanti per le dinamiche economiche.

² Ulteriori studi hanno esaminato altre fonti di dati quali X (precedentemente noto come Twitter), Google Trends o la copertura televisiva, sia per gli Stati Uniti sia per i paesi europei, e hanno riscontrato risultati simili a quelli presentati in questo riquadro (cfr., ad esempio, Buelens, 2023; Korenok et al., 2022).

³ Cfr., ad esempio, Larsen et al. (2021); Nimark e Pitschner (2019) e Arndt (2024).

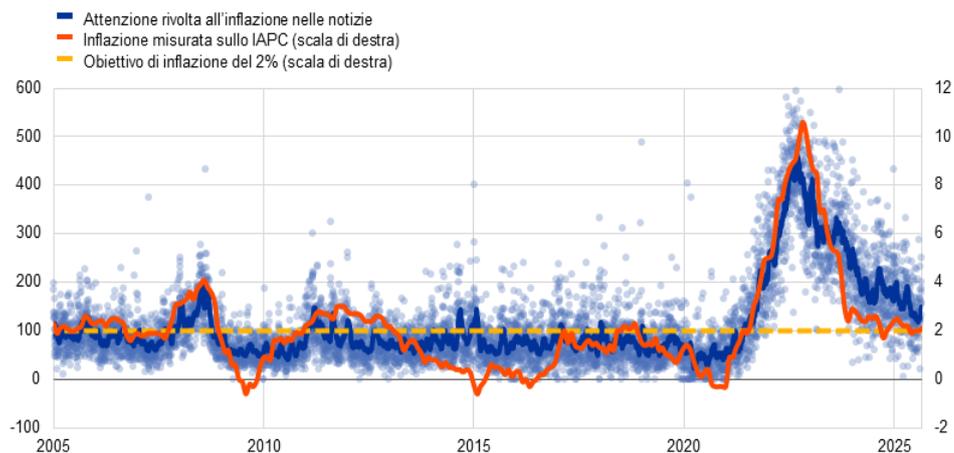
⁴ Oltre all'"inflazione" stessa, si utilizzano anche diversi termini correlati ed espressioni, compresi i sinonimi di aumenti dei prezzi, dinamiche e pressioni, andamenti del potere di acquisto e del valore della moneta, unitamente alle relative varianti grammaticali per ciascuna lingua.

Germania, Italia e Spagna⁵. La fonte per tali articoli è Factiva, una banca dati sulle notizie gestita da Dow Jones. Dopo l'esecuzione di diverse fasi di pretrattamento e "pulizia", la serie di dati risultante contiene oltre tre milioni di articoli, con una media di 10.000 pubblicati ogni mese⁶. Per ogni lingua si costruisce un set di parole chiave legate all'inflazione (il "dizionario") e si calcola la proporzione giornaliera di articoli nel corpus di ciascun giornale che ne contengono almeno una. Le serie temporali giornaliere per ciascun quotidiano sono standardizzate in modo da ottenere una deviazione standard unitaria nel periodo dal 1997 al 2011. Si calcola poi la media di queste proporzioni standardizzate tra i diversi giornali per ottenere serie temporali giornaliere consolidate. Infine, questa serie temporale è normalizzata per avere una media di 100 nello stesso periodo dal 1997 al 2011⁷. Pertanto, un valore dell'indice di attenzione rivolta all'inflazione pari a 500 significa che tale attenzione è cinque volte superiore rispetto alla relativa media osservata tra il 1997 e il 2011. L'indice di attenzione rivolta all'inflazione qui proposto mostra una forte correlazione (0,85) con l'inflazione per l'intero campione temporale disponibile.

Grafico A

Attenzione rivolta all'inflazione nelle notizie e inflazione misurata sullo IAPC

(scala di sinistra: indice del numero relativo di articoli; scala di destra: variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Dow Jones Factiva, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'attenzione rivolta all'inflazione nelle notizie è calcolata utilizzando la media mobile a 28 giorni dell'indice giornaliero. L'indice giornaliero è rappresentato da punti ombreggiati blu. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2025.

⁵ Francia: *Le Monde*, *Les Echos*, *Le Figaro*; Germania: *Der Tagesspiegel*, *Die Welt*, *Die Süddeutsche Zeitung*, Italia: *Il Corriere della Sera*, *Il Sole 24 Ore*, *La Repubblica*, *La Stampa*, Spagna: *El Mundo*, *El País*, *Expansión*, *La Vanguardia*.

⁶ Tale metodologia ipotizza un'elevata qualità dei dati testuali. A tal fine, si applicano diversi processi di pretrattamento concepiti per escludere i documenti verosimilmente non rilevanti e rimuovere altri artefatti di dati che potrebbero generare distorsioni. Esempi di documenti la cui rilevanza è improbabile comprendono quelli estremamente brevi o estremamente lunghi, quelli che riportano contenuti esplicitamente ripubblicati e quelli il cui codice di materia non rientra nell'elenco delle categorie di taglio economico.

⁷ La metodologia qui seguita differisce da quella di Baker et al. (2016) sotto un duplice profilo. In primo luogo, l'indice viene qui calcolato con frequenza giornaliera, mentre in Baker et al. viene utilizzata una frequenza mensile. Tale approccio è stato scelto perché sono disponibili dati sufficienti e l'interesse è cogliere notizie ad alta frequenza, che forniscono informazioni preziose in anticipo rispetto alla pubblicazione mensile dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). In secondo luogo, per le fasi di standardizzazione e normalizzazione si prende in considerazione il periodo dal 1997 al 2011, mentre in Baker et al. si utilizza il periodo dal 1985 al 2009. Questo aggiustamento tiene conto della crisi del debito sovrano, che è di particolare rilevanza per i paesi europei.

Sebbene l'attenzione rivolta all'inflazione nelle notizie sia diminuita rispetto al picco registrato nel 2022, essa rimane più elevata rispetto ai livelli osservati prima dell'impennata dell'inflazione (cfr. il grafico A). Poiché i tassi di inflazione sono aumentati bruscamente all'interno e all'esterno dell'area dell'euro e i prezzi più elevati hanno eroso il potere di acquisto, gli articoli di stampa si sono concentrati sempre più sugli andamenti inflazionistici. Questa maggiore attenzione rivolta all'inflazione durante la sua impennata evidenzia l'influenza del contesto economico generale sui profili di attenzione, come attestato in diversi studi⁸. Anche se da qualche tempo l'inflazione è rimasta prossima all'obiettivo del 2 per cento a medio termine fissato dalla BCE, la relativa copertura informativa da parte dei mezzi di informazione continua a essere piuttosto elevata⁹. Tale persistenza può riflettere gli effetti durevoli dell'episodio inflazionistico più significativo che ha interessato l'area dell'euro nella storia recente. Nelle menti delle persone la memoria dell'inflazione elevata è ancora fresca, i livelli dei prezzi sono elevati rispetto a quelli precedenti l'impennata e il potere d'acquisto è solo gradualmente in ripresa (cfr. Bates et al., 2025).

La perdurante attenzione rivolta all'inflazione nelle notizie ha coinciso con la percezione che il calo dell'inflazione fosse più lento di quanto non sia stato in realtà. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE (Consumer Expectations Survey, CES), la percezione riguardo all'inflazione è aumentata repentinamente in risposta all'aumento dell'inflazione, ma è diminuita più gradualmente una volta che l'inflazione effettiva ha iniziato a scendere (cfr. il grafico B). Tale aggiustamento più lento ha probabilmente contribuito al permanere di aspettative di inflazione elevate, in particolare su un orizzonte di un anno, data la forte relazione esistente tra le due variabili. Il livello di copertura delle notizie attinenti all'inflazione è strettamente correlato alle percezioni dei consumatori circa l'inflazione passata e alle loro aspettative a breve termine, in occasione sia dell'aumento dell'inflazione sia del suo successivo calo. Analogamente all'attenzione rivolta all'inflazione nelle notizie, sia le percezioni sia le aspettative sono rimaste in qualche misura elevate rispetto ai livelli precedenti l'impennata, anche se l'inflazione effettiva ha rallentato più rapidamente.

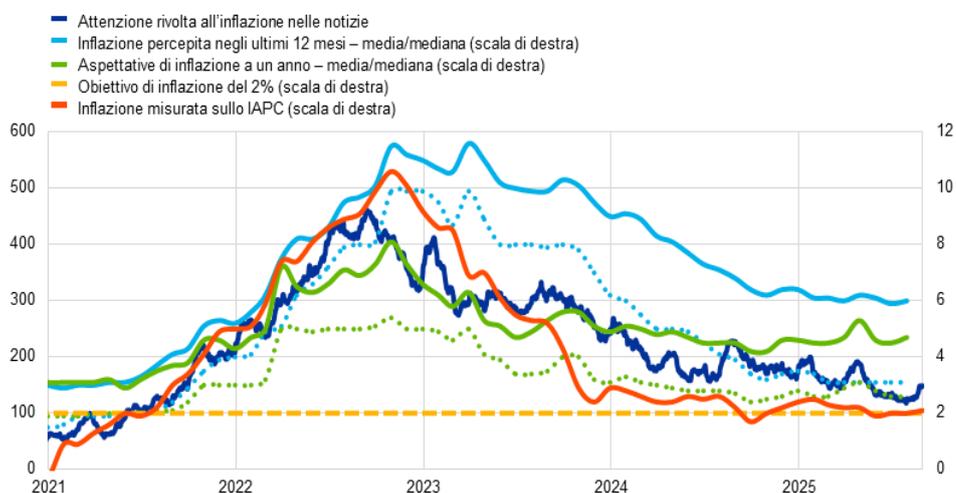
⁸ Cfr. Bracha e Tang (2025); Coibion e Gorodnichenko (2025) e Weber et al. (2025).

⁹ Un andamento simile si può osservare negli Stati Uniti, dove è utilizzata una diversa misura dell'attenzione rivolta all'inflazione (cfr. Pfäuti, 2025).

Grafico B

Attenzione rivolta all'inflazione, percezioni e aspettative nel recente periodo di inflazione elevata

(scala di sinistra: indice del numero relativo di articoli; scala di destra: variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Dow Jones Factiva, indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'attenzione rivolta all'inflazione nelle notizie è calcolata utilizzando la media mobile a 28 giorni dell'indice giornaliero. Le percezioni e le aspettative di inflazione mostrano il tasso medio con linee continue e il tasso mediano con linee tratteggiate. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2025 per l'attenzione rivolta all'inflazione nelle notizie e allo IAPC e a luglio 2025 per l'inflazione percepita negli ultimi dodici mesi e le aspettative di inflazione a un anno.

Nell'anno in corso l'attenzione rivolta all'inflazione ha registrato in generale una lieve moderazione, rimanendo tuttavia elevata per i beni alimentari, nonostante la normalizzazione della componente energetica. A fine agosto, l'attenzione rivolta all'inflazione era inferiore rispetto all'inizio dell'anno. Agli inizi di aprile, in concomitanza con l'annuncio dei dazi statunitensi del 2 aprile, si è verificato un picco temporaneo nella copertura delle notizie sull'inflazione, che tuttavia si è attenuato all'allentarsi delle tensioni connesse a tali dazi. Uno sguardo più attento ai beni energetici e alimentari, due componenti che sono state al centro dell'aumento iniziale dell'inflazione e altamente influenti sulle aspettative, rivela alcune analogie e alcune tendenze contrastanti. Durante l'impennata inflazionistica entrambe le sottocomponenti dell'inflazione hanno ricevuto un'attenzione significativamente maggiore nelle notizie rispetto all'inflazione in senso lato. In particolare, la copertura dell'inflazione dei beni energetici è aumentata fino a sette volte rispetto alla media storica, e la copertura dell'inflazione dei beni alimentari ha raggiunto un livello pari a undici volte la stessa media. A fini di comparazione, le notizie riguardanti l'inflazione complessiva sono aumentate di circa cinque volte. L'attenzione rivolta all'inflazione dei beni energetici è in gran parte tornata ai livelli precedenti l'impennata, mentre l'inflazione dei beni alimentari è ancora soggetta a una notevole copertura

mediatica¹⁰. Tale andamento è coerente con il fatto che l'inflazione dei beni alimentari si è mantenuta elevata al 3,2 per cento rispetto al periodo precedente ad agosto 2025 e che, in generale, i prezzi dei beni alimentari eccedono ancora in misura significativa i livelli osservati prima della pandemia.

Nel complesso, l'attenzione rivolta all'inflazione è diminuita, a sottolineare l'importanza del contesto economico generale nel determinare la copertura da parte dei mezzi di comunicazione. Tuttavia, l'attenzione continua a collocarsi al di sopra dei livelli osservati prima dell'impennata inflazionistica. Ciò potrebbe trovare riscontro nei tassi di inflazione di alcune voci, come i beni alimentari, che si collocano ancora su livelli superiori a quelli precedenti la pandemia, nonché negli effetti durevoli sulla memoria collettiva degli europei dell'episodio inflazionistico più significativo nella storia recente dell'area dell'euro. Il permanere di tale attenzione potrebbe avere implicazioni per le modalità di propagazione degli shock economici futuri (cfr. Salle et al., 2023; Pfäuti, 2025).

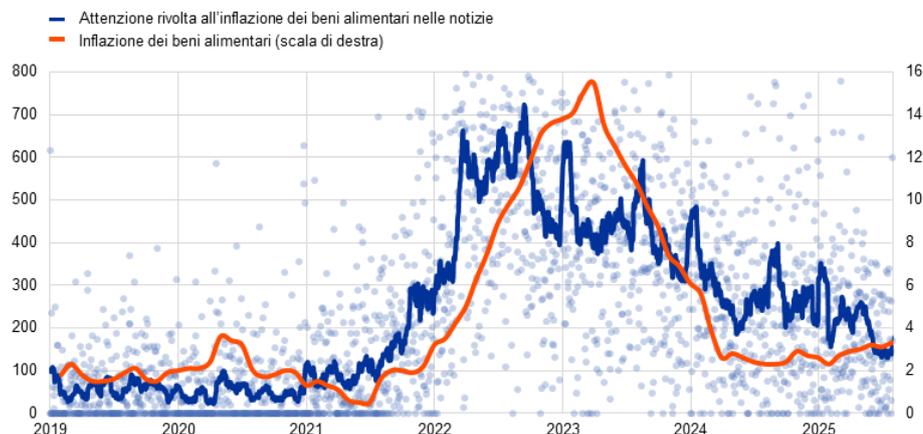
¹⁰ Per analizzare le sottocomponenti dell'inflazione, ci si basa sulla metodologia di Baker et al. (2016) seguendo un approccio gerarchico di attribuzione delle etichette, aggiungendo un livello nel meccanismo di corrispondenza delle parole chiave. Nello specifico, all'interno della serie di articoli relativi all'inflazione, si individuano quelli contenenti una o più parole chiave associate in linea di massima alla sottocomponente in questione. Viene quindi calcolata la proporzione di questi articoli rispetto al numero totale delle pubblicazioni, anziché limitare il calcolo al solo sottoinsieme di articoli relativi all'inflazione. Si applicano le stesse fasi di standardizzazione e normalizzazione utilizzate per l'indice complessivo di attenzione rivolta all'inflazione. Focalizzandosi sugli articoli contenenti parole chiave correlate all'inflazione e applicando dizionari di grandi dimensioni specifici per i beni alimentari ed energetici, si massimizzano le corrispondenze senza rinunciare alla precisione.

Grafico C

Attenzione rivolta alle sottocomponenti dell'inflazione nelle notizie

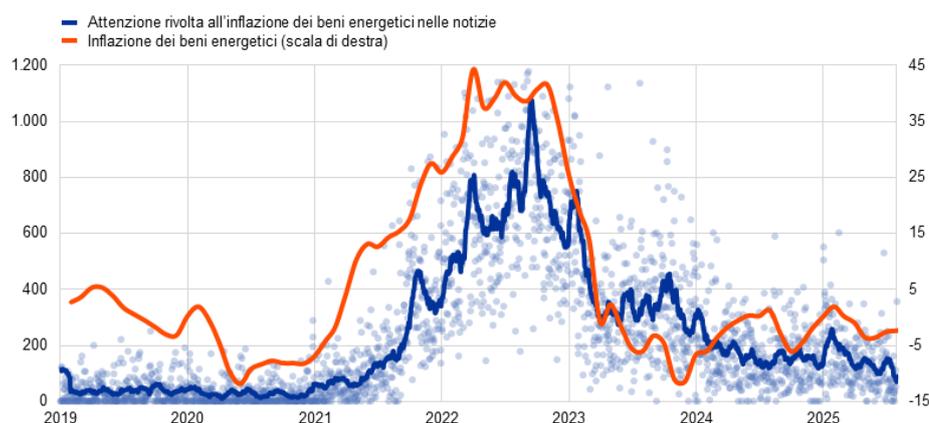
a) Attenzione rivolta all'inflazione dei beni alimentari

(scala di sinistra: indice del numero relativo di articoli; scala di destra: variazioni percentuali sui dodici mesi)



b) Attenzione rivolta all'inflazione dei beni energetici

(scala di sinistra: indice del numero relativo di articoli; scala di destra: variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Dow Jones Factiva, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: con riferimento alle componenti inflazionistiche alimentare ed energetica, la rispettiva attenzione ricavata dalle notizie è calcolata utilizzando le medie mobili a 28 giorni degli indici giornalieri. Gli indici giornalieri sono rappresentati da punti ombreggiati blu. Essi sono normalizzati in base a una media di 100 nel periodo dal 1997 al 2011. Un valore dell'indice di attenzione all'inflazione dei beni alimentari pari a 700 significa che l'attenzione rivolta alla sottocomponente alimentare è cinque volte superiore rispetto alla relativa media osservata tra il 1997 e il 2011. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2025.

Riferimenti bibliografici

Arndt, S. (2024), "Different Newspapers – Different Inflation Perceptions", *Working Paper*, Heidelberg University, giugno.

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

Bates, C., Bodnár, K., Botelho, V. e Rousseau, F. (2025), *Ripresa dei salari reali nell'area dell'euro*, riquadro 4 nel numero 5/2025 di questo Bollettino.

- Bracha, A. e Tang, J. (2025), “[Inflation Levels and \(In\)Attention](#)”, *The Review of Economic Studies*, vol. 92, n. 3, maggio, pagg. 1564-1594.
- Buelens, C. (2023), “[Googling “Inflation”: What does Internet Search Behaviour Reveal about Household \(In\)attention to Inflation and Monetary Policy?](#)”, *Discussion Papers*, n. 183, Commissione europea, marzo.
- Coibion, O. e Gorodnichenko, Y. (2025), “[Inflation, Expectations and Monetary Policy: What Have We Learned and to What End?](#)”, *Discussion Paper Series*, IZA Institute of Labor Economics, n. 17919, maggio.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y. e Kumar, S. (2018), “[How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence](#)”, *American Economic Review*, vol. 108, n. 9, settembre, pagg. 2671-2713.
- Handel, B. e Schwartzstein, J. (2018), “[Frictions or Mental Gaps: What’s Behind the Information We \(Don’t\) Use and When Do We Care?](#)”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, n. 1, pagg. 155-178.
- Korenok, O., Munro, D. e Chen, J. (2022), “[Inflation and attention thresholds](#)”, *Discussion Paper*, n. 1175, Global Labor Organization.
- Larsen, V.H., Thorsrud, L.A. e Zhulanova, J. (2021), “[News-driven inflation expectations and information rigidities](#)”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 117, pagg. 507-520.
- Maćkowiak, B., Matějka, F. e Wiederholt, M. (2023), “[Rational Inattention: A Review](#)”, *Journal of Economic Literature*, vol. 61, n. 1, marzo, pagg. 226-273.
- Nimark, K.P. e Pitschner, S. (2019), “[News media and delegated information choice](#)”, *Journal of Economic Theory*, vol. 181, maggio, pagg. 160-196.
- Pfäuti, O. (2024), “[Inflation—Who Cares? Monetary Policy in Times of Low Attention](#)”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 57, n. 5.
- Pfäuti, O. (2025), “[The Inflation Attention Threshold and Inflation Surges](#)”, *Papers 2308.09480*, arXiv.org, aggiornato al 2025.
- Salle, I., Gorodnichenko, Y. e Coibion, O. (2023), “[Lifetime Memories of Inflation: Evidence from Surveys and the Lab](#)”, *NBER Working Paper*, n. 31996, dicembre.
- Song, W. e Stern, S. (2024), “[Firm Inattention and the Efficacy of Monetary Policy: A Text-Based Approach](#)”, *The Review of Economic Studies*, vol. 92, n. 5, ottobre, pagg. 3438-3469.
- Weber, M., Candia, B., Afrouzi, H., Ropele, T., Lluberas, R., Frache, S., Meyer, B., Kumar, S., Gorodnichenko, Y., Georgarakos, D., Coibion, O., Kenny, G. e Ponce, J. (2025), “[Tell Me Something I Don’t Already Know: Learning in Low- and High-Inflation Settings](#)”, *Econometrica*, vol. 93, n. 1, gennaio, pagg. 229-264.

6 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 23 aprile al 29 luglio 2025

a cura di Samuel Bieber e Vladimir Tsonchev

Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il terzo e il quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2025. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato il periodo dal 23 aprile al 29 luglio 2025 (“periodo di riferimento”).

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

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo di riferimento il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 36 miliardi di euro, scendendo a 1.318 miliardi. Ciò ha rispecchiato il fatto che i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati in misura minore rispetto ai fattori autonomi di immissione della liquidità (cfr. la tavola A). Le riserve obbligatorie minime si sono mantenute pari a 167 miliardi di euro, senza alcun impatto sul fabbisogno aggregato di liquidità.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati di 60 miliardi di euro, principalmente a causa di un incremento degli altri fattori autonomi. In media, gli altri fattori autonomi netti sono aumentati di 52 miliardi di euro. L'aumento è dovuto principalmente a un incremento di circa 70 miliardi di euro dei conti di rivalutazione per effetto del rialzo dei prezzi dell'oro (cfr., di seguito, il paragrafo sui fattori autonomi di immissione di liquidità), parzialmente compensato dalla diminuzione del capitale e delle riserve dell'Eurosistema dopo le perdite occorse nel 2024. I depositi delle amministrazioni pubbliche hanno registrato una lieve contrazione di 5 miliardi di euro, collocandosi a 104 miliardi. Il calo complessivo di questa voce dal 2022 riflette le variazioni nella remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema, che hanno reso finanziariamente più appetibile collocare fondi sul mercato, nonché la normalizzazione delle riserve di liquidità detenute dalle tesorerie nazionali. Seguendo l'andamento consueto per il periodo dell'anno, il valore medio delle

banconote in circolazione è aumentato di 14 miliardi di euro, salendo a 1.583 miliardi nel periodo di riferimento.

I fattori autonomi di immissione della liquidità sono aumentati di 97 miliardi di euro, principalmente per effetto di un incremento delle attività nette sull'estero pari a 74 miliardi di euro. Tale aumento è sostanzialmente riconducibile al rincaro dell'oro. Nel periodo di riferimento le attività nette denominate in euro sono aumentate di 23 miliardi di euro.

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 23 aprile - 29 luglio 2025						Periodo di riferimento precedente: 5 febbraio - 22 aprile 2025	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: 23 aprile - 10 giugno 2025		Quarto periodo di mantenimento: 11 giugno - 29 luglio 2025		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di assorbimento della liquidità	2.861	(+60)	2.877	(+52)	2.845	(-33)	2.801	(+61)
Banconote in circolazione	1.583	(+14)	1.579	(+7)	1.587	(+8)	1.569	(-0)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	104	(-5)	104	(+4)	103	(-1)	109	(-2)
Altri fattori autonomi (netti) ¹⁾	1.174	(+52)	1.194	(+41)	1.154	(-40)	1.122	(+63)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	5	(-0)	6	(+0)	5	(-1)	5	(-0)
Riserve obbligatorie minime ²⁾	167	(+0)	167	(+1)	167	(-0)	167	(+3)
Depositi presso la banca centrale	2.705	(-120)	2.740	(-67)	2.671	(-69)	2.825	(-92)
Operazioni di regolazione puntuale (fine-tuning) di assorbimento di liquidità	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al miliardo più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.

1) Calcolati come somma dei conti di rivalutazione, delle altre attività e passività dei residenti dell'area dell'euro e del capitale e delle riserve.

2) Voci per memoria che non compaiono nel bilancio dell'Eurosistema e non dovrebbero quindi essere incluse nel calcolo delle passività totali.

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 23 aprile - 29 luglio 2025						Periodo di riferimento precedente: 5 febbraio - 22 aprile 2025	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: 23 aprile - 10 giugno 2025		Quarto periodo di mantenimento: 11 giugno - 29 luglio 2025		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di immissione della liquidità	1.710	(+97)	1.722	(+65)	1.699	(-23)	1.613	(+133)
Attività nette sull'estero	1.330	(+74)	1.345	(+58)	1.315	(-29)	1.256	(+85)
Attività nette denominate in euro	380	(+23)	377	(+6)	384	(+6)	357	(+48)
Strumenti di politica monetaria	4.029	(-156)	4.068	(-78)	3.989	(-80)	4.185	(-162)
Operazioni di mercato aperto	4.029	(-156)	4.068	(-78)	3.989	(-80)	4.185	(-162)
Operazioni di credito	23	(-2)	25	(+1)	21	(-4)	26	(-14)
- ORP	10	(+0)	11	(+1)	8	(-3)	9	(-1)
- ORLT a tre mesi	13	(-3)	14	(-1)	13	(-1)	16	(+2)
- OMRLT-III	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-16)
Portafogli definitivi ¹⁾	4.005	(-154)	4.043	(-78)	3.968	(-76)	4.159	(-147)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	(-0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al miliardo più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Per ORP si intendono le operazioni di rifinanziamento principali, per ORLT le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e per OMRLT-III la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

1) Con l'interruzione degli acquisti netti di attività, la scomposizione individuale dei portafogli definitivi non è più riportata.

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 23 aprile - 29 luglio 2025						Periodo di riferimento precedente: 5 febbraio - 22 aprile 2025	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: 23 aprile - 10 giugno 2025		Quarto periodo di mantenimento: 11 giugno - 29 luglio 2025		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità¹⁾	1.318	(-36)	1.323	(-11)	1.313	(-10)	1.354	(-69)
Fattori autonomi netti²⁾	1.151	(-37)	1.156	(-12)	1.146	(-9)	1.188	(-72)
Liquidità in eccesso³⁾	2.711	(-120)	2.746	(-67)	2.676	(-70)	2.830	(-92)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al miliardo più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.

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

2) Calcolati come differenza tra fattori autonomi di liquidità dal lato delle passività e fattori autonomi di liquidità dal lato delle attività. In questa tavola, anche le voci in via di definizione sono aggiunte ai fattori autonomi netti.

3) Calcolata come somma fra la disponibilità dei conti correnti in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale.

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 23 aprile - 29 luglio 2025				Periodo di riferimento precedente: 5 febbraio - 22 aprile 2025			
	Terzo periodo di mantenimento: 23 aprile - 10 giugno 2025		Quarto periodo di mantenimento: 11 giugno - 29 luglio 2025		Primo periodo di mantenimento: 5 febbraio - 11 marzo 2025		Secondo periodo di mantenimento: 12 marzo - 22 aprile 2025	
ORP	2,40	(-0,25)	2,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)	2,65	(-0,25)
Operazioni di rifinanziamento marginale	2,65	(-0,25)	2,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)
Depositi presso la banca centrale	2,25	(-0,25)	2,00	(-0,25)	2,75	(-0,25)	2,50	(-0,25)
€STR	2,17	(-0,25)	1,92	(-0,25)	2,67	(-0,25)	2,42	(-0,25)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	2,25	(-0,24)	2,00	(-0,24)	2,73	(-0,23)	2,49	(-0,25)

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

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

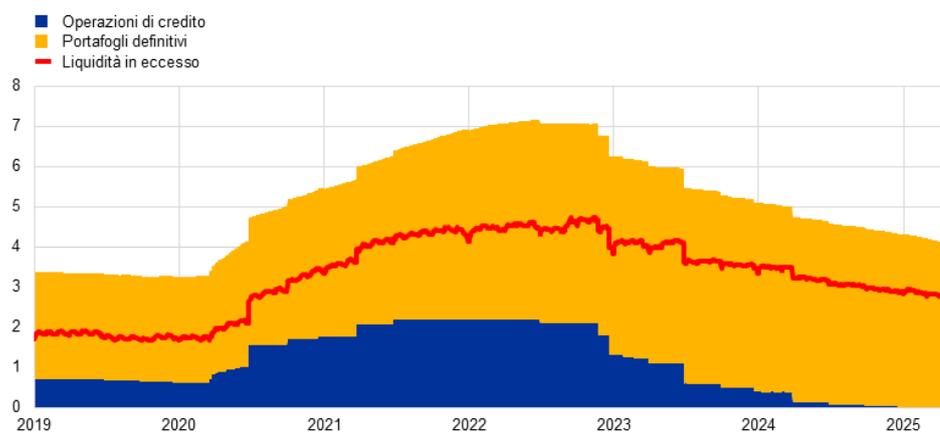
Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 156 miliardi di euro, raggiungendo 4.029 miliardi (cfr. il grafico A). Il calo dell'offerta di liquidità è stato determinato principalmente da una riduzione dei portafogli definitivi dell'Eurosistema e, in misura minore, delle operazioni di credito.

Grafico A

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

(migliaia di miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 29 luglio 2025.

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta tramite i portafogli definitivi detenuti è diminuito di 154 miliardi di euro, collocandosi

a 4.005 miliardi. Tale diminuzione è riconducibile al proseguire delle scadenze dei titoli detenuti nell'ambito del PAA e del PEPP in assenza di reinvestimenti¹.

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 2 miliardi di euro nel periodo di riferimento, collocandosi a 23 miliardi. L'importo medio in essere delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) è rimasto stabile, a 10 miliardi di euro, mentre quello delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi è sceso di 3 miliardi di euro, a 13 miliardi. Il calo della partecipazione delle banche a queste operazioni regolari riflette la loro adeguata posizione di liquidità in termini aggregati e la disponibilità di fonti alternative di finanziamento a tassi di mercato e scadenze appetibili.

Liquidità in eccesso

La liquidità media in eccesso è diminuita di 120 miliardi di euro nel periodo di riferimento, raggiungendo 2.711 miliardi (cfr. il grafico A). La liquidità in eccesso è calcolata come somma tra le disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario mediante strumenti di politica monetaria e il fabbisogno di liquidità delle banche a copertura delle riserve obbligatorie. Dopo aver raggiunto un massimo di 4.748 miliardi di euro a novembre 2022, la liquidità in eccesso è diminuita costantemente.

Andamenti dei tassi di interesse

Nella riunione del 5 giugno 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base tutti e tre i tassi di interesse di riferimento della BCE, incluso il tasso sui depositi presso la banca centrale, attraverso il quale orienta la politica monetaria. Di conseguenza il tasso sui depositi presso la banca centrale, quello sulle ORP e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sono scesi rispettivamente al 2, al 2,15 e al 2,4 per cento.

Nel periodo di riferimento la dinamica dell'€STR medio ha rispecchiato le riduzioni dei tassi della BCE, mantenendo allo stesso tempo un differenziale negativo con il tasso sui depositi presso la banca centrale. In media, nel periodo di riferimento l'€STR è stato inferiore di 7,9 punti base al tasso sui depositi presso la banca centrale, a fronte di una media di 8,4 punti base nel primo e nel secondo periodo di mantenimento del 2025. La trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi del mercato monetario non garantito è stata completa e immediata.

Anche la trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi dei pronti contro termine è stata ordinata e immediata. Il tasso medio sui pronti contro

¹ I titoli detenuti nei portafogli definitivi sono contabilizzati al costo ammortizzato e rivalutati alla fine di ciascun trimestre; ciò ha un impatto marginale sulle variazioni di tali portafogli.

termine per l'area dell'euro, misurato dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index), si è mantenuto più vicino al tasso sui depositi presso la banca centrale che all'€STR. In media, nel periodo di riferimento il tasso sulle operazioni pronti contro termine è stato uguale a quello sui depositi presso la banca centrale, mentre nel primo e secondo periodo di mantenimento del 2025 era inferiore di 1,3 punti base. La contrazione continua e graduale del differenziale tra i tassi sui pronti contro termine e il tasso sui depositi presso la banca centrale riflette la crescente disponibilità di garanzie a seguito di una maggiore emissione netta da parte di soggetti sovrani e del calo dei titoli detenuti dall'Eurosistema nell'ambito del PAA e del PEPP.

Articoli

1 Impatti macroeconomici di una maggiore spesa per la difesa: una valutazione basata su modelli

a cura di Nikola Bokan, Pascal Jacquinot, Magdalena Lalik, Georg Müller, Romanos Priftis e Rodolfo Rigato

1 Introduzione

Il presente articolo utilizza una serie di modelli per analizzare l'impatto macroeconomico dell'aumento della spesa per la difesa. A giugno 2025 i membri dell'Organizzazione del Trattato dell'Atlantico del Nord (North Atlantic Treaty Organization, NATO) si sono impegnati ad aumentare la difesa di base e altre spese correlate in una misura senza precedenti nella storia recente. Alla luce di tale impegno, si procede a una revisione dell'entità dei moltiplicatori fiscali e delle loro determinanti nell'ambito di una serie di modelli macroeconomici della BCE. Il presente articolo integra le precedenti analisi condotte dalla BCE mettendo in evidenza il ruolo delle differenze tra modelli nella quantificazione degli effetti economici della spesa pubblica¹.

Le simulazioni sono condotte attorno a un aumento dei consumi delle amministrazioni pubbliche dal 2 per cento del PIL nel 2024 al 3 per cento nel 2028, che mostra un'espansione stilizzata degli acquisti nel settore della difesa (cfr. il grafico 1)². L'aumento comincia nel 2025, raggiunge il suo picco all'inizio del 2028 e si attesta su questo livello più elevato per dieci anni, al termine dei quali ritorna gradualmente al livello iniziale.

L'utilizzo di configurazioni alternative dei modelli consente di analizzare le determinanti dei moltiplicatori fiscali e delle stime dell'inflazione. Il presente articolo esamina gli effetti degli aumenti della spesa pubblica sulle variabili macroeconomiche partendo da determinati parametri di riferimento, prima di studiare la trasmissione in base a specificazioni alternative. Esso mostra: a) l'importanza delle aspettative del settore privato circa gli andamenti futuri dei mercati finanziari e il finanziamento del disavanzo; b) gli aspetti distributivi dell'aumento della spesa pubblica; c) l'entità degli effetti di propagazione all'interno dell'area dell'euro, che a

¹ Per studi precedenti che esaminano le implicazioni dei piani governativi di spesa per la difesa nell'area dell'euro per le proiezioni macroeconomiche di base e l'analisi dei rischi, cfr. Checherita-Westphal et al. (2025). Tale analisi si concentra sulla nuova spesa per la difesa annunciata da febbraio 2025, sui rischi associati, sui relativi aspetti di composizione specifici per paese e su alcune dipendenze dalle condizioni. Le simulazioni sono state condotte utilizzando i modelli di proiezione della BCE e ipotizzando l'assenza di reazione da parte della politica monetaria.

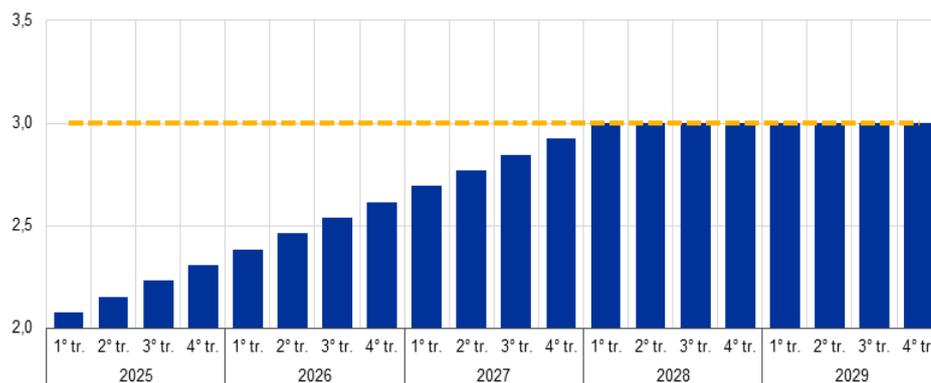
² Gran parte dei risultati del presente articolo resta valida anche nell'ipotesi di aumenti della spesa pubblica di entità diversa, purché l'effetto sulle variabili macroeconomiche sia opportunamente calibrato. L'ultimo impegno degli alleati della NATO consiste in un aumento della spesa per la difesa nazionale di base al 3,5 per cento del PIL con aggiunta di ulteriori spese connesse alla sicurezza, pari all'1,5 per cento, in modo tale che lo stanziamento totale per la difesa ammonti al 5 per cento del PIL. Questa spesa annua dovrebbe essere realizzata entro il 2035. Il profilo della spesa nella presente analisi costituisce pertanto un'interpretazione stilizzata della tempistica esatta della stessa.

loro volta variano a seconda dello strumento utilizzato o dell'origine delle importazioni. La valutazione basata sul modello è integrata dal riquadro 1, che ne analizza i risultati in prospettiva, fornendo una panoramica dei moltiplicatori fiscali tratta dalla relativa letteratura empirica in tema di spesa per la difesa.

Grafico 1

Andamento controfattuale dell'aumento della spesa pubblica per la difesa

(in percentuale del PIL)



Fonte: ipotesi degli autori.

2 Analisi comparativa dei moltiplicatori fiscali nei vari modelli

Al fine di tener conto di un'ampia gamma di canali di trasmissione, l'analisi utilizza modelli stocastici di equilibrio generale sia dinamici (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) sia semistrutturali, elaborati dalla BCE.

I modelli semistrutturali utilizzati includono modelli fondamentali di proiezioni, ovvero il modello ECB-MC (cfr. Angelini et al., di prossima pubblicazione) e l'omologo per l'area dell'euro, ECB-BASE (cfr. Angelini et al., 2019 e Bańkowski, 2023). È altresì utilizzata una versione di quest'ultimo che incorpora aspettative prospettiche: ECB-REBASE (cfr. Adjemian et al., 2024). Inoltre, si utilizzano due modelli DSGE: il primo è una versione estesa del modello NAWM-E della BCE (cfr. Coenen et al., 2024), che incorpora una struttura disaggregata a livello mondiale e regionale³. Il secondo è un modello di sviluppo recente che tiene conto dell'eterogeneità tra famiglie: il cosiddetto modello neo-keynesiano con agenti eterogenei (cfr. Heterogeneous-Agent New Keynesian), o modello HANK (cfr. Kase e Rigato, 2025), che consente di cogliere più esplicitamente gli effetti distributivi. Si introduce lo stesso shock sugli acquisti delle amministrazioni pubbliche in tutti i modelli e si armonizzano, per quanto possibile, le modalità di simulazione. È importante rilevare che, in tutte le simulazioni, si ipotizza che la politica monetaria sia attiva⁴.

³ L'estensione utilizza un modello NAWM-E calibrato non lineare per studiare gli effetti di propagazione all'interno dell'unione monetaria in accordo con il modello EAGLE (Euro Area and Global Economy, cfr. Gomes et al., 2012), che consente una disaggregazione in due regioni dell'area dell'euro, ponendo uno dei paesi fondamentali (Germania, Spagna, Francia, Italia o Paesi Bassi) da un lato e il resto dell'aggregato dall'altro.

⁴ Le regole in base alle quali la banca centrale fissa il tasso di interesse nei modelli seguono tutte gli stessi principi di stabilizzazione delle variazioni dell'inflazione e del prodotto. La formulazione esatta e la calibrazione delle regole sono specifiche per modello.

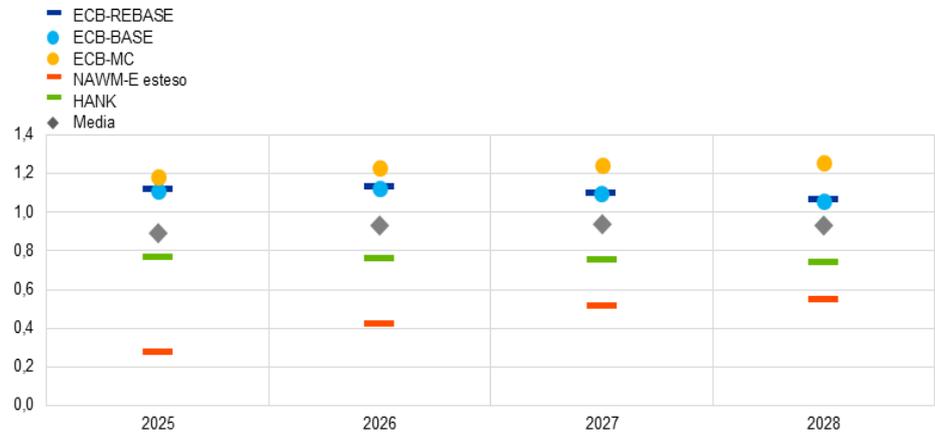
Il moltiplicatore medio del prodotto per la spesa pubblica nei vari modelli è pari a 0,93 su un orizzonte temporale di due anni, benché vi sia una notevole eterogeneità. Il grafico 2 mostra il moltiplicatore del PIL e l'impatto sulla crescita di questo e sull'inflazione misurata sullo IAPC (indice armonizzato dei prezzi al consumo) per ciascun modello. I moltiplicatori qui riportati si collocano entro il medesimo intervallo di quelli presenti nella letteratura empirica (cfr. il riquadro 1). Nel complesso, i modelli semistrutturali mostrano moltiplicatori più elevati rispetto ai modelli DSGE. Ciò è dovuto principalmente: a) all'assenza di canali delle aspettative riguardo al finanziamento del risultante disavanzo mediante l'imposizione fiscale nella fissazione dei parametri di riferimento e b) agli effetti più contenuti dei tassi di interesse sulle decisioni di consumo. Nei modelli DSGE, invece, la spesa aggiuntiva è necessariamente finanziata da una combinazione di debito e imposte, che determina un maggiore effetto di spiazzamento a causa delle ricadute della tassazione sulle aspettative del settore privato riguardo al reddito disponibile futuro. Anche i modelli semistrutturali tendono a evidenziare un ruolo più debole per la stabilizzazione della politica monetaria. Al contrario, i modelli DSGE prevedono una forte riallocazione intertemporale attraverso il canale del tasso di interesse reale. La trasmissione dal lato nominale si differenzia anche a seconda delle proprietà del modello: quello keynesiano con agenti eterogenei (HANK) mostra effetti più marcati sull'inflazione misurata sullo IAPC, principalmente perché nella parametrizzazione utilizzata l'inflazione è più sensibile alle pressioni economiche dal lato dei costi. L'estensione a livello mondiale e regionale del modello NAWM-E mostra effetti più deboli, mentre i modelli di previsione semistrutturali si collocano a un livello intermedio. Date le numerose caratteristiche specifiche dei modelli che influiscono sull'entità del moltiplicatore fiscale, le sezioni seguenti analizzano come il meccanismo di trasmissione della spesa pubblica possa variare quando vengono modificati i canali interessati.

Grafico 2

Impatto dell'aumento dei consumi delle amministrazioni pubbliche sui vari modelli

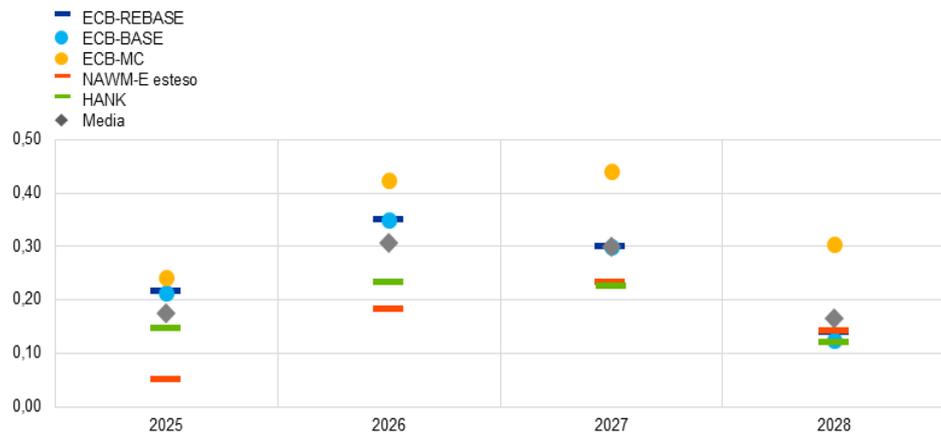
a) Moltiplicatore del PIL

(variazione relativa del PIL al variare di un'unità di spesa pubblica)



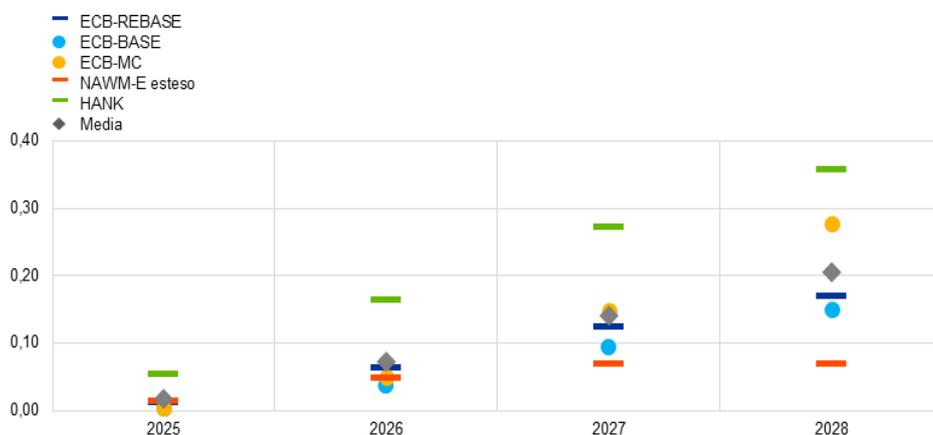
b) Crescita del PIL

(deviazione in punti percentuali dallo scenario di base)



c) Inflazione misurata sullo IAPC

(deviazione in punti percentuali dallo scenario di base)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: lo shock sui consumi delle amministrazioni pubbliche è calibrato come aumento lineare dell'1 per cento del PIL su tre anni; successivamente il livello rimane costante nel medio termine (cfr. il grafico 1). Il moltiplicatore del PIL sull'orizzonte k è definito come $\frac{\sum_{t=1}^k \beta^t (Y_t - Y)}{\sum_{t=1}^k \beta^t (G_t - G)}$ dove Y_t e G_t si riferiscono rispettivamente al PIL in termini reali e alla spesa pubblica, le lettere senza pedici allo stato di equilibrio o ai valori dello scenario di base, e β è un fattore di sconto. Le modalità di simulazione dei parametri di riferimento incorporano una politica monetaria attiva. Tutti i modelli, ad eccezione del NAWM-E esteso, operano in assenza di feedback dell'economia aperta e di reazioni al tasso di cambio. I modelli semistrutturali ipotizzano il finanziamento integrale del disavanzo della spesa di bilancio, in quanto la fissazione dei parametri di riferimento non contempla una regola fiscale ("aliquota d'imposta fissa"). La spesa addizionale è pertanto finanziata con l'emissione di debito pubblico.

3 Il ruolo delle aspettative: previsioni delle risposte dei mercati finanziari e del reddito disponibile futuro

Le aspettative del settore privato possono influire in misura considerevole sugli effetti macroeconomici dell'aumento della spesa pubblica.

Per comprendere questa interazione, si confrontano le previsioni di due modelli con ipotesi diverse riguardo al meccanismo di formazione delle aspettative. Il primo modello (ECB-BASE) ipotizza aspettative retrospettive. In generale, ciò implica che gli operatori economici fondino le proprie aspettative solo sulle regolarità storiche e sulle informazioni passate. Per contro, il secondo modello (ECB-REBASE) ipotizza che gli operatori siano orientati al futuro e incorporino nelle loro decisioni attuali notizie relative agli shock futuri e agli andamenti economici. Questo meccanismo di formazione delle aspettative è definito coerente con il modello.

Un comportamento maggiormente orientato al futuro si traduce in un aumento dei tassi di finanziamento più rapido e anticipato, con un impatto negativo sugli investimenti, ma potrebbe stimolare i consumi tramite le aspettative di un reddito futuro più elevato da parte delle famiglie⁵. Il grafico 3 mette a confronto la risposta macroeconomica con le aspettative retrospettive (linee blu) e prospettiche (linee gialle) ad aliquote fiscali invariate. In base alle aspettative retrospettive, vi è un

⁵ Si ipotizza che non vi sia alcuna reazione del premio per il rischio sovrano a un aumento del debito pubblico. Pertanto, l'analisi condotta nel presente articolo non tiene conto delle possibili implicazioni di un livello di debito più elevato e in aumento nei singoli paesi. Si esclude inoltre l'ipotesi che il settore bancario trasmetta l'allentamento dei vincoli di bilancio alle condizioni di prestito e, più in generale, applichi differenziali di finanziamento allo scenario di base. Pertanto, in tali simulazioni solo le aspettative sui tassi di riferimento futuri incidono sui tassi di interesse a lungo termine (ipotesi delle aspettative), che sono poi messi in condizione di modificare i tassi di finanziamento esterno (mediante tassi di interesse composti con differenziali costanti). Il premio a termine è fissato al valore di base in tutte le simulazioni.

effetto di attrazione di consumi e investimenti in quanto l'economia diventa gradualmente consapevole dell'impulso alla domanda e al reddito, con un inasprimento solo graduale delle condizioni di finanziamento. Nell'approccio prospettico, le aspettative di futuri rialzi dei tassi di riferimento si riflettono più rapidamente nei tassi di interesse a lungo termine e il conseguente peggioramento delle condizioni di finanziamento influisce negativamente sulla dinamica degli investimenti nel più breve periodo. In generale, anche le decisioni di consumo risentono delle condizioni di prestito più restrittive, ancorché in misura molto minore rispetto alle decisioni di investimento. I consumi invece aumentano per effetto di un maggior reddito atteso⁶. Le prospettive di un reddito più elevato in futuro sono anticipate nel modello prospettico, che determina una dinamica dei consumi più sostenuta. Nell'ambito delle specifiche sia del modello BASE sia di quello REBASE, si stima che consumi e investimenti privati vengano estromessi nel più lungo periodo in un contesto in cui gli effetti dell'aumento della produzione e dei redditi iniziano a venir meno e l'irrigidimento dei mercati finanziari genera una contrazione dell'economia. La previsione del profilo della spesa nel modello prospettico determina anche una lieve anticipazione delle dinamiche di determinazione di prezzi e salari e, a sua volta, un aumento in certa misura più rapido dell'inflazione misurata sullo IAPC.

Il moltiplicatore del PIL è notevolmente inferiore se si prevede che il disavanzo pubblico sia finanziato mediante un aumento delle imposte sul lavoro. Le linee rosse e verdi del grafico 3 indicano specificazioni in cui il disavanzo di bilancio è finanziato mediante un aumento delle imposte sul reddito da lavoro, che introduce attese di futuri aumenti di imposta in fase di avvio dell'aumento delle spese militari. Si riportano due ipotesi di finanziamento del disavanzo: un regime di finanziamento fiscale parziale che determina ancora un lieve aumento del debito pubblico e un caso illustrativo estremo di finanziamento integrale mediante imposte più elevate. Nel modello prospettico, le famiglie internalizzano le ripercussioni sui propri flussi futuri di reddito disponibile e ridimensionano fortemente i consumi correnti. Nonostante le minori pressioni sui prezzi siano in qualche misura positive per gli investimenti a causa di variazioni piuttosto limitate degli indicatori finanziari, la parte preponderante del moltiplicatore del PIL è determinata dall'andamento dei consumi. Di conseguenza, i moltiplicatori del PIL risultano considerevolmente depotenziati.

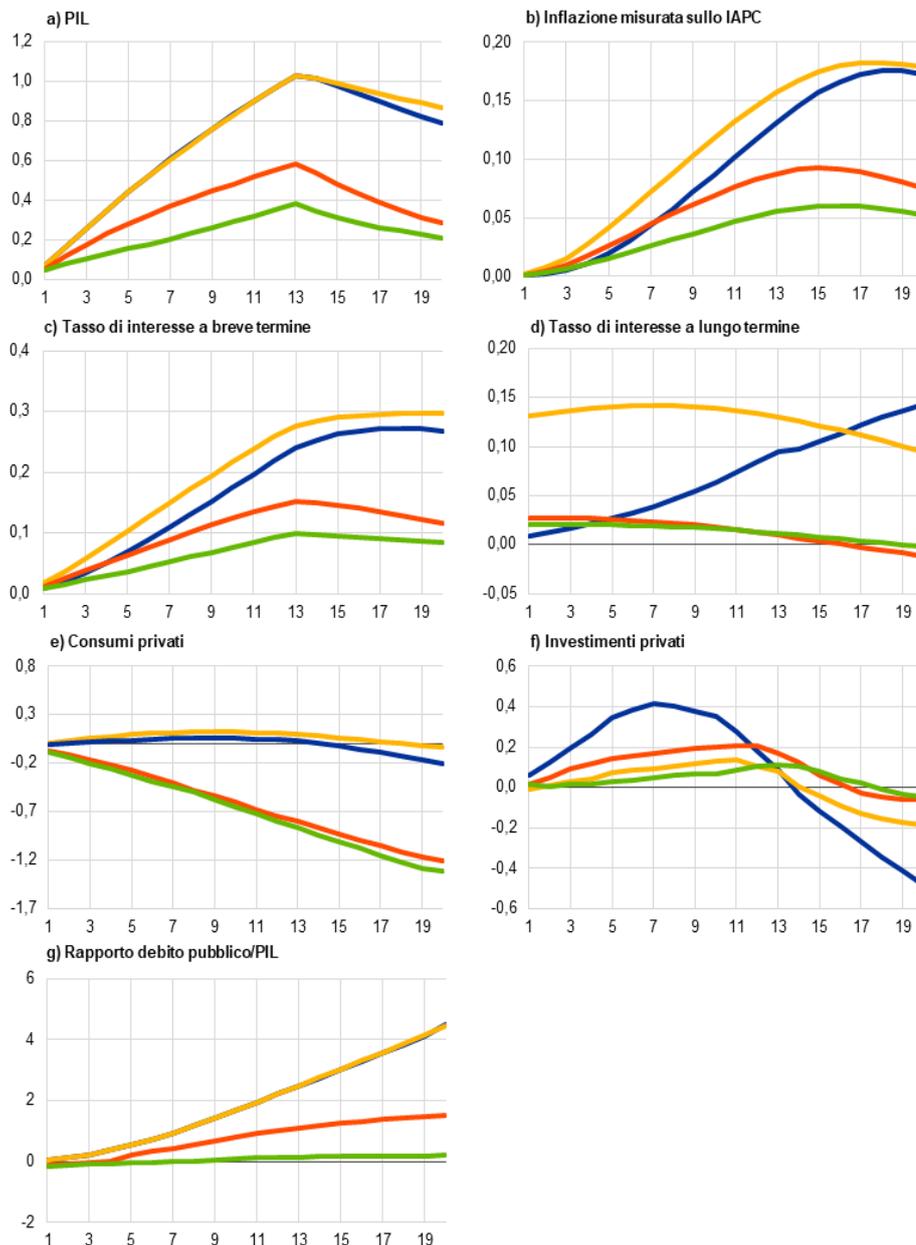
⁶ Oltre alla previsione dei redditi da lavoro futuri, un altro effetto positivo sui consumi deriva dall'accumulo di ricchezza finanziaria aggiuntiva a tassi di interesse più elevati. Tuttavia, questo effetto è meno significativo.

Grafico 3

Ruolo delle aspettative alla luce del modello ECB-(RE)BASE

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: deviazione dal percorso di crescita bilanciato/scenario di base)

- BASE (aspettative VAR): aliquota fissa
- REBASE (MCE totale): aliquota fissa
- REBASE (MCE totale): finanziamento parziale mediante imposte
- REBASE (MCE totale): finanziamento totale mediante imposte



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sui modelli BASE e REBASE.

Note: l'aumento della spesa è interpretato come uno shock dei consumi delle amministrazioni pubbliche (acquisti). Le simulazioni sono condotte con una politica monetaria attiva e una risposta attiva delle aliquote fiscali laddove indicato. Il tasso di cambio, il premio a termine e i differenziali sui finanziamenti non possono reagire allo shock. Con la voce "Aspettative VAR" si indicano le aspettative formate mediante un'autoregressione vettoriale, ovvero una semplificazione di un'economia modello integrata basata sulle regolarità storiche e alimentata solo da informazioni attuali e passate. La voce "MCE totale" si riferisce alle aspettative coerenti con il modello (Model-Consistent Expectations, MCE) adottate in tutti i settori dell'economia nel modello. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è espressa come deviazione in punti percentuali dal rispettivo tasso di crescita nello scenario di base. I tassi di interesse sono espressi come deviazioni in punti percentuali del tasso annualizzato dal rispettivo tasso nello scenario di base. Il rapporto debito pubblico/PIL annualizzato (in rapporto al PIL) è espresso in deviazioni in punti percentuali dal suo valore nello scenario di base. Tutte le altre variabili sono espresse come deviazioni percentuali rispetto al livello dello scenario di base.

4 Conseguenze distributive e ruolo della propensione marginale al consumo

La presente sezione analizza gli aspetti distributivi dello stimolo di bilancio.

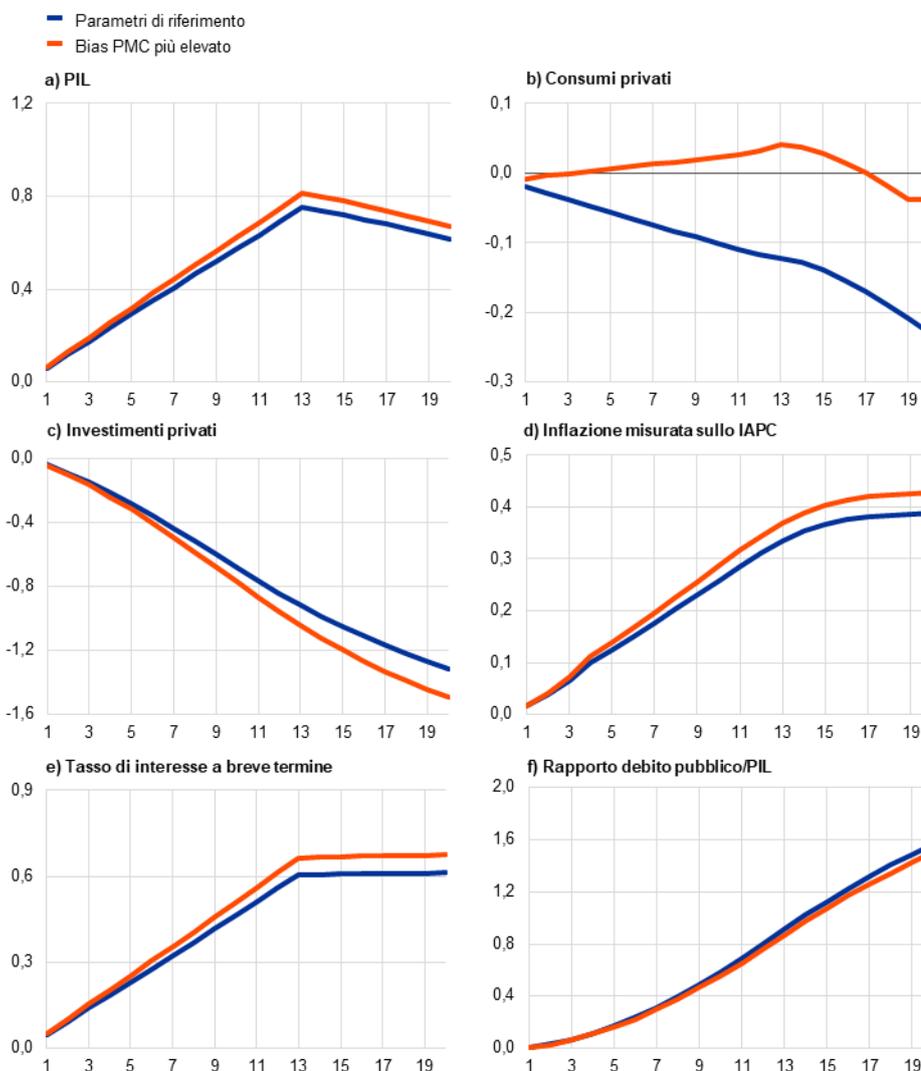
Essa utilizza il modello HANK, che presenta famiglie eterogenee con propensione marginale al consumo (PMC) ampia e diversificata. Come è tipico in questa categoria di modelli, e in linea con l'evidenza empirica, le famiglie nella parte inferiore della distribuzione del reddito presentano PMC più elevate rispetto a quelle nella parte superiore. Come negli altri modelli, un aumento della spesa pubblica è associato a un incremento del PIL in termini reali, nonostante un effetto di spiazzamento sul fronte dei consumi privati. Le linee blu del grafico 4 mostrano le implicazioni dello shock di bilancio per una specificazione di riferimento del modello HANK. I consumi e gli investimenti privati sono nettamente estromessi a causa dell'aumento dei tassi di interesse e delle imposte sul lavoro.

Gli effetti della politica di bilancio sono amplificati quando la spesa pubblica aggiuntiva è rivolta a settori che impiegano famiglie a basso reddito. Le linee rosse nel grafico 4 mostrano i risultati secondo questa specificazione alternativa. Poiché le PMC sono correlate negativamente al reddito, in questo caso la spesa aggiuntiva genera un ulteriore stimolo ai consumi privati. Contrariamente alla specificazione di riferimento, si registra inizialmente un lieve effetto di attrazione dei consumi privati. Di conseguenza, l'inflazione misurata sullo IAPC è superiore a quella di riferimento, come lo sono i tassi di interesse a breve termine. Ciò determina un maggiore spiazzamento degli investimenti privati, ma il moltiplicatore di bilancio resta più elevato rispetto alla specificazione di riferimento.

Grafico 4

Ruolo del comportamento non ricardiano e dell'eterogeneità della PMC

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: deviazioni dallo stato di equilibrio)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sul modello HANK.

Note: il PIL, i consumi privati e gli investimenti privati sono indicati come deviazioni percentuali dalla situazione di equilibrio.

L'inflazione misurata sullo IAPC e il tasso di interesse a breve termine sono espressi in punti percentuali, mentre il debito pubblico è espresso in percentuale del prodotto di equilibrio.

Gli effetti delle spese militari aggiuntive sui consumi sono positivi nella parte inferiore della distribuzione della ricchezza e negativi nella parte superiore.

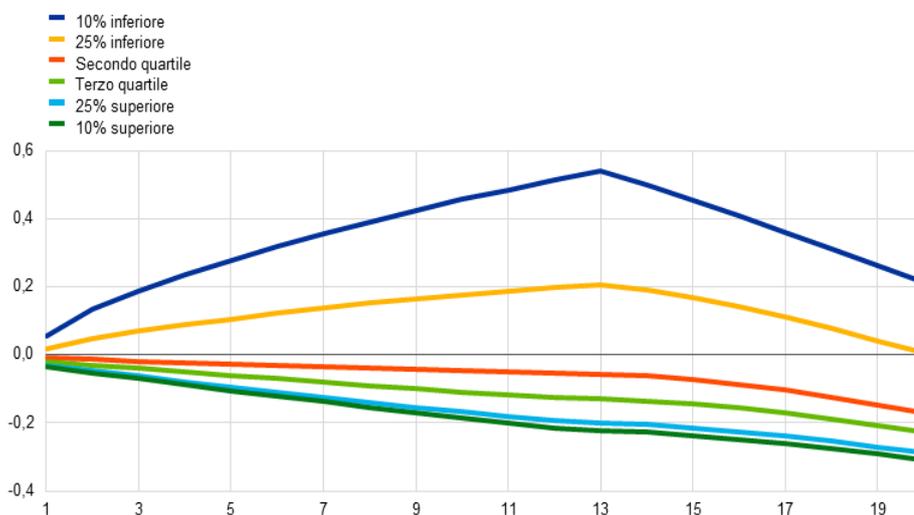
Il grafico 5 mostra le conseguenze distributive dell'aumento della spesa pubblica secondo la specificazione di riferimento del modello HANK. Ogni linea corrisponde a un diverso gruppo di famiglie in termini di disponibilità di ricchezza. Emerge un quadro chiaro: le famiglie nella parte inferiore della distribuzione della ricchezza aumentano i consumi, mentre nelle parti intermedia e superiore i consumi sono nettamente ridimensionati. Poiché le PMC sono più elevate nella parte inferiore, l'aumento della domanda di lavoro e dei salari generato dalla spesa pubblica aggiuntiva tende a stimolare i consumi per tali famiglie. A metà e nella parte superiore della distribuzione della ricchezza, i tassi di interesse più elevati e le

aspettative di un aumento futuro delle imposte svolgono un ruolo predominante, determinando l'effetto di spiazzamento osservato.

Grafico 5

Effetti della spesa pubblica aggiuntiva lungo la distribuzione della ricchezza

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: deviazione percentuale dei consumi dallo stato di equilibrio)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sul modello HANK.

Nota: le linee mostrano i consumi medi dei diversi gruppi di famiglie ordinati in base alla ricchezza ed espressi come deviazioni percentuali dai valori di equilibrio.

5 Spesa differita e anticipata: un confronto

La presente sezione analizza le variazioni dei moltiplicatori di bilancio quando viene annunciata una spesa pubblica aggiuntiva, prima della sua attuazione.

Ciò è particolarmente rilevante nel caso degli attuali impegni per la difesa, che sono stati annunciati pubblicamente e discussi con largo anticipo rispetto alla spesa effettiva, il cui esborso abbraccia un orizzonte temporale più lungo. A differenza dei trasferimenti sociali riconducibili agli stabilizzatori automatici, le misure discrezionali della spesa per la difesa sono differite e graduali.

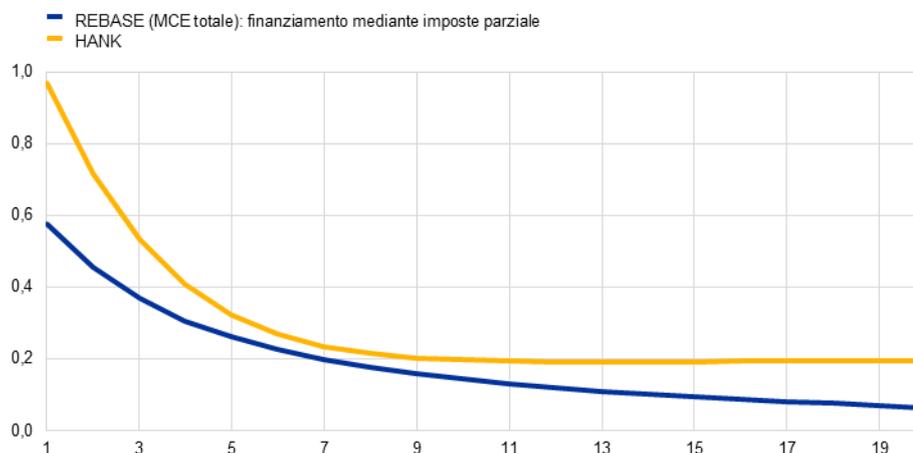
La spesa differita determina effetti significativamente inferiori sul PIL in termini reali.

Il grafico 6 mostra i moltiplicatori di bilancio per gli shock fiscali preannunciati nei modelli REBASE e HANK. Ogni punto della curva corrisponde al moltiplicatore di bilancio di un aumento a tantum dei consumi pubblici quale funzione del numero di trimestri che intercorrono tra il suo annuncio e la relativa attuazione. Da notare che l'aumento della spesa è identico, cambia solo la data di attuazione. Quando gli operatori sono orientati al futuro, i moltiplicatori di bilancio diminuiscono all'aumentare del tempo intercorrente fra l'annuncio e l'attuazione. Ciò è dovuto al fatto che la prospettiva di un aumento dell'imposizione fiscale e dei tassi di interesse, a causa di futuri aumenti della spesa pubblica, determina un immediato effetto di spiazzamento della spesa privata.

Grafico 6

Moltiplicatori dinamici degli shock preannunciati

(asse delle ascisse: numero di trimestri intercorrenti tra l'annuncio e l'attuazione della spesa; asse delle ordinate: moltiplicatore di lungo periodo al valore attuale)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sui modelli REBASE e HANK.

Note: ogni punto corrisponde al moltiplicatore di lungo periodo al valore attuale per un aumento di spesa attuato in momenti diversi. Il moltiplicatore di lungo periodo al valore attuale è cumulato lungo tutto l'orizzonte temporale. Per quanto riguarda il modello REBASE, è mostrata la specificazione con una regola fiscale. Con la voce "MCE totale" si intendono le aspettative coerenti con il modello (Model-Consistent Expectations, MCE) adottate in tutti i settori dell'economia nel modello.

6 Effetti di propagazione fra paesi

La presente sezione esamina gli effetti di propagazione della spesa pubblica fra paesi e il modo in cui essi possono variare a seconda delle caratteristiche principali della spesa stessa. Tali effetti vengono parametrati alla luce del modello ECB-MC. Data la natura robusta di questo modello, parametri importanti, quali la componente di importazioni della spesa pubblica, sono impostati sulle medie storiche. Si passa poi a considerare scenari alternativi che utilizzano l'estensione a livello sia mondiale sia regionale del modello NAWM-E, per fornire un'illustrazione più qualitativa mediante esercizi di sensibilità alternativi.

Sia i consumi delle amministrazioni pubbliche sia gli investimenti pubblici generano effetti reali positivi a livello domestico, ma l'entità degli effetti di propagazione fra i paesi dell'area dell'euro varia a seconda della componente di importazioni dello strumento utilizzato (cfr. il grafico 7). Si ipotizza che i consumi pubblici si basino principalmente sulla produzione interna, con una quota di importazioni pari soltanto al 10 per cento circa. Per contro, gli investimenti pubblici mostrano una quota di importazioni più elevata, pari a circa il 30 per cento⁷. Di conseguenza, nel breve e medio periodo, i consumi delle amministrazioni pubbliche determinano un aumento più vigoroso del prodotto interno rispetto agli investimenti pubblici, mentre gli effetti di propagazione su altri paesi rimangono contenuti, diventando persino negativi dopo tre anni, in quanto l'aumento dei tassi di riferimento controbilancia gli effetti commerciali positivi nel più lungo periodo.

⁷ Queste quote di importazioni si basano su medie storiche calcolate dall'Eurostat e riflettono l'intera serie di componenti settoriali (sia private sia pubbliche). Per questo motivo, esse potrebbero non rappresentare con precisione la spesa specifica per la difesa in ciascun settore dei consumi finali o intermedi o di investimento.

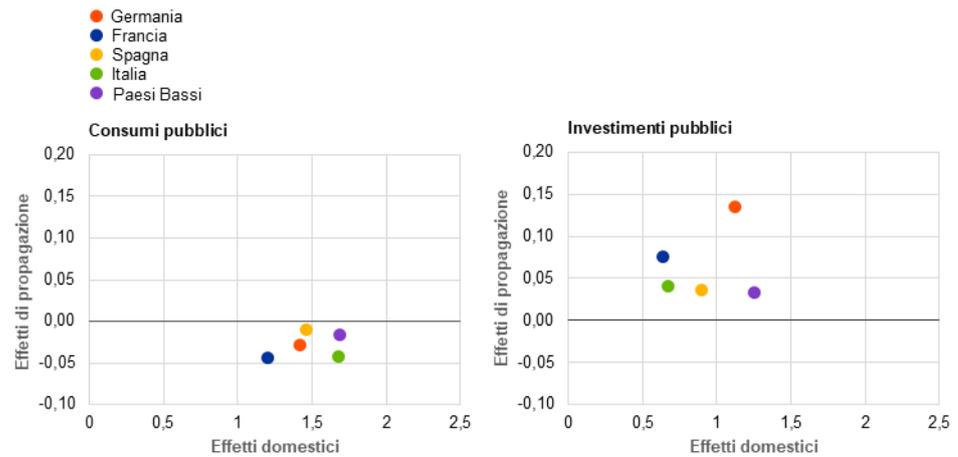
Viceversa, gli investimenti pubblici generano effetti di propagazione positivi su tutto l'orizzonte temporale, in quanto stimolano gli investimenti privati e compensano in parte l'effetto frenante dei tassi di interesse più elevati.

Grafico 7

Effetti domestici e di propagazione della spesa pubblica durante il terzo anno dopo lo shock

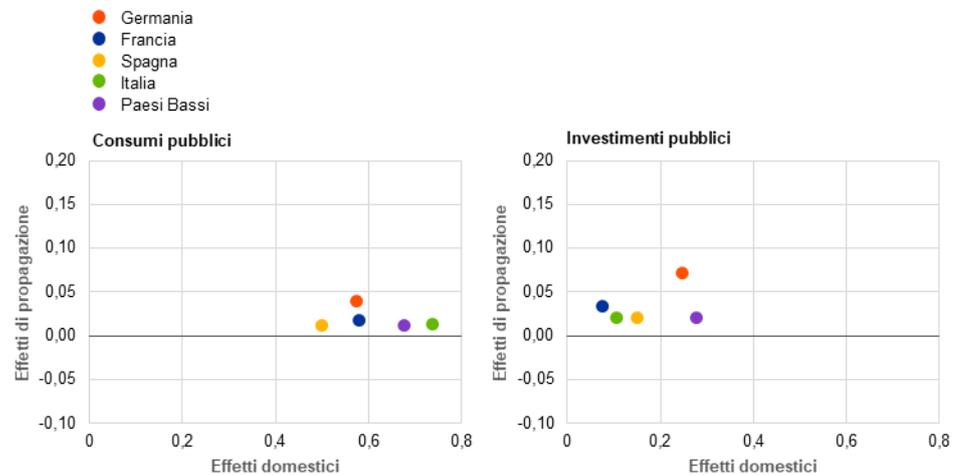
a) PIL in termini reali

(deviazione percentuale dai livelli dello scenario di base)



b) Inflazione misurata sullo IAPC

(deviazione percentuale dai livelli dello scenario di base)



Fonte: simulazioni ECB-MC.

Note: l'asse delle ascisse mostra l'impatto sul paese in cui si verifica lo shock e l'asse delle ordinate mostra gli effetti di propagazione sulle restanti cinque grandi economie (Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi). Ad esempio, per i consumi pubblici nel pannello a), il punto blu scuro mostra che un aumento dei consumi pubblici in Francia aumenta il PIL francese in termini reali dell'1,2 per cento e determina un effetto di propagazione negativo del -0,04 per cento sul resto delle cinque principali economie.

Dal lato nominale, i consumi e gli investimenti pubblici determinano un aumento dell'inflazione interna ed effetti di propagazione dell'inflazione tra paesi, ma in modi diversi. I consumi pubblici sono considerevolmente più inflazionistici, in quanto incrementano direttamente la domanda senza accrescere la capacità produttiva. Al contrario, gli investimenti pubblici innalzano l'inflazione nel breve periodo ma, rafforzando l'andamento della produttività, contribuiscono anche ad allentare le pressioni sui prezzi nel medio termine.

Gli effetti di propagazione avvengono per lo più attraverso il canale del commercio e in misura minore attraverso i tassi di interesse, mentre l'effetto netto sull'area dell'euro sembra di entità limitata. Il grafico 8 distingue i canali di trasmissione mediante l'estensione a livello mondiale del modello NAWM-E e mostra che l'aumento della spesa pubblica in Germania accresce la domanda interna, la quale in un primo momento stimola il prodotto. Tuttavia, con la calibrazione del parametro di riferimento, una maggiore domanda pubblica estromette la domanda privata nel corso del tempo⁸. Ciò è dovuto al fatto che una domanda pubblica più vigorosa esercita pressioni al rialzo su prezzi e salari, aumentando il costo dell'indebitamento e riducendo il reddito disponibile reale e la redditività di famiglie e imprese⁹. Al tempo stesso, l'accresciuta domanda di importazioni migliora il saldo commerciale dei partner tedeschi appartenenti all'area dell'euro, sostenendo le loro esportazioni e il loro prodotto. Tuttavia, con l'aumento dei prezzi in Germania, il tasso di cambio reale si è apprezzato, frenando la competitività delle esportazioni tedesche e incrementando ulteriormente le importazioni. Tale apprezzamento in termini reali compensa in parte l'impulso fornito alle esportazioni nette nel resto dell'area dell'euro. Per l'area, l'aumento della domanda aggregata e delle pressioni sui prezzi spinge al rialzo l'inflazione. In risposta, la banca centrale innalza il tasso di riferimento in modo trascurabile, suggerendo che l'impatto di tale inasprimento sui consumi privati e sugli investimenti, attraverso il canale tradizionale dei tassi di interesse, sarà probabilmente limitato.

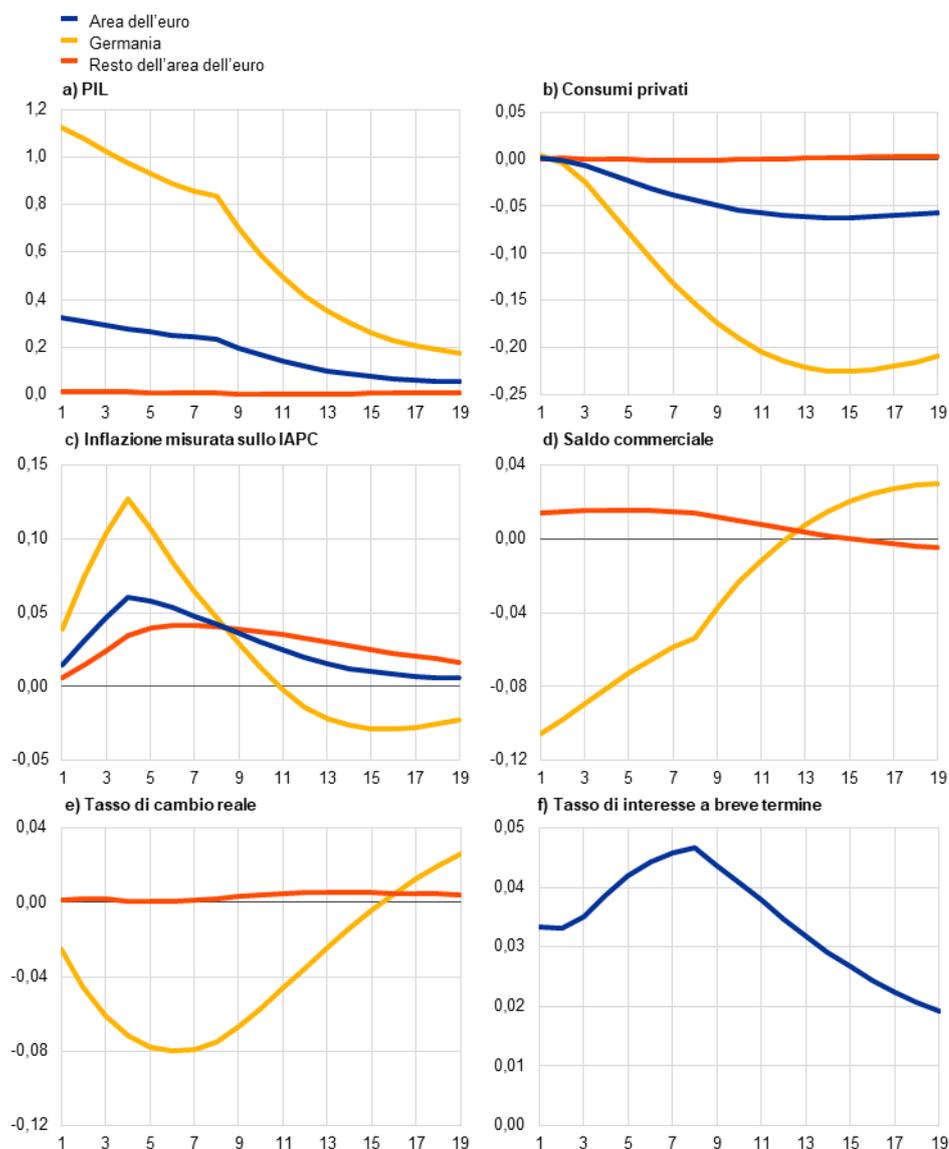
⁸ L'aumento della spesa pubblica come quella per la difesa che migliora la sicurezza e la stabilità, laddove i consumi pubblici e privati siano considerati complementari, può attrarre i consumi privati, stimolando il canale della domanda aggregata e rafforzando gli effetti di propagazione positivi sul resto dell'area dell'euro.

⁹ Si può ritenere che tale andamento di bilancio inaspettato in Germania rifletta una rivalutazione dei maggiori rischi per il settore della sicurezza europea, con una spesa di bilancio aggiuntiva volta a evitare perdite future di domanda, che si verificherebbero senza di essa, anziché produrre un vero e proprio guadagno netto. In tale contesto, una spesa di bilancio aggiuntiva serve a mantenere gli attuali livelli di consumo.

Grafico 8

Effetti macroeconomici dell'aumento della spesa per la difesa in Germania in base alla versione ampliata di NAWM-E

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: deviazioni dallo stato di equilibrio)



Fonte: simulazioni basate sull'estensione a livello mondiale e regionale del modello NAWM-E.

Note: la simulazione ipotizza un aumento temporaneo della spesa per consumi delle amministrazioni pubbliche tedesche dell'1 per cento per due anni a partire dal periodo 0. La spesa aggiuntiva viene quindi ridotta, ogni trimestre, di un fattore pari a 0,9. Le risposte sono espresse come deviazioni percentuali dallo scenario di base, ad eccezione di inflazione, saldo commerciale e tasso di interesse a breve termine, che sono espressi come deviazioni in punti percentuali.

Una quota maggiore di beni e servizi importati determina effetti di propagazione più forti nel resto dell'area dell'euro, ma gli effetti complessivi sull'area rimangono analoghi. Ad esempio, se la Germania intensifica gli acquisti nel settore della difesa che coinvolgono attrezzature straniere o investe in progetti infrastrutturali che richiedono macchinari importati, una quota maggiore dell'accresciuta domanda si riversa sull'estero, stimolando direttamente le esportazioni e la produzione dei partner commerciali della Germania (cfr. le linee

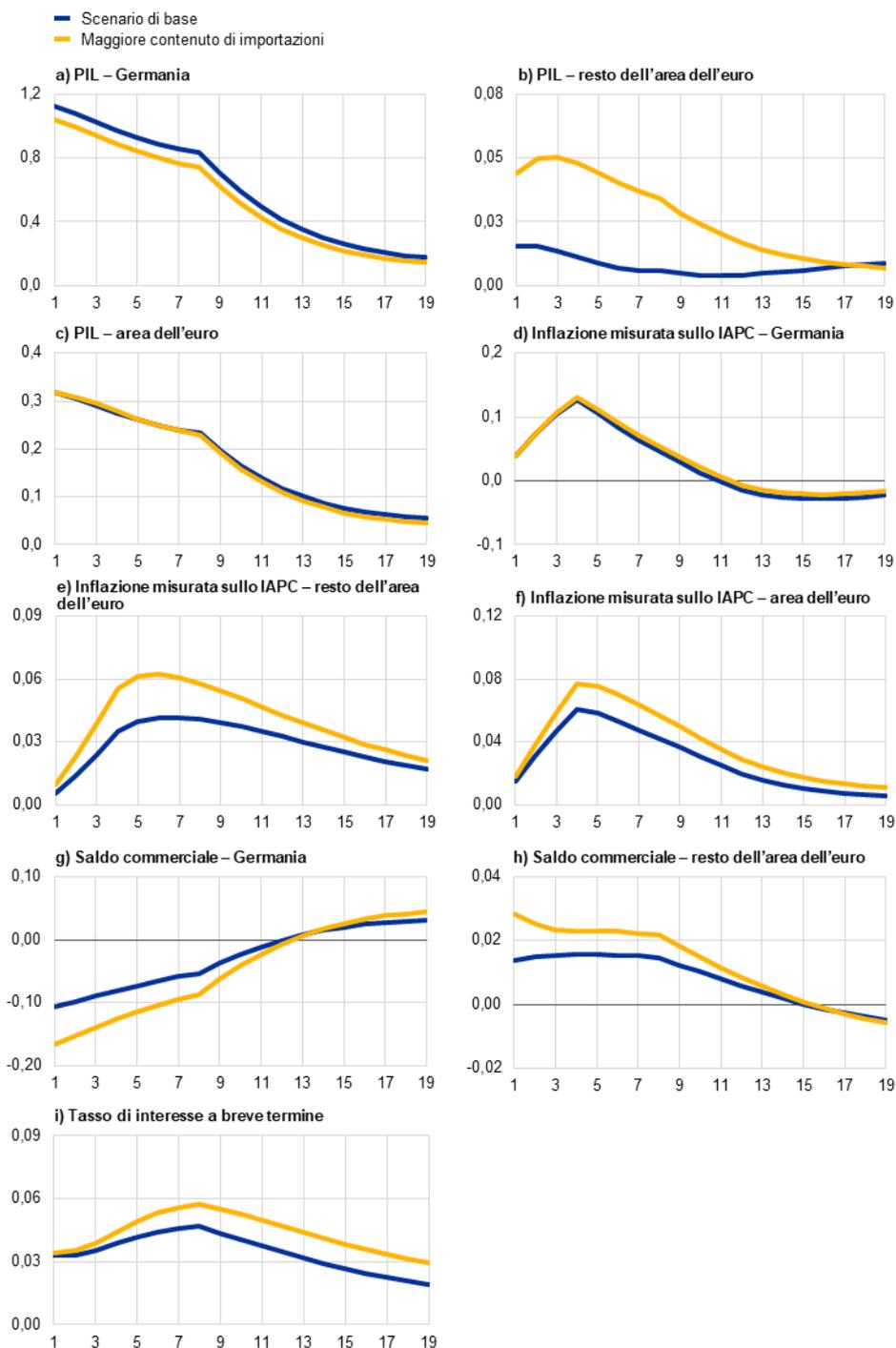
gialle del grafico 9)¹⁰. Di conseguenza, il canale del commercio si rafforza e gli effetti di propagazione verso il resto dell'area dell'euro aumentano. Tuttavia, gli effetti complessivi sul prodotto dell'area sono simili allo scenario in cui le fonti della spesa sono reperite prevalentemente all'interno, in quanto l'aumento della produzione nel resto dell'area è controbilanciato da una perdita di importazioni in Germania e da un generale apprezzamento del tasso di cambio reale dell'area dell'euro.

¹⁰ Le simulazioni ipotizzano che il bene di consumo pubblico tedesco sia prodotto con una quota più elevata di importazioni, sia dal resto dell'area dell'euro sia dal resto del mondo, in proporzione alla sua matrice commerciale bilaterale. In particolare, il contenuto di beni importati dei consumi pubblici è raddoppiato dal 2 al 4 per cento. La modifica della composizione delle importazioni per la Germania (ad esempio, importando relativamente di più dal resto dell'area rispetto al resto del mondo) produce effetti di propagazione più intensi verso il resto dell'area dell'euro grazie al rafforzamento del canale commerciale. Tuttavia, dato il ridotto contenuto complessivo di importazioni nella spesa pubblica e le modeste dimensioni dell'impulso fiscale, la differenza netta per l'aggregato dell'area è trascurabile.

Grafico 9

Ruolo del contenuto di importazioni dei consumi pubblici

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: deviazioni dallo stato di equilibrio)



Fonte: simulazioni basate sull'estensione a livello mondiale e regionale del modello NAWM-E.

Note: la simulazione ipotizza un aumento temporaneo della spesa per consumi delle amministrazioni pubbliche tedesche dell'1 per cento per due anni a partire dal periodo 0, seguito da una graduale attenuazione. Le risposte sono espresse come deviazioni percentuali dallo scenario di base, ad eccezione di inflazione, saldo commerciale e tasso di interesse a breve termine, che sono espressi come deviazioni in punti percentuali. Il maggiore contenuto di importazioni ipotizza che quello dei consumi pubblici sia raddoppiato dal 2 al 4 per cento.

Riquadro 1

Moltiplicatori fiscali della spesa per la difesa: una breve rassegna della letteratura empirica

a cura di Cristina Checherita-Westphal e Laust Ladegård Særkjær

Sebbene le evidenze non siano univoche nell'ambito della letteratura empirica, esse suggeriscono che la spesa militare può avere effetti positivi sulla domanda a breve termine, che poi tendono a diminuire nel tempo. Ciò conferma sostanzialmente gli effetti, basati su modelli, dell'aumento della spesa delle amministrazioni pubbliche considerato nel presente articolo, benché i risultati siano maggiormente sparsi fra i campioni e le dipendenze dalle condizioni (cfr. il grafico A). L'entità del moltiplicatore della spesa per la difesa varia in misura significativa tra le diverse ricerche, con effetti a più breve termine nella maggior parte dei casi al di sotto o prossimi a 1 (sostanzialmente in linea con l'insieme dei risultati del modello presentati sopra), sebbene in diversi studi si riscontrino valori prossimi a 1,5. Pochissimi studi analizzano direttamente l'impatto dell'aumento della spesa per la difesa sui consumi privati¹¹. Ilzetzki (2025), una delle più recenti analisi in letteratura, conclude che esiste un consenso riguardo all'aumento del PIL dopo una spesa per la difesa più elevata, ma il grado di tale espansione e la potenziale estromissione del settore privato sono oggetto di dibattito. Ha anche evidenziato che due meta-analisi sull'argomento divergono nelle conclusioni. Alptekin e Levine (2012), un meta-studio di 169 stime del moltiplicatore della spesa militare, suggeriscono che questa abbia effetti positivi, ma modesti, in termini di crescita. Per contro, il campione aggiornato di F. Yesilyurt e M. E. Yesilyurt (2019) non mostra alcuna correlazione. Infine, nella loro meta-analisi dei moltiplicatori fiscali, Gechert e Rannenberg (2018) rilevano che la spesa militare tende ad avere moltiplicatori medi inferiori rispetto alla spesa delle amministrazioni pubbliche¹², risultato confermato da uno studio recente che analizza gli effetti sul prodotto della spesa per la difesa nei paesi dell'Europa centrale e orientale che appartengono al versante orientale della NATO (cfr. Olejnik, 2023).

Gli effetti sul prodotto di varie componenti della spesa militare sono altresì notevolmente eterogenei. Gli effetti sulla crescita della spesa militare per ricerca e sviluppo (R&S) risultano considerevolmente più elevati di quelli di altre componenti e superiori all'unità, con evidenza di un effetto di attrazione delle attività private di ricerca e sviluppo¹³. Per le altre categorie di spesa, e in particolare tra medio e lungo periodo, si riscontra che l'aumento della spesa per la difesa solitamente estromette risorse disponibili a fini produttivi. È stato riscontrato che le spese per i salari o il personale militare (non direttamente considerati nei risultati della simulazione del modello di cui sopra) hanno effetti sulla crescita inferiori o (a più lungo termine) addirittura negativi,

¹¹ Solo tre degli studi sintetizzati nel grafico A comprendono stime dell'impatto sui consumi privati. Ramey (2011) comprende una discussione specifica sull'argomento. Costruendo una variabile riguardante le notizie relative alla spesa militare, riscontra che il consumo di beni non durevoli e durevoli diminuisce, mentre il consumo di servizi aumenta in risposta alle notizie riguardanti la spesa militare. Ben Zeev e Pappa (2017) riscontrano un lieve calo, non statisticamente significativo, nei consumi privati. Barro e Redlick (2011) rilevano un impatto negativo solo per il consumo di beni durevoli nell'orizzonte di un anno, che poi si attenua.

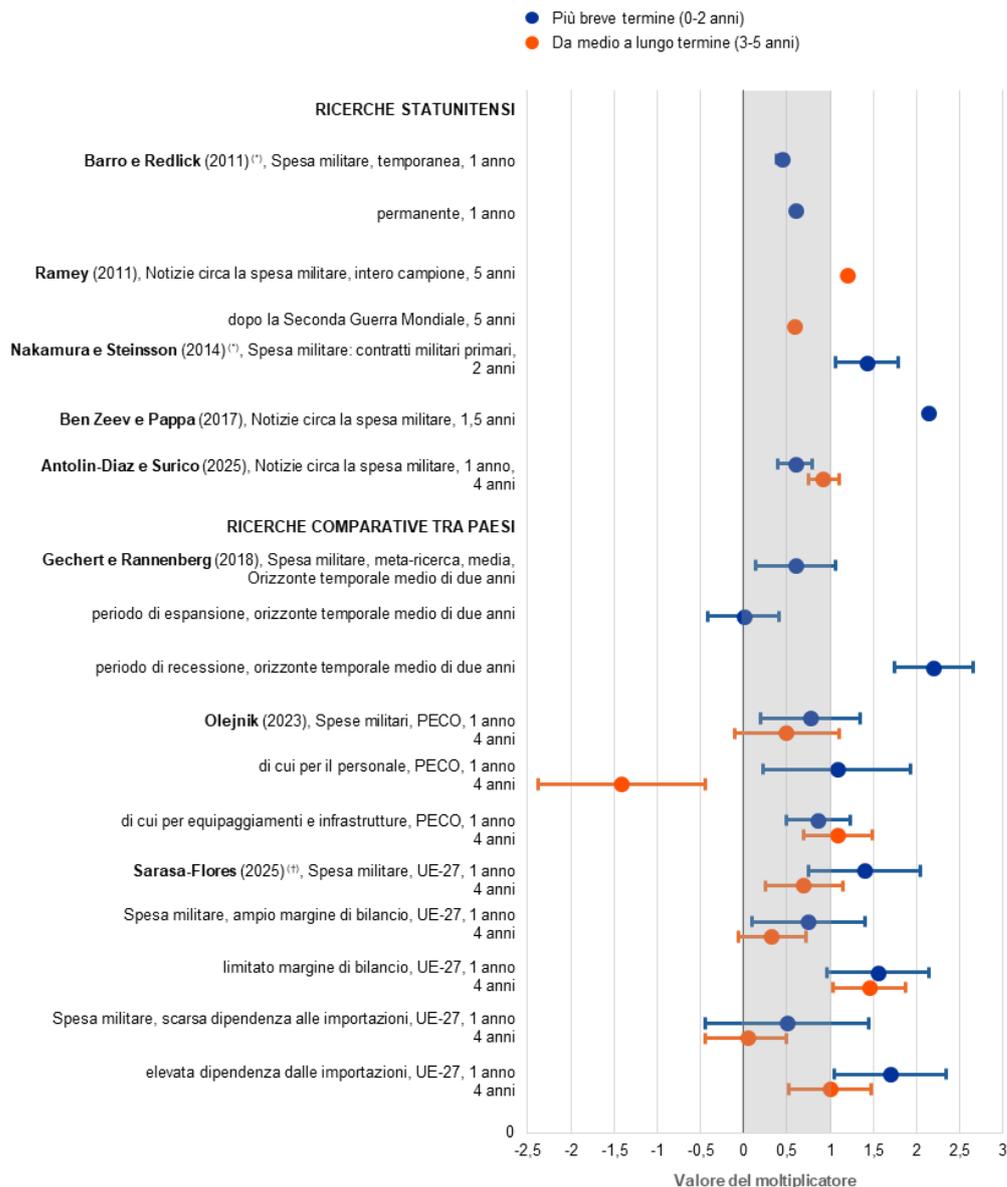
¹² Ciò vale nella media e per periodi di espansione. Per contro, durante i periodi recessivi, i moltiplicatori della spesa militare risultano più ampi dei moltiplicatori generali della spesa.

¹³ Utilizzando i dati provenienti dagli Stati Uniti su un periodo di 125 anni (con un modello autoregressivo vettoriale bayesiano (BVAR) con valori ritardati lunghi), Antolin-Diaz e Surico (2025) riscontrano che la spesa militare ha effetti ampi e persistenti sul prodotto perché sposta la composizione della spesa pubblica verso ricerca e sviluppo. Ciò favorisce l'innovazione e gli investimenti privati nel medio termine e aumenta la produttività e il PIL su orizzonti più lunghi. Per contro, la ricerca rileva anche che gli effetti sugli investimenti pubblici sono di più breve durata e che i consumi pubblici hanno un impatto modesto nella maggior parte degli orizzonti temporali.

in quanto tali spese possono ostacolare la produttività nei restanti settori civili dell'economia (cfr. il grafico A e ulteriori risultati rilevati in Becker e Dunne, 2023).

Grafico A Moltiplicatori fiscali della spesa militare negli studi più recenti

(incremento del PIL da un aumento unitario della spesa per la difesa, salvo diversa indicazione)



Fonte: pubblicazioni indicate nel grafico.

Note: il punto rappresenta la stima (principale) del moltiplicatore cumulato della spesa per la difesa e gli intervalli indicano una deviazione standard una volta disponibile o prontamente calcolata. Quando molteplici risultati erano disponibili, la selezione è stata effettuata sulla base della specificazione scelta dall'autore originale per garantire un confronto compatibile con gli altri studi e per un orizzonte temporale di uno e quattro anni (rispettivamente, al centro dell'orizzonte temporale di breve periodo e di quello da medio a lungo periodo).

In generale, i moltiplicatori misurano un incremento del PIL da un aumento di una unità (ad esempio un dollaro o un euro) della spesa per la difesa. Per le analisi contrassegnate da (*), il moltiplicatore misura l'aumento in punti percentuali del tasso di crescita del PIL a seguito di un aumento di un punto percentuale del rapporto tra spesa per la difesa e valore ritardato del PIL. Per gli studi identificati con (†), il moltiplicatore misura l'incremento del PIL in punti percentuali rispetto all'andamento tendenziale da un aumento dell'1 per cento della spesa per la difesa in rapporto al PIL tendenziale.

Altri studi hanno utilizzato (le notizie riguardanti) la spesa militare come strumento per maggiori spese delle amministrazioni pubbliche. Per gli Stati Uniti, Ramey e Zubairy (2018) rilevano che il moltiplicatore fiscale risulta inferiore a uno indipendentemente dalla capacità inutilizzata nell'economia. Utilizzando un ampio panel di paesi, Sheremirov e Spirovska (2022) mostrano che il moltiplicatore medio è inferiore all'unità, con un impatto maggiore sugli orizzonti temporali brevi, ma questo è soggetto a eterogeneità lungo molteplici dimensioni. Ben Zeev e Pappa (2017) identificano il loro shock legato alle notizie riguardanti la spesa militare, in un modello SVAR, come shock che non ha un impatto contemporaneo sulla spesa militare, massimizzando nel contempo la varianza degli errori di previsione della spesa militare in un orizzonte di cinque anni.

I moltiplicatori fiscali connessi alla difesa sono ritenuti dipendenti dalle condizioni economiche. La letteratura empirica riscontra generalmente evidenze del fatto che i moltiplicatori fiscali sono maggiori a) nelle recessioni (congiuntura negativa), quando la quota di consumatori non ricardiani tende ad aumentare e la spesa pubblica può attrarre (piuttosto che estromettere) gli investimenti privati; b) in presenza di ampi margini di bilancio o di solide finanze pubbliche (minore debito, disavanzo o minore differenziale fra tassi di interesse e crescita); c) per le economie meno aperte (minori possibilità di effetti di propagazione esterni attraverso le importazioni) e d) per i sistemi a regime di cambio fisso (politica monetaria inattiva) (cfr. Warmedinger et al. (2015) per una rassegna). Risultati analoghi si riscontrano per i moltiplicatori della spesa per la difesa in Sarasa-Flores (2025) (cfr. il grafico A) e Sheremirov e Spirovska (2022) (per i moltiplicatori fiscali della spesa delle amministrazioni pubbliche dovuta alla spesa militare). L'importanza della dipendenza dalle condizioni (non linearità) per i periodi economici positivi e negativi è anche sottolineata nella meta-analisi di Gechert e Rannenberg (2018). Insieme ai fondamentali di bilancio, la dipendenza dalle condizioni è un aspetto importante da considerare nelle simulazioni basate sul modello (lineare). Ciò si può fare variando adeguatamente i parametri del modello a seconda della condizione prevalente.

Gli studi empirici sulla spesa per la difesa analizzano raramente gli effetti sull'inflazione in maniera diretta. I pochi studi disponibili per gli Stati Uniti tendono a evidenziare un positivo effetto di breve periodo. Ben Zeev e Pappa (2017) rilevano che le notizie riguardanti la spesa militare sono inflazionistiche, raggiungendo un picco dopo un anno prima di tornare a zero nel secondo anno. Considerando gli effetti a livello di condizione sull'inflazione da parte della spesa militare, Nakamura e Steinsson (2014) non riscontrano effetti cumulati dopo due anni. Più di recente, Antonova et al. (2025) riscontrano che le notizie circa la spesa militare comportano prezzi del settore manifatturiero più elevati negli Stati Uniti (mentre non viene analizzato l'impatto sull'inflazione dell'indice dei prezzi al consumo). Tale effetto è stato più ampio e persistente nel periodo successivo alla Guerra fredda, quando il settore manifatturiero statunitense ha subito una contrazione.

7 Osservazioni conclusive

In un contesto di incrementi programmati della spesa per la difesa nell'area dell'euro, una valutazione basata su modelli degli shock alla spesa pubblica suggerisce un effetto positivo sulla crescita del PIL in termini reali e un modesto effetto sull'inflazione misurata sullo IAPC, con una significativa incertezza riguardo alle stime. Un aumento persistente ma graduale della spesa militare pari all'1 per cento del PIL in tre anni è associato a un moltiplicatore del PIL dello 0,93 in due anni e a un impatto sull'inflazione basata sullo IAPC pari in media a 0,07 punti percentuali in due anni nelle diverse tipologie di modello. Si riscontra un notevole grado di eterogeneità nei modelli, con moltiplicatori del PIL compresi tra 0,42 e 1,13. A quattro anni dallo shock, il moltiplicatore del PIL rimane pari in media a 0,93, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC aumenta in media di 0,2 punti percentuali nei diversi modelli. I moltiplicatori fiscali impliciti nei modelli sono generalmente in linea con l'evidenza empirica relativa agli effetti della spesa militare. Si identificano inoltre i principali canali di trasmissione che influenzano l'effetto economico di ulteriori spese militari: una quota più elevata di investimenti produce

maggiori effetti di propagazione mentre il settore privato, in previsione di un aumento delle imposte e dei tassi di interesse, svolge un ruolo di primo piano nella riduzione dei moltiplicatori. Diversi aspetti esulano dall'ambito di questa analisi, in particolare la dipendenza dalle condizioni economiche per quel che riguarda l'indebitamento pubblico in periodi di congiuntura sfavorevole/favorevole, che risultano essere rilevanti nella letteratura empirica. Infine, la presente analisi non consente di rilevare appieno aspetti importanti della spesa militare. Ne sono un esempio la composizione della spesa per singolo paese o gli effetti settoriali sull'offerta e sulla rete industriale.

Riferimenti bibliografici

Adjemian, S., Bokan, N., Darracq Pariès, M., Müller, G. e Zimic, S. (2024), [“ECB-\(RE\)BASE: Heterogeneity in expectation formation and macroeconomic dynamics”](#), *Working Paper Series*, n. 2965, BCE, Francoforte sul Meno.

Alptekin, A. e Levine, P. (2012), “Military expenditure and economic growth: A meta-analysis”, *European Journal of Political Economy*, vol. 28, n. 4, pagg. 636-650.

Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. e Zimic, S. (2019), [“Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area”](#), *Working Paper Series*, n. 2315, BCE, Francoforte sul Meno, settembre.

Angelini, E., Bokan, N., Ciccarelli, M., Lalik, M. e Zimic, S. (di prossima pubblicazione), “The ECB-Multi Country Model: A semi-structural model for forecasting and policy analysis for the largest euro area countries.” *Working Paper Series*, BCE, Francoforte sul Meno.

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

Antonova, A., Lueticke, R. e Muller, G.J. (2025), “The Military Multiplier”, *CESifo Working Paper*, n. 11882, CESifo GmbH, Monaco, maggio.

Bańkowski, K. (2023), [“Fiscal policy in the semi-structural model ECB-BASE”](#), *Working Paper Series*, n. 2802, BCE, Francoforte sul Meno, marzo.

Barro, R.J. e Redlick, C.J. (2011), “Macroeconomic Effects From Government Purchases and Taxes”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n. 1, pagg. 51-102.

Becker, J. e Dunne, J.P. (2023), “Military Spending Composition and Economic Growth”, *Defence and Peace Economics*, vol. 34, n. 3, pagg. 259-271.

Ben Zeev, N. e Pappa, E. (2017), “Chronicle of a War Foretold: The Macroeconomic Effects of Anticipated Defence Spending Shocks”, *The Economic Journal*, vol. 127, n. 603, pagg. 1568-1597.

Checherita-Westphal, C., Huber, C., Rodriguez-Vives, M. e Müller, G. (2025), [Aspetti di bilancio della spesa europea per la difesa: effetti sulle proiezioni](#)

[macroeconomiche per l'area dell'euro e sui relativi rischi](#), riquadro 7 nel numero 5/2025 di questo Bollettino.

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

Gechert, S. e Rannenberg, A. (2018), "Which fiscal multipliers are regime-dependent? A metaregression analysis", *Journal of Economic Surveys*, vol. 32, n. 4, pagg. 1160-1182.

Gomes, S., Jacquinet, P. e Pisani, M. (2012), "The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Economic Modelling*, vol. 29, n. 5, pagg. 1686-1714.

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

Kase, H. e Rigato, R. (2025), "[Beyond averages: heterogeneous effects of monetary policy in a HANK model for the euro area](#)", *Working Paper Series*, n. 3086, BCE, Francoforte sul Meno.

Nakamura, E. e Steinsson, J. (2014), "Fiscal stimulus in a monetary union: Evidence from US regions", *American Economic Review*, vol. 104, n. 3, pagg. 753-792.

Olejnik, L.W. (2023), "Economic growth and military expenditure in the countries on NATO's Eastern flank in 1999-2021", *Working Paper Series*, n. 2023/2, Eesti Pank.

Ramey, V.A. (2011), "Identifying Government Spending Shocks: It's all in the Timing", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n. 1, pagg. 1-50.

Ramey, V.A. e Zubairy, S. (2018), "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data", *Journal of Political Economy*, vol. 126, n. 2, pagg. 850-901.

Sarasa-Flores, D. (2025), "Buy Guns or Buy Roses?: EU Defence Spending Fiscal Multipliers", *Working Paper*, n. WP 25-06, BBVA Research, giugno.

Sheremirov, V. e Spirovska, S. (2022), "Fiscal multipliers in advanced and developing countries: Evidence from military spending", *Journal of Public Economics*, vol. 208, 104631.

Warmendinger, T., Checherita-Westphal, C. e Hernández de Cos, P. (2015), "[Fiscal multipliers and beyond](#)", *Occasional Paper Series*, n. 162, BCE, Francoforte sul Meno, giugno.

Yesilyurt, F. e Yesilyurt, M.E. (2019), "Meta-analysis, military expenditures and growth", *Journal of Peace Research*, vol. 56, n. 3, pagg. 352-363.

2 Keep calm and carry cash: indicazioni tratte da quattro crisi sul ruolo unico della moneta fisica

a cura di Francesca Faella e Alejandro Zamora-Pérez

1 Come le crisi influenzano profondamente la circolazione del contante

La domanda di banconote in euro ha mostrato una crescita sostenuta, nonostante il progressivo processo di digitalizzazione dei pagamenti.

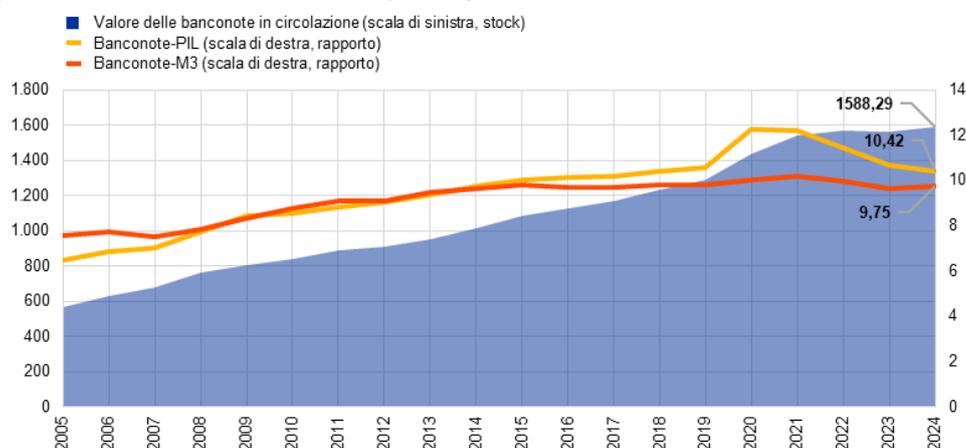
Sebbene nell'area dell'euro la quota di pagamenti in contanti sul totale delle transazioni giornaliere sia diminuita, il valore della circolazione delle banconote in euro è aumentato significativamente negli ultimi vent'anni (cfr. il pannello a) del grafico 1). Tale variabile è un indicatore affidabile della domanda complessiva, interna ed estera, in quanto le richieste di banconote vengono soddisfatte dall'Eurosistema. Di fatto, negli ultimi dieci anni il valore delle banconote in circolazione si è costantemente mantenuto su una quota superiore al 10 per cento del PIL dell'area dell'euro, segnando un temporaneo aumento durante gli anni della pandemia di COVID-19 e, a partire dalla seconda metà del 2022, un'attenuazione dovuta a tassi di interesse più elevati. Esso rappresenta inoltre una quota significativa, pari a circa il 10 per cento, di M3 (aggregato monetario ampio), una misura che include altre attività liquide denominate in euro. La persistente domanda di contante, nonostante il proliferare di alternative di pagamento digitali, ne suggerisce la specifica utilità e la sua sostituibilità imperfetta. Tale stabilità della domanda complessiva è in contrasto con la diminuzione della quota di contante nei pagamenti quotidiani, fenomeno spesso definito come "il paradosso delle banconote" (cfr. Zamora-Pérez, 2021).

Grafico 1

Banconote in euro in circolazione

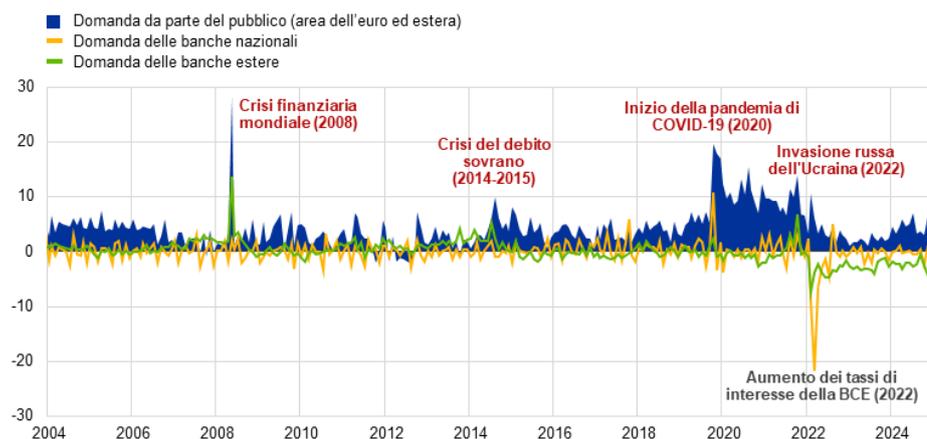
a) Valore delle banconote in euro in circolazione

(scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: valori percentuali)



b) Emissione mensile netta di banconote: domanda da parte di pubblico e banche

(miliardi di euro)



Fonti: Statistical Data Warehouse (SDW) della BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: nel pannello a), per assicurare una comparabilità coerente fra i periodi di allargamento dell'area dell'euro, i rapporti rispetto a PIL ed M3 sono riportati in base a una "composizione variabile", incorporando i nuovi paesi membri a partire dalle rispettive date di ingresso.

La domanda sostenuta di banconote è stata amplificata da bruschi aumenti nella domanda da parte del pubblico durante alcune crisi di grande rilevanza, il che mette in evidenza il ruolo e le caratteristiche uniche della moneta fisica¹.

Come illustrato nel pannello b) del grafico 1, i dati mensili relativi all'emissione netta possono essere scomposti in domanda da parte del pubblico, domanda da parte delle banche nazionali ("cassa banche"), e domanda delle banche estere ("trasferimenti netti"). La domanda aggiuntiva di contante da parte del pubblico è in genere moderatamente positiva. Tuttavia, l'insorgere di crisi improvvise, come le turbolenze finanziarie del 2008, la crisi greca del debito sovrano nel 2014-2015, la diffusione della pandemia di COVID-19 o l'ingiustificata invasione su vasta scala

¹ Le crisi sono definite come situazioni instabili e critiche che costituiscono una minaccia significativa per individui, organizzazioni o società, e che spesso necessitano di processi decisionali immediati in un contesto di incertezza.

dell'Ucraina da parte della Russia nel 2022, ha innescato aumenti immediati ed estremi dell'approvvigionamento di contante da parte del pubblico. Anche la domanda proveniente dalle banche estere, che riflette i trasferimenti netti dalle banche a clienti esterni all'area dell'euro, è aumentata bruscamente durante eventi di rilevanza mondiale, come la crisi del 2008, e si è mostrata reattiva alla guerra in Ucraina². La domanda di contante da parte delle banche residenti, che rappresenta una componente più piccola della circolazione totale (tra il 4 e il 6 per cento), risulta meno sensibile agli eventi di crisi, con la significativa eccezione di un picco registrato a marzo 2020, in concomitanza con l'intensificarsi della pandemia di COVID-19 in Europa. Per contro, sia le banche residenti sia quelle estere mostrano una forte reattività alla politica monetaria, come evidenziato dai consistenti flussi netti negativi durante e dopo luglio 2022, quando un aumento dei tassi di interesse della BCE aveva provocato un notevole incremento del costo opportunità di detenere contante³. Sebbene anche la domanda pubblica avesse subito un calo temporaneo durante tale periodo, i flussi netti non sono mai stati negativi e, da allora, essa ha ripreso il suo andamento, evidenziando la minore sensibilità ai tassi di interesse. Una visualizzazione disaggregata, riportata nel grafico 2, illustra ulteriormente come l'intensità di tali aumenti vari in base alla natura della crisi: alcune innescano aumenti generalizzati della domanda nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, mentre altre hanno un impatto più concentrato, principalmente a livello regionale o nazionale.

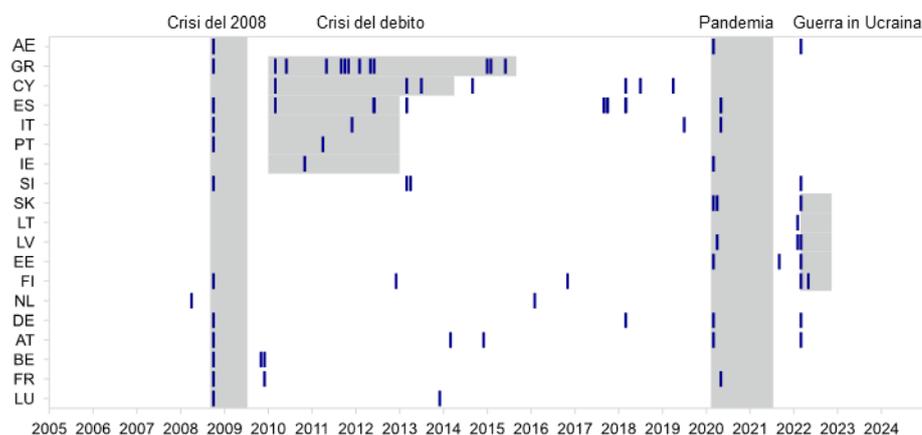
² I trasferimenti netti rappresentano solo il canale all'ingrosso formale e non colgono flussi informali come il turismo e le rimesse, che costituiscono una quota significativa della domanda estera. Nel complesso, si stima che le disponibilità estere di banconote in euro rappresentino fino alla metà del valore totale del circolante (cfr. Lalouette et al., 2022).

³ Benché non sia visibile in questo grafico dei flussi mensili, lo stock di contante detenuto dalle banche ("cassa banche") è progressivamente aumentato a partire dal 2016 circa, quando i tassi di interesse a breve termine hanno segnato il loro livello più basso, comportando una riduzione dei costi di detenzione. Il netto calo osservato a luglio 2022 ha rappresentato in larga misura un ritorno ai livelli medi precedenti.

Grafico 2

Valori statistici anomali della circolazione aggregata di banconote e dell'emissione netta nazionale

(asse delle ascisse: anno; asse delle ordinate: paese, raggruppati per cluster regionale)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base della banca dati del Currency Information System 2 (2005-2024).

Note: le aree ombreggiate in grigio indicano i periodi dei principali eventi di crisi nei paesi interessati. Le anomalie relative all'emissione netta di banconote sono calcolate utilizzando le serie di dati mensili delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro. Il grafico mostra solo valori anomali positivi (linee verticali blu), che corrispondono ad aumenti dell'emissione netta. Per ciascuna serie è stato dapprima identificato e stimato un modello ARIMA; introducendo variabili dummy per rilevare valori anomali additivi (additive outliers, AO), variazioni strutturali persistenti (level shifts, LS) e variazioni transitorie (transitory changes, TC) e successivamente sono stati effettuati i rispettivi test statistici. Le variabili dummy che superano una soglia critica (in base alle dimensioni del campione) sono selezionate utilizzando una procedura graduale di selezione progressiva/eliminazione a ritroso (con LS come funzioni a scala, TC come impulsi in decadimento esponenziale con un tasso di decadimento predefinito e AO come shock isolati). Si stima nuovamente il modello e si ripete la procedura fino a quando non rimangono più valori anomali significativi, facoltativamente all'interno di un intervallo di date definito dall'utente. L'analisi non include la Croazia, in quanto, essendo entrata a far parte dell'area dell'euro dal 1° gennaio 2023, non erano disponibili serie storiche sufficientemente lunghe e comparabili. Anche Malta è esclusa perché i dati relativi alle emissioni nette evidenziano una notevole discontinuità, che rende difficoltosa la convergenza e l'interpretazione affidabile dell'algoritmo di rilevazione dei valori anomali.

Sulla base delle evidenze sopra descritte, il presente articolo esamina il ruolo del contante in euro durante le crisi più rilevanti, sottolineando il valore unico del contante in quanto bene rifugio e strumento di pagamento contingente in situazioni di emergenza. Il normale e quotidiano utilizzo del contante per finalità transattive ne spiega solo in parte la domanda: quando si verificano, le crisi sono un importante fattore che influisce sull'emissione di contante. L'aumento della domanda di contante durante i periodi di stress è stato già documentato a livello mondiale (cfr., ad esempio, Bartzsch et al., 2024), tuttavia il presente studio fornisce un'analisi mirata di alcuni episodi che hanno interessato l'area dell'euro. Per associare con maggiore precisione i bruschi aumenti della domanda a eventi specifici si esaminano i dati giornalieri. Quantificando tali effetti ed esplorando i potenziali nessi causali, il presente studio contribuisce a una migliore comprensione della persistente funzione del contante come strumento di emergenza. Tali indicazioni contribuiscono all'efficacia operativa dell'Eurosistema, all'accuratezza delle previsioni relative alla domanda di banconote e alle strategie di preparazione alle crisi. I risultati suggeriscono che le caratteristiche distintive del contante, il fatto che sia tangibile, resistente, disponibile offline e ampiamente accettato, diventino di primaria importanza durante le crisi e si possano altresì sfruttare per essere preparati in caso si manifestino. Di conseguenza, diverse autorità europee e nazionali hanno raccomandato al pubblico di mantenere riserve di contante in caso di eventi improvvisi e inattesi⁴.

2 Il ruolo del contante durante le crisi

La presente sezione analizza la domanda di contante nel tempo per diverse categorie di shock (sanitario, militare, finanziario e infrastrutturale) ed estensione geografica variabile (area dell'euro, regionale e nazionale).

Quattro principali episodi di crisi vengono considerati: la pandemia di COVID-19, l'invasione russa dell'Ucraina, il blackout nella penisola iberica di aprile 2025 e la crisi del debito sovrano in Grecia⁵. Tale selezione di scenari diversi, con fattori scatenanti, estensione geografica e sviluppi distinti nel tempo, consente di verificare la robustezza del ruolo del contante come strumento nelle emergenze critiche, al di là delle osservazioni legate a un singolo tipo di shock. Sebbene non tutti i tipi di crisi determinino una forte reattività della domanda di contante (ad esempio, i dati relativi alle principali variazioni dovute unicamente alle tensioni commerciali sono limitati), i casi selezionati forniscono una prova di stress della funzione del contante quando l'economia, le infrastrutture critiche o la fiducia del pubblico sono messe in discussione in modo significativo.

L'approccio di analisi dell'impatto di tali crisi qui utilizzato combina indicazioni descrittive e analisi causale. Per descrivere le crisi, si utilizzano dati sull'emissione

⁴ Di seguito sono riportati alcuni esempi, come gli annunci da parte della Commissione europea e delle autorità nazionali austriache, finlandesi e olandesi.

⁵ La crisi finanziaria mondiale del 2008 non è inclusa in questa analisi approfondita. Pur essendo stato lo shock più consistente per la circolazione delle banconote in euro, i suoi effetti sono ben documentati e la sua natura mondiale complica l'attribuzione delle cause. Pertanto, la presente analisi si concentra sulla pandemia di COVID-19, come shock generalizzato recente, e sulla crisi del debito greco per illustrare in modo specifico un contesto di turbolenze finanziarie e politiche nazionali in cui l'inferenza causale è più robusta.

netta mensile di banconote da parte delle banche centrali e degli enti creditizi. Tali dati forniscono un'analisi più ampia delle tendenze, contestualizzata utilizzando altri indicatori come incertezza, indici di stress sovrano o microdati raccolti tramite indagini (cfr. BCE, 2024), per comprendere le determinanti comportamentali. Per l'attribuzione causale degli aumenti della domanda di contante agli eventi, si utilizza una metodologia di inferenza causale sviluppata da Brodersen et al. (2015)⁶. Restringendo le “finestre di evento” intorno all'insorgere delle crisi è possibile attribuire con maggiore sicurezza le variazioni della domanda di contante agli shock specifici. In caso di crisi geograficamente localizzate, in genere si utilizza come “controllo sintetico” l'emissione nelle aree non interessate, per rendere più robusti gli scenari controfattuali. Tale capacità di dedurre la causalità in base alle osservazioni giornaliere, distinguendo gli effetti della crisi da tendenze preesistenti o da fattori confondenti, rappresenta un progresso rispetto alle analisi tradizionali, spesso ostacolate dall'utilizzo di dati con frequenza inferiore, ad esempio mensili o trimestrali, sulla domanda di banconote⁷.

2.1 La pandemia di COVID-19

L'insorgere della pandemia, all'inizio del 2020, ha innescato un aumento straordinario e persistente della domanda di banconote in euro, che indica il ruolo fondamentale del contante in un contesto caratterizzato da prolungata incertezza. Il pannello a) del grafico 3 mostra che, alla fine del 2020, l'emissione netta cumulata di banconote nell'area dell'euro era aumentata di oltre 140 miliardi di euro, ovvero più di 85 miliardi di euro (oltre il 130 per cento) rispetto all'incremento medio annuo di circa 55 miliardi osservato negli anni precedenti la pandemia (2015-2019). Anche nei primi mesi del 2021 la circolazione “in eccesso” (cioè la differenza tra l'emissione annua effettiva e la media dell'emissione annua precedente l'emergenza sanitaria) è rimasta significativa, collocandosi intorno a 55 miliardi di euro alla fine dell'anno. Tale aumento prolungato delle banconote in circolazione si è verificato nonostante una concomitante flessione, ben documentata, del loro utilizzo per le operazioni quotidiane, determinato da timori di ordine sanitario, misure di chiusura (lockdown) e malgrado l'accelerazione del passaggio ai pagamenti online e contactless (cfr. Tamele et al., 2021).

⁶ L'analisi causale dell'impatto utilizza un modello Bayesiano strutturale di serie storiche suggerito da Brodersen et al. (2015) per stimare uno scenario controfattuale, ossia il livello delle emissioni delle banche centrali o dei prelievi da ATM se l'evento non si fosse verificato, considerate le tendenze precedenti all'evento e, ove disponibile, il comportamento delle regioni di controllo non coinvolte.

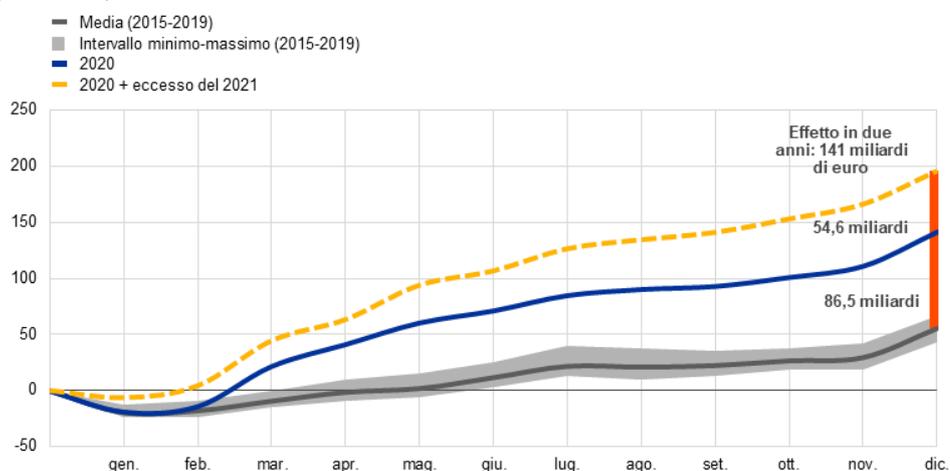
⁷ La letteratura precedente ha dovuto affrontare il problema di isolare i picchi della domanda dovuti a un evento di crisi dalla stagionalità di fondo dei dati ad alta frequenza relativi al contante, in quanto i flussi di contante e i prelievi da ATM mostrano andamenti complessi, inclusi effetti giornalieri, variazioni mensili ed effetti di calendario diversi in prossimità delle festività. Per far fronte a tale criticità, in questa sede si utilizzano tecniche di destagionalizzazione inframensili (cfr. Weibel e Smyk, 2023).

Grafico 3

Effetti a lungo termine della pandemia sulla circolazione di banconote

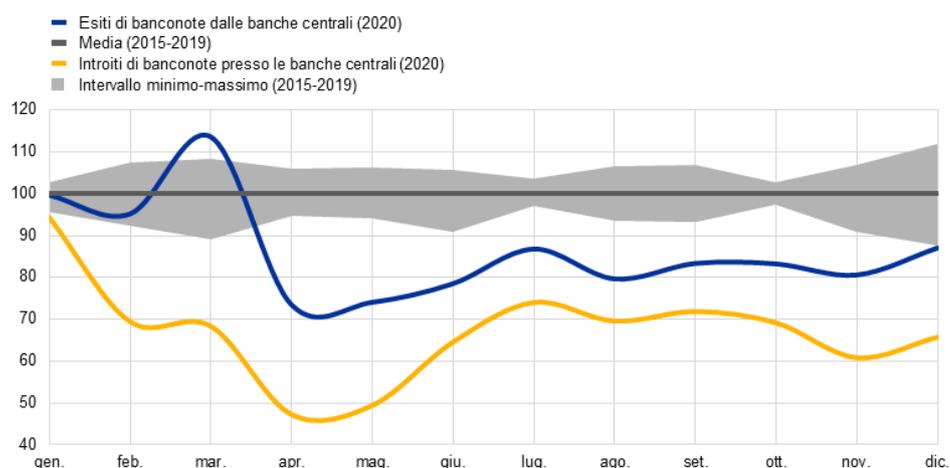
a) Valore delle banconote in circolazione (stock)

(miliardi di euro)



b) Esiti e introiti delle banche centrali (flussi)

(valori percentuali: 100 = media dei flussi di banconote negli anni precedenti)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base dei dati del Currency Information System 2.

In altri termini, la pandemia ha nettamente accentuato il cosiddetto paradosso delle banconote, a causa di un forte aumento delle disponibilità di contante e un parallelo indebolimento dei flussi di banconote. Dai dati relativi ai flussi delle banche centrali (cfr. il pannello b) del grafico 3) emerge che nel 2020 gli esiti di banconote dalle banche centrali (ossia i prelievi da parte delle banche commerciali) erano stati inizialmente elevati a marzo, ma successivamente avevano oscillato al di sotto delle medie precedenti la pandemia per gran parte dell'anno. Tuttavia, gli introiti di banconote presso le banche centrali (ossia i depositi delle banche commerciali) avevano segnato un calo ancor più significativo. Tale notevole riduzione del flusso di cassa in entrata, che riflette la diminuzione del fatturato nel commercio al dettaglio e la propensione del pubblico a detenere banconote, è stata la principale determinante dell'aumento netto della circolazione (cfr. Tamele et al., 2021).

Alcuni fattori legati alla pandemia hanno avuto effetti divergenti sulle diverse funzioni del contante, riducendone l'utilizzo a fini transattivi e, contemporaneamente, aumentando la probabilità che le persone detenessero riserve di contante a casa. Ad esempio, un'analisi econometrica dei dati ricavati dalle indagini mostra che sia il minore accesso al contante (ad esempio in seguito alla chiusura temporanea delle filiali bancarie o ai provvedimenti di lockdown) sia la paura del contagio erano collegati a un minore utilizzo a fini transattivi, ma, allo stesso tempo, avevano determinato un incremento in termini statistici della propensione a detenere riserve di contante⁸. Per contro, altri fattori hanno avuto *effetti convergenti*, influenzando entrambe le funzioni nella stessa direzione: ad esempio, la percezione di un aumento della convenienza nell'utilizzo di strumenti alternativi al contante non solo aveva determinato una riduzione della domanda di contante a fini transattivi, ma era stata anche associata a una minore probabilità di detenere disponibilità liquide a casa.

Se da un lato la pandemia ha determinato un aumento delle disponibilità di contante stimato in 140 miliardi di euro su un orizzonte biennale, riflettendo uno spostamento persistente verso la sua funzione di riserva di valore, dall'altro nella fase iniziale ha provocato un incremento netto e specifico dell'acquisizione di contante per esigenze di liquidità immediate. Per isolare e quantificare tale shock immediato, l'analisi si concentra sul periodo successivo alle prime chiusure generalizzate nell'area dell'euro. Sebbene il primo grande lockdown in Europa sia entrato in vigore intorno al 9 marzo 2020, l'analisi individua come data di inizio dell'intervento il 24 gennaio 2020, così da cogliere potenziali effetti anticipatori⁹. Considerata la rapida diffusione della pandemia in Europa dopo tale data, non è possibile utilizzare come controlli esterni paesi dell'area dell'euro palesemente non colpiti. Pertanto, al fine di stimare quale sarebbe stata l'emissione qualora non si fosse verificata la pandemia, è stato costruito un controllo sintetico per l'emissione di banconote in euro nel periodo 2019-2020, facendo leva sulla sua stabilità storica¹⁰. Il grafico 4 evidenzia un aumento consistente e statisticamente significativo: nei 90 giorni successivi al 24 gennaio l'emissione netta giornaliera media, per tutte le banche centrali dell'Eurosistema considerate insieme, ha raggiunto circa 616 milioni di euro. Tale importo rappresenta quasi il doppio della

⁸ Una possibile causa degli effetti opposti prodotti dalla paura del virus sulle due funzioni della domanda di contante potrebbe essere il fattore (confondente) non osservato dei profili di rischio generali. Alcuni individui con una maggiore avversione al rischio sanitario hanno diminuito i pagamenti fisici per paura di contrarre il virus e, allo stesso tempo, sono stati più propensi ad accantonare contante come riserva di valore tangibile per le emergenze, in quanto i singoli individui possono accumulare preventivamente riserve di contante a casa.

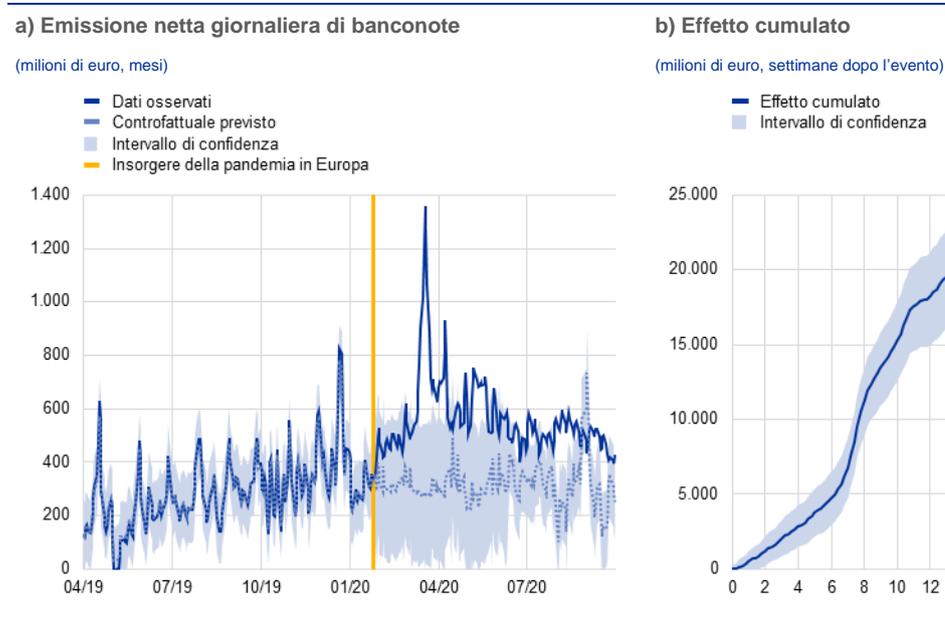
⁹ La data anticipata del 24 gennaio 2020 coincide con il primo caso documentato di COVID-19 in Europa (e al di fuori dell'Asia). Tale evento è stato confermato dalle autorità sanitarie nazionali e ha ricevuto un'ampia copertura mediatica, probabilmente amplificando la percezione del rischio e i comportamenti precauzionali tra il pubblico prima che entrassero in vigore le misure governative ufficiali. Tuttavia, considerati gli effetti anticipatori gradualmente e visibili che hanno preceduto le chiusure generalizzate (a partire dal 9 marzo 2020), la scelta di una data è in qualche misura arbitraria.

¹⁰ L'analisi qui impiegata utilizza come variabili esplicative i dati dei flussi di contante degli anni precedenti (2015-2016, 2016-2017, 2017-2018 e 2018-2019). Tali periodi storici sono stati allineati al periodo in esame, 2019-2020, sulla base dei giorni corrispondenti, considerando fattori come il giorno della settimana e il suo specifico verificarsi all'interno dell'anno. Questo metodo è adeguato perché l'emissione delle banconote in euro è stata storicamente molto stabile, come evidenziato dall'intervallo massimo-minimo relativamente ristretto, compreso tra il 2015 e il 2019 (l'area grigia nel pannello a) del grafico 3). Benché non si tratti di controlli contemporanei, tale metodo migliora le stime in assenza di alternative migliori, fornendo un'interpretazione conservativa (ossia con intervalli di confidenza ampi) dell'impatto osservato.

previsione controfattuale di 320 milioni di euro, implicando un effetto causale giornaliero di circa 260 milioni di euro, pari a un aumento relativo del 94 per cento. In termini cumulati, questa impennata iniziale in 90 giorni ha aggiunto una stima conservativa di circa 19,5 miliardi di euro al livello controfattuale di contante in circolazione, di cui 10 miliardi possono essere attribuiti in modo causale al mese successivo all'introduzione delle prime misure di chiusura, il 9 marzo 2020. Si tratta del segnale di un immediato ricorso al contante da parte delle persone per ottenere liquidità in un contesto di elevata incertezza a causa di un evento senza precedenti, una reazione diversa rispetto al successivo accumulo a fini precauzionali, fenomeno a più lungo termine dovuto ai persistenti timori riguardo ai contagi e alla stabilità delle condizioni reddituali.

Grafico 4

Impatto a breve termine della pandemia sull'emissione netta giornaliera di contante da parte delle banche centrali dell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base della banca dati del Currency Information System 2.

Note: il pannello a) mostra l'emissione netta giornaliera di banconote osservata (linea blu continua), in termini aggregati per tutti i paesi dell'area dell'euro, che registra un brusco incremento dopo diverse settimane dalla data di intervento (linea verticale gialla, che segna l'inizio della pandemia). Si osserva una significativa divergenza al rialzo rispetto alla previsione controfattuale del modello (linea blu tratteggiata con intervallo di confidenza del 95 per cento segnalato dall'area ombreggiata), che stima l'emissione netta attesa se non si fosse verificata la pandemia, sulla base delle tendenze precedenti tale emergenza sanitaria e della stagionalità giornaliera o di calendario. Per rilevare gli effetti anticipatori, la data di inizio del trattamento è stata individuata al 24 gennaio 2020, quando sono stati annunciati i primi tre casi confermati di COVID-19 in Europa. Il pannello b) mostra l'effetto cumulato nel tempo dall'intervento, evidenziando una forte crescita dell'emissione totale di circolante in eccesso ascrivibile alla pandemia, soprattutto a partire dal 9 marzo 2020 (dopo la sesta settimana), con l'introduzione delle misure di chiusura in Europa. Dopo l'ottava settimana si osserva una lieve flessione e dopo tre mesi il raggiungimento di un livello stabile. Il modello è stato addestrato su dati relativi a un periodo precedente l'intervento, della durata di un anno, usando serie storiche dei flussi di contante degli anni precedenti come controlli sulla base di giorni corrispondenti. Il periodo successivo all'intervento si riferisce ai tre mesi successivi all'insorgere della pandemia in Europa. La forte significatività statistica dell'effetto causale (probabilità bayesiana della coda su un solo lato $p = 0,001$) indica una probabilità a posteriori molto elevata che l'aumento osservato fosse di fatto maggiore di zero, e non dovuto a casualità, considerati il modello e i dati.

2.2 Invasione dell'Ucraina da parte della Russia

L'ingiustificata invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia a febbraio 2022 ha innescato un significativo aumento della domanda di contante, concentrato in diversi paesi vicini. Si tratta di una reazione comune alla diffusa incertezza provocata da conflitti armati e tensioni geopolitiche riguardo alla

stabilità istituzionale, alla capacità di attivarsi da parte dello Stato e alla tenuta delle infrastrutture critiche¹¹. Tra le preoccupazioni specifiche che hanno alimentato tale domanda vi sono stati i timori di potenziali attacchi cibernetici da parte della Russia a danno di infrastrutture digitali critiche (cfr. Rösl e Seitz, 2023). L'intensità di tale incertezza immediatamente successiva all'invasione russa si è riflessa in indicatori più ampi, come l'indice di rischio geopolitico, che a marzo 2022 ha registrato il terzo valore più alto del 21° secolo (cfr. Caldara e Iacoviello, 2022), amplificando la necessità percepita di una riserva di valore materiale e affidabile come il denaro contante.

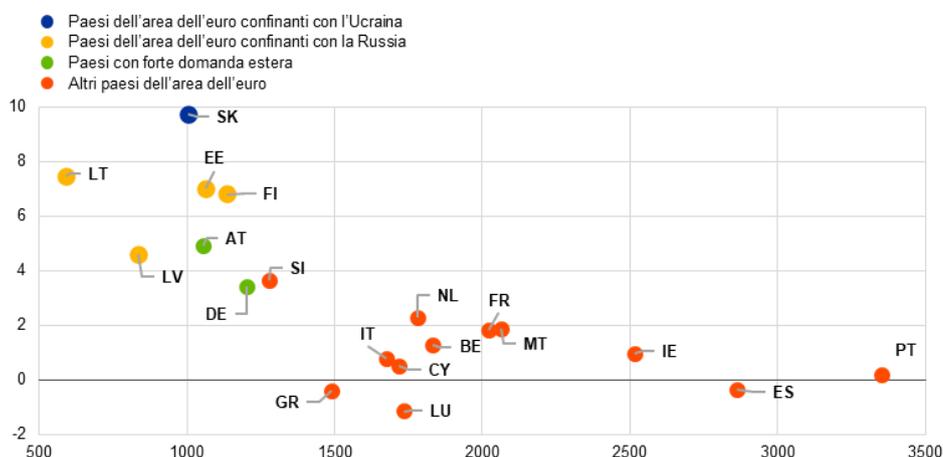
La prossimità geografica è stata la determinante fondamentale dell'aumento della domanda di contante in euro. Il grafico 5 rappresenta tale affermazione mostrando la deviazione mensile delle emissioni di contante dalla media storica per ciascun paese dell'area dell'euro in base alla distanza della sua capitale da Kiev. Nelle prime fasi dell'invasione i paesi confinanti con l'Ucraina o la Russia (come l'Estonia, la Lettonia, la Lituania, la Slovacchia e la Finlandia) hanno registrato un deciso incremento della domanda, con livelli di emissione che hanno raggiunto deviazioni standard da sei a dieci volte superiori i rispettivi valori storici. Una deviazione di questa entità è molto insolita. Perfino paesi in cui gli intermediari creditizi sono molto attivi negli scambi internazionali in valuta, come Germania e Austria (in verde nel grafico 5), sono stati oggetto di un insolito eccesso di domanda, con scostamenti pari fino a cinque deviazioni standard dai valori medi. Al contrario, con l'aumentare della distanza geografica dal conflitto, i livelli di emissione sono più prossimi ai loro andamenti storici. Tale chiaro gradiente spaziale conferma in modo esplicito la natura precauzionale del fenomeno, a indicare che le persone hanno reagito in prossimità di potenziali shock accumulando liquidità (cfr. Beckmann e Zamora-Pérez, 2023).

¹¹ Data la tempistica degli effetti osservati, questo fenomeno è stato probabilmente determinato principalmente non solo dalla domanda di contante in euro da parte dei rifugiati provenienti dall'Ucraina, ma anche da motivazioni precauzionali.

Grafico 5

Livelli eccezionalmente elevati di domanda di contante all'inizio del 2022 in paesi dell'area dell'euro limitrofi

(asse delle ascisse: distanza in chilometri della capitale del paese da Kiev; asse delle ordinate: deviazioni standard dalle emissioni medie storiche)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: sull'asse delle ordinate i dati delle serie storiche relativi all'emissione di banconote sono destagionalizzati per ciascun paese e standardizzati. Sull'asse delle ascisse la distanza fisica in chilometri della capitale di ciascun paese da Kiev viene misurata utilizzando la distanza in linea d'aria.

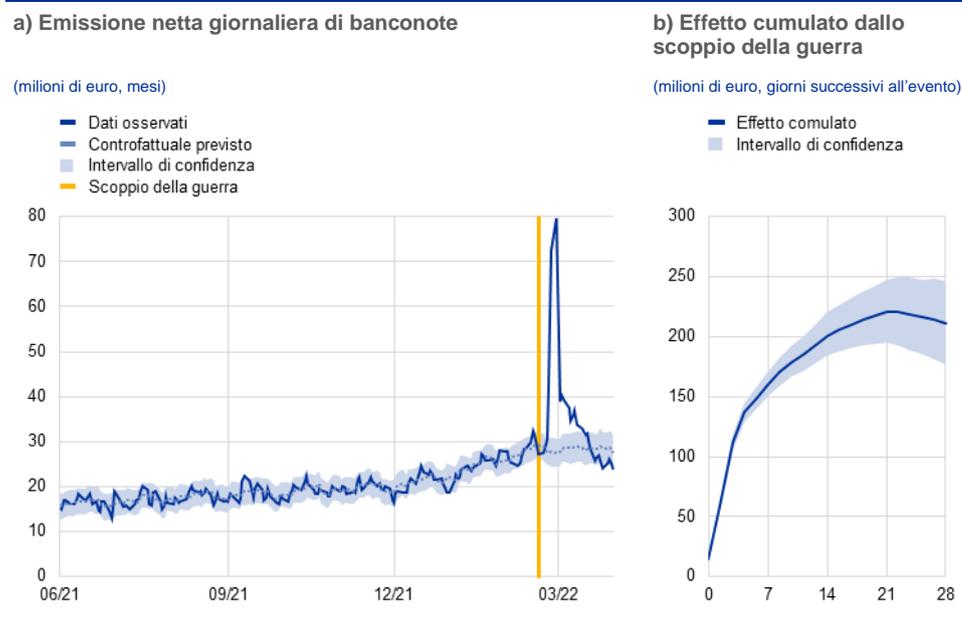
Si stima che nel corso del primo mese, nei paesi confinanti con l'area del conflitto, la guerra abbia determinato un incremento causale del 36 per cento dell'emissione netta giornaliera media di banconote.

Immediatamente dopo l'inizio della guerra, l'emissione netta giornaliera nei paesi interessati ha superato in misura significativa le previsioni controfattuali, raggiungendo un massimo di 80 milioni di euro, registrato in un solo giorno alla fine di febbraio 2022 (cfr. il pannello a) del grafico 6)¹². In questo periodo l'emissione netta giornaliera media nel gruppo di trattamento ha raggiunto circa 38 milioni di euro, a fronte di una stima controfattuale di 28 milioni in assenza della guerra. L'impatto cumulato sull'emissione netta di banconote ha superato i 211 milioni di euro (cfr. il pannello b) del grafico 6). Partendo da zero all'inizio dell'invasione, la domanda di contante cumulata è aumentata in misura netta nelle prime settimane; in seguito si è registrato un rallentamento del ritmo: la curva cumulata si è appiattita, per poi stabilizzarsi attorno alla terza settimana. Tale incremento sostenuto della domanda di banconote è particolarmente sorprendente considerando l'elevato livello di digitalizzazione che si osserva in genere negli Stati baltici e del nord Europa, nonché il loro forte ricorso ai sistemi di pagamento diversi dal contante.

¹² La data dell'intervento è stata individuata al 24 febbraio 2022, giorno dell'ingresso in Ucraina delle forze militari russe provenienti dalla Bielorussia, dalla Russia e dalla Crimea. L'analisi si basa sull'emissione netta giornaliera di banconote in termini aggregati per Estonia, Lettonia, Lituania, Slovacchia e Finlandia, che costituiscono il gruppo di trattamento, mentre i paesi più distanti, cioè Spagna, Francia, Italia e Portogallo, fungono da serie di controllo. Il periodo successivo all'intervento è definito come il primo mese dall'inizio della guerra.

Grafico 6

Effetto della guerra russa contro l'Ucraina sull'emissione netta giornaliera di contante nei paesi dell'area dell'euro limitrofi



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base della banca dati del Currency Information System 2.
Note: il pannello a) mostra l'emissione netta giornaliera di banconote osservata (linea blu continua), in termini aggregati per Estonia, Lettonia, Lituania, Slovacchia e Finlandia, che registra un brusco incremento subito dopo l'intervento (linea verticale gialla, che segna l'inizio della guerra). Si tratta di una significativa divergenza al rialzo rispetto alla previsione controfattuale del modello (linea blu tratteggiata con intervallo di confidenza del 95 per cento segnalato dall'area ombreggiata), che rappresenta la circolazione attesa se non si fosse verificata la guerra. Il pannello b) illustra l'effetto cumulato nel tempo a partire dall'intervento, mostrando una crescita costante del circolante in eccesso totale nei paesi del gruppo di trattamento, ascrivibile alla guerra, che si stabilizza dopo la terza settimana. La data di inizio dell'intervento è stata fissata al 24 febbraio 2022, giorno dell'invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia. Il modello è stato addestrato su dati relativi a un periodo precedente l'intervento, della durata di un anno, mentre il periodo successivo all'intervento si riferisce al primo mese dall'inizio della guerra. La forte significatività statistica dell'effetto causale (probabilità bayesiana della coda su un solo lato $p = 0,001$) indica una probabilità a posteriori molto elevata che l'aumento osservato fosse di fatto maggiore di zero e non dovuto a casualità, considerati il modello e i dati.

2.3 Il black-out nella penisola iberica di aprile 2025

Il ruolo fondamentale del denaro contante in caso di guasto delle infrastrutture digitali è stato dimostrato durante il black-out verificatosi di recente, il 28 aprile 2025, nella penisola iberica. Poco dopo mezzogiorno (orario dell'Europa centrale) la rete elettrica della penisola iberica ha perso sincronia e si è distaccata

dalla principale rete europea, causando un black-out quasi totale in tutta la penisola, che ha interessato oltre 50 milioni di persone (cfr. ENTSO-E, 2025). Sebbene entro la tarda serata il funzionamento dell'energia elettrica sia stato ripristinato in metà della penisola, alcune aree hanno avuto accesso alla corrente elettrica solo dopo 22 ore circa dall'inizio del black-out, con conseguenze diffuse sui trasporti e sulle infrastrutture digitali.

Con energia e telecomunicazioni fuori uso, hanno smesso di funzionare i sistemi di pagamento digitali di tutta la penisola. Si stima che nelle aree colpite la spesa con carte fisiche sia crollata del 41-42 per cento rispetto alle regioni non coinvolte o ai livelli normali, mentre la spesa nazionale tramite commercio elettronico è diminuita del 54 per cento circa, contribuendo a una riduzione dei consumi complessivi spagnoli, in quel giorno, stimata al 34 per cento (cfr. CaixaBank

Research, 2025; BBVA Research, 2025)¹³. Molti terminali point-of-sale (POS), distributori automatici di contante (automated teller machines, ATM) e wallet su dispositivi mobili, comprese le reti per i pagamenti con carta e i servizi di pagamento da persona a persona (P2P) come Bizum, non sono stati disponibili in molti posti per ore e sono stati ripristinati appieno soltanto la mattina successiva. Le stime delle perdite dirette in termini di PIL sono comprese tra 400 e 1.600 milioni (cfr. CaixaBank Research, 2025; Reuters, 2025). Tale evento ha trasformato il contante da una delle opzioni all'unico mezzo di pagamento per molti di coloro che ne detenevano o potevano accedervi, dal momento che le banconote in circolazione sono rimaste perfettamente utilizzabili anche quando i sistemi digitali e molti ATM erano fuori uso.

I prelievi presso ATM, anche se localmente interessati dal black-out, rappresentano il migliore indicatore della domanda di contante, mentre non ci sono stati picchi significativi nei flussi all'ingrosso (delle banche centrali).

Esaminando gli andamenti giornalieri di prelievo forniti da BBVA Research e riferiti a un campione nazionale di circa 4.500 ATM spagnoli, si osserva un drastico divario nella domanda di contante. Il grafico 7 mostra un indice in cui 100 rappresenta la domanda giornaliera normale, mentre l'area ombreggiata grigia indica il tipico intervallo interquartile. Nei giorni precedenti il black-out (da G-7 a G-1) i prelievi di contante sia nelle aree successivamente colpite (nella Spagna continentale) sia altrove (aree extra peninsulari) hanno mostrato oscillazioni nella norma. Il giorno del blackout (giorno G) i prelievi tramite ATM nelle aree colpite (linea blu) sono crollati, rispecchiando la limitata possibilità di accesso nel momento in cui gli ATM sono andati offline. Al contrario, nelle aree non coinvolte (linea gialla), i prelievi tramite ATM sono aumentati in misura significativamente superiore ai livelli normali, evidenziando una forte domanda a fini precauzionali, dal momento che i cittadini erano in cerca della sicurezza rappresentata dal denaro contante, in un contesto di incertezza¹⁴. Nel periodo immediatamente successivo (da G+1 in poi), una volta ripristinati i servizi elettrici e gli ATM nelle aree colpite, si è verificato un brusco aumento dei prelievi, di gran lunga superiore ai livelli abituali¹⁵.

¹³ In questa sede si offre un'analisi più dettagliata del caso spagnolo, perché i dati consentono un raffronto tra regioni colpite e non, mentre tale distinzione non è possibile per il Portogallo.

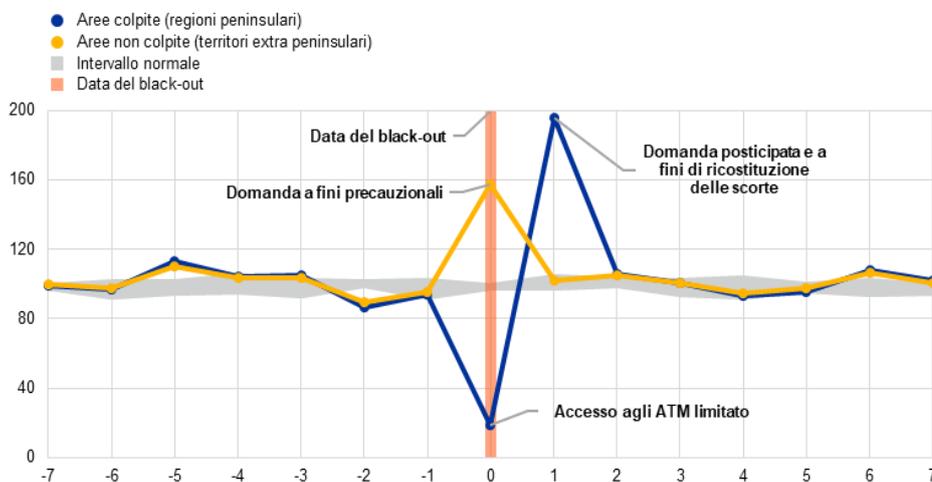
¹⁴ Tale impennata, pur essendo probabilmente indicativa di una generalizzata reazione alla crisi fondata su ragioni di tipo precauzionale, è stata verosimilmente amplificata dagli individui di queste aree non coinvolte, che hanno prelevato contante in vista di viaggi pianificati nella penisola interessata dal black-out.

¹⁵ Un'analisi complementare, condotta da Banco de España e Banco de Portugal, conferma un lieve aumento degli esiti da banca centrale successivamente al black-out, principalmente per i tagli in genere prelevati dagli ATM (20 e 50 euro), ma anche, in alcuni casi, una maggiore domanda di tagli alti (100 euro). Anche i dati settimanali nazionali sui prelievi da ATM per entrambi i paesi avvalorano la tesi secondo cui la domanda in eccesso sia riconducibile a una semplice ricostituzione delle scorte, indicando ulteriori disponibilità a fini precauzionali.

Grafico 7

Prelievi giornalieri di contante tramite ATM durante e dopo il black-out in Spagna

(asse delle ordinate: indice della domanda di contante attesa; 100 = domanda attesa)



Fonti: BBVA Research ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra un indice dei valori giornalieri di prelievo tramite ATM (100 = volume normale atteso per quel giorno della settimana) da oltre 4.500 ATM spagnoli. La linea blu rappresenta le aree interessate dal black-out (territorio continentale della penisola iberica) e la linea gialla quelle non interessate (le isole Baleari e Canarie, Ceuta e Melilla). L'area grigia rappresenta l'intervallo interquartile di base delle oscillazioni giornaliere tipiche. Per isolare l'impatto del black-out, lo scenario di base della domanda "normale" è stato concepito con un approccio conservativo: comprende giorni feriali in serie storica confrontabili tra loro, che incorporano i profili tipici della domanda precedente una festività pubblica, come quelli osservati intorno al 1° maggio 2024. Ciò garantisce che qualsiasi incremento nel 2025 sia con i parametri relativi a una domanda storicamente elevata nel periodo immediatamente precedente una festività pubblica, fornendo una stima conservativa del diverso effetto del black-out.

Come confermato dall'analisi causale, questo episodio mette in luce la duplice funzione del contante in caso di grave malfunzionamento delle infrastrutture: da un lato è un metodo di pagamento resiliente e disponibile offline, dall'altro anche riserva di valore. A causa delle limitazioni all'operatività, i prelievi tramite ATM sono crollati nelle aree della Spagna continentale interessate dal black-out. Tuttavia, è probabile che gli individui abbiano fatto affidamento sulle proprie disponibilità personali di contante. In base ai dati dell'indagine condotta dalla BCE, il 39 per cento degli spagnoli deteneva riserve di contante a fini precauzionali presso la propria abitazione (cfr. BCE, 2024). Il picco del giorno dopo il black-out ha rispecchiato la combinazione di due effetti: di "ricostituzione", dato che le persone hanno cercato di ripristinare le proprie scorte di contante dopo averle utilizzate, e un possibile aumento delle riserve a fini precauzionali. Tale interpretazione è avvalorata da un'analisi causale dell'impatto, che rileva un effetto positivo netto statisticamente significativo sulla domanda di contante cumulata, anche tenendo conto dei prelievi annullati nella giornata precedente¹⁶. Per contro, l'aumento significativo dei prelievi tramite ATM nelle aree non coinvolte denota che l'incertezza nella Spagna continentale ha incoraggiato i prelievi di contante a fini precauzionali nei territori

¹⁶ Sulla base di quanto affermato da Brodersen et al. (2015) e tenendo conto della stagionalità giornaliera e degli effetti di calendario, si è riscontrato un effetto positivo netto statisticamente significativo sulla domanda di contante cumulata nella Spagna continentale, anche considerando i prelievi annullati il giorno precedente. I prelievi da ATM osservati nei giorni successivi al black-out (indice medio 379,16) superano di gran lunga le attese relative a un semplice ritorno alla normalità dopo i vincoli tecnici. (L'indice controfattuale medio era pari a 268,57 ed è stata rilevata una forte significatività statistica dell'effetto causale, probabilità bayesiana della coda da un solo lato $p = 0,009$, che indica una probabilità a posteriori molto elevata che l'aumento osservato fosse di fatto maggiore di zero e non dovuto a casualità). Anche dei modelli simili applicati alla domanda extra peninsulare confermano un aumento causale riconducibile al black-out, molto probabilmente dovuto ai timori che esso si sarebbe diffuso alle isole della Spagna, nonché a Ceuta e Melilla.

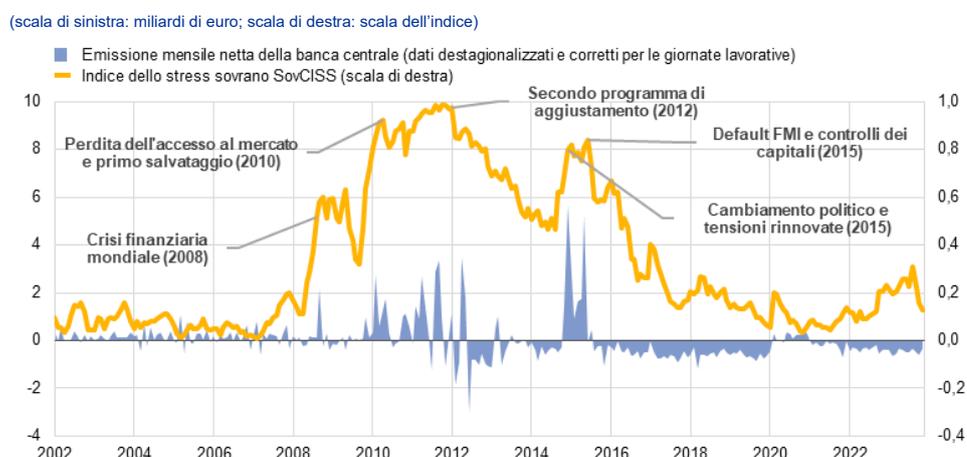
spagnoli extra peninsulari. Ciò è avvenuto nonostante i sistemi digitali in tali aree siano rimasti operativi e la spesa tramite carte di pagamento abbia registrato una diminuzione minore rispetto alle aree colpite (cfr. CaixaBank Research, 2025; BBVA Research, 2025).

2.4 La Grecia durante la crisi del debito sovrano

Durante la crisi del debito sovrano, in Grecia si è osservato un forte aumento della domanda di banconote, acuita dall'incertezza del mercato determinata dagli sviluppi politici e dall'evoluzione delle prospettive del programma di aggiustamento macroeconomico. Il grafico 8 mette a confronto l'emissione netta mensile di banconote in Grecia con l'indicatore composito dello stress sistemico sovrano (Composit Indicator of Systemic Sovereign Stress, SovCISS) di tale paese. Di riflesso all'elevata incertezza, a giugno 2015 l'emissione netta mensile di banconote da parte della Bank of Greece ha raggiunto un massimo storico di quasi 5 miliardi di euro. A seguito di vari eventi alla fine di giugno 2015, tra cui la decisione delle autorità greche di indire un referendum e il mancato prolungamento del programma di aggiustamento macroeconomico, il governo greco dichiarò un giorno di chiusura delle banche e introdusse rigidi controlli sui capitali, compresi limiti giornalieri di prelievo da ATM. L'intensità di questo periodo è riscontrabile dal SovCISS, che aggrega indicatori come spread sui rendimenti, volatilità e spread denaro-lettera (cfr. Garcia-de-Andoain e Kremer, 2018). A luglio 2015 il SovCISS ha raggiunto il livello eccezionale di 0,82 su una scala da 0 a 1, seguendo da vicino gli aumenti dell'emissione di contante illustrati nel grafico 8. Il forte comovimento tra il SovCISS e l'emissione netta di banconote indica che l'accresciuta domanda pubblica di moneta fisica era strettamente correlata a periodi di elevato stress sovrano e di tensione nei mercati finanziari.

Grafico 8

Emissione netta mensile di contante da parte della banca centrale e stress sovrano in Grecia



Fonti: SDW della BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'area di colore blu rappresenta l'emissione netta mensile di banconote in Grecia, con valori di riferimento riportati sulla scala di sinistra. La linea gialla indica i valori mensili dell'indicatore SovCISS per la Grecia, con valori di riferimento riportati sulla scala di destra.

Dalla fine del 2014 alla metà del 2015, l'emissione netta giornaliera di banconote in Grecia superò di gran lunga il livello atteso in assenza della crisi, riflettendo l'elevata percezione del rischio da parte del pubblico. Utilizzando un approccio di inferenza causale con controlli sintetici (Paesi Bassi, Austria e Finlandia)¹⁷, la presente analisi mostra che l'acuirsi della crisi ha avuto un effetto pronunciato e misurabile sulla domanda di contante in Grecia. L'emissione netta giornaliera registrò ripetutamente picchi ben al di sopra delle stime controfattuali del modello (cfr. il pannello a) del grafico 9). Il 18 giugno 2015 ebbe luogo un picco particolarmente elevato, in concomitanza di una riunione dell'Eurogruppo che non portò a un accordo per erogare ulteriori fondi. In tale singola giornata l'emissione netta superò i 300 milioni di euro. L'analisi conferma che tutti i singoli picchi sono causalmente attribuibili agli specifici eventi riportati nel grafico 8. A fini illustrativi, si mostra che nell'intero periodo dei sette mesi successivi all'intervento l'emissione netta giornaliera in Grecia fu superiore di circa 72 milioni di euro rispetto al livello atteso¹⁸. L'effetto cumulato è cresciuto costantemente dal momento in cui la crisi iniziò a intensificarsi, raggiungendo un totale stimato di 11,2 miliardi di euro sei mesi dopo (cfr. il pannello b) del grafico 9).

¹⁷ La Germania, nonostante la distanza dalla Grecia e la situazione fiscale all'epoca, non è un paese di controllo idoneo, in quanto le restrizioni ai prelievi da ATM in Grecia ebbero un impatto sulle banconote in circolazione emesse dalla Germania (cfr. Deutsche Bundesbank, 2022).

¹⁸ L'emissione netta giornaliera si attestò a 57 milioni di euro, in netto contrasto con l'ammontare di -15 milioni previsto dal modello se la crisi non si fosse intensificata. Tale emissione negativa prevista è coerente con la tipica stagionalità dei flussi di cassa, che in determinati periodi dell'anno storicamente mostrano introiti netti di banconote verso la banca centrale. In Grecia tale tendenza è ulteriormente accentuata dai flussi di banconote connessi al turismo.

Grafico 9

L'effetto della crisi del debito sovrano sull'emissione netta giornaliera di contante in Grecia

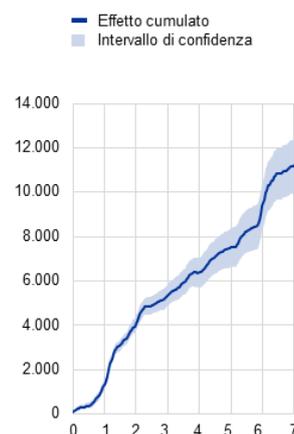
a) Emissione netta giornaliera di contante

(milioni di euro, mesi)



b) Effetto cumulato dall'intensificazione della crisi del debito

(milioni di euro, mesi dopo l'evento)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base della banca dati del Currency Information System 2.

Note: il pannello a) mostra l'emissione netta giornaliera di banconote osservata in Grecia (linea blu continua), che ha registrato diversi picchi dopo l'intervento (linea verticale gialla, che segna il momento in cui la crisi del debito sovrano ha iniziato a intensificarsi). Si tratta di una significativa divergenza rispetto alla previsione controfattuale del modello (linea blu tratteggiata con intervallo di confidenza del 95 per cento segnalato dall'area ombreggiata), che rappresenta l'emissione attesa se la crisi non si fosse intensificata. Il pannello b) illustra l'effetto cumulato nel tempo dall'intervento, mostrando una crescita costante dell'emissione netta totale di valuta ascrivibile alla crisi in Grecia. La data di inizio del trattamento è stata individuata al 17 dicembre 2014, quando la Athens Stock Exchange crollò di circa il 20 per cento e i rendimenti dei titoli di Stato greci a dieci anni segnarono un brusco rialzo oltre il 9 per cento in seguito a un primo turno di votazioni in Grecia che non portò all'elezione di un presidente. Il modello è stato addestrato su dati relativi a un periodo precedente l'intervento, della durata di un anno, mentre il periodo successivo all'intervento si riferisce ai sette mesi successivi all'intensificarsi della crisi. La forte significatività statistica dell'effetto causale (probabilità bayesiana della coda su un solo lato $p = 0,001$) indica una probabilità a posteriori molto elevata che l'aumento osservato fosse di fatto maggiore di zero, e non dovuto a casualità, considerati il modello e i dati.

3 Osservazioni conclusive e implicazioni per le politiche pubbliche

I diversi episodi di crisi precedentemente illustrati mostrano che l'utilità del contante aumenta marcatamente quando la stabilità viene minacciata, a prescindere dalla natura specifica, dall'ampiezza geografica dello shock sottostante o dal grado di digitalizzazione. Ogni caso di studio, tuttavia, mette in

luce una dimensione diversa della resilienza del contante tra i vari momenti di criticità. La pandemia ha mostrato un sostenuto accumulo di contante a fini precauzionali dovuto alla protratta incertezza durante un'emergenza sanitaria pubblica. L'ingiustificata invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia ha evidenziato rapidi e localizzati picchi della domanda vicino alle zone di conflitto, indipendentemente dal grado di digitalizzazione dei paesi. Il blackout nella penisola iberica ha messo in risalto il ruolo del contante come metodo di pagamento indispensabile in caso di blocco delle infrastrutture digitali, oltre che come importante strumento di garanzia pubblica, con effetti estesi anche alle aree non direttamente interessate dallo shock iniziale. Infine, la crisi del debito sovrano greco ha registrato ripetuti picchi della domanda durante il prolungato periodo di turbolenze finanziarie e

tensioni politiche. Tali casi mostrano collettivamente uno schema ricorrente: nei momenti di forte tensione, i cittadini si rivolgono spesso alla moneta fisica come riserva di valore affidabile e mezzo di pagamento sicuro, sottolineandone il ruolo cruciale che va ben oltre la comodità nelle transazioni quotidiane.

La domanda di contante derivante dalle crisi trova origine nelle sue caratteristiche fondamentali: offre due distinte utilità, una psicologica e l'altra pratica, che spiegano la sua ben documentata capacità di resistenza a livello mondiale. La teoria dei safe asset spiega in parte il forte ricorso a passività garantite dal governo durante i periodi di incertezza (cfr. Gorton e Ordoñez, 2022). Tuttavia, l'attrattiva del contante è amplificata dalla sua natura tattile, che fornisce tranquillità e controllo, e dalla sua funzionalità offline, fondamentale in caso di blocchi del sistema digitale (cfr. Bartzsch et al., 2024). Il contante offre certezza in merito a valore nominale, accesso immediato e privacy. L'accresciuta avversione alle perdite durante le crisi, unitamente alle diverse percezioni individuali della stabilità, rende il contante uno strumento per soddisfare la domanda di assicurazione diretta di liquidità da parte di individui avversi al rischio (cfr. Muñoz e Soons, 2022)¹⁹. Tale utilità specifica nelle crisi contribuisce alla persistente domanda di contante che non può essere interamente spiegata da fattori economici tradizionali quali i tassi di interesse o il reddito (cfr. Jobst e Stix, 2017; Goodhart e Ashworth, 2020).

Al di là di queste singole determinanti, la capacità di tenuta del contante suggerisce che abbia vantaggi sistemici più ampi, difficili da quantificare. Sotto la prospettiva della teoria dei sistemi, mentre i canali dei pagamenti digitali sono ottimizzati per l'efficienza (massimizzando l'intervallo di tempo medio tra le interruzioni), il contante fornisce la ridondanza essenziale, fungendo da "ruota di scorta" per il sistema dei pagamenti²⁰. Tale ridondanza è vitale per qualsiasi sistema, in quanto nessun sistema è infallibile. In modo correlato, la diffusa disponibilità di scorte individuali di contante genera un vantaggio collettivo o una "esternalità positiva": una rete di liquidità distribuita per la comunità dell'area dell'euro in caso di blocco dei sistemi centralizzati, una caratteristica che i regimi esclusivamente digitali non possono replicare. Ciò rende il contante una sorta di assicurazione per la società, una tutela a basso costo contro le principali instabilità sistemiche. Infine, il contante può fungere da contrappeso cruciale per la concentrazione di potere all'interno dei sistemi di pagamento, favorendo la concorrenza sul mercato (cfr. Lagos e Zhang, 2022) e facilitando gli utenti, fornendo loro la possibilità di effettuare transazioni non registrate. Ciò suggerisce che i benefici sociali latenti del contante possano essere più ampi di quanto stimato tradizionalmente (cfr. Rösl e Seitz, 2022 e 2024).

¹⁹ In condizioni di stress e di incertezza, gli individui mostrano spesso una maggiore avversione alle perdite, ossia l'impatto psicologico di una perdita potenziale diventa sproporzionatamente superiore rispetto a quello di un guadagno equivalente.

²⁰ L'analogia attinge all'ingegneria di sicurezza dei sistemi, in cui i sistemi critici incorporano meccanismi di backup più semplici, spesso manuali, per garantire la funzionalità in caso di blocco di quelli primari automatizzati. Un esempio ben noto è la scala di emergenza in un grattacielo: mentre gli ascensori sono più efficienti per l'uso quotidiano, la scala fornisce un percorso essenziale e ridondante per l'uscita durante un'interruzione di energia elettrica. Sebbene l'analogia non sia perfetta, in quanto il contante, a differenza di una scala di emergenza, è ampiamente utilizzato per le transazioni quotidiane, il principio sottostante resta valido.

Questi risultati e queste riflessioni sostengono il crescente riconoscimento, da parte delle autorità, del ruolo critico del contante nella preparazione alle crisi nazionali.

Attualmente, in vari paesi le banche centrali, i ministeri delle finanze e le agenzie di protezione civile raccomandano alle famiglie di dotarsi di una riserva di contanti che consenta di effettuare gli acquisti essenziali per diversi giorni.

Ad esempio, le autorità di Paesi Bassi, Austria e Finlandia suggeriscono di detenere importi compresi approssimativamente fra 70 e 100 euro per ogni membro della famiglia o sufficienti a coprire i bisogni essenziali per circa 72 ore^{21,22}.

Alcune giurisdizioni, come la Finlandia, stanno persino esplorando ATM “a prova di interruzione” per assicurare l’accesso al contante durante i blocchi dei sistemi digitali²³. Ciò è in linea con la consapevolezza che la moneta fisica serve non solo a soddisfare le esigenze individuali, ma contribuisca anche alla resilienza sistemica complessiva²⁴.

In conclusione, le evidenze sottolineano quanto continui a essere importante che le banche centrali e il settore privato garantiscano una solida ed efficiente offerta di contante, inclusi scorte adeguate e piani di continuità operativa per assicurare la capacità di tenuta.

Comprendere la natura, spesso dovuta a circostanze eccezionali, dei picchi della domanda di contante (quando eventi estremi e rari conducono a una domanda sproporzionata) ha profonde implicazioni. Significa che, sebbene le previsioni operative giornaliere possano basarsi su una domanda prossima a una distribuzione normale, le infrastrutture e le riserve strategiche devono essere preparate ad aumenti meno prevedibili e ad alto impatto²⁵.

Ciò assicura che il contante, essendo l’unica passività delle banche centrali direttamente disponibile per tutti, possa svolgere il suo ruolo, non semplicemente nelle transazioni quotidiane, ma come pilastro fondamentale della stabilità economica e della fiducia pubblica, in particolare quando è più necessario. Tali imperativi sono riconosciuti nella strategia dell’Eurosistema per il contante, che mira

²¹ Cfr. ad esempio Ministry of Finance Finland (2022), Oesterreichische Nationalbank (2024) e De Nederlandsche Bank (2025).

²² In relazione a ciò, gli orientamenti della Commissione europea sulla preparazione alle emergenze per 72 ore hanno incluso il contante insieme a beni essenziali come acqua e farmaci (cfr. Reuters, 2025b). Tale annuncio, trasmesso via video sul canale YouTube ufficiale della Commissione europea, è stato ampiamente trattato dai media. Tuttavia, non è ancora stata delineata una guida alla preparazione della popolazione. Ciò farà parte della “Strategia dell’UE sull’Unione della preparazione: prevenire e reagire alle minacce e alle crisi emergenti”.

²³ Tali dati sono disponibili sul sito Internet della Suomen Pankki alla pagina “Home emergency kit for payments”.

²⁴ Eppure, tale persistente utilità del contante, in particolare la sua funzione di riserva di valore e la domanda durante le crisi, sembra spesso in contrasto con le politiche che, intenzionalmente o meno, ne scoraggiano l’utilizzo o mirano a ridurne la circolazione. Misure quali rigidi limiti di pagamento o la rimozione di banconote di taglio elevato (come visto, ad esempio, nelle motivazioni alla base della demonetizzazione in India) potrebbero non tenere adeguatamente conto delle esternalità positive di una riserva di contante prontamente disponibile o della legittima necessità dei cittadini di una riserva fisica di valore comoda e di valore elevato, in particolare nei periodi di incertezza. Per questo motivo il Regolamento (UE) 2024/1624 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 maggio 2024 relativo alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo (il nuovo regolamento antiriciclaggio) prevede, ove non siano disponibili pagamenti elettronici, la facoltà di sospendere temporaneamente i limiti di pagamento in contanti.

²⁵ Ciò è analogo alla configurazione delle dighe olandesi, che non sono progettate per le maree nella media, bensì per inondazioni rare e catastrofiche, utilizzando i principi della teoria dei valori estremi per modellare tali eventi eccezionali ad alto impatto. Allo stesso modo, per garantire capacità di tenuta l’offerta di contante deve essere commisurata al suo ruolo critico durante rari eventi di crisi, e non soltanto ai flussi transattivi giornalieri.

ad assicurare costantemente disponibilità, accesso e accettazione del contante nell'area dell'euro.

Riferimenti bibliografici

Armelius, H., Claussen, C.A. e Reslow, A. (2022), "Withering cash: Is Sweden before the curve or just special?", *International Journal of Central Banking*, vol. 18, n. 5, pagg. 199-238.

Bartzsch, N., Rösl, G. e Seitz, F. (2024), "Cash demand in times of crises: A global perspective", *Bank i Kredyt*, vol. 54, n. 1, pagg. 1-43.

BBVA Research (2025), *The blackout in real time: collapse and resilience of consumption after 28A*, 9 maggio.

BCE (2024), *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE 2024)*, Francoforte sul Meno.

Beckmann, E. e Zamora-Pérez, A. (2023), "The impact of war: Extreme demand for euro cash in wake of Russia's invasion of Ukraine", *The international role of the euro*, BCE, pagg. 37-40.

Brodersen, K.H., Gallusser, F., Koehler, J., Remy, N. e Scott, S.L. (2015), "Inferring causal impact using Bayesian structural time-series models", *Annals of Applied Statistics*, vol. 9, n. 1, pagg. 247-274.

Bundesbank (2022), "[Demand for euro banknotes issued by the Bundesbank: current developments](#)", *Monthly report*, aprile, pagg. 67-83.

CaixaBank Research (2025), "Valoración del impacto económico del apagón del día 28 de abril", *Nota breve*, 5 maggio.

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

Clipal, R. e Zamora-Pérez A. (2025), *Il contante è in salute... e anche piuttosto giovane? Distinguere gli effetti di età, periodo e coorte nell'utilizzo del contante in euro*, articolo 3 nel numero 5/2025 di questo Bollettino.

De Nederlandsche Bank (2025), *NFPS advice: Prepare for a three-day disruption of electronic payments*, 20 maggio.

European Network of Transmission System Operators for Electricity (ENTSO-E) (2025), *Iberian Peninsula Blackout*, 28 aprile.

Garcia-de-Andoain, C. e Kremer, M. (2018), "Beyond spreads: Measuring sovereign market stress in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2185, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre.

Lagos, R. e Zhang, S. (2022), "The limits of monetary economics: On money as a constraint on market power", *Econometrica*, vol. 90, n. 3, pagg. 1177-1204.

Lalouette, L., Zamora-Pérez, A., Rusu, C., Bartzsch, N., Politronacci, E., Delmas, M., Rúa, A., Brandi, M. e Naski, M. (2021), “[Foreign demand for euro banknotes](#)”, *Occasional Paper Series*, n. 253, BCE, Francoforte sul Meno, gennaio.

Lerner, J.S., Li, Y., Valdesolo, P. e Kassam, K.S. (2015), “[Emotion and decision making](#)”, *Annual Review of Psychology*, vol. 66, pagg. 799-823.

Ministry of Finance Finland (2022), [Securing daily payments](#).

Oesterreichische Nationalbank (2024), [Cash management](#).

Reuters (2025a), [EU tells the public to hold 72 hours of emergency supplies](#), 26 marzo.

Reuters (2025b), [Power begins to return after huge outage hits Spain and Portugal](#), 29 aprile.

Reuters (2025c), [Post-blackout in Spain and Portugal, companies count the cost](#), 29 aprile.

Rösl, G. e Seitz, F. (2022), “Cash demand in times of crisis”, *Journal of Payments Strategy & Systems*, vol. 16, n. 2, pagg. 107-119.

Rösl, G. e Seitz, F. (2024), “Uncertainty, politics, and crises: The case for cash”, *Latin American Journal of Central Banking*, vol. 5, n. 3, 100128.

Tamele, B., Zamora-Pérez, A., Litardi, C., Howes, J., Steinmann, E. e Todt, D. (2021), “[Catch me \(if you can\): assessing the risk of SARS-CoV-2 transmission via euro cash](#)”, *Occasional Paper Series*, n. 259, BCE, Francoforte sul Meno, luglio.

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

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

1.2 Principali partner commerciali, indice dei responsabili degli acquisti e commercio mondiale

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni ¹⁾								
	Indice composito dei responsabili degli acquisti					Indice mondiale dei responsabili degli acquisti ²⁾	Industria manifatturiera			Servizi			Nuovi ordinativi dall'estero		
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero	Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,7			
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5	-3,7	4,5			
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	4,2	3,6	4,8			
2024 3° trim.	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,4	48,4	1,3	1,6	1,1			
4° trim.	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	0,9	1,1	0,8			
2025 1° trim.	52,0	52,6	50,8	50,6	51,5	50,4	50,9	52,1	49,7	3,2	8,5	-1,6			
2° trim.	51,4	52,2	50,3	51,0	50,6	50,4	50,3	51,6	48,2	-1,4	-5,6	2,8			
2025 mar.	52,3	53,5	51,5	48,9	51,8	50,9	50,4	52,6	50,1	3,2	8,5	-1,6			
apr.	50,9	50,6	48,5	51,2	51,1	50,4	50,5	50,9	47,3	2,2	4,2	0,3			
mag.	51,5	53,0	50,3	50,2	49,6	50,2	49,0	52,1	48,0	1,3	0,5	2,0			
giu.	51,9	52,9	52,0	51,5	51,3	50,6	51,3	51,8	49,2	-1,4	-5,6	2,8			
lug.	53,0	55,1	51,5	51,6	50,8	50,9	49,7	53,5	48,2	.	.	.			
ago.	53,4	54,6	53,5	52,0	51,9	51,0	51,7	53,4	48,7	.	.	.			

Fonti: Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (col. 10-12).

1) Le economie mondiali e avanzate escludono l'area dell'euro. I dati annuali e trimestrali sono percentuali sul periodo corrispondente; i dati mensili sono variazioni sui tre mesi precedenti. Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Attività economica

2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
					Totale	Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2022	13.757,8	13.480,3	7.253,3	2.942,0	3.015,4	1.555,9	870,4	582,9	269,6	-277,5	7.430,4	7.152,9
2023	14.637,7	14.113,6	7.742,5	3.096,3	3.192,6	1.631,7	925,2	629,1	82,1	-524,1	7.386,9	6.862,8
2024	15.200,2	14.523,9	8.022,4	3.261,9	3.187,8	1.638,8	919,4	623,1	51,7	-676,3	7.488,7	6.812,4
2024 3° trim.	3.813,5	3.655,9	2.013,8	822,2	799,0	407,8	228,9	160,7	20,8	-157,6	1.869,7	1.712,1
4° trim.	3.859,0	3.695,5	2.030,1	831,7	810,1	414,0	231,5	163,0	23,6	-163,5	1.884,3	1.720,8
2025 1° trim.	3.896,5	3.735,6	2.053,4	836,4	831,5	419,3	231,0	179,4	14,3	-160,9	1.929,0	1.768,1
2° trim.	3.929,3	3.765,1	2.065,7	846,6	821,7	419,2	233,3	167,4	31,1	-164,2	1.911,6	1.747,4
<i>in percentuale del PIL</i>												
2024	100,0	95,6	52,8	21,5	21,0	10,8	6,0	4,1	0,3	-4,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2024 3° trim.	0,4	1,3	0,5	0,7	1,6	-0,5	-1,9	13,6	-	-	-1,4	0,3
4° trim.	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,8	0,7	-0,1	-	-	0,1	-0,1
2025 1° trim.	0,6	0,5	0,3	-0,1	2,7	0,5	0,2	11,8	-	-	2,2	2,2
2° trim.	0,1	0,4	0,1	0,5	-1,8	-0,2	0,8	-8,6	-	-	-0,5	0,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2022	3,6	3,9	5,3	1,3	1,9	-0,3	3,9	4,7	-	-	7,6	8,6
2023	0,4	0,0	0,4	1,5	1,7	0,2	2,1	5,2	-	-	-1,1	-1,9
2024	0,9	0,5	1,2	2,3	-2,0	-1,4	-1,9	-3,7	-	-	0,4	-0,4
2024 3° trim.	0,9	1,1	1,3	2,6	-1,8	-2,0	-3,6	1,4	-	-	0,9	1,2
4° trim.	1,3	1,4	1,8	2,4	-2,2	-0,6	-0,9	-7,7	-	-	0,4	0,6
2025 1° trim.	1,6	2,2	1,4	2,1	2,3	0,4	-0,5	11,2	-	-	2,4	3,8
2° trim.	1,5	2,6	1,4	1,7	3,0	0,6	-0,4	15,9	-	-	0,3	2,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2024 3° trim.	0,4	1,3	0,3	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,5	0,5	-0,9	-	-
4° trim.	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
2025 1° trim.	0,6	0,5	0,1	0,0	0,6	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,1	-	-
2° trim.	0,1	0,3	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2022	3,6	3,8	2,7	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,4	-0,1	-	-
2023	0,4	0,0	0,2	0,3	0,4	0,0	0,1	0,2	-0,9	0,4	-	-
2024	0,9	0,5	0,6	0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,4	-	-
2024 3° trim.	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,4	-0,2	-0,2	0,1	0,2	-0,1	-	-
4° trim.	1,3	1,4	0,9	0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4	0,4	-0,1	-	-
2025 1° trim.	1,6	2,1	0,7	0,5	0,5	0,0	0,0	0,5	0,4	-0,5	-	-
2° trim.	1,5	2,4	0,7	0,4	0,6	0,1	0,0	0,6	0,7	-0,9	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2022	12.365,3	217,1	2.413,5	647,7	2.368,2	638,1	546,6	1.340,6	1.490,9	2.320,9	381,7	1.392,4
2023	13.240,0	222,5	2.594,9	705,9	2.472,6	694,7	608,0	1.467,1	1.604,7	2.456,7	412,9	1.397,6
2024	13.684,1	230,2	2.550,5	726,5	2.559,2	731,3	641,3	1.542,0	1.677,8	2.593,4	431,9	1.516,1
2024 3° trim.	3.430,6	57,8	635,0	181,3	640,2	184,1	161,1	387,3	421,9	652,7	109,1	382,9
4° trim.	3.472,6	58,9	653,7	182,7	645,8	186,4	162,1	387,9	424,9	660,9	109,3	386,4
2025 1° trim.	3.500,2	59,8	659,3	185,5	649,4	187,9	163,5	389,8	427,4	667,5	110,2	396,2
2° trim.	3.533,5	61,6	661,8	187,6	656,2	190,3	164,9	392,6	432,7	674,0	111,9	395,8
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2024	100,0	1,7	18,6	5,3	18,7	5,3	4,7	11,3	12,3	19,0	3,2	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2024 3° trim.	0,3	-0,2	0,5	-0,7	0,0	1,3	0,1	0,2	0,2	0,3	1,5	1,5
4° trim.	0,3	0,8	0,3	0,2	0,4	1,1	-0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,1	1,6
2025 1° trim.	0,6	2,0	2,0	0,7	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	-0,3
2° trim.	0,1	-1,7	0,2	-0,6	0,3	0,7	-0,3	0,2	0,4	0,0	0,4	-0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2022	4,0	-0,9	0,4	-0,3	9,0	6,3	-1,8	2,6	5,9	2,8	16,9	0,8
2023	0,6	-2,7	-1,6	0,9	0,1	6,6	-1,9	1,8	1,7	0,9	3,8	-1,8
2024	0,9	-0,9	-0,8	-1,0	0,8	2,9	1,7	1,8	1,8	1,4	1,4	0,7
2024 3° trim.	1,0	-1,0	0,2	-1,4	0,6	2,6	1,5	2,0	1,7	1,5	1,5	0,1
4° trim.	0,9	-0,3	-0,6	-1,1	1,0	2,7	1,8	1,8	0,9	1,6	1,6	5,2
2025 1° trim.	1,5	0,9	3,0	-0,3	0,8	3,2	-0,2	1,0	1,0	1,6	0,9	2,8
2° trim.	1,4	0,9	3,0	-0,4	1,0	3,7	-0,2	1,0	0,8	1,1	0,7	2,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2024 3° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2025 1° trim.	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2022	4,0	0,0	0,1	0,0	1,6	0,3	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,5	-
2023	0,6	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 3° trim.	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
4° trim.	0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	-
2025 1° trim.	1,5	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
2° trim.	1,4	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2 Attività economica

2.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,5
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2024	100,0	86,2	13,8	2,8	14,0	6,4	24,3	3,4	2,3	1,0	14,2	25,0	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2022	2,3	2,5	1,4	-0,7	1,2	3,5	3,1	5,8	0,1	3,5	3,8	1,5	1,1
2023	1,4	1,5	0,7	-2,4	0,8	1,3	2,0	3,6	0,4	2,0	1,7	1,3	1,6
2024	1,0	1,0	0,8	0,0	0,2	1,1	1,0	2,0	0,8	-0,6	0,7	1,6	0,6
2024 3° trim.	1,0	1,0	1,1	0,3	0,3	0,7	1,0	1,7	1,0	-1,4	1,1	1,7	0,9
4° trim.	0,8	0,9	0,3	-1,1	0,0	0,8	1,1	1,3	1,0	0,1	0,1	1,5	0,2
2025 1° trim.	0,7	0,9	-0,2	-1,6	-0,2	0,8	0,7	1,0	1,4	3,1	0,6	1,4	1,0
2° trim.	0,6	0,7	0,2	-2,7	-0,3	0,9	0,8	0,6	1,2	3,3	0,8	1,2	0,2
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2022	100,0	81,8	18,2	3,8	14,7	7,4	25,0	3,5	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2023	100,0	82,0	18,0	3,7	14,6	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	22,1	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,6	14,5	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,3	22,2	5,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2022	3,7	3,8	3,1	-1,3	1,3	4,3	7,3	6,2	-0,6	5,8	4,6	1,1	4,8
2023	1,4	1,7	0,3	-2,1	0,7	0,9	1,8	3,5	0,5	2,0	1,8	1,7	2,3
2024	1,1	1,1	0,7	-0,5	0,3	1,1	1,0	2,2	0,6	-0,9	1,2	1,6	1,1
2024 3° trim.	0,5	0,6	0,1	-0,8	-0,2	0,1	0,6	1,3	0,6	-2,1	0,9	1,0	0,7
4° trim.	0,9	1,1	0,1	-1,0	0,0	0,9	1,1	1,5	0,2	0,7	0,8	1,7	1,1
2025 1° trim.	0,4	0,7	-1,0	-2,1	-0,6	0,5	0,2	0,8	1,1	2,3	0,4	1,3	1,6
2° trim.	0,4	0,6	-0,7	-2,5	-0,7	1,1	0,3	0,4	1,3	2,5	0,6	0,9	1,1
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2022	1,3	1,3	1,7	-0,7	0,1	0,8	4,1	0,3	-0,7	2,2	0,8	-0,4	3,7
2023	0,0	0,2	-0,4	0,3	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	0,7
2024	0,1	0,1	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,2	-0,4	0,5	0,0	0,5
2024 3° trim.	-0,5	-0,4	-1,0	-1,0	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,2	-0,7	-0,2
4° trim.	0,2	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,8	0,6	0,7	0,2	0,9
2025 1° trim.	-0,3	-0,1	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	-0,5	-0,1	-0,3	-0,8	-0,2	-0,1	0,6
2° trim.	-0,3	-0,1	-0,9	0,2	-0,3	0,2	-0,5	-0,2	0,1	-0,7	-0,2	-0,3	0,8

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			78,7		21,3		51,2		48,8		
2022	167,404	3,1	11,369	6,8	2,7	9,124	6,0	2,245	14,6	5,718	6,4	5,652	7,2	3,2
2023	169,703	2,9	11,166	6,6	2,4	8,875	5,8	2,292	14,5	5,644	6,3	5,522	6,9	3,1
2024	171,292	2,8	10,918	6,4	2,1	8,596	5,5	2,322	14,6	5,591	6,1	5,328	6,6	2,6
2024 3° trim.	171,427	2,8	10,858	6,3	1,9	8,489	5,5	2,368	14,9	5,640	6,2	5,218	6,5	2,5
4° trim.	171,649	2,8	10,633	6,2	2,0	8,359	5,4	2,274	14,4	5,466	6,0	5,167	6,4	2,5
2025 1° trim.	172,691	2,8	10,973	6,4	2,1	8,620	5,5	2,354	14,8	5,602	6,1	5,371	6,6	2,4
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,3
2025 feb.	-	-	10,886	6,3	-	8,553	5,5	2,334	14,7	5,542	6,1	5,344	6,6	-
mar.	-	-	11,039	6,4	-	8,681	5,5	2,358	14,8	5,682	6,2	5,357	6,6	-
apr.	-	-	10,918	6,3	-	8,626	5,5	2,292	14,4	5,616	6,1	5,302	6,5	-
mag.	-	-	11,011	6,4	-	8,691	5,5	2,320	14,5	5,714	6,2	5,297	6,5	-
giu.	-	-	10,975	6,3	-	8,684	5,5	2,291	14,3	5,693	6,2	5,282	6,5	-
lug.	-	-	10,805	6,2	-	8,578	5,5	2,227	13,9	5,614	6,1	5,191	6,4	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Non destagionalizzati.

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

2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi ¹⁾	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2022	1,8	2,5	-1,3	3,7	5,9	-3,4	2,1	1,1	-2,7	3,5	4,5	10,0	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,2	3,1	-1,0	-5,0	2,0	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	0,0	-0,1	-1,0	1,2	0,5	1,7	0,7	1,6	-0,1
2024 3° trim.	-1,7	-2,0	-3,7	-3,9	2,6	1,1	-2,2	2,1	0,8	2,9	2,4	0,8	-8,8
4° trim.	-1,5	-1,8	-2,4	-4,0	2,6	0,3	-0,1	2,2	1,0	3,0	0,9	2,0	-1,4
2025 1° trim.	1,5	1,4	-1,0	-1,6	9,2	0,6	-0,4	2,0	1,3	2,7	1,5	2,0	-2,9
2° trim.	1,2	1,2	-1,5	-0,1	6,3	1,7	3,3	2,7	1,9	3,3	3,7	1,9	-1,7
2025 feb.	0,9	0,3	-2,4	-2,2	7,5	2,2	-0,4	2,0	1,7	2,2	2,0	0,9	1,5
mar.	3,7	3,9	0,7	0,4	14,0	1,8	-1,2	2,1	0,8	3,0	2,2	2,7	-6,8
apr.	0,2	0,6	-0,9	-0,7	4,1	-1,7	4,7	2,7	2,6	2,7	4,5	0,9	3,4
mag.	3,1	3,2	-1,7	2,8	10,1	2,3	3,6	2,0	0,7	2,8	2,7	2,0	4,9
giu.	0,2	-0,2	-1,8	-2,1	4,5	4,6	1,7	3,5	2,4	4,4	4,0	2,9	-12,2
lug.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	0,9	3,1	2,3	.	6,1
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2025 feb.	1,2	1,2	0,3	1,0	1,7	1,1	-1,2	0,2	0,2	0,5	-0,1	3,4	
mar.	2,2	2,0	1,4	2,3	2,1	-0,4	0,0	0,4	0,0	0,5	0,8	0,9	-3,9
apr.	-2,5	-2,1	-0,9	-1,2	-4,3	-2,9	4,5	0,4	0,8	0,2	1,3	-0,3	3,6
mag.	1,1	0,7	-1,7	0,9	6,8	3,6	-2,1	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0	0,3	-1,1
giu.	-1,3	-1,6	-0,2	-2,2	-4,3	2,9	-0,8	0,6	0,6	0,6	0,8	-0,1	-5,3
lug.	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	-1,1	0,2	-1,7	.	5,0

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

2 Attività economica

2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2021	94,7	-5,1	33,8	-14,4	-6,1	-7,9	-9,1	.	-	-	-	-
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	-
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4	-	-	-	-
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 4° trim.	95,2	-12,7	77,4	-13,4	-3,8	-5,7	5,7	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 1° trim.	95,5	-11,4	77,3	-14,1	-3,3	-5,8	4,5	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
2° trim.	94,3	-11,1	77,5	-15,7	-3,4	-7,8	2,3	89,8	49,3	51,3	50,1	50,4
3° trim.	.	.	77,8	.	.	.	.	89,9	.	.	.	.
2025 mar.	95,2	-10,7	.	-14,5	-3,6	-6,9	2,5	.	48,6	50,5	51,0	50,9
apr.	93,9	-11,0	77,5	-16,6	-3,9	-8,8	1,9	89,8	49,0	51,5	50,1	50,4
mag.	94,9	-10,3	.	-15,1	-3,4	-7,1	1,9	.	49,4	51,5	49,7	50,2
giu.	94,1	-11,8	.	-15,3	-2,9	-7,6	3,0	.	49,5	50,8	50,5	50,6
lug.	95,7	-10,5	77,8	-14,7	-3,1	-6,6	4,1	89,9	49,8	50,6	51,0	50,9
ago.	95,2	-10,3	.	-15,5	-3,5	-6,5	3,6	.	50,7	52,5	50,5	51,0

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

2.7 Conti ripilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	13,5	91,0	0,5	2,2	12,5	2,1	7,7	37,8	4,9	72,9	4,9	9,4	3,4
2023	14,2	85,0	1,3	2,0	2,6	3,8	1,2	36,4	5,1	68,9	1,6	2,7	0,8
2024	15,3	82,0	2,4	2,4	-2,2	4,4	3,1	34,0	2,9	67,3	1,8	-2,8	0,9
2024 2° trim.	14,9	83,2	2,1	2,3	-2,2	3,7	2,0	34,9	3,8	68,2	1,8	-8,1	0,9
3° trim.	15,2	82,5	2,5	2,4	-1,4	5,5	2,5	34,3	3,5	67,7	2,0	2,1	1,0
4° trim.	15,3	82,0	2,3	2,4	-1,6	4,4	3,1	34,0	2,9	67,3	1,8	2,3	0,9
2025 1° trim.	15,2	81,7	0,7	2,5	1,1	4,2	4,3	34,1	2,7	67,0	2,0	4,6	1,3

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni). Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.

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

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

2 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2024 3° trim.	1.468,7	1.385,4	83,3	701,1	619,3	376,1	342,2	341,8	331,2	49,8	92,9	20,7	16,1
4° trim.	1.480,8	1.406,5	74,3	704,4	621,9	383,7	339,1	344,6	342,1	48,1	103,4	34,6	22,5
2025 1° trim.	1.549,7	1.474,9	74,7	759,8	643,4	394,0	364,7	346,1	377,8	49,8	89,1	31,9	26,5
2° trim.	1.476,5	1.390,3	86,2	712,2	625,4	387,6	351,5	329,5	318,0	47,1	95,3	18,0	12,5
2025 gen.	509,0	486,6	22,4	246,4	206,4	129,4	120,7	117,4	129,4	15,7	30,2	12,8	12,0
feb.	516,0	496,1	19,8	250,0	217,2	133,8	122,5	116,0	128,9	16,2	27,6	7,7	6,5
mar.	524,7	492,2	32,5	263,4	219,8	130,8	121,5	112,6	119,5	17,9	31,4	11,4	8,1
apr.	490,1	471,5	18,6	239,0	207,9	126,8	120,1	108,3	111,4	16,0	32,1	5,6	3,7
mag.	496,4	464,7	31,8	237,9	204,8	129,8	116,1	113,0	112,4	15,8	31,3	5,7	3,8
giu.	489,9	454,1	35,8	235,2	212,7	131,1	115,3	108,2	94,2	15,4	32,0	6,7	5,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2025 giu.	5.975,7	5.657,2	318,5	2.877,5	2.510,0	1.541,4	1.397,4	1.362,0	1.369,0	194,8	380,7	105,2	77,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2025 giu.	38,6	36,5	2,1	18,6	16,2	9,9	9,0	8,8	8,8	1,3	2,5	0,7	0,5

1) I dati relativi al conto capitale non sono destagionalizzati.

2.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro ¹⁾, in valore e in volume per categoria di prodotti ²⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2024 3° trim.	2,2	0,3	711,5	339,1	137,6	219,3	590,7	675,8	380,7	112,6	165,6	491,3	75,0
4° trim.	1,1	2,1	714,6	335,8	139,5	224,6	593,0	682,9	380,8	111,9	171,2	493,2	70,1
2025 1° trim.	7,9	8,0	769,7	377,1	145,1	230,9	641,3	708,2	399,8	114,6	177,6	507,7	67,7
2° trim.	0,0	1,9	724,1	.	.	.	600,6	691,1	.	.	.	501,1	.
2025 gen.	3,0	8,2	245,6	117,8	47,0	76,4	202,6	232,7	131,3	37,3	58,0	166,5	23,8
feb.	6,3	6,1	257,3	127,0	47,2	76,6	213,6	236,4	133,9	38,6	59,0	168,6	22,8
mar.	14,0	9,7	266,9	132,3	50,9	77,9	225,2	239,2	134,6	38,7	60,6	172,6	21,1
apr.	-1,1	0,0	244,6	114,0	46,3	77,8	204,0	230,0	128,7	38,4	57,9	167,3	20,9
mag.	0,9	-0,7	242,7	115,4	45,7	76,0	202,5	227,0	125,4	37,8	58,1	165,0	19,5
giu.	0,4	6,8	236,8	.	.	.	194,1	234,0	.	.	.	168,8	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2024 2° trim.	-1,2	-4,3	95,6	89,7	92,3	108,4	95,5	98,6	95,0	96,9	105,0	98,4	133,1
3° trim.	-0,6	-1,1	94,5	88,9	91,0	106,0	94,7	98,8	94,8	99,4	105,5	99,8	129,8
4° trim.	-2,6	1,3	93,7	87,3	90,5	107,2	93,9	99,8	95,1	96,9	109,3	99,9	133,0
2025 1° trim.	0,6	2,1	98,0	93,3	94,2	108,2	98,6	100,4	95,9	97,6	110,4	100,7	129,1
2024 dic.	-1,9	0,4	93,6	86,3	89,9	108,7	93,6	98,9	93,1	97,1	110,4	99,1	132,3
2025 gen.	-3,1	2,4	95,5	88,9	92,7	108,7	95,6	99,3	95,2	94,6	108,9	99,1	127,6
feb.	-1,5	-0,5	97,6	93,3	92,3	107,1	97,9	100,9	96,3	99,6	109,4	100,7	133,2
mar.	6,0	4,5	100,8	97,7	97,6	108,8	102,4	101,0	96,3	98,6	112,8	102,4	126,6
apr.	-5,4	-2,4	93,6	87,2	89,0	107,9	93,9	99,0	94,3	98,4	108,1	99,5	134,4
mag.	-1,0	0,2	95,3	89,4	90,2	109,1	95,7	99,4	94,2	96,7	110,0	99,1	135,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

3 Prezzi e costi

3.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ¹⁾

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
in perc. del totale nel 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9	
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3	
2024 3° trim.	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,8	0,2	-1,4	0,9	1,9	4,0	
4° trim.	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,8	0,1	-0,6	0,7	2,0	4,3	
2025 1° trim.	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7	
2° trim.	128,9	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,5	1,4	0,1	-4,1	1,0	1,9	3,0	
2025 mar.	128,0	2,2	2,4	1,1	3,5	0,1	0,2	0,7	0,0	-1,4	0,3	2,0	3,5	
apr.	128,8	2,2	2,7	0,7	4,0	0,1	0,0	0,6	0,0	-2,3	0,7	2,0	3,3	
mag.	128,7	1,9	2,3	0,8	3,2	-0,1	0,4	-0,1	0,1	-1,2	-0,1	1,8	3,0	
giu.	129,1	2,0	2,3	0,9	3,3	0,3	0,2	0,5	0,1	0,2	0,4	1,9	2,8	
lug.	129,1	2,0	2,3	1,1	3,2	0,3	0,3	0,9	0,3	1,0	0,1	1,9	3,0	
ago. ³⁾	129,3	2,1	2,3	.	3,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,6	0,4	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Di ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Totale	Di locazione				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0
2024 3° trim.	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0
4° trim.	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0
2025 1° trim.	2,6	2,6	2,9	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,9	4,2	4,1
2° trim.	3,1	2,7	4,6	-0,5	0,6	-3,2	3,3	3,0	4,4	-2,1	3,8	3,9
2025 mar.	2,9	2,6	4,2	0,2	0,6	-1,0	3,3	2,9	3,4	-1,7	3,8	4,2
apr.	3,0	2,4	4,9	-0,6	0,6	-3,6	3,3	3,0	5,7	-1,9	4,4	4,0
mag.	3,2	2,9	4,3	-0,5	0,6	-3,6	3,3	3,0	3,6	-2,6	3,4	3,9
giu.	3,1	2,6	4,6	-0,3	0,5	-2,6	3,3	3,0	4,0	-1,9	3,5	3,7
lug.	3,3	2,7	5,4	-0,1	0,8	-2,4	3,2	2,9	4,1	-1,9	3,0	3,9
ago. ³⁾	3,2	2,6	5,5	.	0,8	-1,9	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

3) Stima preliminare.

3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,3	0,4
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,3	2,2	2,0	-4,5
2024 3° trim.	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,8	2,8	-3,8
4° trim.	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,4	1,2	-6,0	1,0	4,1	-1,2
2025 1° trim.	127,7	2,3	0,7	1,3	0,7	1,7	2,1	1,5	1,6	5,0	1,0	5,4	.
2° trim.	123,5	0,5	-0,1	1,0	0,2	1,7	2,2	1,9	1,4	-0,7	1,4	.	.
2025 feb.	128,6	3,1	0,8	1,4	0,9	1,7	2,1	1,5	1,5	7,8	-	-	-
mar.	126,4	1,9	0,3	1,3	0,8	1,8	2,0	1,6	1,5	3,9	-	-	-
apr.	123,6	0,7	-0,4	1,1	0,4	1,7	2,1	2,0	1,4	-0,5	-	-	-
mag.	122,9	0,3	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,2	2,0	1,4	-1,5	-	-	-
giu.	123,9	0,6	0,1	0,9	-0,1	1,7	2,4	1,9	1,5	0,0	-	-	-
lug.	124,4	0,2	0,1	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,9	1,6	-1,2	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi del prodotto per gli immobili residenziali.

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

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
in perc. del totale										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2022	107,4	5,2	7,1	6,7	4,4	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9
2023	113,8	6,0	4,7	6,3	3,7	4,1	0,6	-2,2	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	117,2	3,0	2,4	2,4	3,0	1,9	0,9	-0,4	77,8	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5
2024 3° trim.	117,4	2,8	2,2	2,1	2,9	1,8	1,5	0,3	.	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1
4° trim.	118,3	2,5	1,9	1,8	2,4	1,9	1,8	0,5	.	17,7	23,5	11,8	17,8	21,9	12,8
2025 1° trim.	118,8	2,3	2,2	2,1	2,8	1,8	2,2	1,9	.	20,0	28,2	11,4	19,2	24,8	12,2
2° trim.	119,7	2,5	2,1	2,1	2,7	2,0	0,7	-0,2	.	-1,9	2,0	-6,2	-2,3	0,6	-6,0
2025 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,5	16,3	10,4	12,5	13,3	11,4
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,0	-0,7	-5,7	-2,8	-1,0	-5,2
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	0,3	7,7	-7,3	-0,8	4,1	-6,7
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,2	-0,9	-5,7	-3,3	-1,1	-6,0
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,7	-4,8	-2,5	-3,6	-3,9	-3,1
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	1,1	2,5	-0,3	-0,5	-0,1	-1,0

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

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

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

3 Prezzi e costi

3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2021	24,6	19,0	7,5	13,3	25,0	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,1	28,8	19,6	14,8	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,5	15,2	4,5	55,1	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 3° trim.	6,6	13,5	13,7	2,9	50,4	52,0	57,9	50,1	53,0
4° trim.	7,4	13,8	14,7	4,9	48,8	49,2	58,0	48,2	53,3
2025 1° trim.	10,3	16,8	14,8	4,6	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
2° trim.	8,2	16,2	14,1	3,2	49,3	48,3	58,2	50,0	52,8
2025 mar.	11,0	16,6	13,6	3,0	49,5	52,4	58,7	50,4	53,6
apr.	10,6	17,1	14,6	4,5	48,7	48,9	58,2	51,3	52,9
mag.	8,0	15,2	14,2	2,9	50,2	47,8	58,3	49,2	52,6
giu.	5,9	16,3	13,6	2,0	49,1	48,1	58,1	49,5	53,1
lug.	8,9	16,7	14,0	3,0	49,0	50,0	56,5	49,9	53,0
ago.	6,7	16,6	15,1	0,8	47,1	50,4	58,3	49,8	53,3

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,5	4,5	3,7	6,9	5,0	3,4	2,9
2023	110,5	4,7	4,5	5,3	5,1	4,0	4,4
2024	115,6	4,6	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2024 3° trim.	111,9	4,7	4,5	5,2	4,8	4,3	5,4
4° trim.	122,6	3,8	4,2	2,7	4,0	3,4	4,1
2025 1° trim.	112,1	3,4	3,5	3,2	3,8	2,5	2,5
2° trim.	123,9	3,7	3,8	3,5	4,2	2,8	4,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2020 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2022	102,8	3,2	4,4	4,7	8,2	0,5	2,3	5,0	6,2	3,7	2,1	-6,4
2023	109,5	6,5	6,3	8,4	5,3	7,7	2,3	7,9	4,0	6,3	5,3	3,0
2024	114,6	4,7	5,1	5,6	6,2	4,7	3,3	3,8	1,1	3,8	4,8	4,2
2024 3° trim.	114,9	4,6	5,6	4,3	6,7	5,1	3,1	4,1	-0,1	4,1	4,8	3,8
4° trim.	115,7	3,6	4,0	4,7	6,0	4,4	3,2	2,5	1,6	3,9	3,8	3,2
2025 1° trim.	116,4	3,1	2,1	0,0	5,0	4,1	1,9	5,0	4,3	4,1	4,1	3,8
2° trim.	117,5	3,1	1,2	0,3	6,1	3,6	0,6	6,0	5,8	4,5	3,7	4,8
Redditi per occupato												
2022	109,1	4,5	4,2	3,9	4,2	6,2	2,8	3,0	5,3	5,8	3,5	8,3
2023	115,0	5,4	5,9	5,7	4,9	5,8	5,3	5,4	3,8	6,3	4,8	5,3
2024	120,2	4,5	4,2	4,5	4,0	4,5	4,2	4,7	3,6	4,9	4,6	5,1
2024 3° trim.	120,8	4,5	4,3	4,2	4,4	4,8	4,1	4,7	3,4	4,8	4,6	4,4
4° trim.	122,0	4,2	4,8	4,0	4,0	4,3	4,6	3,3	3,3	4,7	4,0	4,7
2025 1° trim.	123,2	4,0	4,6	3,2	3,9	4,3	4,1	3,4	2,2	4,5	4,2	3,8
2° trim.	124,4	3,9	4,9	3,6	4,7	3,7	3,7	4,5	3,5	4,5	3,6	5,3
Produttività del lavoro per occupato												
2022	106,1	1,3	-0,2	-0,8	-3,7	5,7	0,4	-1,9	-0,9	2,0	1,3	15,7
2023	105,1	-1,0	-0,4	-2,4	-0,4	-1,8	2,9	-2,3	-0,2	0,0	-0,4	2,2
2024	104,9	-0,1	-0,9	-1,1	-2,0	-0,2	0,9	0,8	2,4	1,1	-0,2	0,8
2024 3° trim.	105,1	-0,1	-1,2	-0,1	-2,1	-0,3	0,9	0,6	3,5	0,7	-0,2	0,6
4° trim.	105,3	0,5	0,8	-0,7	-1,9	-0,1	1,4	0,8	1,6	0,8	0,1	1,4
2025 1° trim.	105,7	0,8	2,5	3,2	-1,1	0,2	2,2	-1,6	-2,0	0,4	0,2	0,0
2° trim.	105,8	0,8	3,7	3,3	-1,3	0,1	3,1	-1,4	-2,2	0,0	0,0	0,5
Redditi per ora lavorata												
2022	103,5	3,2	5,5	3,9	3,9	1,9	2,6	3,6	3,7	4,5	3,9	4,9
2023	108,9	5,3	5,1	5,9	5,1	5,8	5,3	5,3	4,6	6,0	4,4	4,3
2024	113,7	4,4	3,8	4,4	4,1	4,4	3,9	4,7	3,8	4,3	4,5	4,7
2024 3° trim.	114,2	4,9	3,7	4,9	4,8	5,0	4,3	5,2	3,3	4,9	5,3	4,5
4° trim.	114,9	3,9	3,4	3,9	4,1	3,8	4,4	3,8	3,8	4,0	3,7	4,3
2025 1° trim.	116,3	4,1	4,7	3,6	4,2	4,4	4,0	3,6	2,7	4,7	4,3	3,2
2° trim.	117,4	4,0	4,1	3,9	4,1	3,8	3,7	4,4	4,1	4,8	4,0	4,5
Produttività per ora lavorata												
2022	100,2	0,0	0,4	-0,8	-4,5	1,5	0,1	-1,2	-3,0	1,2	1,7	11,6
2023	99,2	-1,0	-0,6	-2,3	0,0	-1,6	3,0	-2,5	-0,1	-0,1	-0,7	1,5
2024	99,0	-0,2	-0,4	-1,1	-2,1	-0,2	0,6	1,1	2,8	0,5	-0,3	0,3
2024 3° trim.	99,2	0,4	-0,2	0,4	-1,5	0,1	1,2	1,0	4,2	0,8	0,5	0,8
4° trim.	99,1	0,3	0,8	-0,7	-2,0	-0,1	1,2	1,6	1,0	0,2	-0,1	0,5
2025 1° trim.	99,8	1,1	3,0	3,6	-0,8	0,7	2,3	-1,3	-1,3	0,7	0,3	-0,6
2° trim.	99,8	1,1	3,5	3,7	-1,5	0,7	3,3	-1,5	-1,5	0,2	0,3	-0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025 mar.	2,50	2,40	2,44	2,39	2,40	4,33	0,48
apr.	2,34	2,24	2,25	2,20	2,14	4,35	0,48
mag.	2,17	2,10	2,09	2,12	2,08	4,31	0,48
giu.	2,01	1,93	1,98	2,05	2,08	4,32	0,48
lug.	1,92	1,89	1,99	2,06	2,08	4,34	0,48
ago.	1,92	1,89	2,02	2,08	2,11	4,34	0,48

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.

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

4.2 Curve dei rendimenti

(fine periodo; tassi in valori percentuali in ragione d'anno; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Giappone	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	0,41	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025 mar.	2,18	2,03	1,99	2,27	2,78	0,75	0,18	0,81	1,92	2,03	2,88	3,52
apr.	1,88	1,74	1,70	1,99	2,56	0,82	0,35	0,74	1,63	1,74	2,65	3,40
mag.	1,86	1,78	1,78	2,08	2,61	0,83	0,34	0,90	1,73	1,87	2,70	3,42
giu.	1,86	1,82	1,84	2,16	2,68	0,86	0,32	0,82	1,80	1,96	2,76	3,48
lug.	1,90	1,89	1,94	2,25	2,76	0,87	0,33	0,87	1,91	2,08	2,83	3,58
ago.	1,94	1,90	1,92	2,22	2,79	0,89	0,45	0,88	1,89	2,03	2,83	3,72

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

4.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2025 mar.	559,1	5.417,7	1.028,5	283,6	160,4	127,6	306,0	1.133,6	1.078,3	407,9	372,4	885,3	5.684,0	37.311,8
apr.	520,6	4.994,0	938,6	256,5	158,1	118,1	290,6	1.028,5	972,3	428,7	363,4	799,9	5.369,5	34.343,0
mag.	562,6	5.358,5	991,5	270,2	165,8	126,5	317,9	1.146,4	1.088,5	446,5	374,1	824,3	5.810,9	37.490,5
giu.	561,8	5.325,1	972,2	257,8	162,5	134,4	317,4	1.161,2	1.110,0	457,0	367,1	801,4	6.030,0	38.458,3
lug.	566,7	5.351,7	958,0	261,1	157,2	137,2	324,3	1.192,4	1.098,2	454,6	358,5	805,9	6.296,5	40.173,0
ago.	571,9	5.373,8	964,5	254,6	152,4	139,4	348,1	1.188,0	1.048,5	452,3	357,4	835,5	6.408,9	42.299,9

Fonte: LSEG.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita:				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG ³⁾				
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni		oltre 5 e 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2024 ago.	0,38	1,77	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,03	4,69	3,87	3,62	3,36	3,99	3,73
set.	0,37	1,77	2,99	2,73	8,23	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
ott.	0,36	1,77	2,73	2,63	8,06	16,89	7,24	7,71	8,46	4,65	4,37	3,69	3,47	3,22	3,79	3,55
nov.	0,35	1,76	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
dic.	0,35	1,76	2,45	2,51	7,91	16,84	6,76	7,48	8,26	4,36	4,15	3,57	3,36	3,09	3,64	3,39
2025 gen.	0,34	1,75	2,33	2,42	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,34	3,25
feb.	0,32	1,55	2,20	2,37	7,75	16,69	6,79	7,66	8,38	4,45	4,00	3,52	3,37	3,09	3,61	3,33
mar.	0,31	1,52	2,10	2,25	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,50	3,36	3,10	3,57	3,32
apr.	0,29	1,50	1,97	2,30	7,53	16,58	6,95	7,59	8,31	4,29	3,85	3,48	3,32	3,04	3,52	3,27
mag.	0,29	1,45	1,86	2,24	7,49	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30
giu.	0,27	1,44	1,79	2,21	7,41	16,47	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30
lug.	0,25	1,43	1,75	2,21	7,29	16,44	6,68	7,53	8,17	4,11	3,56	3,39	3,45	3,12	3,56	3,28

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita:			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2024 ago.	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,47	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01
set.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,79
ott.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67
nov.	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52
dic.	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,79	5,08	4,47	4,13	3,76	4,31	4,06	3,63	4,36
2025 gen.	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,19	3,87	3,65	4,25
feb.	0,72	2,50	2,73	4,33	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,69	3,98	3,75	3,58	4,11
mar.	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,54	4,81	3,97	3,77	3,69	3,67	3,78	3,67	3,94
apr.	0,60	2,15	2,65	4,03	3,91	4,23	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80
mag.	0,58	2,06	2,56	3,90	3,78	4,25	4,88	3,67	3,49	3,68	3,30	3,48	3,66	3,66
giu.	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,21	4,89	3,54	3,40	3,63	3,28	3,41	3,54	3,60
lug.	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,08	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,46	3,52

Fonte: BCE.

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

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro per settore dell'emittente e scadenza all'emissione (miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze in essere a fine periodo; valori di mercato)

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF						Totale	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2022	1.404,9	500,0	143,6	80,6	94,8	666,5	621,7	494,0	193,1	116,4	76,7	50,5	134,0	96,8
2023	1.587,0	633,4	166,1	105,7	85,8	701,8	659,1	534,2	240,9	117,4	91,2	48,8	127,0	103,2
2024	1.606,7	571,6	224,1	138,7	69,3	741,6	674,6	512,2	203,9	134,5	105,0	38,7	135,1	108,3
2025 feb.	1.573,4	586,3	208,8	122,7	83,4	694,9	629,8	517,1	221,1	140,3	113,1	36,8	118,9	97,9
mar.	1.589,5	597,4	212,1	129,5	78,7	701,3	633,1	526,0	211,0	143,1	118,7	36,6	135,3	110,0
apr.	1.554,3	556,0	203,8	111,5	90,1	704,4	631,9	558,1	222,0	148,5	113,8	53,2	134,5	110,8
mag.	1.556,6	579,4	190,0	102,0	97,5	689,7	619,8	560,9	250,4	137,3	111,7	48,3	124,8	96,0
giu.	1.573,6	593,2	183,7	102,0	91,7	705,0	635,7	533,3	224,3	141,1	113,0	44,4	123,6	95,6
lug.	1.567,2	589,7	185,0	95,9	95,4	697,1	631,0	531,5	225,1	146,9	115,5	44,1	115,3	96,6
A lungo termine														
2022	17.791,3	3.898,8	3.106,9	1.403,2	1.423,4	9.362,2	8.650,2	295,7	76,5	68,1	31,0	17,2	133,8	124,3
2023	19.417,8	4.440,4	3.241,3	1.433,2	1.539,8	10.196,3	9.456,4	322,2	92,9	67,5	30,7	21,4	140,4	131,9
2024	20.542,7	4.770,3	3.508,8	1.529,9	1.650,7	10.612,9	9.841,2	350,0	89,1	86,0	34,9	27,0	147,9	137,3
2025 feb.	20.968,2	4.868,2	3.554,3	1.537,4	1.672,1	10.873,7	10.080,4	395,2	97,0	81,1	30,0	23,3	193,9	178,1
mar.	20.696,2	4.813,9	3.525,3	1.537,8	1.651,7	10.705,3	9.920,3	389,2	95,0	93,1	43,8	30,9	170,2	153,9
apr.	20.866,2	4.782,4	3.515,4	1.551,5	1.647,8	10.920,6	10.131,2	351,7	58,5	88,5	37,7	25,3	179,3	172,0
mag.	21.026,3	4.842,7	3.576,7	1.558,6	1.677,2	10.929,6	10.140,6	446,7	114,9	113,6	29,0	49,2	169,0	158,1
giu.	21.147,4	4.846,7	3.609,4	1.604,5	1.707,6	10.983,8	10.198,4	468,3	113,6	140,4	81,6	40,3	174,1	163,9
lug.	21.241,1	4.888,3	3.663,2	1.616,3	1.719,3	10.970,2	10.181,1	375,6	97,4	107,8	39,8	26,5	143,9	134,5

Fonte: BCE.

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

4.7 Tassi di crescita annuale e consistenze di titoli di debito e azioni quotate (miliardi di euro e variazioni percentuali; valori di mercato)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale				
			Totale	SVF							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2022	19.196,2	4.398,7	3.250,5	1.483,8	1.518,2	10.028,8	9.271,9	8.688,6	526,4	1.279,2	6.882,4
2023	21.004,9	5.073,8	3.407,4	1.538,9	1.625,6	10.898,0	10.115,5	9.672,5	620,3	1.421,4	7.630,2
2024	22.149,4	5.341,9	3.732,9	1.668,5	1.720,0	11.354,5	10.515,8	10.155,3	751,0	1.587,4	7.816,4
2025 feb.	22.541,6	5.454,5	3.763,1	1.660,0	1.755,4	11.568,6	10.710,1	11.107,3	934,2	1.741,5	8.431,2
mar.	22.285,7	5.411,3	3.737,4	1.667,2	1.730,4	11.406,6	10.553,4	10.617,6	937,4	1.716,7	7.963,2
apr.	22.420,5	5.338,5	3.719,1	1.662,9	1.737,9	11.625,0	10.763,1	10.533,5	931,3	1.711,9	7.889,9
mag.	22.582,8	5.422,1	3.766,7	1.660,6	1.774,7	11.619,3	10.760,3	10.989,7	1.011,7	1.782,1	8.195,6
giu.	22.721,0	5.439,9	3.793,1	1.706,6	1.799,3	11.688,8	10.834,1	10.914,1	1.006,9	1.794,0	8.112,7
lug.	22.808,3	5.478,1	3.848,2	1.712,1	1.814,7	11.667,3	10.812,2	11.062,3	1.091,2	1.804,0	8.166,6
Tasso di crescita ¹⁾											
2024 nov.	4,3	3,6	6,1	5,6	2,9	4,3	4,1	0,1	-2,6	-0,6	0,4
2025 gen.	4,2	3,1	4,3	2,7	3,4	4,9	4,7	0,1	-2,4	-0,6	0,4
feb.	4,1	2,6	4,7	3,4	3,2	4,7	4,7	0,0	-2,1	-0,6	0,3
mar.	3,7	1,7	5,1	3,7	3,1	4,2	4,2	-0,1	-1,8	-0,8	0,2
apr.	3,5	0,7	5,2	3,9	2,2	4,6	4,5	-0,1	-1,8	-0,4	0,1
mag.	3,9	2,3	5,0	3,1	3,7	4,4	4,4	-0,1	-1,5	-0,3	0,1
giu.	4,5	3,5	7,1	6,4	3,5	4,4	4,4	-0,1	-0,7	-0,7	0,0
lug.	4,9	3,9	7,7	7,1	4,3	4,6	4,6	0,0	-0,5	-0,6	0,1

Fonte: BCE.

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-18						TCE-41	
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2022	95,3	90,8	93,3	84,3	65,0	82,7	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	97,8	88,7	67,6	86,1	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,9	89,4	67,5	87,2	124,1	95,0
2024 3° trim.	99,0	94,9	98,5	89,9	67,3	87,7	125,1	95,5
4° trim.	97,6	93,6	97,0	88,9	65,9	86,5	123,6	94,2
2025 1° trim.	97,1	93,3	96,3	88,2	63,6	85,9	122,9	93,5
2° trim.	100,6	96,5	101,1	-	-	-	127,7	96,8
2025 mar.	98,3	94,4	97,8	-	-	-	124,5	94,7
apr.	100,5	96,5	100,6	-	-	-	127,7	96,9
mag.	100,1	96,0	100,7	-	-	-	127,0	96,2
giu.	101,3	97,1	102,0	-	-	-	128,5	97,3
lug.	102,3	98,1	103,1	-	-	-	129,9	98,4
ago.	102,2	98,1	103,1	-	-	-	129,9	98,4
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2025 ago.	-0,1	-0,1	0,0	-	-	-	0,0	0,0
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2025 ago.	3,2	3,2	4,7	-	-	-	3,7	2,8

Fonte: BCE.

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

4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Fiorino ungherese 4	Yen giapponese 5	Zloty polacco 6	Sterlina britannica 7	Leu romeno 8	Corona svedese 9	Franco svizzero 10	Dollaro statunitense 11
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 3° trim.	7,870	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
4° trim.	7,675	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2025 1° trim.	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
2° trim.	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
2025 mar.	7,835	25,001	7,460	399,805	161,167	4,182	0,837	4,9768	10,968	0,955	1,081
apr.	8,185	25,039	7,465	406,437	161,671	4,265	0,854	4,9775	10,974	0,937	1,121
mag.	8,135	24,923	7,460	403,939	163,144	4,254	0,843	5,0714	10,881	0,936	1,128
giu.	8,270	24,804	7,460	402,078	166,523	4,266	0,850	5,0454	11,009	0,938	1,152
lug.	8,375	24,625	7,463	399,192	171,531	4,254	0,865	5,0716	11,199	0,932	1,168
ago.	8,344	24,517	7,464	396,454	171,790	4,261	0,865	5,0651	11,161	0,939	1,163
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2025 ago.	-0,4	-0,4	0,0	-0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,3	0,7	-0,4
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>										
2025 ago.	6,0	-2,6	0,0	0,4	6,7	-0,7	1,6	1,8	-2,6	-0,7	5,6

Fonte: BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2024 2° trim.	34.402,8	33.276,3	1.126,5	12.521,5	9.862,0	13.600,5	15.608,3	-7,7	7.021,0	7.806,1	1.267,5	16.681,2
3° trim.	34.708,4	33.395,8	1.312,5	12.289,6	9.645,3	13.930,2	15.947,0	-17,7	7.187,4	7.803,5	1.318,9	16.702,6
4° trim.	35.949,0	34.170,8	1.778,2	12.735,3	9.953,7	14.678,9	16.511,3	-16,7	7.157,5	7.705,8	1.394,0	16.727,8
2025 1° trim.	36.085,3	34.476,8	1.608,6	12.651,3	9.921,9	14.381,6	16.521,1	17,9	7.523,4	8.033,8	1.511,0	16.968,0
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2025 1° trim.	235,3	224,8	10,5	82,5	64,7	93,8	107,7	0,1	49,1	52,4	9,9	110,6
<i>Transazioni</i>												
2024 3° trim.	443,9	292,0	151,8	-2,4	-15,2	195,5	221,9	-4,6	259,3	85,3	-4,0	-
4° trim.	54,3	-32,9	87,2	57,7	78,3	219,7	161,2	18,9	-245,9	-272,4	3,7	-
2025 1° trim.	759,9	704,5	55,4	90,5	66,3	206,1	175,6	-6,3	470,4	462,7	-0,8	-
2° trim.	486,0	330,1	155,9	115,4	55,1	192,5	190,7	16,9	152,4	84,3	8,8	-
2025 gen.	399,0	389,7	9,2	57,6	26,4	100,6	62,7	9,3	233,0	300,6	-1,5	-
feb.	284,0	266,5	17,5	47,1	36,9	40,6	79,0	2,5	192,6	150,6	1,3	-
mar.	77,0	48,3	28,7	-14,1	2,9	65,0	33,9	-18,1	44,8	11,5	-0,6	-
apr.	132,7	96,8	35,9	45,5	58,3	19,7	-45,2	-8,5	70,9	83,8	5,2	-
mag.	133,0	92,0	41,0	27,5	-2,5	48,0	96,3	16,8	38,5	-1,8	2,3	-
giu.	220,2	141,3	79,0	42,4	-0,7	124,9	139,6	8,6	42,9	2,4	1,4	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2025 giu.	1.744,1	1.293,7	450,4	261,2	184,5	813,9	749,4	25,0	636,2	359,8	7,7	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2025 giu.	11,3	8,4	2,9	1,7	1,2	5,3	4,8	0,2	4,1	2,3	0,0	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

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

	M3											Totale	
	M2						M3-M2				Totale		
	M1			M2-M1			Totale	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			Totale
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze													
2022	1.538,9	9.758,1	11.297,0	1.366,9	2.565,3	3.932,2	15.229,2	122,4	646,6	50,0	819,0	16.048,2	
2023	1.536,2	8.809,4	10.345,6	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.100,2	183,7	740,0	71,6	995,3	16.095,5	
2024	1.556,9	9.021,4	10.578,2	2.531,0	2.469,1	5.000,1	15.578,3	254,1	886,5	35,3	1.175,9	16.754,2	
2024 3° trim.	1.541,7	8.840,8	10.382,5	2.594,5	2.424,8	5.019,3	15.401,9	239,7	858,4	46,0	1.144,1	16.546,0	
4° trim.	1.556,9	9.021,4	10.578,2	2.531,0	2.469,1	5.000,1	15.578,3	254,1	886,5	35,3	1.175,9	16.754,2	
2025 1° trim.	1.564,3	9.120,0	10.684,3	2.486,5	2.491,0	4.977,6	15.661,9	240,0	909,5	42,7	1.192,2	16.854,0	
2° trim. ^(p)	1.562,3	9.246,7	10.809,1	2.395,1	2.513,7	4.908,8	15.717,9	257,5	923,1	26,1	1.206,7	16.924,6	
2025 feb.	1.559,5	9.098,7	10.658,2	2.494,4	2.475,0	4.969,4	15.627,7	263,9	920,2	37,8	1.221,8	16.849,5	
mar.	1.564,3	9.120,0	10.684,3	2.486,5	2.491,0	4.977,6	15.661,9	240,0	909,5	42,7	1.192,2	16.854,0	
apr.	1.559,6	9.196,0	10.755,6	2.450,7	2.494,4	4.945,0	15.700,6	255,2	907,7	39,3	1.202,2	16.902,8	
mag.	1.559,8	9.232,4	10.792,2	2.445,9	2.503,1	4.948,9	15.741,2	247,6	921,0	33,4	1.201,9	16.943,1	
giu.	1.562,3	9.246,7	10.809,1	2.395,1	2.513,7	4.908,8	15.717,9	257,5	923,1	26,1	1.206,7	16.924,6	
lug. ^(p)	1.565,3	9.242,9	10.808,1	2.406,2	2.519,8	4.926,0	15.734,1	243,1	919,0	27,8	1.189,9	16.924,0	
Transazioni													
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,4	2,5	76,9	82,8	576,5	
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	39,9	93,8	23,9	157,6	5,5	
2024	21,3	167,6	188,9	203,5	9,0	212,5	401,4	75,7	136,0	-36,0	175,7	577,1	
2024 3° trim.	7,8	24,6	32,4	60,2	2,1	62,3	94,7	30,4	39,6	-14,0	56,1	150,7	
4° trim.	15,2	162,6	177,7	-73,3	44,0	-29,2	148,5	16,9	24,8	-16,8	24,9	173,4	
2025 1° trim.	7,5	117,3	124,8	-39,1	15,0	-24,2	100,6	-12,7	19,8	9,8	17,0	117,6	
2° trim. ^(p)	-2,0	149,6	147,6	-81,2	22,3	-59,0	88,7	20,3	11,3	-16,5	15,1	103,8	
2025 feb.	3,7	58,1	61,8	-20,8	3,5	-17,3	44,5	1,1	30,1	-13,7	17,6	62,1	
mar.	4,8	38,8	43,6	-2,6	9,5	6,9	50,5	-22,2	-11,7	7,0	-26,8	23,7	
apr.	-4,8	90,1	85,3	-29,3	2,9	-26,5	58,8	16,9	-2,4	-4,0	10,5	69,3	
mag.	0,2	36,0	36,2	-5,4	8,6	3,2	39,5	-7,9	12,4	-4,5	0,0	39,5	
giu.	2,6	23,6	26,1	-46,5	10,8	-35,7	-9,6	11,3	1,3	-8,0	4,7	-4,9	
lug. ^(p)	2,9	-7,8	-4,8	8,6	6,0	14,6	9,8	-15,2	-4,9	2,1	-18,0	-8,3	
Variazioni percentuali													
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,8	0,4	457,2	11,1	3,7	
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,6	14,5	45,3	19,3	0,0	
2024	1,4	1,9	1,8	8,9	0,4	4,5	2,7	41,6	18,3	-52,9	17,7	3,6	
2024 3° trim.	0,5	-1,6	-1,3	23,0	-1,7	9,6	2,0	61,7	19,3	-35,6	21,8	3,2	
4° trim.	1,4	1,9	1,8	8,9	0,4	4,5	2,7	41,6	18,3	-52,9	17,7	3,6	
2025 1° trim.	2,5	4,1	3,9	0,8	2,3	1,6	3,1	25,2	13,9	-43,1	12,0	3,7	
2° trim. ^(p)	1,9	5,1	4,7	-5,3	3,4	-1,0	2,8	26,2	11,7	-58,6	10,4	3,3	
2025 feb.	1,7	3,7	3,4	2,4	1,7	2,0	3,0	49,5	18,4	-54,8	18,4	4,0	
mar.	2,5	4,1	3,9	0,8	2,3	1,6	3,1	25,2	13,9	-43,1	12,0	3,7	
apr.	1,8	5,3	4,8	-1,2	2,5	0,6	3,4	27,5	12,4	-49,6	10,9	3,9	
mag.	1,9	5,6	5,1	-2,9	2,9	0,0	3,4	21,4	14,5	-51,3	11,6	3,9	
giu.	1,9	5,1	4,7	-5,3	3,4	-1,0	2,8	26,2	11,7	-58,6	10,4	3,3	
lug. ^(p)	1,9	5,6	5,0	-5,1	3,7	-0,8	3,1	8,7	9,7	-50,8	6,4	3,4	

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2022	3.361,5	2.721,2	499,5	134,7	6,2	8.374,2	5.542,6	437,9	2.392,9	0,9	1.282,3	231,5	563,3
2023	3.334,1	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.222,8	227,0	542,3
2024	3.438,2	2.500,7	792,7	133,7	11,1	8.759,0	5.199,1	1.256,9	2.301,5	1,5	1.298,0	232,1	548,2
2024 3° trim.	3.364,9	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.620,7	5.089,5	1.264,0	2.266,2	1,0	1.333,5	230,1	550,8
4° trim.	3.438,2	2.500,7	792,7	133,7	11,1	8.759,0	5.199,1	1.256,9	2.301,5	1,5	1.298,0	232,1	548,2
2025 1° trim.	3.413,5	2.475,5	787,4	140,2	10,6	8.792,4	5.256,0	1.219,6	2.315,7	1,1	1.363,3	229,0	539,3
2° trim. ^(p)	3.421,2	2.494,7	772,6	144,5	9,3	8.842,1	5.334,0	1.173,0	2.333,9	1,2	1.367,5	236,6	545,7
2025 feb.	3.440,0	2.479,8	811,0	136,4	12,8	8.775,1	5.235,5	1.233,5	2.304,9	1,2	1.344,1	232,7	540,1
mar.	3.413,5	2.475,5	787,4	140,2	10,6	8.792,4	5.256,0	1.219,6	2.315,7	1,1	1.363,3	229,0	539,3
apr.	3.430,8	2.483,0	794,9	141,4	11,5	8.807,8	5.288,2	1.199,8	2.318,9	0,9	1.378,7	243,5	535,4
mag.	3.444,5	2.500,7	791,6	142,7	9,5	8.832,7	5.316,8	1.188,4	2.326,5	1,0	1.380,2	230,3	541,2
giu.	3.421,2	2.494,7	772,6	144,5	9,3	8.842,1	5.334,0	1.173,0	2.333,9	1,2	1.367,5	236,6	545,7
lug. ^(p)	3.444,9	2.510,2	780,5	144,3	9,8	8.871,5	5.357,2	1.172,9	2.340,5	0,9	1.327,8	219,3	548,4
Transazioni													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,4	6,2	12,5
2023	-31,6	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,6	-3,0	-27,8
2024	94,9	75,8	16,1	2,9	0,2	300,1	55,7	236,1	8,2	0,1	53,6	4,0	3,2
2024 3° trim.	-11,0	-1,7	-8,1	-1,7	0,4	61,4	-1,8	58,7	4,7	-0,3	41,1	9,3	16,5
4° trim.	61,8	88,8	-34,6	8,1	-0,5	133,8	106,8	-8,7	35,2	0,5	-42,6	0,7	-3,4
2025 1° trim.	-17,9	-20,6	-3,3	6,2	-0,2	34,8	64,3	-36,6	7,5	-0,4	75,1	-2,2	-9,3
2° trim. ^(p)	21,1	27,2	-9,6	4,4	-0,8	54,3	81,3	-44,7	17,6	0,1	20,3	9,0	6,4
2025 feb.	9,2	6,9	2,0	0,3	0,0	20,5	32,5	-15,4	3,6	-0,2	18,6	2,8	-9,2
mar.	-19,6	0,3	-21,6	3,6	-1,9	19,0	27,7	-13,1	4,5	-0,1	27,8	-2,9	-0,8
apr.	24,3	11,9	9,8	1,3	1,3	18,5	34,7	-18,5	2,6	-0,2	26,3	15,4	-4,0
mag.	12,9	17,3	-3,5	1,3	-2,0	24,6	28,4	-11,5	7,6	0,2	1,3	-13,4	5,9
giu.	-16,1	-2,0	-15,9	1,8	0,0	11,1	18,2	-14,6	7,5	0,1	-7,3	7,0	4,5
lug. ^(p)	20,6	13,2	6,7	0,2	0,4	28,6	22,8	-0,5	6,6	-0,2	-42,6	-17,6	2,7
Variazioni percentuali													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,6	1,1	23,2	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 3° trim.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,9	-2,7	48,1	-1,4	21,7	7,0	10,0	-1,6
4° trim.	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,6	1,1	23,2	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 1° trim.	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,6	3,4	7,4	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
2° trim. ^(p)	1,6	3,9	-6,7	13,4	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,9	-7,9	7,2	7,6	1,9
2025 feb.	3,0	4,1	-0,6	6,6	3,9	3,5	2,7	11,1	1,5	15,7	9,3	4,3	-0,7
mar.	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,6	3,4	7,4	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
apr.	2,6	4,3	-3,8	11,2	7,0	3,5	4,0	3,5	2,2	-9,2	10,2	16,0	0,6
mag.	2,7	4,8	-4,9	12,2	7,3	3,6	4,8	0,4	2,5	4,3	8,8	7,1	2,3
giu.	1,6	3,9	-6,7	13,4	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,9	-7,9	7,2	7,6	1,9
lug. ^(p)	2,7	4,9	-5,5	14,1	5,1	3,4	5,4	-4,6	3,1	-0,1	6,0	2,5	1,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾			A imprese di assicurazione e fondi pensione
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2022	6.352,0	1.001,3	5.325,7	15.389,8	12.987,6	13.174,9	5.126,5	6.631,8	1.082,5	146,7	1.565,9	836,4
2023	6.305,3	990,6	5.289,3	15.492,9	13.033,8	13.253,1	5.123,2	6.648,1	1.124,5	138,0	1.560,7	898,4
2024	6.257,4	988,5	5.243,0	15.782,4	13.247,6	13.503,0	5.182,3	6.677,2	1.248,7	139,4	1.581,4	953,4
2024 3° trim.	6.255,2	975,4	5.254,1	15.633,3	13.143,6	13.377,9	5.139,8	6.661,4	1.209,6	132,8	1.561,0	928,7
4° trim.	6.257,4	988,5	5.243,0	15.782,4	13.247,6	13.503,0	5.182,3	6.677,2	1.248,7	139,4	1.581,4	953,4
2025 1° trim.	6.267,0	995,5	5.245,5	15.876,9	13.338,1	13.594,9	5.204,0	6.720,8	1.276,5	136,8	1.562,5	976,3
2° trim.	6.264,2	1.007,4	5.230,8	15.955,7	13.411,3	13.686,5	5.211,1	6.767,6	1.287,2	145,4	1.572,2	972,3
2025 feb.	6.298,2	1.001,5	5.270,8	15.892,6	13.335,0	13.572,7	5.202,4	6.711,1	1.285,7	135,7	1.576,1	981,6
mar.	6.267,0	995,5	5.245,5	15.876,9	13.338,1	13.594,9	5.204,0	6.720,8	1.276,5	136,8	1.562,5	976,3
apr.	6.306,3	994,8	5.285,5	15.890,4	13.369,1	13.629,5	5.208,2	6.740,1	1.284,7	136,0	1.564,3	957,1
mag.	6.290,6	1.008,1	5.256,3	15.902,2	13.378,5	13.634,9	5.208,1	6.754,7	1.277,4	138,2	1.558,3	965,4
giu.	6.264,2	1.007,4	5.230,8	15.955,7	13.411,3	13.686,5	5.211,1	6.767,6	1.287,2	145,4	1.572,2	972,3
lug.	6.283,3	1.011,9	5.245,4	15.980,4	13.417,2	13.684,9	5.220,3	6.780,1	1.280,0	136,8	1.575,0	988,3
Transazioni												
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9
2023	-161,1	-17,4	-144,0	53,8	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-16,0	45,4
2024	-64,4	-1,4	-63,5	288,9	229,8	272,1	76,9	44,8	107,0	1,1	11,4	47,6
2024 3° trim.	-4,4	-3,2	-1,2	68,3	59,8	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8
4° trim.	4,6	11,0	-6,5	140,8	101,4	126,3	44,2	22,3	28,7	6,3	14,3	25,1
2025 1° trim.	31,9	6,6	25,2	116,0	112,9	113,4	35,1	48,4	32,1	-2,7	-17,0	20,1
2° trim.	-27,7	11,7	-39,4	97,2	92,4	107,8	22,0	47,8	13,6	9,1	12,0	-7,2
2025 feb.	-14,0	5,1	-19,1	59,0	56,0	48,8	13,1	15,4	29,2	-1,6	-5,6	8,6
mar.	-3,6	-6,4	2,8	6,9	18,1	35,8	8,2	11,8	-3,4	1,5	-9,5	-1,7
apr.	12,0	-1,1	13,1	25,5	41,7	44,2	11,2	16,5	14,4	-0,5	2,6	-18,8
mag.	-17,0	13,3	-30,5	7,5	9,8	5,8	1,3	15,5	-9,2	2,2	-5,9	3,7
giu.	-22,7	-0,5	-22,0	64,2	41,0	57,8	9,5	15,8	8,3	7,3	15,4	7,8
lug.	23,5	4,5	19,0	19,8	3,3	-2,8	7,6	13,4	-9,0	-8,7	1,5	15,0
Variazioni percentuali												
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,5	0,8	0,7	5,3
2024 3° trim.	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
4° trim.	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,5	0,8	0,7	5,3
2025 1° trim.	0,5	1,7	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,7	-0,7	-0,9	4,9
2° trim.	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,8	11,3	0,8	4,6
2025 feb.	0,4	1,9	0,1	2,3	2,4	2,4	2,2	1,4	9,8	-0,6	-1,0	6,3
mar.	0,5	1,7	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,7	-0,7	-0,9	4,9
apr.	0,5	1,9	0,2	2,4	2,6	2,8	2,5	1,7	8,6	-0,2	0,0	3,4
mag.	0,6	3,3	0,1	2,5	2,6	2,8	2,4	1,9	7,5	5,7	0,4	3,7
giu.	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,8	11,3	0,8	4,6
lug.	0,6	3,6	0,0	2,7	2,6	2,8	2,5	2,3	4,8	3,5	1,6	5,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro ¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
		Prestiti corretti ⁴⁾					Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2022	5.126,5	5.126,4	960,0	1.076,9	3.089,6	6.631,8	6.832,5	715,1	5.213,4	703,3
2023	5.123,2	5.138,3	907,2	1.090,3	3.125,8	6.648,1	6.866,2	731,3	5.227,9	688,9
2024	5.182,3	5.203,1	922,4	1.098,0	3.161,9	6.677,2	6.928,7	745,0	5.254,1	678,1
2024 3° trim.	5.139,8	5.161,9	912,5	1.089,7	3.137,7	6.661,4	6.899,1	742,3	5.244,0	675,1
4° trim.	5.182,3	5.203,1	922,4	1.098,0	3.161,9	6.677,2	6.928,7	745,0	5.254,1	678,1
2025 1° trim.	5.204,0	5.227,6	922,9	1.114,7	3.166,4	6.720,8	6.973,1	750,8	5.291,9	678,1
2° trim.	5.211,1	5.252,9	928,1	1.116,0	3.167,0	6.767,6	7.016,4	757,3	5.333,6	676,7
2025 feb.	5.202,4	5.213,7	926,1	1.104,4	3.171,9	6.711,1	6.956,1	747,3	5.284,9	679,0
mar.	5.204,0	5.227,6	922,9	1.114,7	3.166,4	6.720,8	6.973,1	750,8	5.291,9	678,1
apr.	5.208,2	5.231,0	927,0	1.109,3	3.171,9	6.740,1	6.990,9	753,6	5.309,0	677,5
mag.	5.208,1	5.229,1	926,0	1.108,8	3.173,3	6.754,7	7.002,0	754,2	5.322,9	677,7
giu.	5.211,1	5.252,9	928,1	1.116,0	3.167,0	6.767,6	7.016,4	757,3	5.333,6	676,7
lug.	5.220,3	5.258,2	922,6	1.122,6	3.175,1	6.780,1	7.030,0	760,1	5.345,5	674,5
Transazioni										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,0	-21,2
2024	76,9	88,1	21,9	14,1	40,9	44,8	77,0	26,6	28,0	-9,9
2024 3° trim.	18,7	22,7	13,6	4,5	0,6	20,0	20,7	7,1	17,9	-5,1
4° trim.	44,2	45,5	7,8	10,8	25,6	22,3	36,3	10,7	10,5	1,1
2025 1° trim.	35,1	35,8	2,3	21,6	11,1	48,4	50,4	8,9	39,2	0,3
2° trim.	22,0	35,9	11,1	6,9	4,0	47,8	45,8	6,0	40,1	1,7
2025 feb.	13,1	10,9	1,3	5,0	6,8	15,4	15,9	2,0	13,6	-0,3
mar.	8,2	19,2	-1,5	11,9	-2,2	11,8	19,2	4,1	7,9	-0,1
apr.	11,2	9,2	7,2	-2,1	6,1	16,5	15,6	2,8	14,2	-0,5
mag.	1,3	-1,2	-0,9	0,1	2,1	15,5	12,6	1,1	14,0	0,4
giu.	9,5	27,9	4,8	8,9	-4,2	15,8	17,7	2,1	11,9	1,8
lug.	7,6	4,6	-6,5	6,4	7,7	13,4	15,2	3,3	11,9	-1,8
Variazioni percentuali										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2024 3° trim.	0,8	1,3	2,0	0,7	0,5	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,1
4° trim.	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025 1° trim.	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
2° trim.	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,2	4,5	2,1	-0,3
2025 feb.	2,2	2,1	4,6	2,2	1,5	1,4	1,5	3,8	1,3	-0,8
mar.	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
apr.	2,5	2,6	5,8	3,3	1,3	1,7	1,9	4,0	1,6	-0,5
mag.	2,4	2,5	4,6	3,4	1,4	1,9	2,0	4,0	1,9	-0,3
giu.	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,2	4,5	2,1	-0,3
lug.	2,5	2,8	3,1	4,7	1,5	2,3	2,4	4,6	2,2	0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2022	639,4	6.731,2	1.783,0	45,7	2.109,0	2.793,4	1.332,5	344,5	137,2	147,2
2023	447,4	7.327,2	1.827,5	90,2	2.413,8	2.995,6	1.858,1	213,8	152,1	152,6
2024	377,9	7.837,7	1.843,2	116,5	2.588,8	3.289,2	2.678,3	251,6	140,4	136,0
2024 3° trim.	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.490,5	249,2	184,9	188,5
4° trim.	377,9	7.837,7	1.843,2	116,5	2.588,8	3.289,2	2.678,3	251,6	140,4	136,0
2025 1° trim.	366,8	7.939,7	1.834,3	121,1	2.573,6	3.410,7	2.791,4	225,2	183,5	161,3
2° trim. ^(p)	410,9	7.905,9	1.833,6	129,7	2.563,0	3.379,6	2.828,2	193,1	177,9	165,9
2025 feb.	425,3	7.953,7	1.842,6	118,5	2.599,8	3.392,8	2.802,3	235,3	196,1	159,7
mar.	366,8	7.939,7	1.834,3	121,1	2.573,6	3.410,7	2.791,4	225,2	183,5	161,3
apr.	447,0	7.912,6	1.830,1	123,4	2.537,1	3.422,0	2.838,5	227,2	195,4	173,4
mag.	471,6	7.957,9	1.829,8	125,9	2.572,9	3.429,3	2.924,9	255,0	181,4	177,6
giu.	410,9	7.905,9	1.833,6	129,7	2.563,0	3.379,6	2.828,2	193,1	177,9	165,9
lug. ^(p)	398,9	7.952,1	1.834,4	133,0	2.583,8	3.400,8	2.856,6	154,7	173,5	167,0
Transazioni										
2022	-93,4	52,7	-88,8	-4,6	13,2	132,9	-68,9	-205,4	10,4	18,0
2023	-198,2	323,8	25,2	40,0	227,1	31,5	456,1	-217,7	17,1	9,0
2024	-69,1	278,1	15,6	26,2	164,2	72,2	541,1	20,6	-11,7	-16,7
2024 3° trim.	-7,7	58,6	7,5	4,4	38,3	8,5	168,5	-30,7	2,4	12,0
4° trim.	-25,4	68,0	4,8	2,2	5,6	55,4	86,7	-16,2	-44,5	-52,6
2025 1° trim.	-10,7	25,4	-5,7	5,7	10,7	14,7	7,3	-22,8	43,1	25,3
2° trim. ^(p)	44,2	26,9	4,8	8,6	40,2	-26,7	129,0	-23,6	-5,6	4,7
2025 feb.	21,1	3,2	3,4	1,1	5,4	-6,6	40,6	0,8	32,9	13,2
mar.	-58,3	-2,1	-5,5	2,8	-1,3	2,0	-16,7	-23,4	-12,6	1,6
apr.	80,3	-16,1	-0,8	2,4	-5,0	-12,6	78,3	17,7	11,9	12,2
mag.	24,6	32,3	-0,6	2,5	33,3	-2,9	70,0	35,8	-13,9	4,2
giu.	-60,8	10,7	6,1	3,8	11,9	-11,2	-19,4	-77,1	-3,6	-11,7
lug. ^(p)	-13,4	6,3	-0,6	3,3	10,4	-6,8	-12,0	-46,7	-4,4	1,0
Variazioni percentuali										
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2024 3° trim.	-11,2	3,7	0,0	54,7	9,2	0,3	-	-	20,5	15,4
4° trim.	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2025 1° trim.	-7,1	2,5	0,3	17,6	3,5	2,6	-	-	3,1	-7,4
2° trim. ^(p)	0,1	2,3	0,6	19,1	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
2025 feb.	-1,0	3,0	0,7	19,0	5,0	2,1	-	-	18,5	-7,9
mar.	-7,1	2,5	0,3	17,6	3,5	2,6	-	-	3,1	-7,4
apr.	1,8	2,1	0,4	16,8	2,4	2,5	-	-	19,4	-2,3
mag.	6,8	2,4	0,5	17,1	3,5	2,2	-	-	14,0	7,6
giu.	0,1	2,3	0,6	19,1	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
lug. ^(p)	-1,8	2,4	0,9	20,4	4,0	1,3	-	-	4,0	7,8

Fonte: BCE.

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

2) Comprende i depositi presso il settore delle IFM e i titoli emessi dal settore delle IFM detenuti dalle amministrazioni centrali.

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,1	-2,7	-0,3	-0,2	0,1	-1,2
2024 2° trim.	-3,4	.	.	.	.	-1,6
3° trim.	-3,2	.	.	.	.	-1,3
4° trim.	-3,1	.	.	.	.	-1,2
2025 1° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,1

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti				Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti					Spese in conto capitale
		Totale	Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Totale	Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	46,0	45,1	13,2	12,4	14,5	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2024	46,5	45,7	13,4	12,4	14,8	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
2024 2° trim.	46,2	45,4	13,3	12,4	14,7	0,8	49,7	44,4	9,9	5,9	1,8	22,6	5,3
3° trim.	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,7	44,5	10,0	6,0	1,9	22,7	5,1
4° trim.	46,5	45,8	13,4	12,4	14,8	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
2025 1° trim.	46,7	45,9	13,4	12,4	14,9	0,8	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	22,9	4,9

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze in essere a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti		Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
					Totale	IFM								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021	93,9	2,9	13,9	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,5	1,4
2022	89,5	2,6	13,2	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,9	16,0	28,4	45,2	88,6	0,9
2023	87,3	2,4	12,2	72,7	49,3	35,9	38,1	7,8	79,5	15,0	28,1	44,3	86,5	0,8
2024	87,4	2,2	11,8	73,5	46,9	33,9	40,6	7,7	79,7	14,5	28,4	44,5	86,7	0,8
2024 2° trim.	88,0	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,0	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	87,4	2,2	11,8	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2025 1° trim.	88,0	2,3	11,7	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti ¹⁾

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-6,2	5,1
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7
2023	-2,2	1,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,7	2,6
2024	0,1	1,2	0,2	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,3	3,1
2024 2° trim.	-0,7	1,6	-0,3	-0,5	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	-2,1	2,8
3° trim.	-0,3	1,3	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,3	-0,1	-1,7	2,9
4° trim.	0,0	1,2	0,3	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,4	3,1
2025 1° trim.	0,2	1,1	0,5	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	-0,1	-1,3	3,2

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

1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati salvo che nei dati trimestrali sul raccordo disavanzo/debito.

2) Calcolata come differenza fra il rapporto debito/PIL alla fine del periodo di riferimento e quello dell'anno precedente.

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

(servizio del debito in percentuale del PIL; flussi nel periodo di servizio del debito; rendimento nominale medio: percentuali in ragione d'anno)

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media in anni ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Totale	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
										Totale	Scadenze fino a 1 anno		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	12,8	11,7	4,1	1,2	0,3	8,1	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	12,8	11,5	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,3	2,1	2,0	1,7	3,6	2,0
2024	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,2	1,8	3,5	2,9
2024 3° trim.	12,4	11,1	3,8	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,7	3,7	2,9
4° trim.	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,2	1,8	3,5	2,9
2025 1° trim.	12,4	10,9	3,8	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,8	2,2	1,9	3,3	2,9
2° trim.	12,9	11,4	3,3	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
2025 feb.	12,6	11,2	4,1	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,0	2,2	1,9	3,4	2,9
mar.	12,4	10,9	3,8	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,8	2,2	1,9	3,3	2,9
apr.	13,1	11,6	3,8	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,9	2,2	1,9	3,3	2,9
mag.	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	3,2	2,8
giu.	12,9	11,4	3,3	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
lug.	12,9	11,4	3,6	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,0	2,7

Fonte: BCE.

1) Dati registrati al valore nominale e non consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.

2) Esclusi pagamenti futuri su titoli di debito non ancora in essere e rimborsi anticipati.

3) Vita residua a fine periodo.

4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.6 Andamenti delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; flussi durante un periodo di 1 anno e consistenze in essere a fine periodo)

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Croazia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-7,1	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,5	-3,1	1,5	-1,4	-3,5	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,5	-2,8	-1,5	4,3	1,3	-3,2	-5,8	-2,4	-3,4	4,3
2024 2° trim.	-4,1	-2,7	-3,6	1,5	0,2	-3,2	-5,5	-1,8	-6,2	4,0
3° trim.	-4,4	-2,8	-3,0	4,4	0,8	-3,0	-5,6	-2,1	-5,3	4,0
4° trim.	-4,5	-2,7	-1,5	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,0	-3,4	4,3
2025 1° trim.	-5,0	-2,4	-1,0	4,1	2,6	-3,1	-5,8	-2,6	-3,5	4,4
Debito pubblico										
2021	108,5	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	102,7	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,4	68,5	138,3	81,1
2023	103,2	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,8	61,8	134,6	73,6
2024	104,7	62,5	23,6	40,9	153,6	101,8	113,0	57,6	135,3	65,0
2024 2° trim.	106,6	62,0	23,8	40,8	160,1	105,3	112,3	60,0	136,6	70,2
3° trim.	105,7	62,4	24,0	40,3	158,3	104,4	113,6	59,6	136,2	69,2
4° trim.	104,7	62,5	23,6	38,7	153,6	101,8	113,2	57,6	135,3	65,1
2025 1° trim.	106,8	62,3	24,1	34,9	152,5	103,5	114,1	58,4	137,9	64,3
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2021	-7,2	-1,2	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,8	-4,7	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,7	0,7	-0,9	-5,3	-4,4
2024 2° trim.	-4,7	-0,9	0,5	-3,5	-0,4	-3,3	1,0	-1,9	-4,9	-3,7
3° trim.	-2,7	-1,4	0,5	-3,0	-0,3	-3,8	0,7	-1,7	-4,9	-4,3
4° trim.	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,6	0,7	-0,9	-5,3	-4,5
2025 1° trim.	-1,0	-1,5	0,5	-3,1	-1,3	-5,2	0,8	-1,6	-5,1	-4,3
Debito pubblico										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,9	49,5	48,4	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	44,6	37,3	25,0	47,9	45,2	78,5	97,7	68,4	55,6	77,5
2024	46,8	38,2	26,3	47,4	43,3	81,8	94,9	67,0	59,3	82,1
2024 2° trim.	45,9	37,4	26,1	46,6	43,8	82,8	100,3	69,4	60,0	80,7
3° trim.	47,2	38,4	25,8	45,9	42,6	83,0	97,1	66,7	59,8	82,2
4° trim.	46,8	38,2	26,3	47,4	43,7	81,4	94,9	67,0	59,3	82,1
2025 1° trim.	45,6	40,6	26,1	48,1	43,2	84,9	96,4	69,9	62,8	83,7

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2025

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefono +49 69 1344 0
Sito Internet www.ecb.europa.eu

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Questo Bollettino è stato predisposto sotto la responsabilità del Comitato esecutivo della BCE.
Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 10 settembre 2025.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-01-25-070-IT-N (online)