



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 3 / 2026



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Sintesi	3
1 Contesto esterno	8
2 Attività economica	14
3 Prezzi e costi	24
4 Andamenti del mercato finanziario	32
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	36
Riquadri	45
1 Valutare l'integrazione transfrontaliera dei mercati azionari nell'area dell'euro: cosa si evince da un modello gravitazionale	45
2 L'impatto della crescita industriale cinese sull'area dell'euro	52
3 Dispersione della crescita del PIL in termini reali nei paesi dell'area dell'euro: andamenti e determinanti	59
4 Risparmia le energie: il possibile impatto della guerra in Medio Oriente sui risparmi delle famiglie e sull'economia	65
5 Determinanti dell'andamento dell'occupazione tra i lavoratori in età più avanzata	72
6 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	77
7 Novità nello IAPC: aggiornamento della classificazione nel 2026 e relative implicazioni per l'analisi dell'inflazione	83
Articoli	90
1 Sfumature della relazione tra dazi e investimenti diretti esteri	90
Riquadro 1 Considerazioni aggiornate sul nesso tra commercio e investimenti diretti esteri	97
Riquadro 2 Gli investimenti diretti in uscita verso l'estero sostituiscono gli investimenti interni nell'area dell'euro?	105
2 Le determinanti delle forze di lavoro nell'area dell'euro	112
Riquadro 1 Confronto fra le tendenze nella partecipazione alle forze di lavoro dell'area dell'euro e degli Stati Uniti	125

Andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Nella riunione del 30 aprile 2026 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Le nuove informazioni sono sostanzialmente in linea con la valutazione precedente circa le prospettive di inflazione, ma i rischi al rialzo per l'inflazione e quelli al ribasso per la crescita si sono intensificati. Il Consiglio direttivo si impegna a definire la politica monetaria in modo da assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine.

Il conflitto in Medio Oriente ha causato un brusco incremento delle quotazioni energetiche, sospingendo al rialzo l'inflazione e gravando sul clima di fiducia. Le implicazioni della guerra per l'inflazione a medio termine e per l'attività economica dipenderanno dall'intensità e dalla durata dello shock sui prezzi dell'energia, nonché dalla portata dei suoi effetti indiretti e di secondo impatto. Più a lungo continuerà la guerra e più a lungo i prezzi dell'energia resteranno elevati, maggiore sarà il probabile impatto sulle misure più ampie dell'inflazione e sull'economia.

Il Consiglio direttivo si trova tuttora in una posizione favorevole per affrontare l'attuale incertezza. L'area dell'euro è entrata in questo periodo di forti rincari dell'energia con un'inflazione intorno all'obiettivo del 2 per cento e un'economia che ha mostrato una buona capacità di tenuta negli ultimi trimestri. Le aspettative di inflazione a più lungo termine rimangono saldamente ancorate, benché quelle sugli orizzonti temporali più brevi siano aumentate in misura significativa.

Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, il Consiglio direttivo seguirà attentamente la situazione e adotterà un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono assunte di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione delle prospettive di inflazione e dei rischi a esse associati, considerati i nuovi dati economici e finanziari, nonché della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria, senza vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

Attività economica

L'economia dell'area dell'euro mostrava un certo slancio quando hanno iniziato a manifestarsi le attuali turbolenze. Secondo la stima rapida preliminare dell'Eurostat, il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,1 per cento nel primo trimestre del 2026. La domanda interna resta la principale determinante della crescita, grazie alla buona tenuta del mercato del lavoro. Tuttavia, le prospettive economiche sono molto

incerte e dipenderanno dalla durata del conflitto in Medio Oriente e dall'intensità dei suoi effetti sui mercati dell'energia e delle altre materie prime, nonché sulle catene di approvvigionamento mondiali.

Le informazioni più recenti indicano che il conflitto grava sull'attività economica. Le indagini congiunturali segnalano un indebolimento della crescita e dallo scoppio della guerra la fiducia di consumatori e imprese riguardo al futuro si è incrinata. L'allungamento dei tempi di consegna e l'aumento dei prezzi degli input suggeriscono che le catene di approvvigionamento sono sotto pressione.

In prospettiva, ci si attende che gli elevati costi dell'energia continuino a incidere sui redditi reali, accentuando la riluttanza di famiglie e imprese a consumare e a investire. A marzo 2026 la disoccupazione è rimasta prossima ai minimi storici, al 6,2 per cento, mentre la domanda di manodopera si è raffreddata ulteriormente. Nel contempo, le famiglie beneficiano ancora di una solida posizione finanziaria e gli investimenti dovrebbero continuare a essere sostenuti dalla maggiore spesa pubblica per difesa e infrastrutture e dai crescenti investimenti delle imprese nelle nuove tecnologie digitali. Queste condizioni di partenza favorevoli attenuano in qualche misura le ripercussioni della guerra.

Il Consiglio direttivo ha sottolineato l'urgente necessità di rafforzare l'economia dell'area dell'euro, preservando al tempo stesso la solidità delle finanze pubbliche. Le manovre di bilancio in risposta allo shock sui prezzi dell'energia dovrebbero essere temporanee, mirate e modulate. Sono più che mai essenziali riforme volte a migliorare il potenziale di crescita dell'area dell'euro e ad accelerare la transizione energetica per ridurre la dipendenza dai combustibili fossili. Il completamento dell'Unione del risparmio e degli investimenti è d'importanza cruciale per finanziare l'innovazione, sostenere le transizioni ecologica e digitale e aumentare la produttività. L'euro digitale e la tokenizzazione della moneta di banca centrale all'ingrosso accresceranno l'autonomia strategica, la competitività e l'integrazione finanziaria in Europa, promuovendo inoltre l'innovazione nei pagamenti. È pertanto fondamentale adottare in tempi rapidi il regolamento relativo all'istituzione dell'euro digitale. La semplificazione e l'armonizzazione delle regole all'interno del mercato unico dell'UE contribuiranno ad accelerare la crescita delle imprese europee.

Inflazione

Ad aprile, l'inflazione è aumentata al 3,0 per cento, dal 2,6 di marzo e dall'1,9 di febbraio. L'incremento è stato determinato dai forti rincari dell'energia causati dalla guerra in Medio Oriente. L'inflazione dei beni energetici è balzata al 10,9 per cento, dopo il 5,1 di marzo, mentre per quanto concerne i beni alimentari, ha registrato un lieve aumento, al 2,5 per cento. L'inflazione al netto di alimentari ed energia è scesa al 2,2 per cento, dal 2,3 di marzo, per effetto della riduzione dell'inflazione relativa ai servizi, collocatasi al 3,0 per cento, dal 3,2 di marzo. L'inflazione dei beni è salita allo 0,8 per cento, dallo 0,5 di marzo.

Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste pressoché invariate negli ultimi mesi. Per il momento l'indice salariale della BCE e le indagini sulle aspettative salariali

continuano a segnalare un'attenuazione delle pressioni sul costo del lavoro nel corso del 2026. Al tempo stesso, le indagini indicano un incremento delle altre componenti di costo e delle aspettative sui prezzi di vendita. Le aspettative di inflazione sono aumentate in misura significativa sugli orizzonti temporali più brevi. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si attestano prevalentemente a circa il 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo nel medio periodo.

Il rialzo delle quotazioni energetiche manterrà l'inflazione ben al di sopra del 2 per cento a breve termine. Con il protrarsi della fase di prezzi dell'energia elevati, si intensifica il probabile impatto sulle misure più ampie dell'inflazione attraverso effetti indiretti e di secondo impatto. Il Consiglio direttivo seguirà pertanto con attenzione l'entità e la persistenza dei rincari dell'energia, nonché il modo in cui questi si trasmettono alla formazione di prezzi e salari, alle aspettative di inflazione e alla dinamica economica complessiva.

Valutazione dei rischi

Le prospettive di crescita sono soggette a rischi al ribasso. La guerra in Medio Oriente resta un rischio al ribasso per l'economia dell'area dell'euro, inasprendo il contesto politico mondiale già di per sé mutevole. L'interruzione prolungata dell'approvvigionamento energetico potrebbe far aumentare ulteriormente le quotazioni energetiche per un periodo più lungo rispetto a quanto attualmente atteso. Questi fattori eroderebbero i redditi e accentuerebbero la riluttanza di imprese e famiglie verso gli investimenti e i consumi. La crescita si attenuerebbe ulteriormente se la chiusura delle principali rotte marittime dovesse causare gravi carenze di input essenziali, tali da costringere le imprese dell'area dell'euro a ridurre la produzione. Un deterioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari mondiali potrebbe frenare maggiormente la domanda. Ulteriori frizioni nel commercio internazionale potrebbero esacerbare le interruzioni delle catene di approvvigionamento, ridurre le esportazioni e indebolire consumi e investimenti. Altre tensioni geopolitiche, in particolare la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina, rimangono fra le principali fonti di incertezza. Per contro, la crescita potrebbe risultare superiore se l'economia si rivelasse più adattabile alle turbative causate dalla guerra in Medio Oriente o se il conflitto dovesse risolversi in tempi più rapidi di quanto attualmente atteso. Inoltre, la spesa programmata per difesa e infrastrutture, le riforme volte a migliorare la produttività e l'adozione di nuove tecnologie da parte delle imprese dell'area dell'euro potrebbero sospingere la crescita più delle attese. Nuovi accordi commerciali e una maggiore integrazione del mercato unico potrebbero inoltre stimolare la crescita oltre le aspettative attuali.

I rischi per le prospettive di inflazione sono orientati al rialzo. Se i rincari dell'energia dovessero assumere entità e durata maggiori rispetto alle aspettative correnti, l'inflazione dell'area dell'euro aumenterebbe ulteriormente. Tale andamento potrebbe risultare più marcato e persistente se l'incremento dei prezzi energetici dovesse trasmettersi in misura maggiore di quanto atteso agli altri prezzi e ai salari, se le aspettative di inflazione a più lungo termine aumentassero di riflesso, oppure

se si verificassero turbative più generalizzate delle catene di approvvigionamento mondiali. Le attuali tensioni commerciali potrebbero inoltre determinare una maggiore frammentazione delle catene di approvvigionamento mondiali, ridurre l'offerta delle materie prime critiche e inasprire i vincoli di capacità produttiva nell'economia dell'area dell'euro. Per contro, l'inflazione potrebbe risultare inferiore se le ripercussioni economiche della guerra in Medio Oriente dovessero durare meno di quanto attualmente atteso, oppure se gli effetti indiretti e di secondo impatto si dimostrassero meno pronunciati. Mercati finanziari più volatili e avversi al rischio potrebbero gravare sulla domanda e ridurre quindi anche l'inflazione.

Condizioni finanziarie e monetarie

La guerra in Medio Oriente ha determinato una volatilità significativa sui mercati finanziari mondiali. Nel complesso, le condizioni finanziarie restano più tese rispetto al periodo precedente la guerra.

Il costo del debito emesso sul mercato è aumentato al 3,9 per cento a marzo, dal 3,5 di febbraio. Secondo rilevazioni precedenti la guerra, i tassi dei prestiti bancari alle imprese hanno registrato un lieve calo al 3,5 per cento a febbraio, mentre i tassi sui mutui ipotecari sono rimasti al 3,4 per cento.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è salito al 3,2 per cento a marzo, dal 3,0 di febbraio, mentre il tasso di crescita dell'emissione di obbligazioni societarie è sceso al 3,9 per cento, dal 4,5 di febbraio. Come rilevato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2026, i criteri di concessione dei prestiti alle imprese sono divenuti più restrittivi nel primo trimestre. Tale inasprimento è riconducibile ai maggiori timori delle banche circa i rischi economici cui è esposta la clientela. La domanda di prestiti da parte delle imprese ha mostrato una lieve flessione nel primo trimestre, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti fissi.

I mutui ipotecari sono cresciuti del 3,0 per cento a marzo, dopo il 3,1 di febbraio, a fronte di un lieve irrigidimento dei criteri di concessione e di una domanda invariata.

Decisioni di politica monetaria

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

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

Conclusioni

Nella riunione del 30 aprile 2026 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Esso si impegna a definire la politica monetaria in modo da assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. Le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione delle prospettive di inflazione e dei rischi a esse associati, considerati i nuovi dati economici e finanziari, nonché della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria, senza vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

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

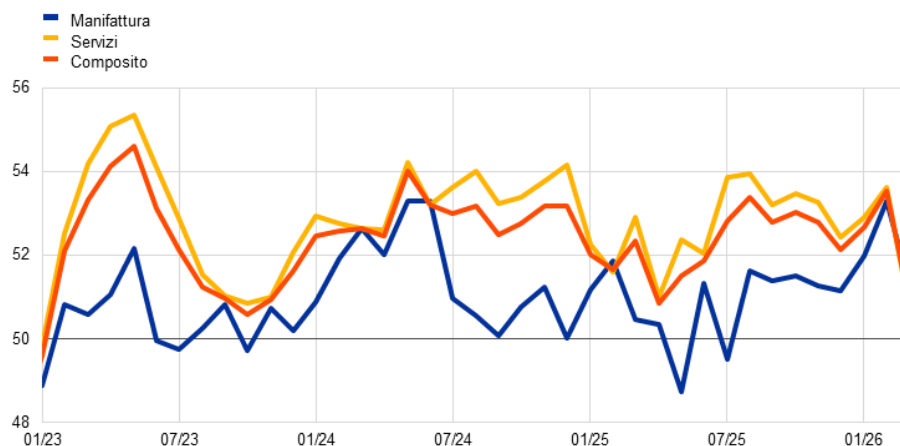
L'attività economica mondiale ha continuato a mostrare una relativa capacità di tenuta, ma sta iniziando a indebolirsi, in quanto la guerra in Medio Oriente incide sui mercati dell'energia, sul clima di fiducia e sulle prospettive di crescita a breve termine. I rincari del petrolio e del gas, causati dalla riduzione dell'offerta proveniente dal Golfo, si ripercuotono sulle economie importatrici di energia, in particolare quelle di Giappone, Corea del Sud e India. A febbraio 2026 l'inflazione a livello mondiale si è stabilizzata, ma l'aumento dei prezzi dell'energia sta esercitando nuove pressioni al rialzo. Ad eccezione del settore energetico, l'impatto diretto sul commercio mondiale è stato finora limitato. Le interruzioni del trasporto marittimo non legato all'energia sono rimaste contenute, nonostante le tensioni che hanno influenzato il transito delle risorse energetiche attraverso lo Stretto di Hormuz. Tuttavia, potrebbero ancora manifestarsi effetti indiretti, in quanto, sebbene le esportazioni di beni non energetici provenienti dal Golfo siano limitate, le interruzioni nell'approvvigionamento di input fondamentali, come l'elio e il metanolo, potrebbero avere ripercussioni su alcuni settori quali, ad esempio, il comparto dei microchip e quello aerospaziale.

L'attività economica mondiale ha continuato a evidenziare una buona tenuta, pur mostrando i primi segnali di indebolimento. In un contesto in cui la guerra in Medio Oriente grava sui mercati dell'energia, sul clima di fiducia e sulle prospettive di crescita a breve termine, a marzo 2026 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, pur rimanendo in territorio espansivo, è sceso a 50,9, dal 53,5 registrato a febbraio (cfr. il grafico 1). Secondo tale indicatore, a marzo l'attività economica ha subito un rallentamento più netto nei paesi emergenti dell'Asia, tra cui la Cina, e negli Stati Uniti. Anche i rincari dei beni energetici sembrano frenare la spesa per consumi, e l'indebolimento maggiore ha riguardato gli indicatori PMI per i settori orientati ai consumatori. Allo stesso tempo, le indagini presso i consumatori indicano un modesto deterioramento del clima di fiducia delle famiglie, sebbene molto meno marcato rispetto a quanto verificatosi durante lo shock energetico del 2022. Dato che lo shock dal lato dei beni energetici continua a trasmettersi all'economia, ci si attende che l'impatto negativo esercitato sull'attività economica si intensifichi nei prossimi trimestri.

Grafico 1

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

(indici di diffusione)



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

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

I prezzi dell'energia si confermano altamente volatili a seguito delle interruzioni del trasporto marittimo che attraversa lo Stretto di Hormuz.

Le quotazioni del greggio di qualità Brent sono salite del 9 per cento, raggiungendo i 120 dollari al barile, poiché il protrarsi del blocco dello Stretto ha ampliato l'entità dello shock dal lato dell'offerta petrolifera. I prezzi si confermano altamente volatili, in quanto il clima di fiducia del mercato ha oscillato tra l'ottimismo circa la potenziale riapertura dello Stretto di Hormuz, in particolare dopo l'annuncio del cessate il fuoco concordato tra gli Stati Uniti e l'Iran all'inizio di aprile, e il pessimismo seguito all'intensificarsi delle tensioni, anche a causa di attacchi alle petroliere.

Nel complesso, i corsi petroliferi superano del 67 per cento i livelli precedenti il conflitto. Per contro, i prezzi del gas sono diminuiti del 14 per cento dopo l'annuncio del cessate il fuoco, ma rimangono superiori del 47 per cento rispetto al periodo precedente il conflitto. Nel caso dell'Europa, gran parte dell'aumento è determinato dalla domanda a fini precauzionali, legata ai timori di future interruzioni dell'offerta, piuttosto che da un'effettiva riduzione dei volumi delle importazioni. Ciò è dimostrato da un marcato rallentamento della riduzione delle scorte, a indicare che finora non si sono verificate carenze. Questa relativa capacità di tenuta riflette innanzitutto l'impatto ritardato delle interruzioni delle forniture di gas naturale liquefatto (GNL) dal Qatar sulle importazioni europee e, in secondo luogo, l'esposizione complessivamente limitata dell'Europa alle esportazioni di GNL provenienti dal Medio Oriente. La tenuta è riconducibile anche all'indebolimento della domanda di GNL dalla Cina a seguito di condizioni meteorologiche più miti. Nonostante i rincari dei fertilizzanti, i prezzi dei beni alimentari sono rimasti finora piuttosto stabili, soprattutto rispetto alle pressioni osservate nel 2022. A differenza della situazione attuale, nella crisi del 2022 allo shock energetico si è aggiunto uno shock significativo dal lato dell'offerta di beni alimentari, dal momento che l'Ucraina e la Russia erano i principali esportatori di cereali, circostanza che non trova riscontro nel contesto odierno. Inoltre, le scorte di cereali rimangono elevate, fungendo da protezione contro le oscillazioni dell'offerta determinate da potenziali cali dei raccolti.

I fertilizzanti sono peraltro ampiamente sovvenzionati in diversi paesi, il che rende il loro impiego finale meno sensibile alle variazioni di prezzo. Nel contempo, i prezzi dei metalli sono aumentati del 7 per cento e quello dell'alluminio è stato spinto al rialzo dalle interruzioni dell'offerta in Medio Oriente.

Il conflitto in Medio Oriente si sta ripercuotendo sulle economie importatrici di energia, mentre l'impatto più ampio sul commercio mondiale, finora, è rimasto contenuto.

Le minori esportazioni di energia dal Golfo incidono sui settori ad alta intensità energetica e Giappone, Corea del Sud e India sono i paesi più esposti. Sebbene le riserve fungano da ammortizzatori nel breve termine, iniziano a emergere i primi segnali di tensione, tra cui tempi di consegna più lunghi e pressioni al rialzo sui prezzi. Per contro, le interruzioni del commercio di beni non energetici sono state contenute. Il traffico attraverso lo Stretto di Hormuz rappresenta solo una piccola parte della capacità di trasporto marittimo mondiale e, per far fronte ai rischi precedenti, il commercio attraverso il Canale di Suez era già stato reindirizzato. Di conseguenza, i costi di trasporto dei beni non energetici sono rimasti sostanzialmente stabili. Il PMI relativo agli ordinativi dall'estero indica una robusta dinamica dell'interscambio all'inizio del 2026, anche se il calo registrato a marzo segnala un possibile rallentamento. Gli indicatori relativi alle scorte non evidenziano segni di accumulo e le stime a breve termine implicano che nel secondo trimestre la crescita del commercio mondiale potrebbe scendere da circa l'1,2 per cento sul trimestre precedente osservato all'inizio del 2026 a circa lo 0,6 per cento. Sebbene il conflitto possa comunque ripercuotersi sulle catene di approvvigionamento attraverso le esportazioni di beni non energetici dal Golfo, l'esposizione resta contenuta. Tali esportazioni rappresentano meno dell'1 per cento delle importazioni nella maggior parte delle economie e circa l'1 per cento del commercio mondiale, suggerendo un impatto inferiore rispetto a quello delle precedenti interruzioni verificatesi in Asia orientale. I rischi si concentrano su prodotti specifici, quali l'elio e il metanolo, di cui i paesi del Golfo detengono ampie quote di mercato, con potenziali ricadute su particolari settori, come il comparto dei microchip e quello aerospaziale.

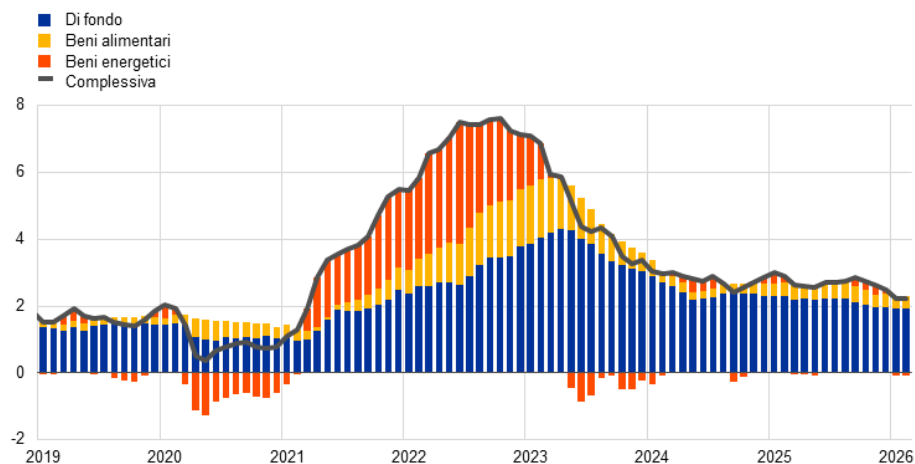
A febbraio 2026 l'inflazione complessiva si è stabilizzata al 2,2 per cento, prima che il conflitto in Medio Oriente si intensificasse e il conseguente aumento dei prezzi dell'energia iniziasse a esercitare nuove pressioni al rialzo.

L'inflazione di fondo è salita al 2,6 per cento, dal 2,5 di gennaio, mantenendosi ben al di sotto dei picchi osservati nel 2022 (cfr. il grafico 2). Tuttavia, i rincari dell'energia iniziano a diffondersi nell'economia mondiale. A marzo sia gli Stati Uniti sia la Cina hanno segnalato aumenti dell'inflazione legata ai beni energetici, e il PMI mondiale relativo ai prezzi di input e output è salito bruscamente, raggiungendo i livelli più elevati dal 2022 e indicando l'accumularsi di nuove pressioni inflazionistiche.

Grafico 2

Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

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

Le pressioni inflazionistiche derivanti dall'attuale shock energetico potrebbero essere più contenute rispetto a quelle osservate durante la crisi del 2022.

La domanda a livello mondiale è più moderata rispetto al periodo successivo alla pandemia di COVID-19 e, attualmente, nelle economie avanzate la politica monetaria è generalmente neutra o restrittiva. Anche la tensione sul mercato del lavoro si è allentata, come evidenzia il minore rapporto fra posti di lavoro vacanti e disoccupazione e la moderazione della crescita dei salari nominali, riducendo così il rischio di una dinamica salari-prezzi pronunciata. La combinazione di questi fattori suggerisce che i rincari dei beni energetici avranno un impatto minore sull'inflazione di fondo. Al tempo stesso, alla luce del periodo di elevata inflazione relativamente recente in molte economie, le aspettative di inflazione potrebbero essere più sensibili ai nuovi shock energetici e le imprese potrebbero adeguare i prezzi più rapidamente.

Negli Stati Uniti l'attività economica si è indebolita all'inizio del 2026 e le pressioni inflazionistiche si sono intensificate.

Tra dicembre 2025 e febbraio 2026 la crescita dei consumi privati ha subito un marcato rallentamento, a causa del calo della spesa per beni. I consumi di servizi, pur attenuandosi, hanno confermato una relativa capacità di tenuta. Tale andamento è coerente con una crescita più debole del reddito disponibile, di riflesso a una più debole dinamica dell'occupazione e dei salari, unitamente a un livello di fiducia dei consumatori molto basso. Nel quarto trimestre del 2025 la crescita del PIL in termini reali è stata rivista significativamente al ribasso: da una stima iniziale pari allo 0,4 per cento sul trimestre precedente, allo 0,1 per cento. Ciò segna una brusca decelerazione a partire dal terzo trimestre del 2025, principalmente causata dalla riduzione della spesa del governo di riflesso agli shutdown. La crescita avrebbe dovuto segnare una ripresa nel primo trimestre del 2026 con la normalizzazione delle attività governative. Tuttavia, i dati relativi a marzo sono ancora esigui e non rilevano appieno gli effetti della guerra. I dati del mercato del lavoro evidenziano un quadro eterogeneo. A marzo il numero di occupati nel settore non agricolo è aumentato notevolmente, di

178.000 unità, sostenuto dalle assunzioni nel settore sanitario, mentre l'occupazione nel settore pubblico ha continuato a diminuire. Il tasso di disoccupazione è sceso al 4,3 per cento per effetto della minore partecipazione alle forze di lavoro. La crescita salariale ha registrato una lieve moderazione e i tassi di assunzione sono scesi al livello più basso da aprile 2020. L'inflazione è aumentata bruscamente e a marzo l'inflazione complessiva misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 3,3 per cento sui dodici mesi, sospinta in larga misura dai prezzi dei beni energetici. L'inflazione di fondo è cresciuta in misura modesta, al 2,6 per cento, ma permangono pressioni all'origine, tra cui la trasmissione dei dazi. L'inflazione dovrebbe aumentare ulteriormente, con rischi orientati al rialzo, riducendo le aspettative di un allentamento della politica monetaria nel breve periodo.

All'inizio del 2026 la crescita in Cina si è rafforzata, sostenuta da una ripresa degli investimenti e dal vigore della spesa interna. Nel primo trimestre del 2026 la crescita del PIL è aumentata all'1,3 per cento, dall'1,2 registrato nel quarto trimestre del 2025, lievemente al di sopra delle aspettative di mercato. L'attività industriale ha segnato un'espansione, riflettendo una graduale ripresa degli investimenti fissi dopo i cali osservati in precedenza. Sebbene l'attività nel settore dei servizi si sia mantenuta al di sotto dei livelli storici, sia le vendite al dettaglio sia il prodotto in tale comparto sono migliorati, sostenuti dalle spese effettuate per il Capodanno cinese. Nel primo trimestre del 2026 le esportazioni sono rimaste vigorose, ma hanno contribuito solo in misura modesta alla crescita complessiva, in quanto sono aumentate anche le importazioni. La domanda interna continua a registrare risultati deludenti mentre il settore dell'edilizia residenziale seguita a esercitare un freno. Le dinamiche dell'inflazione sono contrastanti: l'inflazione misurata sull'IPC è diminuita a marzo 2026, in quanto i massimali di prezzo per l'energia hanno limitato la trasmissione dei rincari dei beni energetici e i prezzi alla produzione sono tornati in territorio positivo per la prima volta dal 2022, trainati dai costi dell'energia. L'esposizione della Cina agli shock energetici è relativamente limitata rispetto ad altre economie asiatiche: il suo mix energetico è meno dipendente da petrolio e gas, riflettendo il ruolo persistente del carbone e la rapida espansione delle energie rinnovabili. Fonti di approvvigionamento diversificate e ingenti scorte di petrolio forniscono riserve aggiuntive, nonostante una certa dipendenza dallo Stretto di Hormuz. Al tempo stesso, la Cina deve far fronte alle difficoltà derivanti dalla debolezza della domanda regionale. Nelle economie asiatiche l'aumento dei prezzi delle materie prime potrebbe sospingere l'inflazione e frenare la crescita, comprimendo ulteriormente la domanda estera. I rincari dei beni energetici gravano anche sui conti correnti delle economie importatrici nette di energia, con un deterioramento dei saldi commerciali, il che, a sua volta, può esercitare pressioni al ribasso sui tassi di cambio.

Nel Regno Unito ci si attende che la crescita del PIL in termini reali sia rimasta moderata nel primo trimestre del 2026. Dopo un debole incremento, pari allo 0,1 per cento, nel quarto trimestre del 2025, gli indicatori ad alta frequenza segnalano solo una modesta ripresa. I dati del PMI sono migliorati a gennaio e a febbraio del 2026 per poi diminuire bruscamente a marzo e la fiducia dei consumatori si è indebolita significativamente, probabilmente di riflesso agli effetti della guerra in Medio Oriente. L'inflazione complessiva è salita al 3,3 per cento a marzo 2026,

mentre quella di fondo è lievemente diminuita, al 3,1 per cento, dal 3,2. In un contesto di crescenti pressioni inflazionistiche, nella riunione di marzo del Monetary Policy Committee la Bank of England ha mantenuto invariato il tasso di riferimento, al 3,75 per cento.

2 Attività economica

Dopo una costante espansione nel 2025, nel primo trimestre del 2026 il PIL in termini reali ha continuato a crescere in misura modesta. La domanda interna si è confermata la principale determinante della crescita, grazie alla buona tenuta del mercato del lavoro. Ciò nonostante, lo slancio ha perso vigore con l'inizio della guerra in Medio Oriente, che ha determinato un netto deterioramento della fiducia a partire da marzo, in particolare tra i consumatori e tra le imprese del commercio al dettaglio. I più recenti dati desunti dalle indagini suggeriscono pertanto che il conflitto stia cominciando a gravare sull'attività economica. Sebbene i contatti del settore societario abbiano segnalato come sostanzialmente gestibili le condizioni attuali, l'indice composito preliminare dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto dell'area dell'euro, ad aprile, ha iniziato a evidenziare una contrazione determinata dai servizi, e il PMI relativo alle aspettative delle imprese ha subito un netto peggioramento. Sono emersi segnali di rinnovate pressioni lungo le catene di approvvigionamento, che si riflettono nell'allungamento dei tempi di consegna e nel rincaro degli input. Le prospettive economiche sono molto incerte e dipenderanno dalla durata della guerra in Medio Oriente e dall'intensità dei suoi effetti sui mercati dell'energia e delle altre materie prime, nonché sulle catene di approvvigionamento mondiali. In prospettiva, ci si attende che gli elevati costi dell'energia continuino a incidere sui redditi reali, accentuando la riluttanza di famiglie e imprese a consumare e a investire. Sebbene la disoccupazione sia rimasta prossima ai minimi storici a marzo, la domanda di manodopera si è ulteriormente ridimensionata. Nel contempo, la tenuta dei bilanci delle famiglie e la riduzione della dipendenza energetica potrebbero attenuare, in parte, l'impatto di tali fattori. Gli investimenti delle imprese dovrebbero, nel complesso, continuare a sostenere la crescita, in considerazione della maggiore spesa pubblica per difesa e infrastrutture e della crescente quota di investimenti nelle nuove tecnologie digitali. Queste condizioni di partenza favorevoli attenuano, in qualche misura, le ripercussioni della guerra.

La crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro ha subito un rallentamento nel primo trimestre del 2026. Secondo la stima rapida preliminare dell'Eurostat, il PIL in termini reali ha registrato un rialzo dello 0,1 per cento nel primo trimestre (cfr. il grafico 3), dopo un'espansione dello 0,2 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno¹. Tra i maggiori paesi dell'area dell'euro, il PIL è aumentato, sul trimestre precedente, dello 0,6 per cento in Spagna, dello 0,3 in Germania, dello 0,2 in Italia e dello 0,1 nei Paesi Bassi, mentre è rimasto invariato in Francia. La dispersione della crescita del PIL in termini reali tra i paesi dell'area dell'euro (esclusa l'Irlanda) è diminuita negli ultimi trimestri ed è relativamente contenuta in termini storici, traducendosi in una limitata divergenza tra le dinamiche di crescita nei diversi paesi. Le differenze in termini di crescita sembrano più strettamente connesse alle tendenze demografiche e del mercato del lavoro piuttosto che alle differenze di crescita della produttività (cfr. il riquadro 3). Sebbene non sia ancora disponibile una scomposizione della spesa, gli indicatori congiunturali

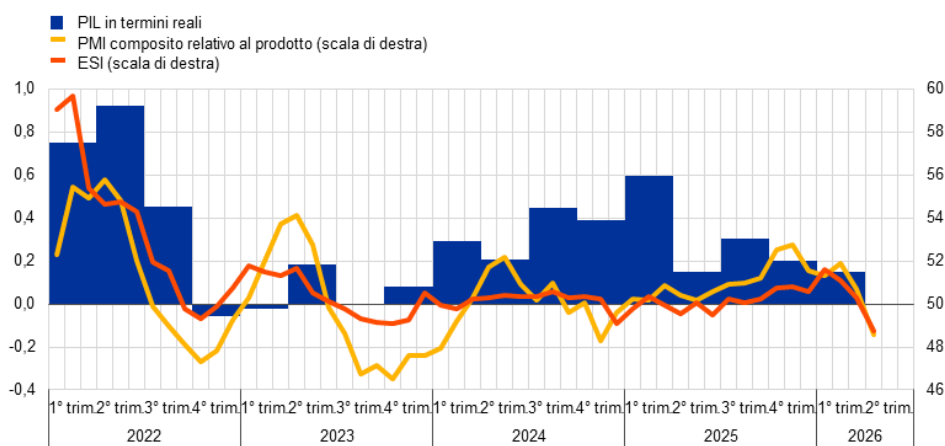
¹ La stima rapida preliminare del PIL trimestrale dell'area dell'euro è stata pubblicata il 30 aprile, il giorno successivo alla data di ultimo aggiornamento dei dati inclusi in questo numero del Bollettino.

e i dati a livello nazionale rivelano che il contributo della domanda interna alla crescita si è attenuato nel primo trimestre del 2026. I dati sulla produzione indicano un rallentamento della dinamica nei servizi e una debolezza nella manifattura. In media, a gennaio e a febbraio la produzione industriale (al netto delle costruzioni) si è collocata su un livello inferiore dell'1,0 per cento rispetto al quarto trimestre del 2025 e le vendite al dettaglio sono rimaste invariate, mentre la produzione di servizi, a gennaio, è lievemente aumentata rispetto allo scorso dicembre.

Grafico 3

PIL in termini reali, PMI composito relativo al prodotto ed ESI nell'area dell'euro

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul trimestre precedente; scala di destra: indice di diffusione)



Fonti: Eurostat, Commissione europea e S&P Global.

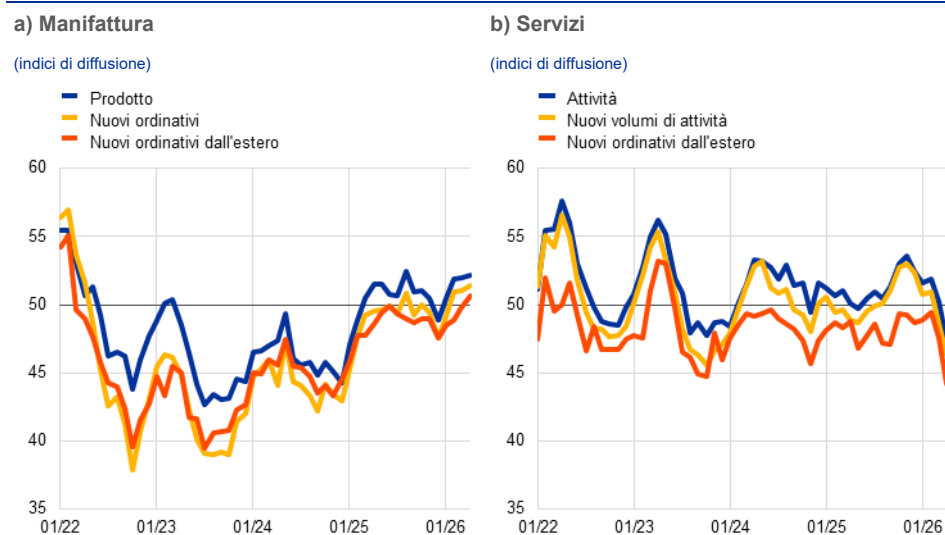
Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; le barre mostrano i dati trimestrali. Per il PMI relativo al prodotto, la linea orizzontale in corrispondenza del valore 50 indica la linea di base neutra che divide espansione e contrazione. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è stato standardizzato e riscalato in modo da avere la stessa media e deviazione standard del PMI relativo al prodotto. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2026 per il PIL in termini reali e ad aprile 2026 per l'ESI e il PMI composito relativo al prodotto.

Il clima di fiducia ha subito un netto peggioramento dall'inizio della guerra in Medio Oriente e gli indicatori desunti dalle indagini segnalano un rallentamento del ritmo di crescita nel secondo trimestre e nel periodo successivo.

Il PMI composito relativo al prodotto nell'area dell'euro è diminuito sia a marzo sia ad aprile, scendendo sotto la soglia di 50. Tale deterioramento è interamente riconducibile all'attività nel settore dei servizi, unica determinante della crescita negli ultimi trimestri (cfr. il grafico 4). L'attività nel settore manifatturiero è rimasta in territorio positivo, riflettendo in parte la spesa per la difesa e l'anticipazione degli acquisti in previsione di futuri rincari del petrolio o di carenze dal lato dell'offerta. Anche l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea ha registrato un calo significativo a marzo e ad aprile, evidenziando una contrazione particolarmente marcata tra i consumatori e nei settori dei servizi e del commercio al dettaglio. Al tempo stesso, si sono intensificate, manifestandosi con chiarezza, le interruzioni lungo le catene di approvvigionamento. Il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori ha mostrato un brusco peggioramento nei mesi di marzo e aprile, riecheggiando il grave deterioramento osservato ad aprile 2022. Anche il PMI relativo ai prezzi degli input manifatturieri, indicatore complementare delle strozzature dal lato dell'offerta, ha registrato una forte crescita. Stando alle informazioni ricavate dai contatti con il settore societario, un prolungamento del conflitto a maggio e a giugno potrebbe innescare turbative più

ampie lungo le catene di approvvigionamento, dovute, in particolare, a potenziali carenze di petrolio e prodotti derivati, fondamentali ai fini dei processi manifatturieri. Le società contattate, tuttavia, si attendono generalmente che tali eventuali interruzioni siano meno gravi di quelle verificatesi durante la pandemia (cfr. il riquadro 6).

Grafico 4
Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



Fonte: S&P Global Market Intelligence.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026.

Anche gli indicatori prospettici hanno evidenziato un marcato peggioramento dall'inizio della guerra. Il PMI composito relativo all'attività attesa ha subito un forte calo a marzo e ad aprile, interamente riconducibile al settore dei servizi. Anche il PMI relativo alle aspettative delle imprese su un orizzonte di un anno è diminuito significativamente, collocandosi, ad aprile, ben al di sotto della sua media storica, a causa della marcata flessione degli indicatori relativi al settore manifatturiero e a quello dei servizi. Nel complesso, tali andamenti denotano un crescente pessimismo, con l'aumentare delle aspettative delle imprese di un impatto sempre più gravoso del conflitto sull'attività nei prossimi mesi.

Le condizioni del mercato del lavoro rimangono, nel complesso, stabili, sebbene la domanda di manodopera si stia gradualmente ridimensionando.

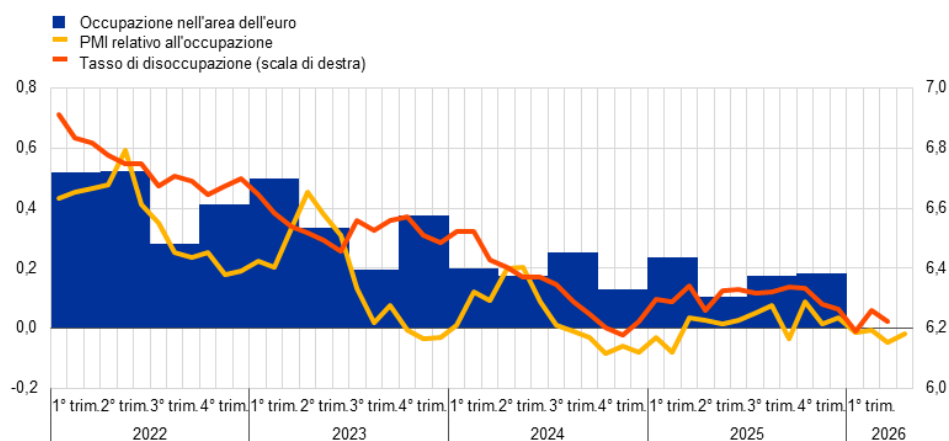
Nel quarto trimestre del 2025 l'occupazione e le ore lavorate totali sono aumentate rispettivamente dello 0,2 e dello 0,6 per cento (cfr. il grafico 5). L'attuale rallentamento della crescita dell'occupazione riflette in parte la protratta attenuazione della domanda di lavoro. Il tasso di posti vacanti si è attestato al 2,2 per cento nel quarto trimestre, restando così per il secondo trimestre consecutivo al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, osservati nel quarto trimestre del 2019. Negli ultimi anni, la tendenza dei lavoratori più anziani ad accedere alla pensione in età più avanzata rispetto alle generazioni precedenti ha sostenuto il tasso di occupazione all'interno della popolazione dell'area dell'euro (cfr. il riquadro 5). Nel quarto trimestre del 2025 le forze di lavoro hanno continuato a espandersi, dello 0,9 per

cento, sul periodo corrispondente, mentre i dati mensili più recenti rivelano una moderazione della crescita. Al contempo, il tasso di disoccupazione a marzo si è collocato al 6,2 per cento, dal 6,3 di febbraio, mantenendosi a livelli storicamente bassi.

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

Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro evidenziano una crescita contenuta dell'occupazione nel primo trimestre del 2026. In base alla stima preliminare, ad aprile il PMI composito mensile relativo all'occupazione si è collocato a 49,8, lievemente al di sopra del valore di 49,5 registrato a marzo, suggerendo andamenti dell'occupazione sostanzialmente invariati. L'indicatore ha evidenziato un'ulteriore contrazione nel settore manifatturiero, mentre è aumentato in quello dei servizi, mantenendosi appena al di sopra della soglia di 50.

I consumi privati hanno subito un probabile rallentamento nel primo trimestre del 2026, mentre le prospettive a breve termine sono soggette a fattori avversi derivanti dalla guerra in Medio Oriente. Dopo il forte slancio osservato alla fine del 2025, la spesa delle famiglie sembra aver registrato una moderazione agli inizi del 2026, probabilmente con una certa attenuazione già in atto prima dell'inizio del conflitto. Coerentemente, nel primo trimestre del 2026, i volumi del commercio al dettaglio sono rimasti sostanzialmente invariati (media tra gennaio e febbraio) rispetto al quarto trimestre del 2025. I risultati delle indagini segnalano inoltre un indebolimento della dinamica dei consumi, in un contesto di accresciuta incertezza geopolitica. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è diminuito a marzo, principalmente per effetto di più deboli aspettative circa la situazione economica generale, in un contesto di tensioni geopolitiche in Medio Oriente (cfr. il pannello a) del grafico 6), ed è sceso ulteriormente ad aprile, toccando il livello più basso dalla fine del 2022. Nel

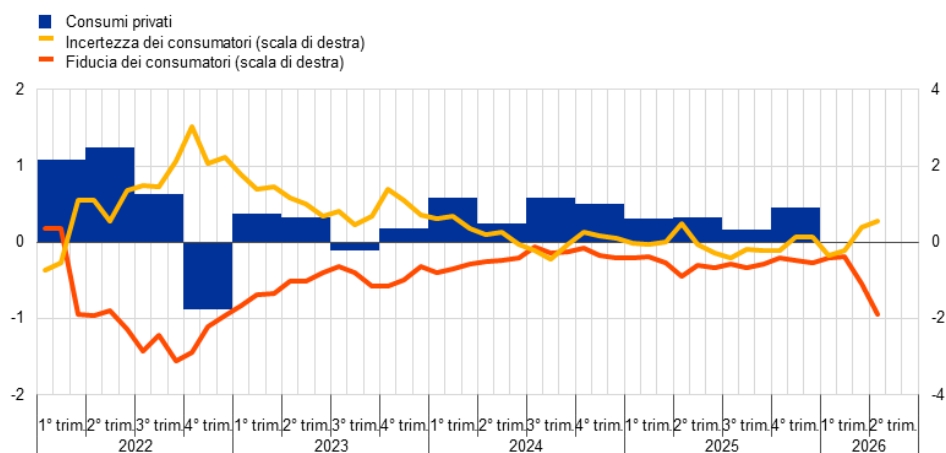
contempo, l'incertezza dei consumatori è aumentata e ciò segnala comportamenti di spesa più cauti da parte delle famiglie. Il deterioramento delle aspettative delle famiglie resta tuttavia significativamente meno pronunciato di quello osservato all'indomani dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia (cfr. il pannello b) del grafico 6). L'indicatore della Commissione europea relativo all'attività attesa ponderato per i consumi, un indice aggregato basato sulle aspettative delle imprese circa l'attività nei prossimi tre mesi, è sceso ulteriormente a marzo, avvicinandosi alla sua media di lungo periodo. Inoltre, l'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE indica che, a marzo, le aspettative per gli acquisti legati alle vacanze si sono ulteriormente indebolite. Le prospettive per i consumi privati delineano andamenti sfavorevoli per il futuro, sebbene permangano alcuni fattori attenuanti. I rincari dell'energia potrebbero gravare sulla crescita del reddito reale e contenere la spesa delle famiglie. Al tempo stesso, le famiglie potrebbero attingere ai propri risparmi per attutire l'impatto dello shock energetico, mentre l'elevata incertezza potrebbe incoraggiarle a mantenere o ricostituire le riserve di risparmio a fini precauzionali, gravando così sui consumi privati (cfr. il riquadro 4).

Grafico 6

Consumi e aspettative delle famiglie

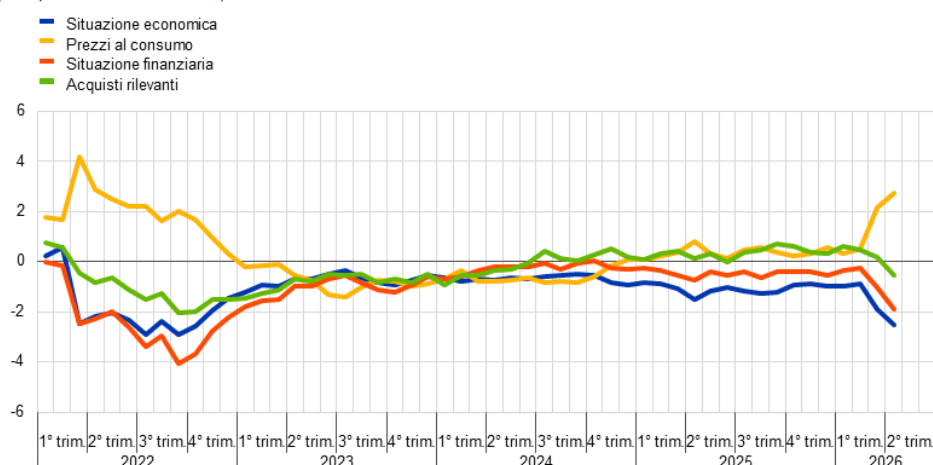
a) Consumi privati in termini reali, clima di fiducia dei consumatori e incertezza

(variazioni percentuali sul trimestre precedente, saldi percentuali standardizzati)



b) Aspettative delle famiglie

(saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Incertezza dei consumatori" rappresenta l'indice di incertezza economica dei consumatori pubblicato dalla Commissione europea. Tutte le serie desunte dalle indagini della Commissione europea presso le imprese e i consumatori sono standardizzate per l'intero campione a partire da gennaio 1999, ad eccezione dell'incertezza dei consumatori, che è standardizzata per l'intero campione a partire da aprile 2019 a causa della disponibilità dei dati. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025 per i consumi privati e ad aprile 2026 per tutte le altre variabili.

È probabile che gli investimenti delle imprese abbiano continuato a crescere nel primo trimestre del 2026, ma una guerra prolungata in Medio Oriente potrebbe generare rischi al ribasso nella seconda metà dell'anno.

Le determinanti degli investimenti sono rimaste solide prima della guerra in Medio Oriente, grazie al miglioramento degli utili societari, alla solidità dei bilanci e alla forte domanda di tecnologie digitali. Nel primo trimestre del 2026, nonostante lo scoppio del conflitto, l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei beni di investimento ha continuato a migliorare fino a marzo. Nello stesso periodo, il clima di fiducia nei settori dei servizi immateriali è rimasto positivo, sebbene in lieve calo (cfr. il pannello a) del grafico 7). Nel complesso, ciò denota una crescita positiva degli investimenti all'inizio del 2026. Tale quadro è

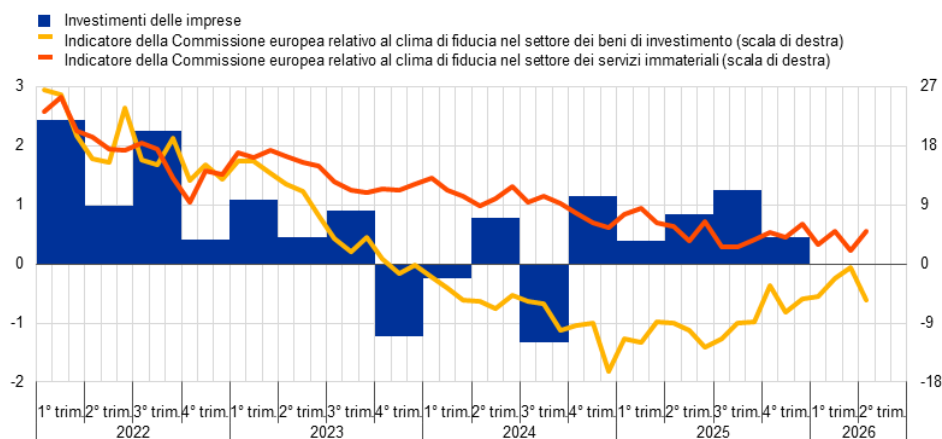
cambiato con l'avvio della guerra in Medio Oriente. L'incertezza e i prezzi del petrolio sono aumentati e l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei beni di investimento, ad aprile, è diminuito. Ci si attende che la crescita degli investimenti delle imprese sia contenuta per la restante parte del 2026, con rischi al ribasso nella seconda metà dell'anno, nel caso in cui continui la guerra in Medio Oriente e l'incertezza rimanga elevata (cfr. il riquadro 6.). Le interruzioni delle catene di approvvigionamento mondiali potrebbero rivelarsi più gravi per le imprese del settore industriale, con la trasmissione dei rincari dell'energia all'alluminio, all'acciaio e ad altre componenti. Gli investimenti digitali potrebbero risentire di fattori avversi lungo le catene di approvvigionamento critiche, in particolare delle interruzioni nell'offerta di semiconduttori e nella costruzione di centri dati. In prospettiva, la domanda di digitalizzazione e la spesa per la difesa, insieme ai restanti fondi del Next Generation EU, dovrebbero attenuare l'impatto negativo sugli investimenti delle imprese derivante da tali fattori.

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini

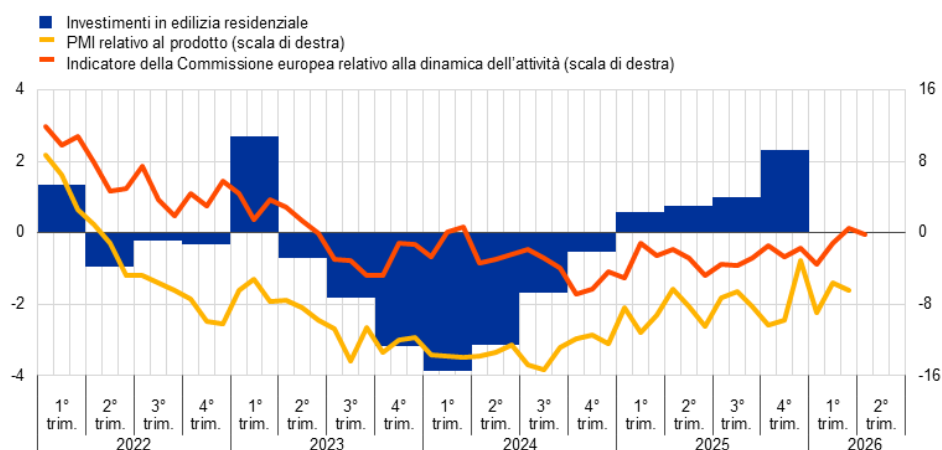
a) Investimenti delle imprese

(variazioni percentuali sul trimestre precedente e saldi percentuali)



b) Investimenti in edilizia residenziale

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



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

Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre si riferiscono ai dati trimestrali. Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi. L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei servizi immateriali si riferisce a una media ponderata di attività editoriali (J58), attività di programmazione, consulenza informatica e attività connesse (J62), e attività dei servizi di informazione (J63). Nel pannello b) il PMI è espresso in termini di deviazione da 50. La linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla media ponderata della valutazione espressa dal settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione circa l'andamento dell'attività nei tre mesi precedenti, riscalata in base alla deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025 per gli investimenti, a marzo 2026 per il PMI relativo al prodotto e ad aprile 2026 per gli indicatori della Commissione europea.

Gli investimenti nell'edilizia residenziale sembrano aver continuato a recuperare terreno nel primo trimestre del 2026, sostenuti dai lavori di finitura.

L'andamento generalmente positivo degli investimenti in edilizia residenziale (cfr. il pannello b) del grafico 7) ha continuato a essere trainato dai lavori di finitura (lavori specializzati di costruzione), che comprendono anche i lavori di ristrutturazione di edifici esistenti. Tali opere hanno continuato a produrre risultati migliori rispetto alla costruzione di nuovi edifici, sia a livello dell'area dell'euro sia nei principali paesi dell'area. Di recente gli indicatori di breve periodo hanno evidenziato un calo, ma la tendenza rimane sostanzialmente favorevole. L'indicatore della Commissione

europea relativo alle tendenze recenti delle attività nei settori delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione è diminuito ad aprile, pur rimanendo prossimo al livello più elevato registrato a partire dal primo trimestre del 2024, mentre l'indice PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale è lievemente diminuito, pur mantenendosi al di sopra del valore di gennaio. In prospettiva, secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori della BCE, la valutazione dei consumatori che considerano le abitazioni come un buon investimento rimane su livelli elevati, segnalando una robusta domanda di fondo. Allo stesso tempo, le aspettative delle famiglie circa i tassi sui mutui ipotecari sono aumentate a marzo, segnalando rischi al ribasso per la ripresa in atto della domanda di abitazioni. Tali rischi riflettono le prospettive di condizioni di finanziamento meno favorevoli a seguito dello shock sui prezzi causato dall'energia e del deterioramento della fiducia associato al conflitto.

Le esportazioni dell'area dell'euro continuano a risentire delle condizioni sfavorevoli determinate dai dazi statunitensi e dalla concorrenza della Cina.

A febbraio 2026 il volume delle esportazioni di beni è diminuito del 3,4 per cento sui tre mesi precedenti, dopo la contrazione registrata a gennaio. Le esportazioni verso gli Stati Uniti e il resto del mondo sono diminuite, evidenziando le sfide in corso per gli esportatori dell'area dell'euro. Gli indicatori desunti dalle indagini suggeriscono che, anche a marzo, i nuovi ordinativi dall'estero hanno continuato a diminuire. In prospettiva, è probabile che le sfide per la competitività degli esportatori europei si intensifichino a fronte delle persistenti interruzioni nei mercati dell'energia e delle materie prime, in considerazione del fatto che il petrolio e il gas mantengono un ruolo centrale nel mix energetico dell'area dell'euro, rendendola particolarmente vulnerabile agli shock dei prezzi a livello mondiale. Nel complesso, gli esportatori dell'area stanno fronteggiando una triplice sfida: dazi statunitensi, concorrenza della Cina e rincari dell'energia. Si registrano crescenti timori circa le potenziali carenze di combustibile per aerei, che potrebbero causare interruzioni del traffico aereo e un aumento delle tariffe dei voli, frenando così la domanda turistica. Contemporaneamente, un lieve riorientamento dei flussi turistici verso destinazioni europee potrebbe in parte compensare gli effetti negativi sulla domanda. Tuttavia, sebbene finora non vi siano effetti percepibili sui dati dei passeggeri che volano spesso, gli indicatori delle indagini segnalano un indebolimento della domanda di servizi turistici in un contesto di accresciuta incertezza. A febbraio i volumi delle importazioni sono diminuiti dell'1,5 per cento sui tre mesi precedenti, in larga misura a causa di un calo significativo delle importazioni di prodotti chimici (inclusi i prodotti farmaceutici) dagli Stati Uniti, mentre le importazioni dalla Cina hanno continuato a crescere. Nel contempo, i prezzi all'importazione hanno mantenuto la loro tendenza al ribasso, diminuendo, a gennaio, del 3,5 per cento sui dodici mesi. Tale calo riflette ancora l'impatto dell'apprezzamento dell'euro a partire dalla primavera del 2025, insieme alle sostenute pressioni al ribasso sui prezzi provenienti dalla Cina.

Nel complesso, le prospettive economiche restano altamente incerte e ruotano intorno alla durata della guerra e al suo impatto su energia, mercati delle altre materie prime e catene di approvvigionamento mondiali. Al tempo stesso, la solidità dei bilanci delle famiglie, insieme all'aumento della spesa per difesa e

infrastrutture nonché al proseguimento degli investimenti in tecnologie digitali, dovrebbero contribuire ad attenuare l'impatto dei fattori avversi.

3 Prezzi e costi

Ad aprile 2026 nell'area dell'euro l'inflazione complessiva sui dodici mesi è salita al 3,0 per cento, dal 2,6 di marzo, per effetto del brusco rincaro dei beni energetici causato dalla guerra in Medio Oriente². Anche l'inflazione dei beni alimentari è aumentata, mentre quella al netto delle componenti energetica e alimentare è lievemente diminuita. Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste sostanzialmente stabili negli ultimi mesi. Nel quarto trimestre del 2025 il tasso di incremento su base annua del costo del lavoro per dipendente è sceso al 3,7 per cento, dal 3,9 del trimestre precedente. Per il momento la crescita delle retribuzioni contrattuali e gli indicatori prospettici, come l'indice salariale della BCE e le indagini sulle aspettative relative ai salari, continuano a indicare un allentamento delle pressioni sul costo del lavoro nel corso del 2026. Le aspettative di inflazione sono aumentate in misura significativa sugli orizzonti temporali più brevi. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano prevalentemente a circa il 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo nel medio periodo.

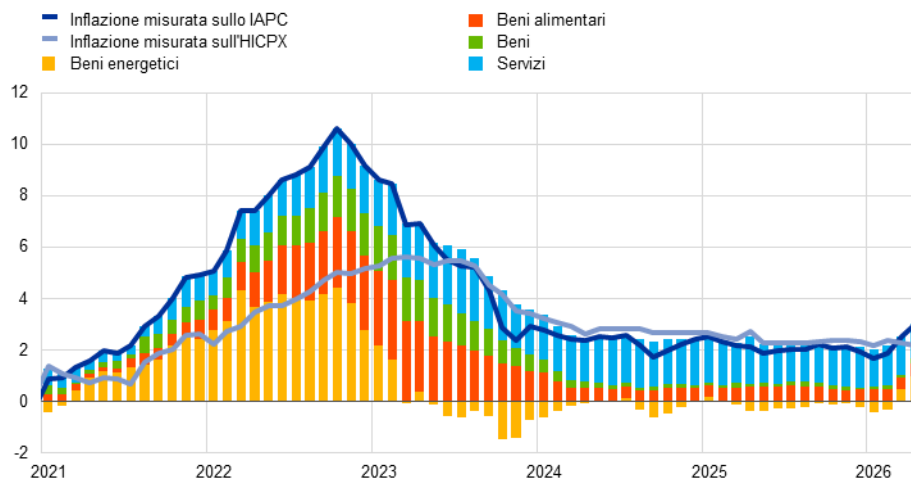
Ad aprile 2026 nell'area dell'euro l'inflazione complessiva sui dodici mesi, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è salita al 3,0 per cento, dal 2,6 di marzo (cfr. il grafico 8). Ciò riflette un ulteriore aumento dell'inflazione dei beni energetici e un modesto rialzo di quella dei beni alimentari; tali incrementi sono stati compensati solo in parte da un lieve calo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX). Nel primo trimestre del 2026 l'inflazione complessiva dell'area si è collocata al 2,0 per cento, 0,1 punti percentuali al di sotto di quanto indicato dalle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE lo scorso marzo.

² È eccezionalmente riportata la stima preliminare dei dati sull'inflazione di aprile, pubblicata dall'Eurostat il 30 aprile 2026, benché i dati contenuti in questo numero del Bollettino siano aggiornati al 29 aprile 2026.

Grafico 8

Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

L'inflazione dei beni energetici è bruscamente aumentata ad aprile, portandosi al 10,9 per cento dal 5,1 di marzo. L'incremento è stato principalmente determinato da un netto rincaro dei beni energetici su base mensile (3,0 per cento) e da un effetto base al rialzo (pari a circa 2,7 punti percentuali). I dati disponibili fino a marzo mostrano una crescita del tasso di inflazione sui dodici mesi relativo alle principali sottocomponenti energetiche, in particolare ai carburanti per il trasporto e ai combustibili liquidi. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici è scesa al 2,2 per cento ad aprile, dal 2,3 di marzo.

L'inflazione dei beni alimentari è aumentata al 2,5 per cento ad aprile, dal 2,4 di marzo. L'aumento è stato trainato dall'inflazione dei beni alimentari non trasformati, salita al 4,7 per cento ad aprile dal 4,2 del mese precedente, mentre l'inflazione dei beni alimentari trasformati è rimasta invariata all'1,7 per cento. Nei prossimi mesi gli effetti indiretti della recente impennata dei costi dell'energia potrebbero gradualmente iniziare a trasmettersi all'inflazione dei beni alimentari.

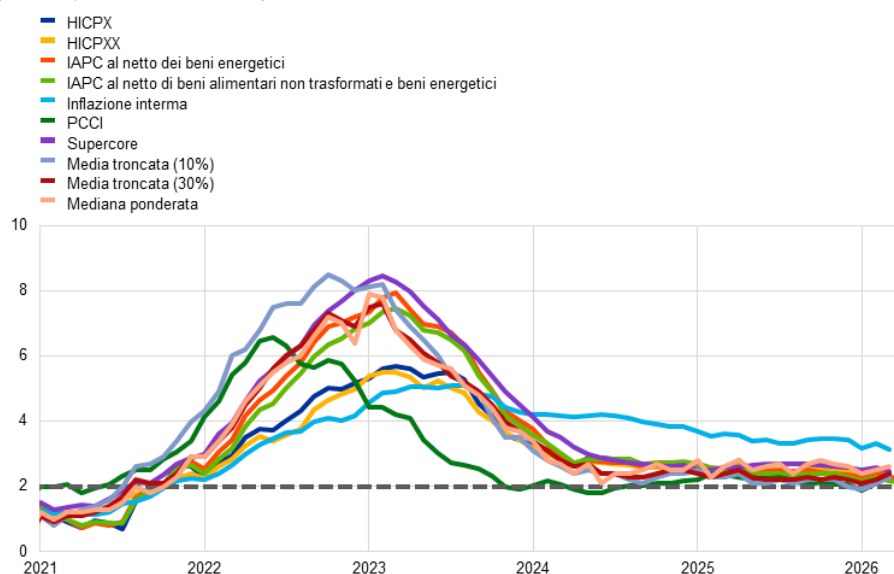
L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è scesa al 2,2 per cento ad aprile, dal 2,3 di marzo. La flessione riflette un calo del tasso di crescita sui dodici mesi dell'inflazione dei servizi (pari al 3,0 per cento ad aprile, dopo il 3,2 segnato a marzo), compensato solo in parte dall'aumento dell'inflazione dei beni industriali non energetici (salita allo 0,8 per cento ad aprile, dallo 0,5 di marzo). Secondo i dati disponibili fino a marzo, il rallentamento dell'inflazione dei servizi è stato principalmente trainato dalla riduzione del tasso di crescita sui dodici mesi relativo ai servizi ricreativi, dovuta soprattutto ai minori contributi apportati dai servizi di alloggio e, in misura più contenuta, di ristorazione. Il modesto tasso di inflazione dei beni industriali non energetici a marzo ha per lo più rispecchiato il protrarsi delle deboli pressioni sui prezzi dei beni semidurevoli e durevoli.

Rispetto al mese precedente, a marzo le misure dell'inflazione di fondo hanno fornito segnali contrastanti (cfr. il grafico 9).

A marzo 2026 tali misure hanno oscillato in un intervallo compreso tra il 2,2 e il 2,6 per cento. Tra le misure basate sull'esclusione di alcune componenti, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari, energetici e delle voci legate a viaggi, calzature e abbigliamento è rimasta invariata, mentre le medie troncate sono aumentate di 0,2 punti percentuali. Le restanti misure sono diminuite di 0,1 punti percentuali. Per quanto riguarda le misure basate sui modelli, la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) è salita al 2,3 per cento a marzo, dal 2,1 di febbraio. Al contrario, l'indicatore Supercore, che comprende voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è sceso al 2,5 per cento dal 2,6³. Anche l'inflazione interna, che include voci a basso contenuto di importazioni, è diminuita a marzo, portandosi al 3,1 per cento dal 3,3 di febbraio. I dati già disponibili per aprile mostrano che la maggior parte delle misure basate sull'esclusione di alcune componenti è diminuita di 0,1 punti percentuali rispetto a marzo. Nel complesso, le misure dell'inflazione di fondo hanno continuato a indicare una sostanziale stabilizzazione delle pressioni di fondo sui prezzi.

Grafico 9 Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

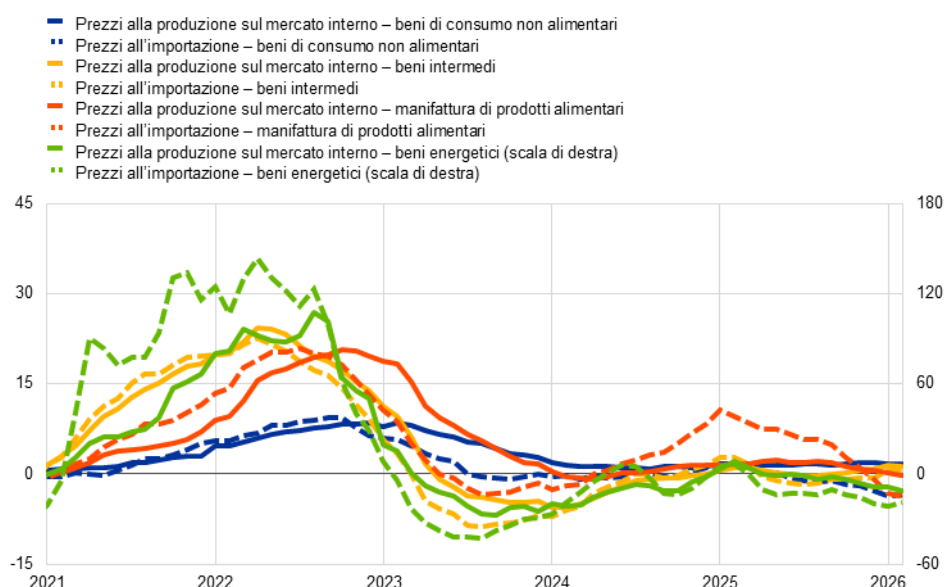
Note: l'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari; l'acronimo HICPXX indica lo IAPC al netto delle componenti energetica, alimentare e delle voci relative a viaggi, abbigliamento e calzature; l'acronimo PCCI indica la componente comune e persistente dell'inflazione. La linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026 (stima preliminare) per l'HICPX, lo IAPC al netto dei beni energetici e lo IAPC al netto di beni alimentari non trasformati e beni energetici, e a marzo 2026 per tutte le altre misure.

³ L'indicatore Supercore ha subito una significativa revisione. Sebbene parte della variazione sia attribuibile al passaggio al sistema di classificazione ECOICOP versione 2, a esercitare l'effetto più rilevante è stato un adeguamento della metodologia di stima, introdotto contestualmente alla nuova classificazione. Per maggiori informazioni, cfr. Eiglsperger, M., Bodnár, K., Bouhaouita Haddad, R. e Wieland, E., *Novità nello IAPC: aggiornamento della classificazione nel 2026 e relative implicazioni per l'analisi dell'inflazione*, riquadro 7 in questo numero del Bollettino.

Prima dell'inizio della guerra in Medio Oriente, le misure delle pressioni inflazionistiche avevano segnalato spinte contenute sui prezzi dei beni e dei beni alimentari (cfr. il grafico 10). Negli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi, le pressioni sui beni intermedi sono rimaste moderate. A febbraio l'inflazione alla produzione sul mercato interno è scesa lievemente (1,3 per cento), mentre quella all'importazione ha segnato un modesto aumento (0,6 per cento). Negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, le pressioni inflazionistiche sui beni di consumo non alimentari sono rimaste sostanzialmente invariate a febbraio: l'inflazione alla produzione sul mercato interno si è mantenuta all'1,6 per cento e quella all'importazione ha continuato a essere negativa al -3,5 per cento. Allo stesso tempo, a febbraio l'inflazione alla produzione dei beni alimentari processati è diventata negativa (-0,2 per cento) per la prima volta da maggio 2024. L'inflazione all'importazione dei beni alimentari processati ha proseguito la propria traiettoria di persistente flessione, scendendo al -3,7 per cento a febbraio. Nel complesso, tali dinamiche riflettono il passato apprezzamento dell'euro e, probabilmente, le maggiori esportazioni provenienti dalla Cina sul mercato dell'area dell'euro. Poiché i dati sono antecedenti all'inizio della guerra in Medio Oriente, i successivi andamenti dei prezzi alla produzione e all'importazione sono oggetto di attento monitoraggio.

Grafico 10
Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



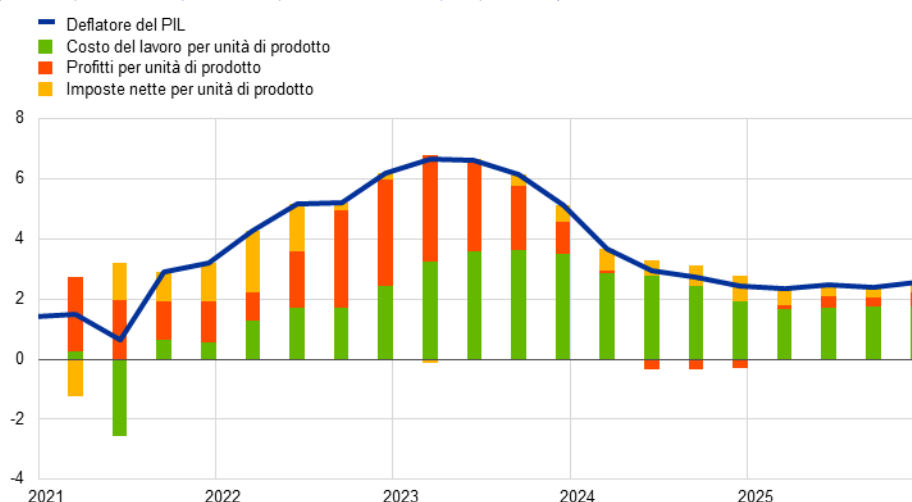
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2026.

Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono aumentate al 2,6 per cento nel quarto trimestre del 2025, dopo essere costantemente diminuite fino all'inizio dello stesso anno (cfr. il grafico 11). L'incremento riflette un maggiore contributo dei profitti per unità di prodotto, mentre gli apporti del costo del lavoro per unità di prodotto e delle imposte per unità di prodotto sono rimasti invariati. In termini di tasso di crescita, il costo del lavoro per unità di prodotto si è mantenuto al 3,1 per cento nel quarto

trimestre del 2025, di riflesso a una contrazione del tasso di incremento sul periodo corrispondente del costo del lavoro per dipendente (dal 3,9 al 3,7 per cento), compensata in parte da un rallentamento della crescita della produttività del lavoro (dallo 0,8 allo 0,5 per cento). La moderazione del tasso di crescita del costo del lavoro per dipendente è stata determinata da un calo del contributo della componente eccedente i minimi contrattuali, sceso a 0,4 punti percentuali dagli 1,9 nel trimestre precedente. Tale contrazione ha in parte controbilanciato l'aumento del tasso di crescita delle retribuzioni contrattuali, passato dall'1,9 al 3,0 per cento. In prospettiva, l'indice salariale della BCE, aggiornato con i dati sugli accordi salariali negoziati fino alla metà di aprile, rileva che le pressioni sulle retribuzioni contrattuali si stabilizzeranno al 2,6 per cento nel 2026, attenuandosi rispetto al 3,0 per cento del 2025⁴. Il rallentamento è confermato anche dai più recenti indicatori della crescita salariale ricavati dalle indagini, come quella telefonica condotta dalla BCE presso le imprese (Corporate Telephone Survey), i cui intervistati hanno dichiarato di attendersi un calo della dinamica delle retribuzioni, che passerebbe dal 3,5 per cento del 2025 al 2,9 nel 2026 e al 2,8 nel 2027⁵.

Grafico 11 Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Le aspettative di inflazione a più breve termine dei previsori professionali, degli analisti monetari e dei consumatori sono aumentate a marzo 2026.

La mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavata dall'edizione di aprile 2026 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) e dall'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il secondo trimestre del 2026 è rimasta invariata al 2 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 12). Per contro,

⁴ Per ulteriori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BCE [New data release: ECB wage tracker indicates negotiated wage pressures stable in 2026](#) del 6 maggio 2026.

⁵ Per ulteriori informazioni, cfr. Elding C., Kuik F., Meyler A. e Morris, R., *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie*, riquadro 6 in questo numero del Bollettino.

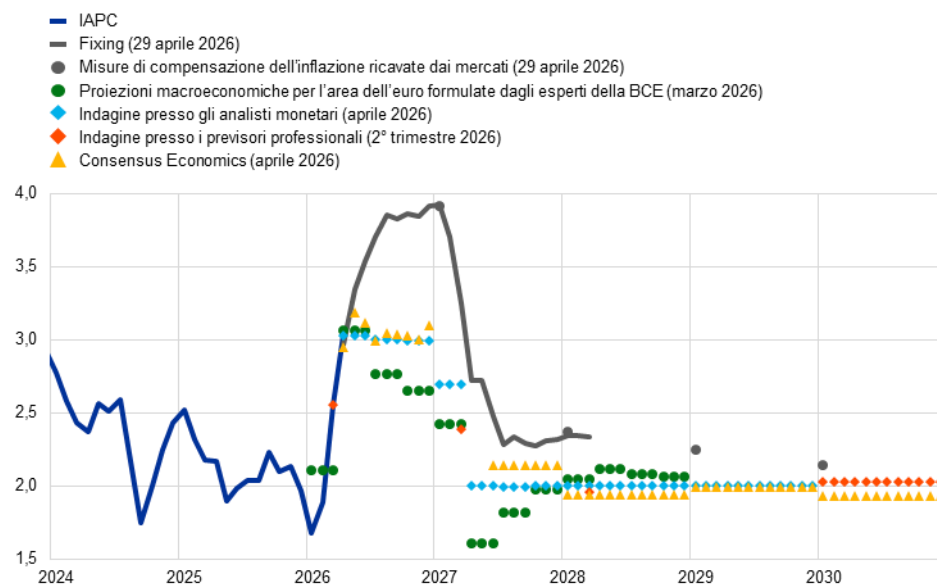
le aspettative di inflazione a breve termine sono state riviste al rialzo, collocandosi, nel 2026, al 2,8 per cento secondo l'indagine SMA e al 2,7 secondo l'indagine SPF, per poi scendere, nel 2027, al 2,2 per cento per l'indagine SMA e al 2,1 per l'indagine SPF. Per quanto concerne le percezioni e le aspettative di inflazione a breve termine dei consumatori, l'indagine di marzo 2026 sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE indica un aumento del tasso mediano di inflazione percepita nei dodici mesi precedenti al 3,5 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 12), dal 3,0 di febbraio. Le aspettative mediane di inflazione per i dodici mesi successivi e su un orizzonte di tre anni sono balzate, rispettivamente, al 4,0 e al 3,0 per cento, entrambe dal 2,5 di febbraio. Le aspettative mediane di inflazione a cinque anni sono aumentate lievemente, passando dal 2,3 al 2,4 per cento.

Grafico 12

Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

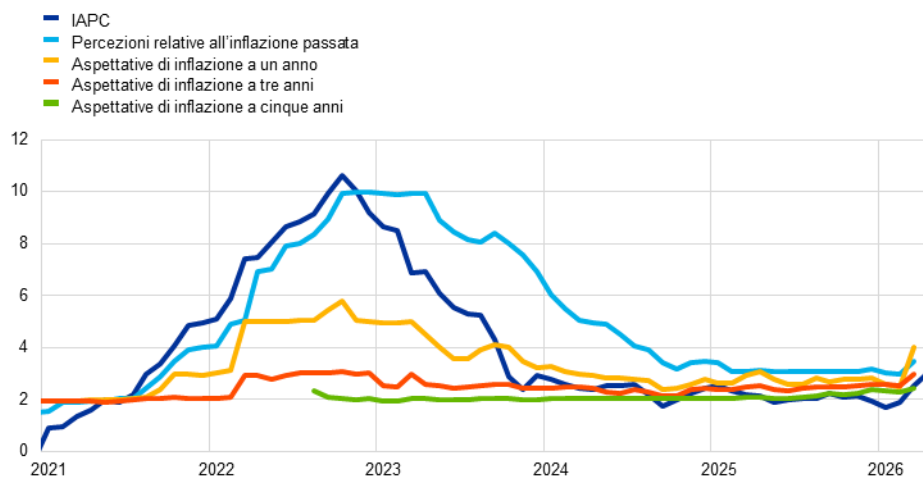
a) Inflazione complessiva, misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, proiezioni di inflazione e misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, SPF, CES), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2026* ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) la serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso swap a pronti a un anno indicizzato all'inflazione e sui seguenti tassi a termine: a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per le serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati e per i fixing le ultime osservazioni si riferiscono al 29 aprile 2026. Gli inflation fixing sono contratti swap collegati a determinate pubblicazioni dei dati mensili relativi all'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro, al netto dei tabacchi. L'indagine presso i previsori professionali (SPF) relativa al secondo trimestre del 2026 si è svolta tra il 31 marzo e l'8 aprile 2026. L'indagine presso gli analisti monetari (SMA) di aprile 2026 è stata condotta tra il 13 e il 15 aprile. Le previsioni di Consensus Economics sono aggiornate al 16 aprile 2026. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2026 dagli esperti della BCE sono state ultimate il 13 marzo 2026 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è l'11 marzo 2026. Nel pannello b) le linee relative all'indagine sulle aspettative dei consumatori (CES) indicano i tassi mediani. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026 (stima preliminare) per lo IAPC e a marzo 2026 per le restanti misure.

Nel periodo in esame, compreso tra il 19 marzo e il 29 aprile, le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati sono aumentate, mentre le aspettative a più lungo termine sono rimaste ben

ancorate (cfr. il pannello a) del grafico 12). La guerra in Medio Oriente ha provocato forti oscillazioni del costo dei beni energetici, determinando la volatilità delle prospettive di inflazione incorporate nei prezzi. Gli inflation fixing, che sono contratti swap legati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei tabacchi, sono aumentati su tutti gli orizzonti temporali e implicano attualmente che, secondo gli investitori, l'inflazione si manterrebbe elevata nell'anno a venire, per poi scendere su livelli prossimi all'obiettivo del Consiglio direttivo entro la metà del 2027. Oltre il breve termine, il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte di un anno è salito di 26 punti base, collocandosi intorno al 2,4 per cento alla fine del periodo in esame. Le aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati, come evidenzia il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale, sono rimaste saldamente ancorate intorno al 2 per cento una volta corrette per i premi per il rischio di inflazione, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo di medio termine del Consiglio direttivo.

Nel periodo in esame, compreso tra il 19 marzo e il 29 aprile 2026, i mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati caratterizzati da una pronunciata volatilità. L'incertezza in merito alla guerra in Medio Oriente ha innescato un iniziale riprezzamento dovuto all'avversione al rischio, cui ha fatto seguito una ripresa generalizzata dopo l'annuncio del cessate il fuoco, quindi una rinnovata volatilità negli ultimi giorni del periodo considerato. Le fasi in cui il conflitto si è intensificato sono state caratterizzate da un aumento dei prezzi dell'energia e dei tassi di interesse, da un diffuso deterioramento del clima di fiducia degli investitori e da un'ondata di vendite delle attività rischiose, mentre si è registrata un'inversione di tali andamenti durante i periodi di allentamento. Alla fine del periodo in esame, il profilo della curva a termine priva di rischio indicava che i mercati stavano incorporando nei prezzi aumenti cumulati dei tassi di interesse pari a 83 punti base entro fine anno. I tassi privi di rischio a più lungo termine hanno registrato incrementi nel periodo in esame, mentre i differenziali sui titoli di Stato sono rimasti sostanzialmente invariati. Nonostante le circostanze sfavorevoli derivanti dall'incertezza geopolitica e dall'aumento dei tassi di interesse, la dinamica delle attività rischiose è stata, nel complesso, robusta. I corsi azionari dell'area dell'euro hanno concluso il periodo in esame su valori più elevati e i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie investment grade hanno recuperato il livello precedente la guerra. Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense (+1,9 per cento), rimanendo sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio (+0,6 per cento).

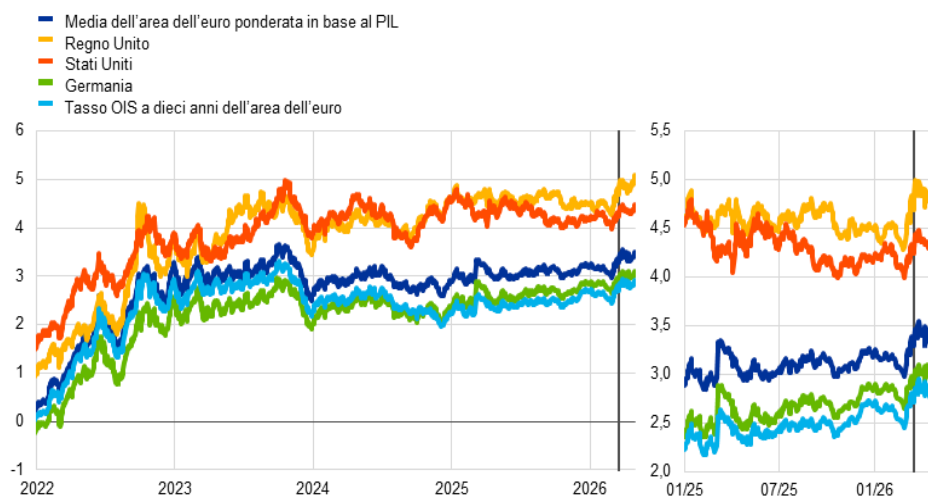
Nel periodo in rassegna, i tassi privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati sia per le scadenze a breve sia per quelle a lungo termine, con una curva a termine che si è mantenuta ben al di sopra dei livelli registrati prima della guerra in Medio Oriente. Al termine del periodo considerato, il tasso di riferimento a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) si è collocato all'1,93 per cento, in seguito alla decisione di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, adottata dal Consiglio direttivo in occasione della riunione del 19 marzo 2026. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 101 miliardi di euro, portandosi a 2.263 miliardi, principalmente per effetto della costante riduzione dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria. Con l'attenuarsi delle preoccupazioni circa un prolungamento del conflitto, subito dopo l'annuncio del cessate il fuoco dell'8 aprile, i tassi a termine sulle scadenze di breve periodo sono diminuiti significativamente. Le variazioni intervenute nell'ultima parte del periodo in esame hanno tuttavia compensato tale calo, provocando uno spostamento verso l'alto della curva a termine dell'€STR rispetto all'inizio del periodo e oltre i livelli antecedenti la guerra. Al termine del periodo considerato, la curva a termine dell'€STR rivelava che i mercati stavano incorporando nei prezzi aumenti cumulati dei tassi di interesse pari a 83 punti base entro la fine dell'anno, in aumento rispetto ai 71 punti base incorporati alla data del 19 marzo, inizio del periodo in rassegna. Anche la curva a termine si è spostata significativamente verso l'alto per gli orizzonti oltre il 2026. Nel complesso, il tasso nominale degli overnight index swap (OIS) a dieci anni è aumentato di 15 punti base, collocandosi, al termine del periodo considerato, intorno al 2,9 per cento.

Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati, sostanzialmente in linea con i tassi privi di rischio, mentre i differenziali di rendimento si sono mantenuti per lo più invariati (cfr. il grafico 13). I titoli di Stato dell'area dell'euro hanno evidenziato un marcato riprezzamento all'inizio della guerra in Medio Oriente, con un brusco aumento dei rendimenti in un contesto caratterizzato da timori per l'inflazione legati ai rincari dei beni energetici. Tale tendenza al rialzo si è estesa al periodo in esame, pur essendosi in parte riassorbita, in un secondo momento, in seguito all'annuncio del cessate il fuoco dell'8 aprile. L'incremento osservato negli ultimi giorni del periodo in rassegna è stato sostanzialmente in linea con il riprezzamento dei tassi privi di rischio. Nel complesso, il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è aumentato di 13 punti base, chiudendo il periodo intorno al 3,5 per cento, a fronte di una lieve riduzione dei differenziali relativi al tasso OIS con medesima scadenza. Negli Stati Uniti il rendimento dei titoli del Tesoro decennali è aumentato di 18 punti base, collocandosi intorno al 4,5 per cento alla fine del periodo considerato, mentre quello dei titoli di Stato decennali del Regno Unito è aumentato di 23 punti base, portandosi al 5,1 per cento.

Grafico 13

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (19 marzo 2026). Le ultime osservazioni si riferiscono al 29 aprile 2026.

Mentre i mercati azionari dell'area dell'euro hanno segnato una ripresa nel periodo in esame, le quotazioni azionarie sono rimaste inferiori rispetto a prima dello scoppio della guerra. L'annuncio del cessate il fuoco in Medio Oriente ha sostenuto le azioni dell'area dell'euro e ha innescato inizialmente il pieno recupero delle perdite conseguenti allo scoppio della guerra, anche se tale ripresa non è proseguita fino alla fine del periodo in esame. L'indice generale dei mercati azionari dell'area dell'euro ha segnato un incremento del 4,3 per cento, con aumenti del 7,5 per cento delle azioni del settore finanziario e del 2,6 per cento del sottoindice delle società non finanziarie (SNF). Nel periodo in esame, negli Stati Uniti l'indice S&P 500 ha guadagnato il 7,7 per cento, con un aumento degli indici delle

SNF e del settore finanziario rispettivamente dell'8,1 e del 5,6 per cento. Questa ripresa dei mercati azionari su entrambe le sponde dell'Atlantico lascia intendere che le valutazioni azionarie a livello globale abbiano poggiano su fattori comuni, in particolare un provvisorio miglioramento della propensione al rischio, nonostante la perdurante incertezza geopolitica, e una concomitante ripresa dei titoli nel settore dell'intelligenza artificiale. Allo stesso tempo, i risultati relativamente deludenti delle azioni nell'area dell'euro hanno riflesso la maggiore esposizione al conflitto in Medio Oriente, in particolare nel caso delle SNF.

Anche i mercati delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno rispecchiato il fragile miglioramento della propensione al rischio, determinando, nel periodo in esame, una contrazione dei differenziali.

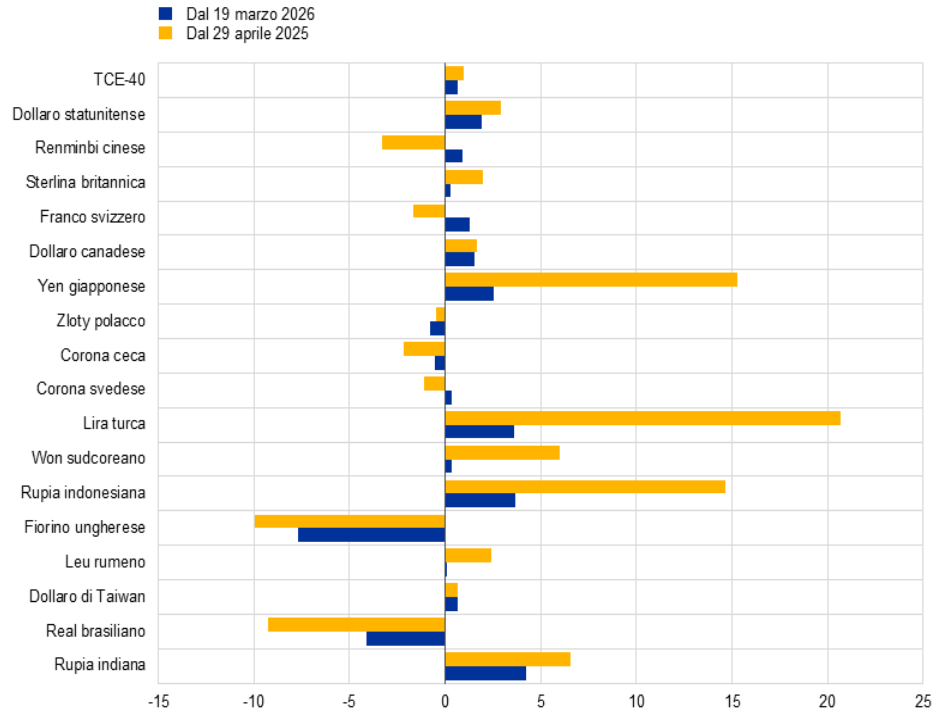
L'annuncio del cessate il fuoco in Medio Oriente dell'8 aprile ha ridotto l'incertezza geopolitica e ha invertito la tendenza all'ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni societarie che aveva fatto seguito allo scoppio della guerra. Nel periodo in esame i differenziali sulle obbligazioni societarie di qualità più elevata (investment grade) si sono ridotti di 9 punti base, riportandosi al livello precedente la guerra. Per contro, i differenziali nel segmento ad alto rendimento (high yield) sono diminuiti di 28 punti base, pur rimanendo circa 6 punti base al di sopra del livello precedente il conflitto.

Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense ed è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 14). Nel periodo di riferimento il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 40 più importanti partner commerciali dell'area, si è lievemente apprezzato, dello 0,6 per cento. Tale stabilità relativa ha rispecchiato oscillazioni sostanzialmente controbilanciate nei confronti di diverse valute di questi paesi. In particolare, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense (+1,9 per cento) a seguito dei negoziati per il cessate il fuoco tra Stati Uniti e Iran, avvicinandosi al livello di 1,18 dollari per euro in vigore prima del conflitto. L'euro si è apprezzato altresì nei confronti del renminbi cinese (+0,9 per cento), strettamente legato al dollaro statunitense, del franco svizzero (+1,3 per cento), dello yen giapponese (+2,5 per cento) e della lira turca (+3,6 per cento), rimanendo sostanzialmente stabile nei confronti della sterlina britannica (+0,3 per cento). Si è deprezzato, per contro, nei confronti del fiorino ungherese (-7,7 per cento), in seguito alle elezioni parlamentari in Ungheria, e del real brasiliano (-4,1 per cento).

Grafico 14

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-40 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 40 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 29 aprile 2026.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

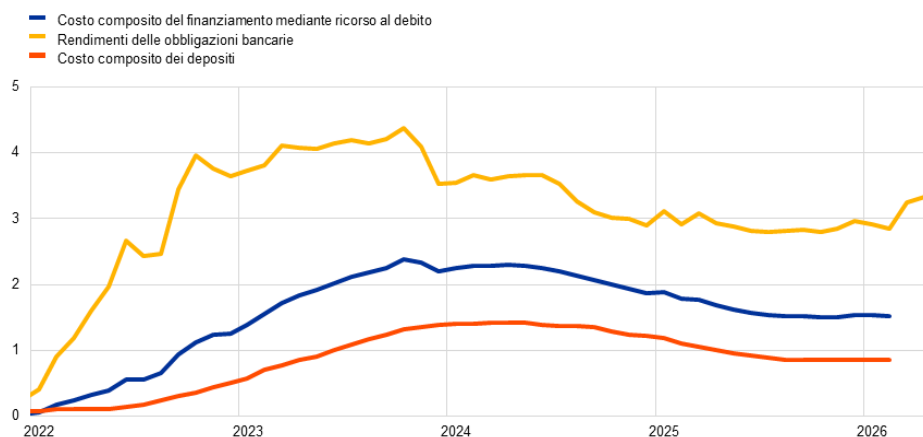
Le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie sono rimaste sostanzialmente stabili fino a febbraio 2026, ma si sono inasprite dallo scoppio della guerra in Medio Oriente. A febbraio i tassi sui prestiti bancari alle imprese sono scesi al 3,5 per cento, mentre il tasso di interesse medio sui nuovi mutui ipotecari è rimasto al 3,4. Nel periodo in esame, compreso tra il 19 marzo e il 29 aprile 2026, il costo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato per le società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato, nonostante i tassi privi di rischio più elevati, mentre il costo del capitale di rischio è aumentato, così come i rendimenti delle obbligazioni bancarie. A marzo la crescita dei prestiti è aumentata con riguardo alle imprese ed è rimasta stabile per le famiglie. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) ha segnato un lieve incremento, collocandosi al 3,2 per cento. In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2026, nel primo trimestre dell'anno le banche hanno ulteriormente inasprito i criteri per la concessione dei prestiti alle imprese, mentre la domanda di nuovi prestiti da parte di quest'ultime è leggermente diminuita. I criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un lieve irrigidimento e quelli per il credito al consumo si sono ulteriormente inaspriti. La domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è rimasta invariata, mentre quella di credito al consumo si è contratta significativamente. Nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on Access to Finance of Enterprises, SAFE) per il primo trimestre del 2026 le imprese hanno segnalato un aumento dei tassi di interesse bancari e il proseguire di un irrigidimento delle altre condizioni di prestito.

I costi della provvista bancaria sono rimasti sostanzialmente stabili fino a febbraio 2026, ma i rendimenti delle obbligazioni bancarie hanno registrato un forte aumento a marzo. A febbraio il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro si è collocato all'1,5 per cento, mantenendosi invariato a tale livello da luglio 2025 (cfr. il grafico 15). I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono rimasti stabili, oscillando intorno al 3 per cento dagli inizi del 2025. Tuttavia, essi sono aumentati in misura marcata a seguito dello scoppio della guerra in Medio Oriente il 28 febbraio, principalmente per effetto di tassi privi di rischio a medio-lungo termine più elevati (cfr. la sezione 4 *Andamenti del mercato finanziario*). A febbraio il tasso composito sui depositi è rimasto invariato, allo 0,9 per cento. I tassi di interesse sui depositi a vista e sui depositi rimborsabili con preavviso hanno subito variazioni minime, così come i tassi interbancari, mentre quelli sui conti di risparmio sono lievemente diminuiti.

Grafico 15

Costi compositi della provvista bancaria nell'area dell'euro

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito è calcolato come media dei costi sostenuti dalle banche per le nuove operazioni relative a depositi a vista, depositi rimborsabili con preavviso, depositi a termine, obbligazioni e prestiti interbancari, ponderata per i rispettivi importi in essere. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2026 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito e per il costo composito dei depositi, e al 29 aprile 2026 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

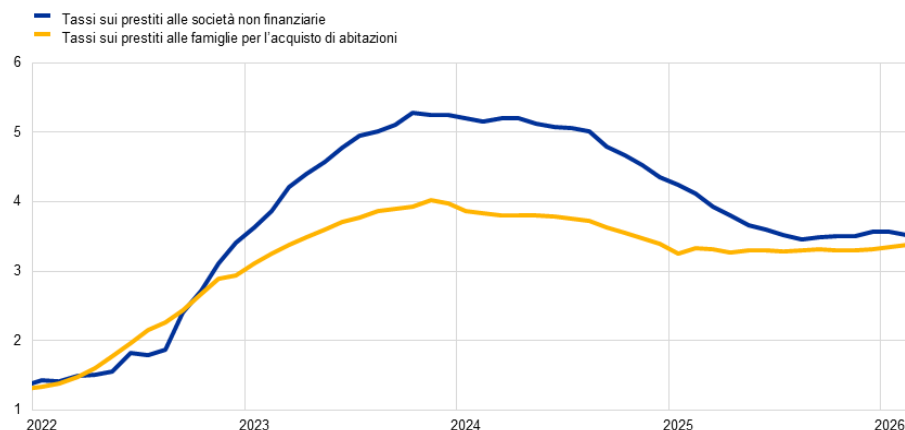
A febbraio i tassi sui prestiti bancari alle imprese sono lievemente diminuiti, mentre quelli sui prestiti alle famiglie sono rimasti stabili (cfr. il grafico 16).

Il costo dei prestiti bancari alle società non finanziarie è diminuito al 3,5 per cento a febbraio, dal 3,6 di gennaio, collocandosi a circa 1,8 punti percentuali al di sotto del picco registrato a ottobre 2023. Tale andamento è stato determinato da un calo dei tassi sui prestiti a breve termine (fino a un anno), mentre sono aumentati i tassi sui prestiti a medio e lungo termine (oltre un anno). A febbraio il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese è lievemente aumentato, principalmente sulla scia del calo dei tassi sui prestiti di importo elevato, mentre i tassi sui prestiti di modesta entità hanno registrato un aumento. Nello stesso mese il costo dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto invariato al 3,4 per cento, collocandosi circa 70 punti base al di sotto del picco di novembre 2023. Tra i diversi periodi di determinazione del tasso il quadro è stato eterogeneo: sono aumentati i tassi sui mutui con periodi di determinazione a più lungo termine (durata oltre cinque anni), sono rimasti invariati quelli con periodi di determinazione a medio termine (durata tra uno e cinque anni) e sono diminuiti quelli sui prestiti a più breve termine (durata inferiore a un anno).

Grafico 16

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2026.

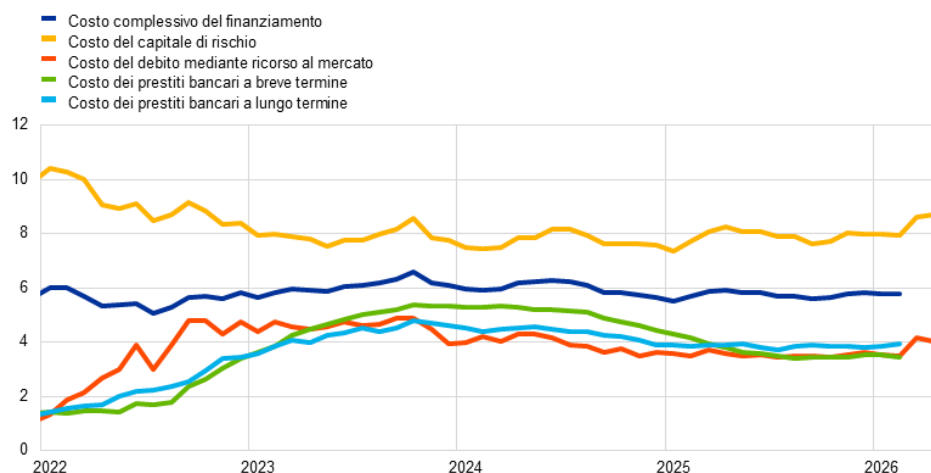
Nel periodo in esame, compreso tra il 19 marzo e il 29 aprile 2026, il costo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato per le imprese è rimasto invariato, mentre è aumentato quello del finanziamento mediante capitale di rischio. A febbraio il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, è rimasto invariato al 5,8 per cento per il quarto mese consecutivo (cfr. il grafico 17)⁶. Un aumento di 10 punti base del costo dei prestiti bancari a lungo termine è stato compensato dalla lieve flessione di tutte le altre componenti del costo complessivo del finanziamento. I dati giornalieri per il periodo in esame mostrano un aumento del costo del capitale di rischio e una variazione praticamente nulla del costo del debito emesso sul mercato. L'aumento del costo del capitale di rischio ha rispecchiato quasi esclusivamente un più elevato premio per il rischio azionario, mentre la stabilità del costo dell'emissione di debito sul mercato è riconducibile alla compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie, soprattutto nel settore ad alto rendimento (high yield), che ha compensato il lieve aumento dei tassi a lungo termine privi di rischio.

⁶ A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie sono disponibili solo fino a febbraio 2026.

Grafico 17

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

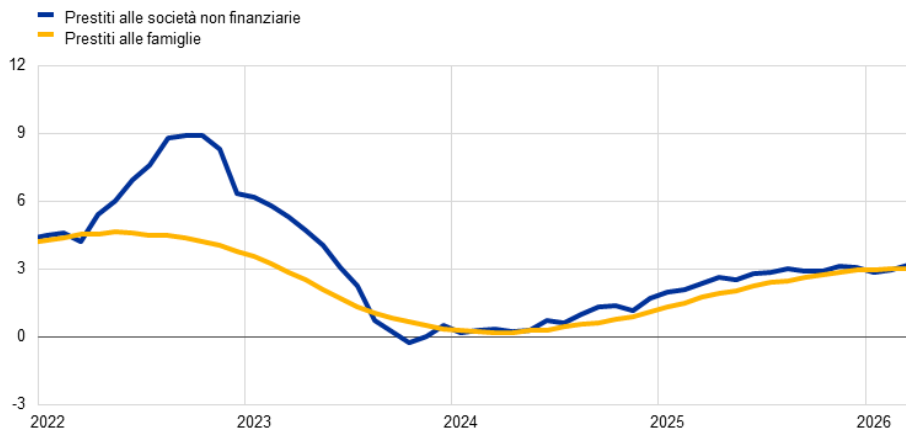
Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata dei costi dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili) e dei costi del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 29 aprile 2026 per il costo del debito mediante ricorso al mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri); e a febbraio 2026 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati mensili).

A marzo la crescita dei prestiti alle imprese è aumentata, mentre quella dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile (cfr. il grafico 18). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle società non finanziarie è aumentato al 3,2 per cento a marzo, dal 3,0 di febbraio, pur rimanendo ben al di sotto della sua media storica del 4,3 per cento dal 1999, ossia l'inizio della serie storica di dati. L'emissione di titoli di debito da parte delle imprese è scesa al 3,9 per cento, dal 4,5 di febbraio, in quanto i costi di emissione hanno registrato inizialmente un brusco aumento a seguito dello scoppio della guerra in Medio Oriente. Ciò ha mantenuto sostanzialmente stabile, a marzo, il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento delle imprese mediante ricorso al debito, che si è attestato al 3,4 per cento. La crescita dei prestiti a più lungo termine si è indebolita, di riflesso alla minore domanda di finanziamenti a fini di investimento. A marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto stabile al 3,0 per cento, mantenendosi anch'esso ben al di sotto della sua media storica del 4,1 per cento. La crescita dei prestiti alle famiglie è stata sostenuta principalmente da quella del credito al consumo e, in misura minore, dei mutui ipotecari, mentre altre forme di prestiti alle famiglie, compresi quelli alle imprese individuali, sono rimaste contenute. Secondo l'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) (Consumer Expectations Survey, CES) di marzo 2026, condotta dalla BCE, la guerra in Medio Oriente ha influito negativamente sulle attese delle famiglie riguardo all'accesso al credito: a marzo tali aspettative hanno registrato il livello di maggiore inasprimento dal picco dell'ultimo ciclo di rialzo dei tassi di riferimento, registrato a dicembre 2023.

Grafico 18

Prestiti delle IFM nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

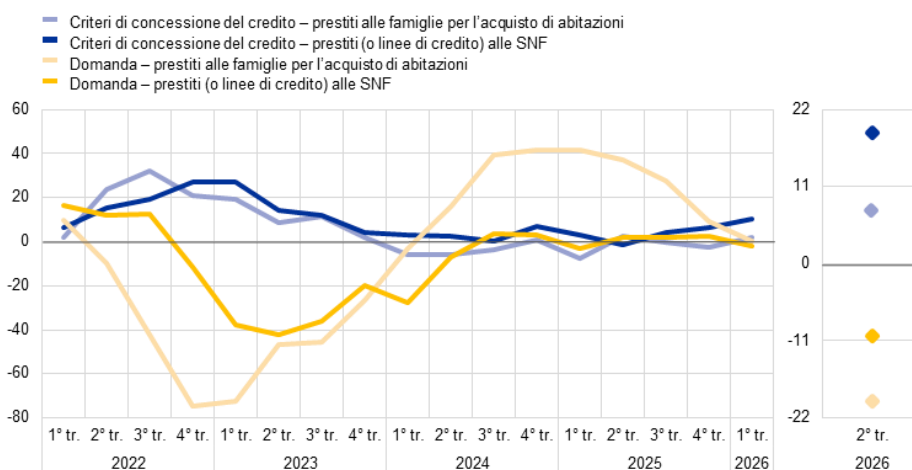
Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2026.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2026 segnala, per il primo trimestre del 2026, un ulteriore inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e un lieve irrigidimento di quelli per la concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. il grafico 19). L'irrigidimento dei criteri di concessione del credito per prestiti o linee di credito a favore delle imprese dell'area dell'euro è stato superiore alle precedenti attese delle banche. Si è collocato al di sopra della media storica e ha rappresentato l'inasprimento più pronunciato dal terzo trimestre del 2023, proseguendo la perdurante tendenza all'inasprimento cumulato iniziata a metà del 2025. I fattori che hanno maggiormente contribuito a tale irrigidimento sono stati la più elevata percezione dei rischi per le prospettive economiche e la minore propensione al rischio da parte degli intermediari. Alcune banche hanno segnalato un ulteriore inasprimento a causa delle esposizioni verso imprese ad alta intensità energetica e verso il Medio Oriente. Nel primo trimestre del 2026 i criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un lieve irrigidimento e quelli per il credito al consumo si sono ulteriormente inaspriti. Per quanto riguarda i mutui per l'acquisto di abitazioni, il rischio percepito ha avuto un impatto restrittivo sui criteri di concessione del credito, mentre la concorrenza ha avuto un lieve effetto di allentamento. Per quanto concerne i criteri di concessione del credito al consumo, i principali fattori ad averne determinato l'inasprimento sono stati la minore propensione al rischio e la maggiore percezione di questo da parte delle banche. Per il secondo trimestre del 2026 le banche dell'area dell'euro si attendono criteri di concessione del credito notevolmente più rigidi per i prestiti alle imprese; al contempo tali criteri dovrebbero inasprirsi ulteriormente sia per i mutui per l'acquisto di abitazioni sia per il credito al consumo.

Grafico 19

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

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



Fonte: BCE (indagine sul credito bancario).

Note: l'acronimo SNF sta per "società non finanziarie". Per i quesiti sui criteri di concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole irrigidimento" e un "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno percepito un allentamento "lieve" e "notevole". Per i quesiti relativi alla domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono calcolate come differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "notevole aumento" e "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "lieve diminuzione" e "notevole diminuzione". I rombi indicano le aspettative segnalate dalle banche nell'edizione attuale. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2026.

Per il primo trimestre del 2026 le banche hanno segnalato una lieve diminuzione della domanda di prestiti da parte delle imprese, mentre la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è rimasta invariata e quella di credito al consumo è diminuita considerevolmente. La diminuzione della domanda di prestiti da parte delle imprese era inaspettata, in quanto nella precedente edizione dell'indagine le banche ne avevano previsto un moderato aumento, simile a quello osservato nei tre precedenti trimestri consecutivi. Tale contrazione è stata determinata principalmente da un calo della domanda di investimenti fissi ed è stata parzialmente compensata da una maggiore domanda di scorte e capitale circolante, soprattutto tra le piccole e medie imprese (PMI). A fronte di una domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni invariata, quella di credito al consumo è diminuita notevolmente. Nella precedente edizione dell'indagine le banche indicavano di attendersi un incremento della domanda per entrambe le categorie. Il deterioramento del clima di fiducia dei consumatori e gli andamenti dei tassi di interesse hanno gravato sulla domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il calo della spesa per beni durevoli e il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori, nonché il livello generale dei tassi di interesse, hanno contribuito alla debolezza della domanda di credito al consumo. Per il secondo trimestre del 2026 le banche si attendono una diminuzione netta più pronunciata della domanda di prestiti da parte delle imprese e un ulteriore calo della domanda sia per i mutui per l'acquisto di abitazioni sia per il credito al consumo.

Secondo le risposte delle banche ai quesiti ad hoc dell'indagine, il loro accesso al finanziamento è ulteriormente peggiorato, mentre i rischi per la qualità del credito hanno avuto anche un impatto restrittivo sui relativi criteri

di concessione. Nel primo trimestre del 2026 la possibilità di accesso delle banche alla raccolta al dettaglio è rimasta sostanzialmente invariata, mentre è peggiorata per quanto riguarda i titoli di debito, i mercati monetari e le cartolarizzazioni. Nei prossimi tre mesi le banche si attendono un ulteriore deterioramento dell'accesso al finanziamento mediante emissione di titoli di debito, mercato monetario e cartolarizzazioni, con un accesso al finanziamento al dettaglio in linea con questa tendenza. Nel primo trimestre del 2026 le banche hanno segnalato un impatto restrittivo netto della quota di crediti deteriorati e di altri indicatori della qualità del credito sulle loro condizioni di concessione dei prestiti alle imprese e del credito al consumo, mentre tale effetto non ha interessato i criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Le banche hanno indicato che all'irrigidimento netto avevano contribuito la maggiore percezione del rischio, la minore propensione a quest'ultimo, le pressioni derivanti dai requisiti di vigilanza o normativi e i costi connessi alle operazioni di risanamento dei bilanci. Per il secondo trimestre del 2026 le banche dell'area dell'euro si attendono che la qualità del credito abbia un effetto di ulteriore irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese e, in misura maggiore, di credito al consumo. In risposta a una nuova domanda sulle attività di cartolarizzazione delle banche e il relativo impatto sui prestiti, quasi la metà delle banche dell'area dell'euro ha dichiarato di utilizzare di cartolarizzazioni tradizionali o sintetiche. Per le banche dell'area dell'euro la principale motivazione alla base della cartolarizzazione è la possibilità di liberare capitale per l'emissione di nuovi prestiti, seguita dal miglioramento della posizione di liquidità, dalla gestione dei rischi di credito, dal miglioramento dell'accesso al finanziamento e dal soddisfacimento dei requisiti regolamentari o di vigilanza.

Nell'ultima indagine SAFE, condotta fra il 19 febbraio e il 1° aprile 2026, le imprese hanno segnalato un inasprimento delle condizioni di concessione del credito bancario, in un contesto caratterizzato da aumenti dei tassi

di interesse. Nel primo trimestre del 2026, il 26 per cento netto delle imprese ha segnalato un aumento dei tassi di interesse bancari, rispetto al 12 per cento netto del trimestre precedente. Le PMI e le grandi imprese hanno dichiarato percezioni analoghe in merito all'aumento dei tassi di interesse. Le imprese hanno inoltre segnalato un ulteriore irrigidimento netto delle altre condizioni di prestito, in particolare per quanto riguarda gli altri costi di finanziamento, quali oneri, commissioni e provvigioni, e i requisiti per le garanzie.

Le imprese hanno segnalato un fabbisogno invariato di prestiti bancari, accompagnato da un lieve calo della loro disponibilità (cfr. il grafico 20).

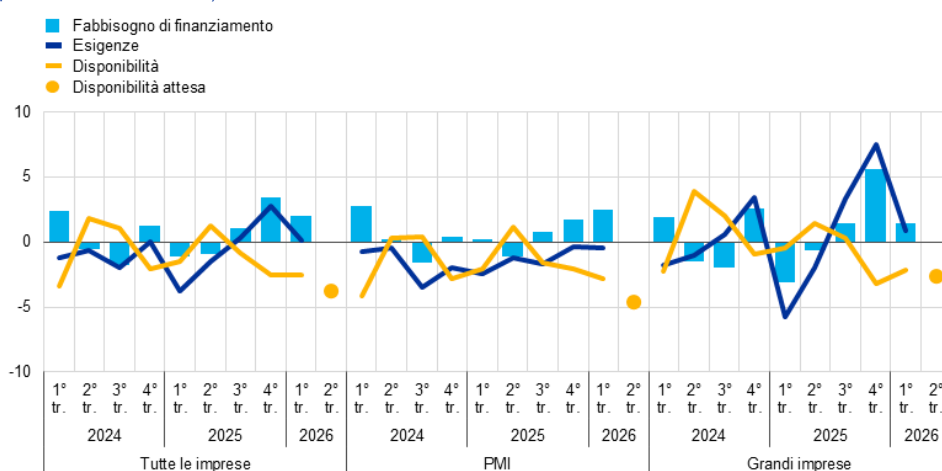
Nel primo trimestre del 2026 le imprese hanno indicato che il fabbisogno di prestiti bancari è rimasto invariato, mentre il 3 per cento netto delle imprese ha segnalato un calo della disponibilità di prestiti bancari (in aumento rispetto al 2 per cento del trimestre precedente), con risultati analoghi osservati sia per le PMI sia per le grandi imprese. L'indicatore del fabbisogno di finanziamento per i prestiti bancari, che coglie la differenza tra le variazioni delle esigenze percepite e della disponibilità, è rimasto positivo per il 2 per cento netto delle imprese, sebbene tale valore sia leggermente inferiore rispetto al trimestre precedente (3 per cento netto), continuando pertanto a evidenziare che le esigenze superano la disponibilità. In prospettiva, le imprese si attendono che la disponibilità di finanziamento esterno

diminuisca lievemente nei prossimi tre mesi, delineando prospettive meno ottimistiche rispetto alla precedente edizione dell'indagine. Le imprese intervistate prima e dopo lo scoppio della guerra in Medio Oriente hanno dichiarato aspettative analoghe in merito alla disponibilità di prestiti bancari nei tre mesi a venire. Tuttavia, per i prossimi sei mesi tali aspettative sono risultate considerevolmente inferiori tra le imprese che sono state intervistate dopo lo scoppio della guerra rispetto a quelle consultate in precedenza.

Grafico 20

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

(percentuali nette di intervistati)



Fonte: indagine SAFE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo PMI sta per "piccole e medie imprese". Le percentuali nette corrispondono alla differenza fra la percentuale di imprese che hanno segnalato un aumento della disponibilità di prestiti bancari (oppure rispettivamente esigenze e disponibilità attesa) e la percentuale di quelle che ne hanno segnalato una diminuzione negli ultimi tre mesi. L'indicatore della variazione di fabbisogno di finanziamento percepita assume un valore pari a 1 (-1) se le esigenze di finanziamento aumentano (diminuiscono) e la disponibilità diminuisce (aumenta). Se le imprese percepiscono un aumento (una diminuzione) unilaterale del fabbisogno finanziario, alla variabile viene assegnato un valore pari a 0,5 (-0,5). Un valore positivo dell'indicatore segnala un aumento del fabbisogno di finanziamento. I valori sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi netti ponderati in percentuale. La disponibilità attesa è stata spostata in avanti di un periodo per consentire un confronto diretto con i valori effettivi. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine SAFE comprese tra la 30ª (gennaio-marzo 2024) e la 38ª (gennaio-marzo 2026).

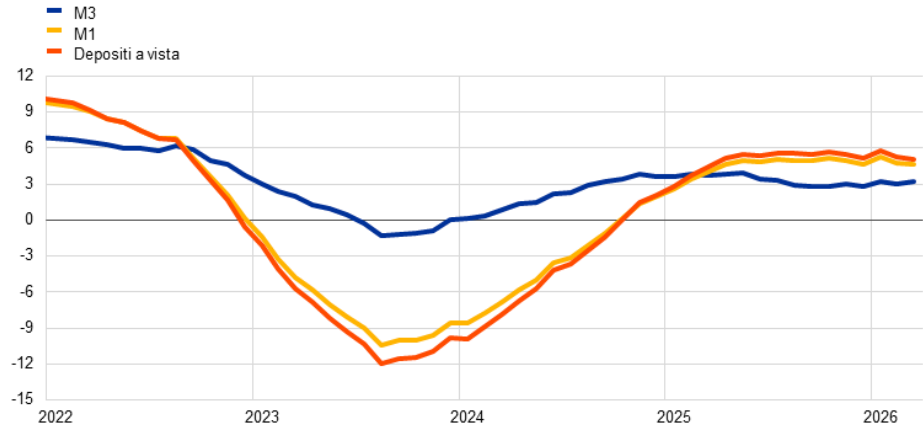
A marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è lievemente aumentato, in un contesto di sostenuti afflussi dall'estero verso l'area dell'euro (cfr. il grafico 21).

La crescita sui dodici mesi di M3 è salita al 3,2 per cento a marzo, dal 3,0 di febbraio, pur rimanendo ben al di sotto della propria media storica del 5,2 per cento dal 1999, ossia l'inizio della serie storica di dati. La crescita dell'aggregato monetario ampio è stata sostenuta dagli afflussi verso strumenti negoziabili, nonché da una maggiore preferenza per le attività liquide, soprattutto da parte degli intermediari finanziari non bancari. Tuttavia, forti contrazioni nei depositi delle famiglie si sono tradotte in un calo del tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende gli strumenti più liquidi, ovvero circolante e depositi a vista, dal 4,8 per cento di febbraio al 4,6 a marzo. Per quanto concerne le contropartite, i considerevoli afflussi monetari netti dall'estero verso l'area dell'euro e gli acquisti di titoli di Stato (a più breve termine) da parte delle banche hanno fornito il contributo principale all'incremento della creazione di moneta. Per contro, la riduzione del bilancio dell'Eurosistema ha continuato a gravare sulla crescita di M3, in quanto il capitale rimborsato sui titoli in

scadenza nei portafogli del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica non viene più reinvestito.

Grafico 21 M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2026.

Riquadri

1 Valutare l'integrazione transfrontaliera dei mercati azionari nell'area dell'euro: cosa si evince da un modello gravitazionale

a cura di Pablo Anaya Longaric, Lisa Bellinghausen, Laura Parisi, Lucia Quaglietti e Fons van Overbeek

Nonostante alcuni progressi sul fronte dell'integrazione, persiste la frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro. L'Unione del risparmio e degli investimenti mira a rimuovere gli ostacoli ai flussi transfrontalieri di capitali, sbloccare gli investimenti, ridurre il costo del capitale e rafforzare la capacità di tenuta nell'UE. È, tuttavia, difficile stimare l'entità delle frizioni ancora esistenti. Il presente riquadro intende colmare questa lacuna applicando un modello gravitazionale strutturale alle partecipazioni azionarie bilaterali detenute nell'area dell'euro per fornire stime delle variazioni delle frizioni finanziarie nei mercati azionari durante l'ultimo decennio.

Gli indicatori di tipo descrittivo segnalano il persistere di una frammentazione dei mercati azionari nell'area dell'euro. Ad esempio, secondo gli indicatori dei prezzi l'integrazione dei mercati rimane al di sotto del picco registrato nel 2018, inferiore ai massimi storici raggiunti dieci anni prima (cfr. Banca centrale europea (BCE), 2026) (cfr. il pannello a) del grafico A)¹. Ciò si è verificato in concomitanza con l'aumento delle valutazioni azionarie, suggerendo che risultati migliori dei mercati non si sono tradotti in una maggiore integrazione finanziaria. Al tempo stesso, gli indicatori di tipo quantitativo segnalano un modesto aumento degli investimenti transfrontalieri all'interno dell'area, ancorché inferiore a quello delle partecipazioni in titoli azionari statunitensi detenute dagli investitori dell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico A).

¹ Gli indicatori dei prezzi rilevano la convergenza delle quotazioni delle attività e dei rendimenti realizzati o attesi, corretta per il rischio e la liquidità. Gli indicatori di tipo quantitativo si concentrano sulle dimensioni dell'attività finanziaria transfrontaliera, sulla base dei dati relativi alle disponibilità, ai flussi di portafoglio o alle esposizioni. Cfr. anche BCE (2026).

Grafico A

Misure dell'integrazione dei mercati azionari nell'area dell'euro

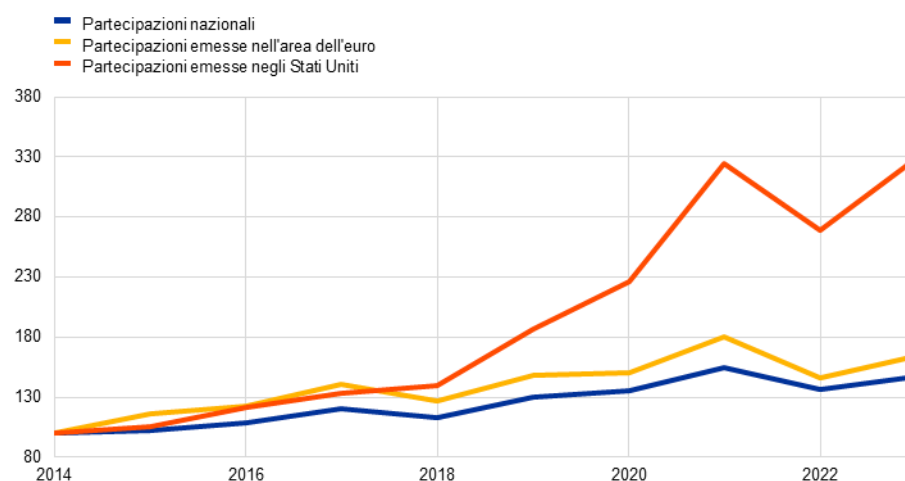
a) Indicatore della BCE dell'integrazione dei mercati azionari basato sui prezzi

(scala di sinistra: indicatore basato sui prezzi; scala di destra: indice: 1999 = 100)



b) Variazioni recenti della quantità di partecipazioni azionarie per emittente

(indice: 2014 = 100)



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

Note: pannello a): la linea blu mostra il sottoindice del mercato azionario dell'indicatore composto della BCE dell'integrazione finanziaria basato sui prezzi (0 = nessuna integrazione; 1 = piena integrazione), che si fonda sulla dispersione dei prezzi. La linea gialla indica le variazioni dell'indice dell'UE delle quotazioni azionarie rispetto al 1999. Pannello b): la voce "Partecipazioni nazionali" si riferisce alle posizioni in cui il detentore e l'emittente si trovano nello stesso paese dell'area dell'euro. Con la voce "Partecipazioni emesse nell'area dell'euro" si intendono i titoli emessi in un paese dell'area diverso da quello del detentore e la voce "Partecipazioni emesse negli Stati Uniti" indica titoli detenuti dagli investitori dell'area ed emessi negli Stati Uniti. Gli strumenti considerati sono azioni quotate e partecipazioni in fondi di investimento. Sono classificati in base alla nazionalità dell'emittente, considerando le attività sottostanti alle partecipazioni dei fondi di investimento.

I modelli gravitazionali possono integrare gli indicatori descrittivi, che forniscono utili istantanee dell'integrazione finanziaria, ma non colgono pienamente i fattori strutturali alla base dei flussi transfrontalieri in titoli azionari. I modelli gravitazionali offrono un sistema basato su modelli strutturali che tiene conto dei fattori specifici per paese e delle frizioni bilaterali non soggette a variazioni nel tempo. Benché possano fornire meno informazioni sull'efficienza del mercato o sulla determinazione del prezzo del rischio rispetto agli indicatori basati sui prezzi, il loro principale vantaggio risiede nell'isolare le frizioni strutturali basate sui fondamentali. Secondo i modelli gravitazionali le interazioni economiche bilaterali

umentano con le dimensioni dell'economia e diminuiscono con la distanza geografica e con altri fattori. Sebbene tali modelli siano stati originariamente sviluppati per il commercio internazionale, la stessa idea può applicarsi ai mercati finanziari: gli investimenti transfrontalieri sono più elevati tra paesi economicamente rilevanti e con meno barriere informative, istituzionali o geografiche². Di fatto, riscontri empirici mostrano che la prossimità geografica, i legami commerciali e gli assetti normativi condivisi promuovono i flussi finanziari transfrontalieri, mentre frizioni persistenti alimentano la cosiddetta "preferenza nazionale" ("home bias")³.

I modelli gravitazionali consentono una quantificazione strutturale delle barriere aggregate agli investimenti azionari transfrontalieri. Essi consentono di valutare l'andamento dell'integrazione all'interno dell'area dell'euro rispetto ai legami con l'esterno dell'area e la misura in cui le frizioni continuano a incidere sui portafogli transfrontalieri⁴. L'analisi utilizza gli aggiornamenti delle posizioni di investimento di portafoglio dei paesi dell'area dell'euro, sulla base della serie di dati di Beck et al. (2026)⁵. Le frizioni stimate sono espresse in termini di "equivalente fiscale", ossia l'aliquota fiscale che produce lo stesso effetto delle frizioni osservate, consentendo così confronti tra paesi e nel tempo, nonché tra paesi dell'area dell'euro e Stati Uniti⁶. Poiché la serie di dati inizia nel 2014, le variazioni del grado di integrazione sono espresse rispetto a quell'anno.

Le frizioni all'interno dell'area dell'euro si sono attenuate in misura minore rispetto a quelle tra l'area e gli Stati Uniti. Il grafico B mostra che le frizioni all'interno dell'area dell'euro dal 2014 sono diminuite complessivamente di circa 12 punti percentuali in termini di equivalente fiscale. Le frizioni che incidono sulle partecipazioni azionarie tra area dell'euro e Stati Uniti hanno registrato una flessione più marcata, pari a circa 25 punti percentuali. Questa differenza suggerisce un ritmo più rapido di integrazione dei mercati azionari dell'area dell'euro con gli Stati Uniti nel periodo osservato. In un'interpretazione basata sull'equivalente fiscale, le stime indicano che le frizioni che gli investitori dell'area dell'euro devono affrontare quando detengono titoli azionari statunitensi sono diminuite molto più rapidamente di quelle che interessano le partecipazioni transfrontaliere all'interno dell'area. Sebbene le stime non ci consentano di valutare la portata dell'integrazione prima del 2014, la Commissione europea e gli autori della letteratura rilevano costantemente che i

² La distanza geografica può comportare asimmetrie informative, maggiori costi di monitoraggio e transazione, nonché scarsa dimestichezza con i mercati esteri: l'insieme di questi fattori può scoraggiare gli investimenti transfrontalieri.

³ Cfr. Portes e Rey (2005), Lane e Milesi-Ferretti (2008), Okawa e van Wincoop (2012).

⁴ Viene stimato un modello gravitazionale delle partecipazioni azionarie bilaterali, che valuta il ruolo dei fattori standard (distanza, lingua comune, origine giuridica) e tiene conto delle caratteristiche del paese, delle valutazioni relative dei mercati azionari e dei flussi commerciali. Sono incluse variabili dummy per il raffronto dell'integrazione nel tempo all'interno dell'area dell'euro e tra area e Stati Uniti. Il campione si riferisce al periodo 2014-2023 e rileva le variazioni delle frizioni nei mercati azionari transfrontalieri rispetto alle partecipazioni nazionali. La stima utilizza il metodo di stima Pseudo-Maximum Likelihood di Poisson, seguendo la letteratura più aggiornata sui modelli gravitazionali. Cfr. Larch, Shikher e Yotov (2025).

⁵ Questa serie di dati contiene stime di aggiornamento dei dati dell'indagine Coordinated Portfolio Investment Survey dell'FMI per i paesi dell'area dell'euro, sulla base delle statistiche della BCE relative alle disponibilità in titoli. Considera le attività sottostanti alle partecipazioni in fondi di investimento detenute dagli investitori dell'area dell'euro e attribuisce ciascun titolo al paese dell'ultima capogruppo dell'emittente. Applica inoltre una correzione per le partecipazioni detenute da non residenti nell'area dell'euro tramite fondi di investimento dell'area. Questi dati sono stati ricavati da www.globalcapitalallocation.com.

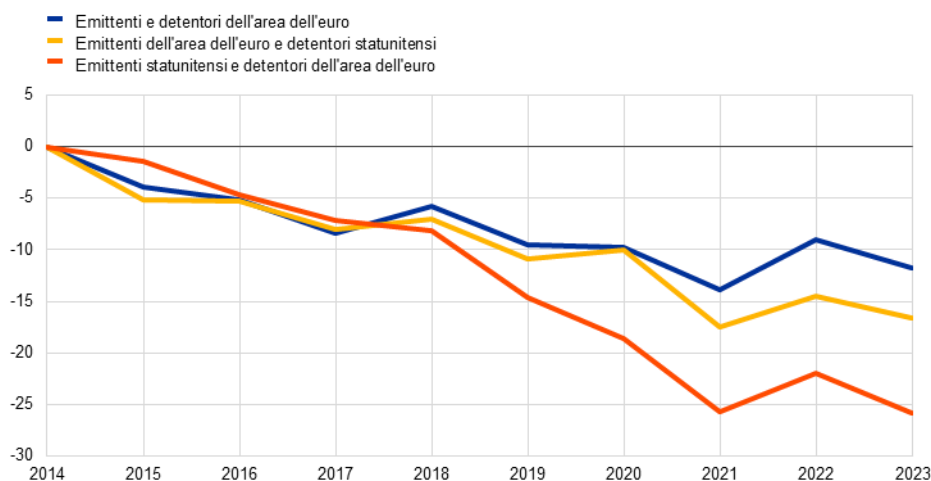
⁶ Cfr. Head e Mayer (2021).

mercati dei capitali dell'UE restano frammentati, con progressi solo limitati in termini di integrazione⁷.

Grafico B

Variazioni stimate delle frizioni che incidono sull'integrazione dei mercati azionari nell'area dell'euro

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

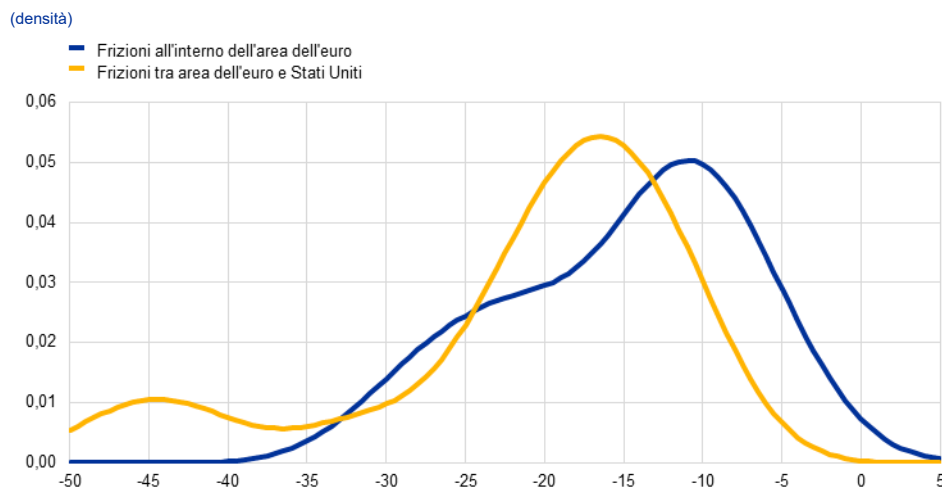
Note: il grafico si basa su una stima gravitazionale e mostra la variazione nel tempo delle frizioni tra emittenti e detentori per tre gruppi: emittenti e detentori in paesi diversi dell'area dell'euro, emittenti dell'area dell'euro e detentori statunitensi, emittenti statunitensi e detentori dell'area dell'euro. I coefficienti di regressione sono convertiti in equivalenti fiscali utilizzando un'elasticità di -3,86, in linea con Head e Mayer (2021). Ciascun punto è ottenuto per differenza rispetto alle partecipazioni azionarie nazionali del 2014. Tutte le stime sono statisticamente significative a livello del 95 per cento.

I risultati a livello di paese confermano che l'integrazione dei mercati azionari tra area dell'euro e Stati Uniti è progredita in misura più marcata rispetto a quella all'interno dell'area. La distribuzione delle variazioni delle frizioni tra i paesi dell'area dell'euro nel periodo 2014-2023 mostra che le barriere che incidono sulle partecipazioni azionarie tra area dell'euro e Stati Uniti in media sono diminuite in misura più significativa rispetto alle barriere all'interno dell'area. Inoltre, le riduzioni sono state caratterizzate da una dispersione più ampia per l'integrazione tra area dell'euro e Stati Uniti: il maggior peso della coda sinistra della distribuzione indica che un sottoinsieme di paesi ha raggiunto un'integrazione nettamente più forte con l'esterno dell'area (cfr. il grafico C). Il contrasto tra le due distribuzioni evidenzia i risultati relativamente inferiori dell'integrazione all'interno dell'area dell'euro.

⁷ Cfr. Commissione europea (2025), Draghi (2024) e Arampatzi et al. (2025).

Grafico C

Distribuzione delle variazioni delle frizioni nei mercati azionari dei paesi nell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni della BCE.

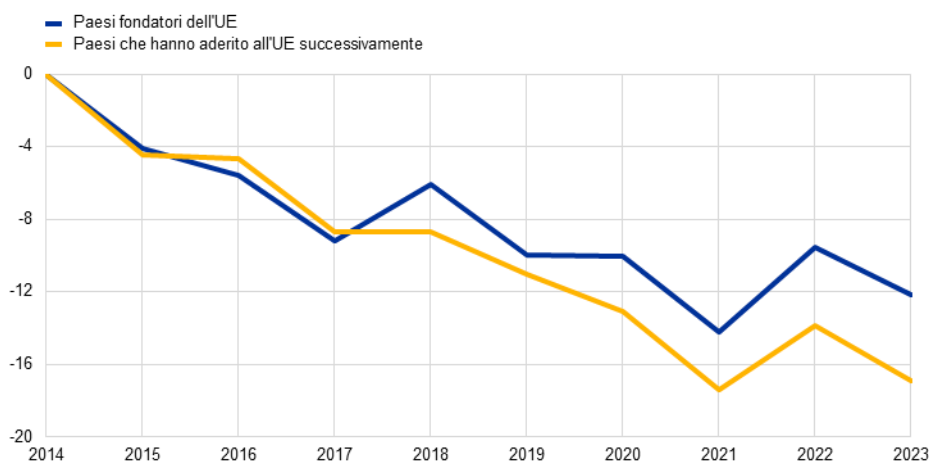
Note: il grafico mostra le stime kernel di densità delle variazioni delle frizioni nei mercati azionari dei paesi dell'area dell'euro, espresse in termini di equivalente fiscale. Ciascuna curva rappresenta la distribuzione delle variazioni a livello di paese nel periodo 2014-2023, in cui i valori più negativi indicano riduzioni maggiori delle frizioni. L'asse orizzontale mostra l'entità delle variazioni e l'asse verticale la densità stimata (l'area al di sotto di ciascuna curva corrisponde a uno). Uno spostamento verso sinistra indica riduzioni complessive più consistenti (maggiore integrazione), mentre una dispersione più ampia o code più pesanti riflettono una maggiore variazione tra paesi.

I paesi che hanno aderito all'UE in una fase successiva hanno registrato riduzioni più consistenti delle frizioni all'interno dell'area negli ultimi anni. Una scomposizione per gruppo di paesi mostra che quelli che hanno aderito all'UE successivamente hanno registrato riduzioni delle frizioni più consistenti, ancorché più volatili, mentre nei sei Stati membri fondatori si è osservata una flessione più moderata (cfr. il grafico D). Il calo più pronunciato tra i paesi non fondatori dell'UE, in particolare nel periodo successivo alla pandemia di COVID-19, potrebbe riflettere una combinazione di dinamiche di recupero e cambiamenti strutturali. Queste economie potrebbero aver avuto frizioni iniziali maggiori, con un margine di convergenza più ampio, mentre i sei Stati membri fondatori potrebbero aver raggiunto un livello di integrazione più elevato già prima del 2014. Inoltre, il contesto successivo alla pandemia, caratterizzato da una maggiore digitalizzazione dei servizi finanziari e dal sostegno delle politiche a livello dell'UE, potrebbe aver contribuito a ridurre le barriere informative e operative.

Grafico D

Variazioni stimate delle frizioni che incidono sull'integrazione dei mercati azionari all'interno dell'area dell'euro per alcuni gruppi di paesi dell'area

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico si basa su una stima gravitazionale e mostra la variazione delle frizioni per gruppi diversi di paesi dell'area dell'euro, ossia i sei membri fondatori dell'UE e i paesi che vi hanno aderito successivamente. I coefficienti di regressione sono convertiti in equivalenti fiscali utilizzando un'elasticità di -3,86, in linea con Head e Mayer (2021). Ciascun punto è ottenuto per differenza rispetto alle partecipazioni azionarie nazionali del 2014.

Nel complesso, questi risultati mostrano che sono stati compiuti pochi progressi nell'integrazione dei mercati azionari europei. Il conseguimento degli obiettivi dell'Unione del risparmio e degli investimenti richiederà ulteriori sforzi per ridurre la frammentazione, tra cui una maggiore armonizzazione in materia di vigilanza e regolamentazione e una più profonda integrazione delle infrastrutture di negoziazione e di post-negoziazione per migliorare le condizioni di liquidità, sostenere gli investimenti transfrontalieri e rafforzare la capacità dell'Europa di finanziare gli investimenti strategici.

Riferimenti bibliografici

Arampatzi, A., Christie, R., Evrard, J., Parisi, L., Rouveyrol, C., van Overbeek, F. (2025), "Capital markets union: a deep dive – Five measures to foster a single market for capital", *Occasional Paper Series*, n. 369, BCE, versione rivista a maggio 2025.

Banca centrale europea (BCE) (2026), *Financial integration and structure in the euro area – Statistical annex*, aprile.

Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. e Schreger, J. (2026), *The Geography of Capital Allocation in the Euro Area*, working paper.

Commissione europea (2025), "Unione del risparmio e degli investimenti – Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE", *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni*, COM(2025) 124 final, Bruxelles, 19 marzo.

Draghi, M. (2024), [The future of European competitiveness](#), settembre.

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

Lane, P.R. e Milesi-Ferretti, G.M. (2008), "[International Investment Patterns](#)", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 90, n. 3, agosto, pagg. 538-549.

Larch, M., Shikher, S. e Yotov, S.V. (2025), "Estimating Gravity Equations: Theory Implications, Econometric Developments, and Practical Recommendations", *Working Papers*, 2025001, Center for Global Policy Analysis, LeBow College of Business, Drexel University.

Okawa, Y. e van Wincoop, E. (2012), "[Gravity in International Finance](#)", *Journal of International Economics*, vol. 87, n. 2, luglio, pagg. 205-215.

Portes, R. e Rey, H. (2005), "[The determinants of cross-border equity flows](#)", *Journal of International Economics*, vol. 65, n. 2, marzo, pagg. 269-296.

2 L'impatto della crescita industriale cinese sull'area dell'euro

a cura di **Alessandra Amicucci, Nicolò Gnocato, Vanessa Gunnella, Clara Lindemann, Alfonso Merendino e Carlos Montes-Galdón**

La crescita dell'industria cinese è un fattore esterno cruciale che influenza l'interscambio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro, riducendo i costi e aumentando le pressioni concorrenziali per i produttori dell'area. La recente espansione delle esportazioni dalla Cina riflette gli incrementi di produttività e i progressi tecnologici che stanno rafforzando il ruolo del paese nella manifattura di maggior valore, sebbene siano in gioco anche altri fattori, come la minore domanda cinese di importazioni¹. Per i produttori dell'area dell'euro, la penetrazione delle importazioni da parte dei concorrenti cinesi può avere effetti espansivi grazie alla riduzione di prezzi e costi degli input, ma può anche provocare una rilocalizzazione della produzione indotta dalla maggiore concorrenza.

La crescente presenza delle imprese cinesi pone sfide di competitività significative per l'area dell'euro, sempre più evidenti nei risultati economici dell'area, sia a livello interno sia all'estero. I produttori dell'area dell'euro hanno perso quote di mercato nei settori in cui devono fronteggiare la concorrenza cinese, soprattutto dal 2020 in poi. La penetrazione delle importazioni cinesi nel mercato europeo è notevolmente aumentata, in particolare nei settori a media e alta tecnologia, esercitando pressioni sui produttori europei.

Le sfide attuali differiscono in qualche misura da quelle affrontate in occasione del primo "shock cinese" agli inizi degli anni 2000². In confronto agli inizi degli anni 2000, nel periodo recente le importazioni dell'area dell'euro dalla Cina hanno registrato una crescita più sostenuta nei settori manifatturieri avanzati (ad esempio dell'elettronica e automobilistico) rispetto a quelli tradizionali (come il tessile e l'arredamento). Peraltro, la composizione delle importazioni dalla Cina si è spostata verso i prodotti intermedi (cfr. il grafico A). Inoltre, a differenza degli anni 2000, al recente aumento delle esportazioni cinesi verso l'area dell'euro non ha corrisposto un aumento delle esportazioni verso la Cina, poiché le importazioni cinesi dall'area sono diminuite dal 2021.

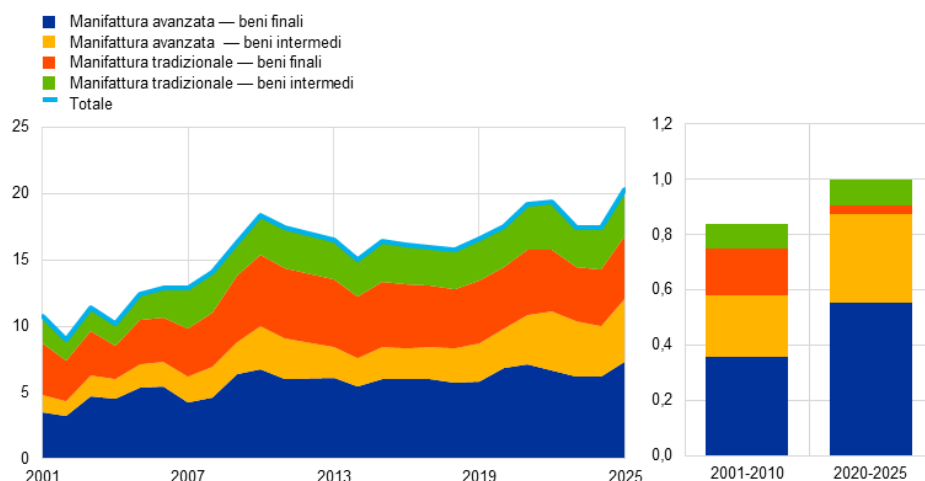
¹ Cfr. Al-Haschimi et al. (2025), *Il crescente avanzo commerciale della Cina: perché le esportazioni sono in forte espansione mentre le importazioni ristagnano*.

² Il primo shock cinese viene definito come il periodo compreso tra il 2001 e il 2010, in linea con la letteratura che collega questo decennio alla rapida crescita delle importazioni cinesi (Autor et al., 2021).

Grafico A

Quota delle importazioni dell'area dell'euro dalla Cina in termini di contenuto e utilizzo tecnologico

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: tassi di crescita media annua nel rispettivo periodo di tempo)



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

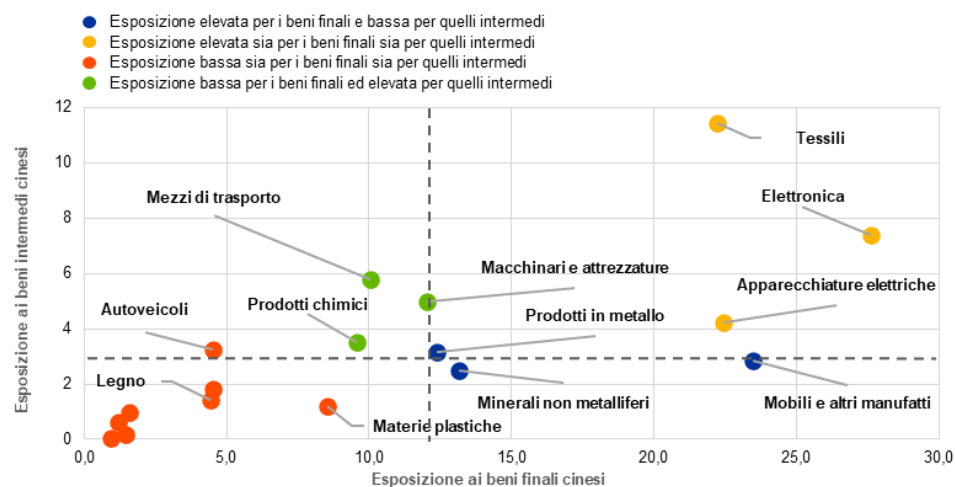
Nota: le quote di mercato delle importazioni sono espresse in termini di valore e si riferiscono esclusivamente ai beni. I dati del Trade Data Monitor sono utilizzati per il calcolo dei pesi settoriali. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2025.

Negli ultimi anni l'andamento della penetrazione delle importazioni di beni intermedi e finali dalla Cina ha registrato notevoli differenze tra i diversi settori, evidenziando che l'impatto sulla produzione varia a seconda del settore. Mentre settori come quelli dell'arredamento e dei prodotti in metallo risentono principalmente della concorrenza in termini di beni finali (punti blu nel grafico B), altri settori, come quello dell'elettronica, devono confrontarsi sia con notevoli riduzioni dei costi sia con un'intensa concorrenza nel mercato dei beni (punti gialli).

Grafico B

Esposizioni settoriali verso la Cina

(valori percentuali)



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

Nota: le esposizioni sono espresse come variazioni medie annue delle quote delle importazioni cinesi in ciascun settore dell'economia dell'area dell'euro nel periodo dal 2001 al 2022.

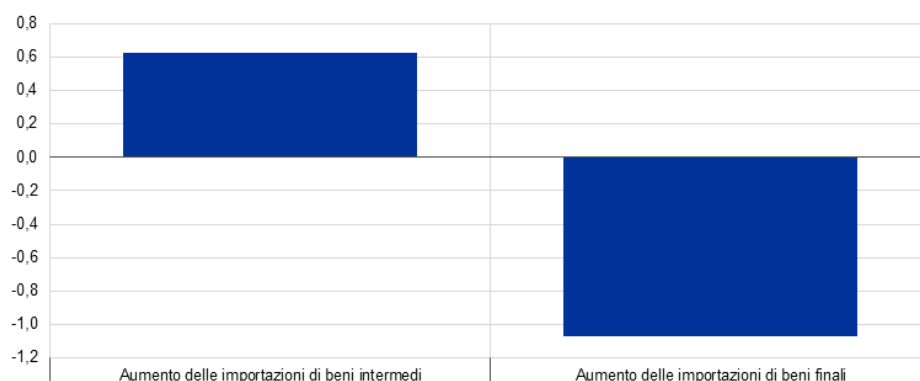
In merito alla penetrazione delle importazioni dalla Cina, l'analisi econometrica evidenzia una chiara asimmetria tra due canali: costi degli input e concorrenza.

Utilizzando un panel paese-settore per il periodo dal 2000 al 2022, vengono messe in relazione le variazioni della quota di importazioni settoriali della Cina con la crescita della produzione industriale nell'UE, distinguendo tra importazioni di beni finali e intermedi³. Il grafico C traduce i coefficienti di stima in effetti sulla produzione. I risultati mostrano che, per i settori che hanno registrato un incremento medio annuo delle importazioni, l'accresciuta esposizione alle importazioni di beni intermedi dalla Cina è legata a un incremento di 0,6 punti percentuali della crescita della produzione industriale. Per contro, all'incremento medio annuo delle importazioni di beni finali ha corrisposto un rallentamento della produzione di circa 1 punto percentuale.

Grafico C

Impatto dell'esposizione alle importazioni cinesi sulla crescita della produzione industriale settoriale nell'UE

(variazione in punti percentuali)



Fonti: Trade Data Monitor, tavole TIVA 2025 ed elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico mostra la crescita della produzione in risposta all'aumento medio annuo della quota di importazioni cinesi tra il 2000 e il 2022.

Per comprendere l'impatto degli incrementi di produttività in Cina sull'UE in termini aggregati, si utilizza un modello stocastico di equilibrio generale (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) multi-paese e multi-settoriale che include legami commerciali e reti produttive mondiali⁴. Le simulazioni

basate sul modello colgono l'aumento della pressione concorrenziale esercitata dalla Cina attraverso shock di produttività specifici per settore, nei comparti manifatturieri tradizionale e avanzato della Cina, che riducono in modo endogeno i costi marginali e i prezzi all'esportazione cinesi. Una differenza rilevante tra i due settori è che i prodotti manifatturieri tradizionali importati dalla Cina sono principalmente beni finali,

³ La variabile dipendente è la crescita annua della produzione industriale a livello di paese-settore. Le esposizioni sono indicate come variazioni sul periodo corrispondente della quota delle importazioni cinesi di beni intermedi e finali. Per ovviare all'endogeneità, si utilizza uno strumento di tipo "shift-share" in stile Bartik basato su pesi delle importazioni settoriali di base e sulle variazioni delle esportazioni cinesi verso altre economie avanzate, secondo la metodologia di Friesenbichler et al. (2023) e Autor et al. (2013). Le regressioni includono effetti fissi paese-settore e paese-tempo, nonché tendenze specifiche per settore, con un'individuazione basata sulle differenze di esposizione settoriale nei confronti della Cina all'interno di uno specifico paese e anno.

⁴ Il modello è un'estensione a quattro regioni (ossia UE, Stati Uniti, Cina e resto del mondo) di Gnocato et al. (2025).

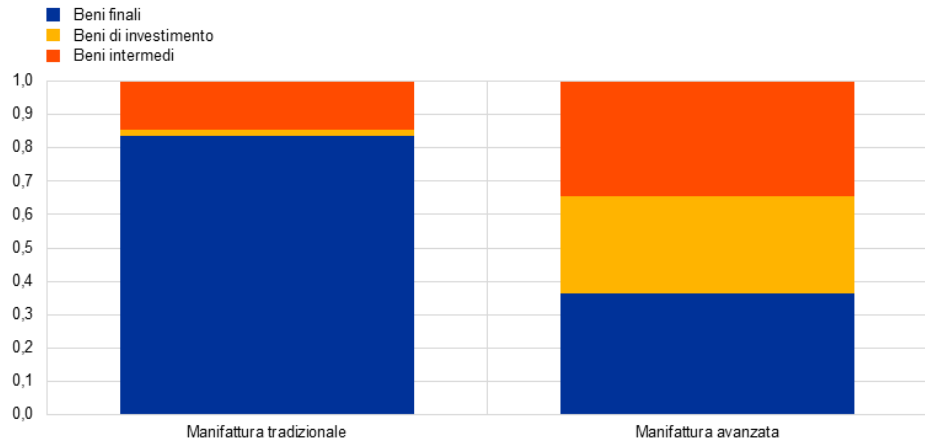
mentre le importazioni di prodotti manifatturieri avanzati sono utilizzate in misura maggiore come input intermedi (cfr. il pannello a) del grafico D).

Grafico D

Effetti simulati di un aumento persistente della produttività cinese sulla produzione settoriale dell'UE

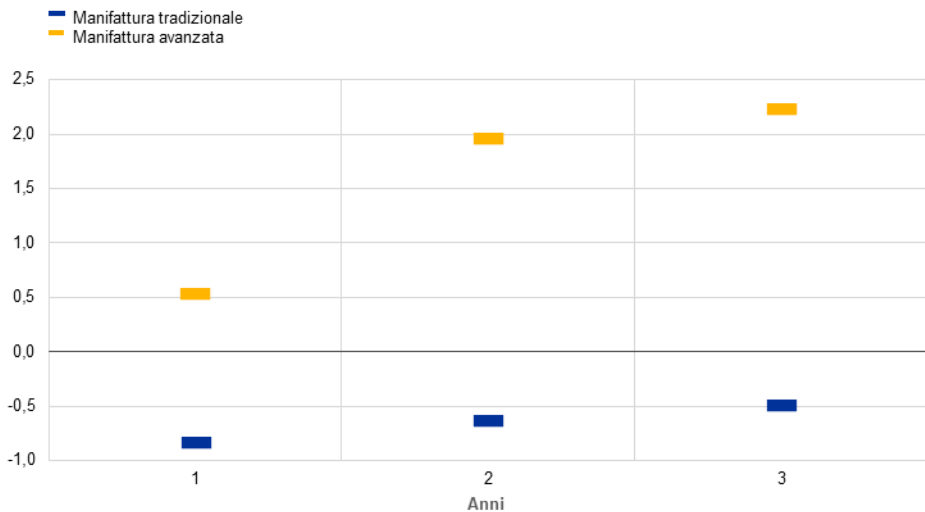
a) Composizione delle importazioni dell'UE dalla Cina

(percentuali dei valori di equilibrio)



b) Produzione settoriale dell'UE

(deviazioni percentuali dalla condizione di equilibrio)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE con l'impiego di un modello DSGE multi-paese che include le reti produttive mondiali e i legami commerciali (basato su Gnocato et al., 2025).

Note: nel pannello a) le barre mostrano quote calibrate dei valori di equilibrio. Nel pannello b) gli shock sono ridimensionati in modo da provocare lo stesso aumento delle importazioni di prodotti manifatturieri tradizionali e avanzati cinesi entro il secondo anno (un aumento di 10 punti percentuali rispetto alle importazioni totali dalla Cina in condizioni di equilibrio).

Gli shock di produttività positivi in Cina sostengono il PIL dell'UE attraverso effetti di reddito e importazioni di beni più economici, sebbene l'impatto differisca tra i vari settori.

Dal punto di vista dell'UE, gli shock dei settori manifatturieri tradizionale e avanzato della Cina si traducono primariamente in una relativa riduzione dei prezzi delle importazioni provenienti dal settore colpito e in un aumento delle importazioni dalla Cina. L'impatto sulla produzione dell'UE varia da un settore all'altro, a seconda delle modalità di utilizzo dei beni importati. Quando le

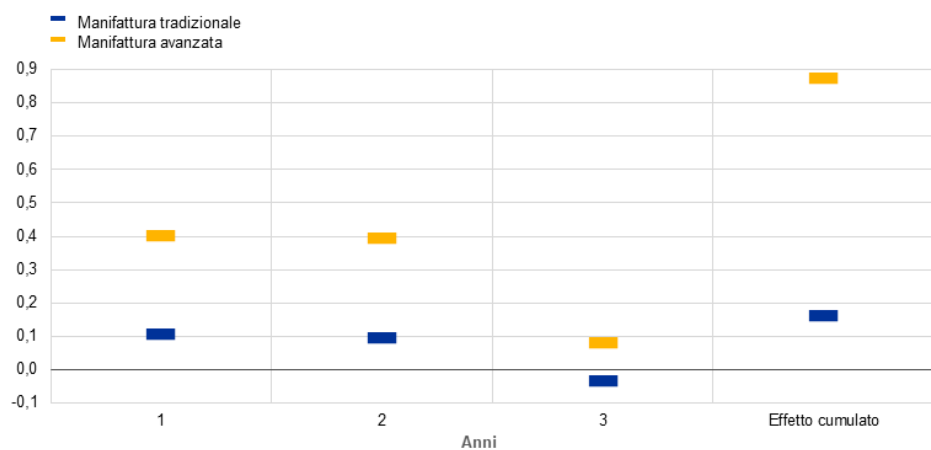
importazioni riguardano principalmente beni intermedi (come nel settore manifatturiero avanzato), esse contribuiscono a ridurre i costi e a sostenere la produzione interna. Nei casi in cui le importazioni sono principalmente beni finali (come nel settore manifatturiero tradizionale), i consumatori europei spostano facilmente i loro consumi su importazioni cinesi relativamente più economiche e, di conseguenza, i produttori dell'UE devono far fronte a una maggiore concorrenza e a un calo della domanda dei loro beni che frena la produzione settoriale dell'UE (cfr. il pannello b) del grafico D). Tuttavia, la disponibilità di beni importati meno costosi consente alle famiglie di spendere di più, determinando un incremento della domanda aggregata, che in ultima istanza va a beneficio del PIL dell'UE (cfr. il pannello b) del grafico E).

Grafico E

Effetti simulati di un aumento persistente della produttività cinese sul PIL e sull'inflazione nell'UE

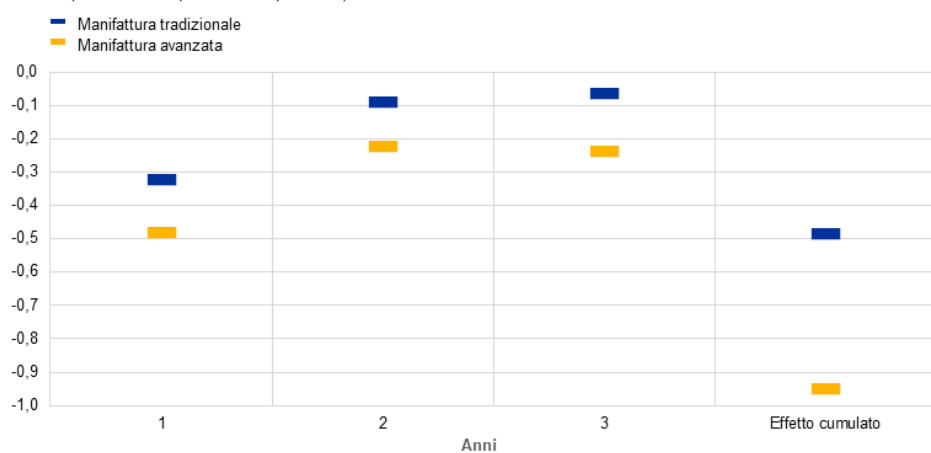
a) PIL UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) Inflazione UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE con l'impiego di un modello DSGE multi-paese che include le reti produttive mondiali e i legami commerciali (basato su Gnocato et al., 2025).

Nota: gli shock sono ridimensionati in modo da provocare lo stesso aumento delle importazioni di prodotti manifatturieri tradizionali e avanzati cinesi entro il secondo anno (un aumento di 10 punti percentuali rispetto alle importazioni totali dalla Cina in condizioni di equilibrio).

I beni cinesi più economici esercitano pressioni disinflazionistiche nei diversi settori dell'UE attraverso vari canali. In seguito a shock che si verificano nei settori manifatturieri tradizionale o avanzato della Cina, le importazioni di beni cinesi relativamente più economici esercitano una sostanziale pressione disinflazionistica sull'UE (cfr. il pannello b) del grafico E). Le pressioni disinflazionistiche sono maggiori quando lo shock colpisce il settore manifatturiero avanzato cinese e l'impatto è prevalentemente indiretto, a causa degli effetti attrattivi dei costi trasmessi dai legami produttivi. Nel caso di uno shock che colpisce il settore manifatturiero tradizionale della Cina, le importazioni entrano più direttamente nel paniere dei consumi delle famiglie europee e l'impatto disinflazionistico deriva in misura relativamente maggiore dall'effetto diretto dei minori prezzi delle importazioni cinesi.

Un miglioramento della competitività della Cina sui mercati mondiali derivante dai sussidi alla produzione avrebbe effetti simili sull'economia dell'UE.

Si considera uno scenario alternativo in cui la determinante di fondo della maggiore competitività delle imprese cinesi nei mercati mondiali sia rappresentata dai sussidi alla produzione in Cina, piuttosto che dagli shock di produttività. Si introducono sussidi alla produzione settoriale che riducono i margini di profitto e abbassano i prezzi alla produzione. Sebbene la determinante della competitività della Cina sia diversa, le implicazioni per l'economia europea sono sostanzialmente simili. Ancora una volta, le importazioni più economiche di prodotti manifatturieri avanzati sono vantaggiose per la produzione manifatturiera avanzata nell'UE e per il PIL dell'UE nel suo complesso. Nel settore manifatturiero tradizionale dell'UE la produzione continua a diminuire, mentre l'aumento del PIL è piuttosto modesto, dato che gli effetti sul reddito non compensano pienamente le perdite di produzione.

Al di là dell'analisi basata sui modelli, la valutazione più ampia degli effetti della crescita industriale cinese sull'area dell'euro è più articolata. Sebbene la recente crescita industriale cinese possa comportare nel breve termine effetti aggregati favorevoli sull'economia dell'UE, essa ha coinciso con una debole domanda di importazioni in Cina e una perdita di quote di mercato per gli esportatori dell'UE. Inoltre, gli effetti positivi sul PIL dell'UE riflettono i canali di breve periodo, ma non tengono conto dei rischi a più lungo termine, come i potenziali effetti negativi di lungo periodo derivanti dalla delocalizzazione della produzione, i rischi strutturali e le vulnerabilità strategiche.

Riferimenti bibliografici

Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J. e Spital, T. (2025), *Il crescente avanzo commerciale della Cina: perché le esportazioni sono in forte espansione mentre le importazioni ristagnano*, riquadro 1 nel numero 7/2025 di questo Bollettino.

Autor, D., Dorn, D. e Hanson, G. (2013), "The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States", *American Economic Review*, vol. 103(6), pagg. 2121-2168.

Autor, D., Dorn, D. e Hanson, G. (2021), "On the persistence of the China shock", *National Bureau of Economic Research*, n. w29401.

Friesenbichler, K.S., Kügler, A. e Reinstaller, A. (2023), "The impact of import competition from China on firm-level productivity growth in the European Union", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 86(2), pagg. 236-256.

Gnocato, N., Montes-Galdón, C. e Stamato, G. (2025), "[Tariffs across the supply chain](#)", *Working Paper Series*, n. 3081, BCE.

3 Dispersione della crescita del PIL in termini reali nei paesi dell'area dell'euro: andamenti e determinanti

a cura di Niccolò Battistini, Johannes Gareis e Richard Morris

La dispersione della crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro si è ridotta di recente collocandosi su livelli relativamente bassi nel confronto storico.

La dispersione della crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro, misurata come somma ponderata per il PIL delle deviazioni assolute della crescita trimestrale sul periodo corrispondente di ciascun paese rispetto all'aggregato dell'area dell'euro (esclusa l'Irlanda) attualmente si colloca a un livello relativamente basso¹. Simili livelli sono generalmente associati a periodi di "calma", come quello precedente la crisi finanziaria mondiale (1999-2007) e quello successivo alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, ma precedente la pandemia di COVID-19 (2015-2019, cfr. il grafico A). Tuttavia, la dispersione della crescita del PIL in termini reali è diminuita solo di recente rispetto agli elevati livelli osservati durante la pandemia e in seguito all'invasione russa dell'Ucraina.

Grafico A

Dispersione della crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente

(somma delle deviazioni assolute ponderate per il PIL, punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i dati si riferiscono alla composizione variabile dell'area dell'euro, al netto dell'Irlanda. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025.

Negli ultimi anni la dispersione della crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro si è accompagnata a una convergenza del PIL pro capite in termini reali.

Misurata come somma delle deviazioni assolute del PIL pro capite in termini reali di ciascun paese ponderate per la popolazione (in termini percentuali) rispetto all'aggregato dell'area dell'euro esclusa l'Irlanda, la dispersione del PIL pro capite in termini reali è cresciuta tra il 1999 e il 2014 (cfr. il grafico B). Fino al 2007 ciò ha riflesso principalmente l'allargamento dell'area dell'euro e, successivamente, le ripercussioni degli squilibri macroeconomici accumulatisi prima della crisi finanziaria

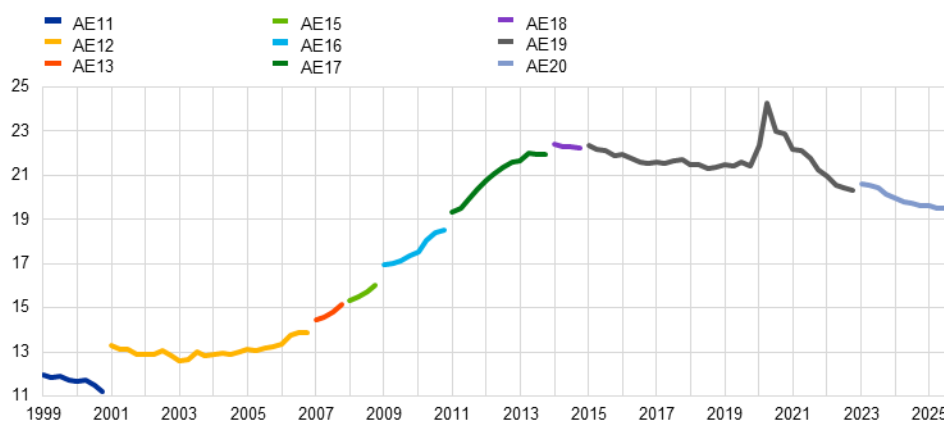
¹ L'analisi presentata in questo riquadro si basa su dati relativi all'area dell'euro escludendo l'Irlanda, la cui estrema volatilità del PIL dovuta alla registrazione delle attività delle imprese multinazionali potrebbe distorcere i risultati.

mondiale. A partire dal 2015 la dispersione del PIL pro capite in termini reali ha generalmente seguito un andamento decrescente, che tuttavia, nel 2020 ha subito una battuta d'arresto a causa della pandemia. Il graduale calo della dispersione della crescita osservato a partire dalla pandemia è avvenuto coerentemente con la ripresa di tale percorso di convergenza.

Grafico B

Dispersione del PIL pro capite in termini reali

(somma delle deviazioni assolute ponderate per la popolazione, valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: con "AE11", "AE12", etc., fino ad "AE20" si fa riferimento ai paesi che costituivano l'area dell'euro in un determinato periodo, eccetto l'Irlanda. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025.

Nei periodi di crisi gli aumenti della dispersione della crescita si sono generalmente registrati in settori specifici.

La dispersione settoriale tra paesi è calcolata come somma delle deviazioni assolute ponderata per il valore aggiunto lordo (VAL) della crescita nei paesi dell'area dell'euro in sei macro-settori NACE rispetto alla crescita dell'area in termini aggregati in ciascuno dei settori considerati (cfr. il grafico C)². Ogni serie è ulteriormente ponderata per la quota rappresentata da ciascun settore all'interno del PIL dell'area dell'euro; ciò consente di approssimarne il relativo contributo alla dispersione complessiva della crescita del PIL. Durante la crisi finanziaria mondiale l'incremento della dispersione della crescita si è concentrato, in particolare, nel settore manifatturiero, con contrazioni e successive riprese molto più marcate in Germania e in Italia, rispetto a Francia e Spagna. Durante la pandemia l'aumento della dispersione, pur essendo stato generalizzato, si è osservato principalmente in un settore con un livello di interazione più elevato: quello dei servizi ai consumatori. Tale dinamica ha riflesso le differenze nella tempistica e nella gravità delle ondate di pandemia nei diversi paesi, nonché il calo del turismo, che ha interessato in particolare i paesi del Mediterraneo. Più tardi, nel corso del 2022, la dispersione è aumentata considerevolmente anche nei servizi alle imprese, facendo registrare uno spostamento della crescita in favore di Spagna e Italia, a discapito della Germania. Tale spostamento potrebbe aver riflesso le opportunità derivanti dal maggiore ricorso al lavoro a distanza e dalla sua progressiva adozione che, insieme agli andamenti demografici e agli incentivi fiscali

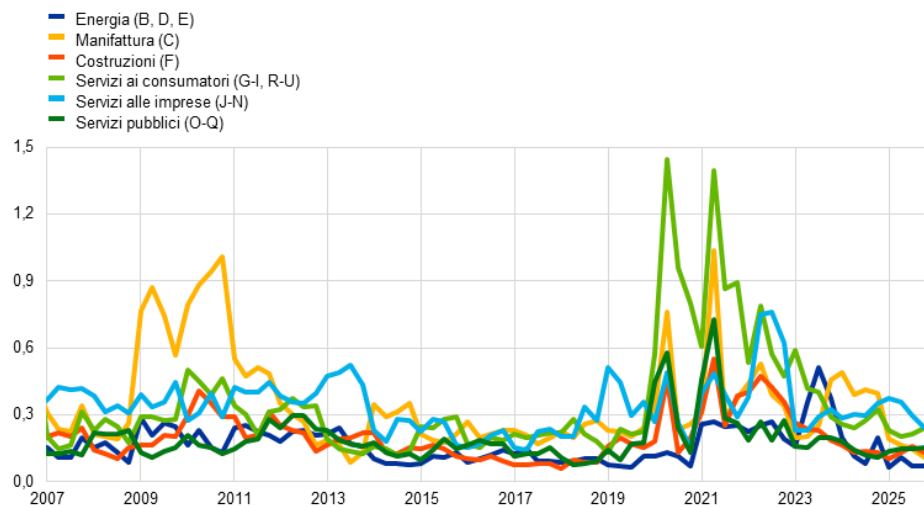
² L'acronimo NACE si riferisce alla classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea. Ai fini di questa analisi, per "servizi ai consumatori" si intendono le sezioni da G a I e da R a U della classificazione NACE; per "servizi alle imprese" quelle da J a N e per "servizi pubblici" quelle da O a Q, sempre all'interno della classificazione NACE.

per le ristrutturazioni in Italia, potrebbero aver contribuito, in tale periodo, a una maggiore dispersione anche dell'attività edilizia. All'indomani dell'invasione russa dell'Ucraina la dispersione è aumentata temporaneamente nel settore energetico, a causa dell'aumento della produzione di energia nucleare in Francia dopo un periodo di interventi di manutenzione, e nel settore manifatturiero, favorendo Francia e Spagna a fronte di un calo in Germania.

Grafico C

Dispersione della crescita del VAL in termini reali sul periodo corrispondente in alcune macro-categorie NACE

(somma delle deviazioni assolute ponderate per il VAL, punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i dati si riferiscono alla composizione fissa dei paesi dell'area dell'euro (quella corrente, esclusa l'Irlanda). Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025.

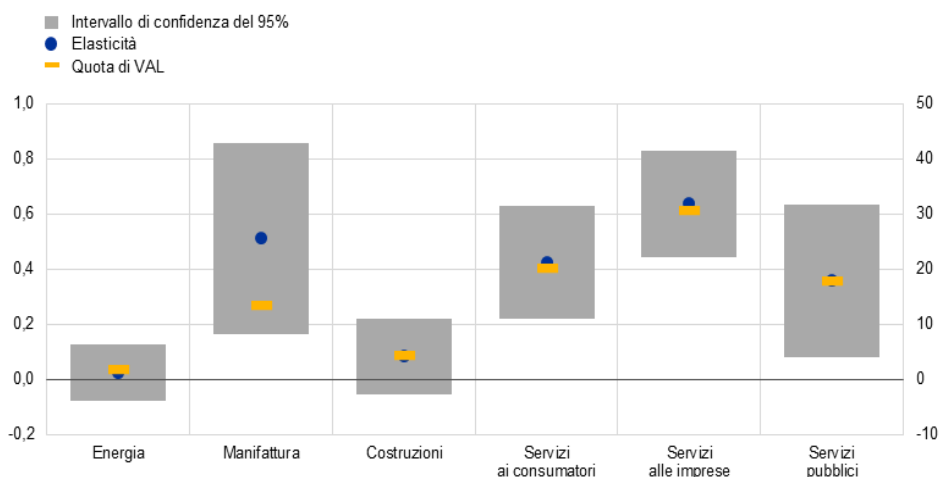
Di recente la dispersione della crescita è stata meno concentrata e più generalizzata.

Come misura approssimata delle determinanti settoriali della dispersione della crescita, l'espansione del PIL in termini reali viene regredita sulla crescita del VAL in termini reali nel 2025 nei diversi paesi dell'area dell'euro, separatamente per ciascun settore. L'osservazione relativa a ciascun paese è ponderata in base al suo peso sul PIL complessivo dell'area dell'euro. Le elasticità positive e significative indicano che i recenti differenziali di crescita si sono correlati in misura significativa sia nella manifattura che nei servizi (cfr. il grafico D). Per i settori dei servizi ai consumatori e alle imprese e dei servizi pubblici, le elasticità stimate sono sostanzialmente proporzionali alla rispettiva quota di VAL. Allo stesso tempo, l'elasticità relativa al settore manifatturiero è più elevata, a indicare che il settore riveste maggiore importanza rispetto alla quota di VAL rappresentata.

Grafico D

Elasticità della crescita del PIL in termini reali nel 2025 rispetto alle tendenze settoriali

(scala di sinistra: elasticità; scala di destra: quote del VAL, valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le elasticità corrispondono ai coefficienti stimati nelle regressioni con minimi quadrati ordinari (ordinary least squares, OLS) univariate della crescita annua del PIL in termini reali nel 2025 sulla crescita annua del VAL in termini reali di uno specifico settore nel 2025, nei diversi paesi dell'area dell'euro esclusa l'Irlanda. L'osservazione relativa a ciascun paese è ponderata in base alla relativa quota di PIL complessivo dell'area dell'euro.

La recente dispersione della crescita del PIL nei paesi dell'area dell'euro è più strettamente collegata alle tendenze demografiche e del mercato del lavoro, piuttosto che a differenze nella crescita della produttività.

Per valutare le determinanti di tale dispersione, la crescita del PIL può essere misurata rispetto alle seguenti variabili: a) crescita demografica; b) variazione della quota di popolazione in età lavorativa³; c) variazione del tasso di partecipazione alle forze di lavoro; d) variazione del tasso di disoccupazione; e) crescita della produttività.

Di conseguenza, analogamente all'analisi precedente, viene effettuata una regressione della crescita del PIL nel 2025 nei diversi paesi separatamente su ciascuna di queste variabili; l'osservazione relativa a ciascun paese è ponderata in base alla relativa quota di PIL complessivo dell'area dell'euro. Le elasticità stimate indicano che la variazione delle tendenze nella popolazione, nella struttura demografica e nella partecipazione alle forze di lavoro sono associate a dispersione della crescita tra i diversi paesi (cfr. il grafico E). Per contro, le elasticità relative alla crescita della produttività e alle variazioni del tasso di disoccupazione sono più contenute e meno statisticamente significative⁴.

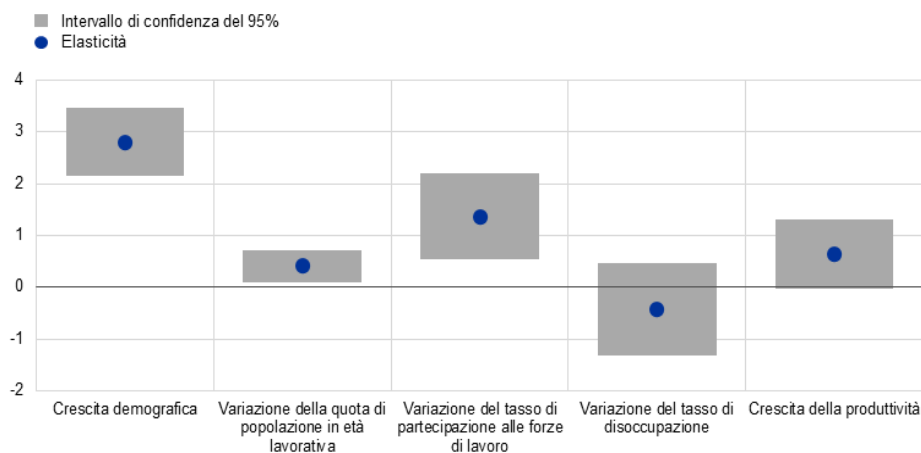
³ Ai fini dell'analisi nel presente riquadro, "in età lavorativa" si riferisce alle persone di età compresa tra i 15 e i 74 anni.

⁴ Le regressioni sono univariate e non tengono conto di potenziali correlazioni tra le variabili esplicative; le elasticità stimate devono pertanto essere interpretate come indicative.

Grafico E

Elasticità della crescita del PIL in termini reali nel 2025 rispetto alle tendenze demografiche e del mercato del lavoro

(elasticità)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le elasticità corrispondono ai coefficienti stimati delle regressioni con minimi quadrati ordinari (ordinary least squares, OLS) univariate della crescita annua del PIL in termini reali nel 2025 sulla crescita o sulla variazione di una specifica tendenza demografica o del mercato del lavoro, nel 2025, nei diversi paesi dell'area dell'euro esclusa l'Irlanda. L'osservazione relativa a ciascun paese è ponderata in base alla quota di tale paese nell'attività complessiva dell'area dell'euro. Le forze di lavoro sono calcolate utilizzando il tasso di occupazione riportato nelle contabilità nazionali e il tasso di disoccupazione desunto dall'indagine sulle forze di lavoro.

Gli esempi di Germania e Spagna illustrano il ruolo di primo piano attualmente svolto dalle tendenze demografiche e del mercato del lavoro nella dispersione della crescita. Nel 2025 il 60 per cento circa della dispersione della crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è stato riconducibile a Germania e Spagna.

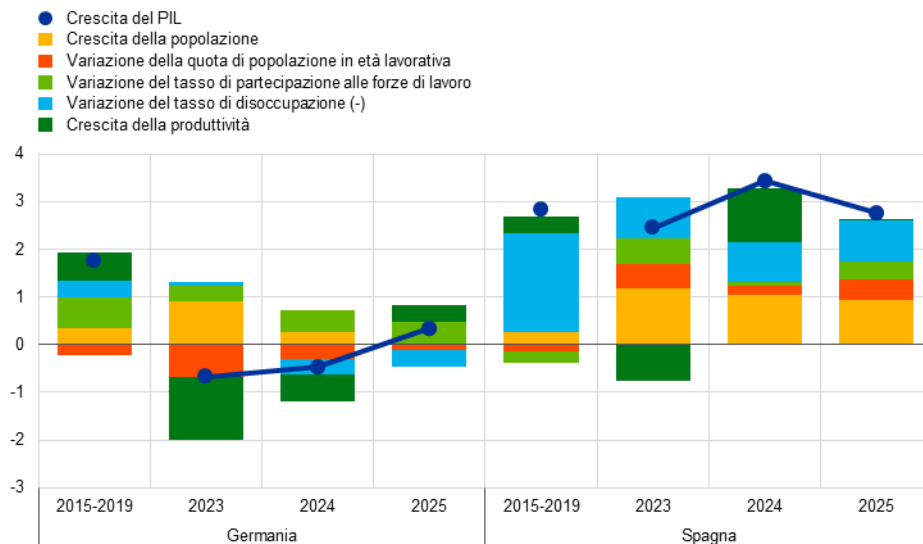
Il grafico F scompone la crescita del PIL in termini reali di tali paesi nei contributi delle tendenze demografiche e del mercato del lavoro descritte in precedenza.

In Germania la crescita della popolazione si è stabilizzata, mentre la quota di popolazione in età lavorativa è andata diminuendo, riflettendo l'invecchiamento demografico e il rallentamento dell'immigrazione. Il tasso di partecipazione alle forze di lavoro in questo paese ha segnato un aumento, che tuttavia è stato parzialmente compensato da un incremento del tasso di disoccupazione. In Spagna, al contrario, la recente forte crescita del PIL ha coinciso con notevoli aumenti demografici e della quota di popolazione in età lavorativa, entrambi legati a una forte immigrazione, con incrementi del tasso di partecipazione alle forze di lavoro e con una persistente riduzione del tasso di disoccupazione, in precedenza molto elevato. In entrambi i paesi, negli ultimi anni, la produttività del lavoro ha fornito un contributo relativamente modesto alla crescita del PIL in termini reali. Tuttavia, l'aumento della disoccupazione in Germania e il corrispondente calo in Spagna hanno determinato la convergenza del PIL pro capite in termini reali tra i due paesi.

Grafico F

Scomposizione della crescita del PIL in termini reali in Germania e in Spagna

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il dato relativo alle forze di lavoro è calcolato utilizzando il tasso di occupazione riportato nelle contabilità nazionali, mentre il tasso di disoccupazione è desunto dall'indagine sulle forze di lavoro. Il ricorso a queste diverse fonti di dati comporta alcune minime discrepanze tra la crescita del PIL in termini reali e la sua scomposizione.

In prospettiva, la guerra in Medio Oriente potrebbe determinare un rialzo della dispersione della crescita tra paesi simile a quella osservata in seguito all'invasione russa dell'Ucraina. L'interruzione del traffico attraverso lo Stretto di Hormuz e gli attacchi alle infrastrutture per la fornitura di petrolio e gas stanno spingendo notevolmente al rialzo i prezzi di petrolio e gas e rischiano di riattivare alcune delle dinamiche settoriali asimmetriche sopra descritte. È probabile che lo shock energetico amplii i differenziali di crescita tra i diversi paesi nel settore manifatturiero e in quelli ad alta intensità energetica, la cui esposizione a tali dinamiche varia considerevolmente a seconda del paese dell'area.

Risparmia le energie: il possibile impatto della guerra in Medio Oriente sui risparmi delle famiglie e sull'economia

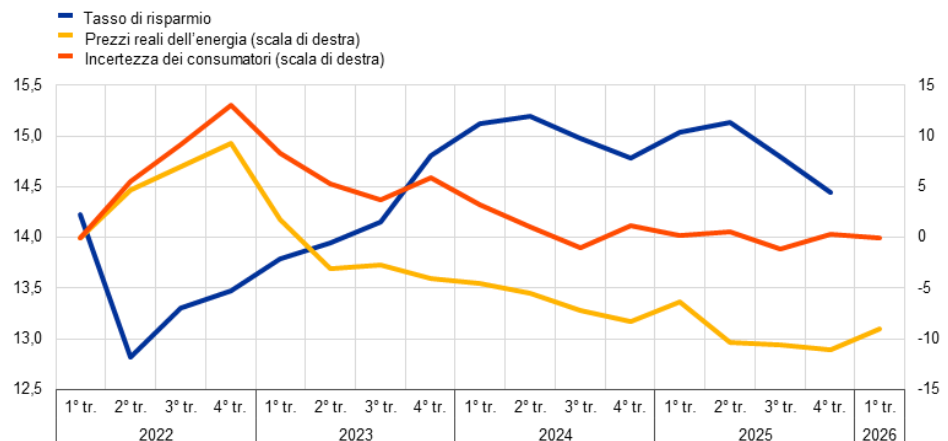
a cura di Niccolò Battistini, Alina Bobasu, Rodolfo Dinis Rigato e Hanno Kase

L'aumento dei prezzi dell'energia e l'accresciuta incertezza dei consumatori, a causa della guerra in Medio Oriente, hanno fatto riemergere rischi per le prospettive sul tasso di risparmio delle famiglie. Nel 2022 e nel 2023, dopo essere diminuito rispetto al picco raggiunto nel periodo post-pandemico, il tasso di risparmio è aumentato rapidamente e, a partire dal 2024, è rimasto elevato, superando il livello più alto registrato prima dell'emergenza sanitaria (cfr. il grafico A). Ciò è in larga misura riconducibile alla forte crescita del reddito reale e alla modesta domanda interna, in un contesto di prezzi dell'energia in calo e incertezza a seguito dei livelli precedentemente elevati provocati dall'invasione russa dell'Ucraina. Tuttavia, con il manifestarsi delle ripercussioni della guerra in Medio Oriente sull'economia, le tendenze recenti dei prezzi dell'energia e dell'incertezza potrebbero invertirsi, con implicazioni per il tasso di risparmio. In tale contesto, il presente riquadro valuta come profili alternativi per le ragioni di scambio (che seguono da vicino l'andamento dei prezzi reali dell'energia) e per l'incertezza dei consumatori possano influenzare il tasso di risparmio, nonché le relative conseguenze in termini distributivi e macroeconomici.

Grafico A

Tasso di risparmio, prezzi reali dell'energia e incertezza dei consumatori

(variazioni a partire dal quarto trimestre del 2021, valori percentuali e punti percentuali)



Fonti: Eurostat, indagine condotta dalla Commissione europea presso le imprese e i consumatori ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i prezzi reali dell'energia corrispondono al rapporto tra la componente energetica dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e lo IAPC complessivo. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025 per il tasso di risparmio e al primo trimestre del 2026 per i prezzi reali dell'energia e per l'incertezza dei consumatori.

Nel breve periodo le dinamiche sfavorevoli delle ragioni di scambio e dell'incertezza dei consumatori hanno in genere effetti opposti sul tasso di risparmio delle famiglie. In un'economia importatrice netta di energia, come quella dell'area dell'euro, le ragioni di scambio, approssimate dal rapporto tra il deflatore

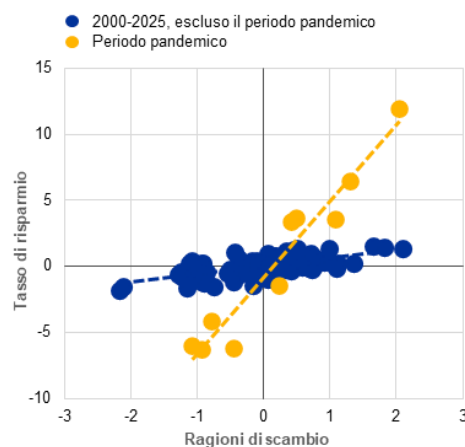
del PIL e quello dei consumi, tendono a diminuire quando i prezzi dei beni energetici aumentano¹. Di conseguenza, il peggioramento delle ragioni di scambio riflette, di norma, le perdite di reddito disponibile reale delle famiglie sia direttamente, attraverso i rincari dei prodotti energetici importati, sia indirettamente, attraverso la diminuzione dei salari reali e degli utili distribuiti dalle imprese². Le perdite di reddito reale tendono a tradursi in una riduzione della spesa e, in misura maggiore, del risparmio, come dimostra la relazione positiva tra le ragioni di scambio e il tasso di risparmio (cfr. il pannello a) del grafico B). Per contro, l'accresciuta incertezza dei consumatori, spesso provocata dallo stesso shock sottostante, come i rincari dell'energia, rafforza le motivazioni precauzionali, frenando i consumi e facendo aumentare il tasso di risparmio, come mostra la correlazione positiva tra l'incertezza e il tasso di risparmio (cfr. il pannello b) del grafico B). Durante il periodo pandemico il tasso di risparmio si è dimostrato particolarmente sensibile alle variazioni delle ragioni di scambio e dell'incertezza dei consumatori; tuttavia, queste forti elasticità sono state molto probabilmente amplificate dalle risposte delle famiglie alle restrizioni alla mobilità e si sono normalizzate dopo la conclusione dell'emergenza sanitaria³.

Grafico B

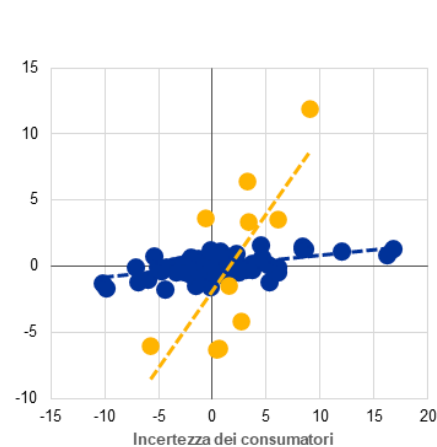
Tasso di risparmio, ragioni di scambio e incertezza dei consumatori

(asse delle ascisse: variazioni sul periodo corrispondente, valori percentuali e punti percentuali; asse delle ordinate: variazioni sul periodo corrispondente, punti percentuali)

a) Tasso di risparmio e ragioni di scambio



b) Tasso di risparmio e incertezza dei consumatori



Fonti: Eurostat, indagine condotta dalla Commissione europea presso le imprese e i consumatori ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello a) le ragioni di scambio sono approssimate dal rapporto tra il deflatore del PIL e quello dei consumi privati. Nel pannello b) l'incertezza dei consumatori è anticipata di quattro trimestri, sostanzialmente in linea con l'impatto massimo sul tasso di risparmio degli shock all'incertezza dei consumatori nel modello empirico descritto di seguito. La voce "Periodo pandemico" indica il periodo compreso tra il primo trimestre del 2020 e il secondo trimestre del 2023.

Per stimare gli effetti sul tasso di risparmio di forti shock alle ragioni di scambio e all'incertezza dei consumatori ci si avvale di un modello empirico.

¹ Cfr. anche Bokan et al. (2018) e Battistini et al. (2023).

² Cfr., ad esempio, Battistini et al. (2022) e Bobasu et al. (2025).

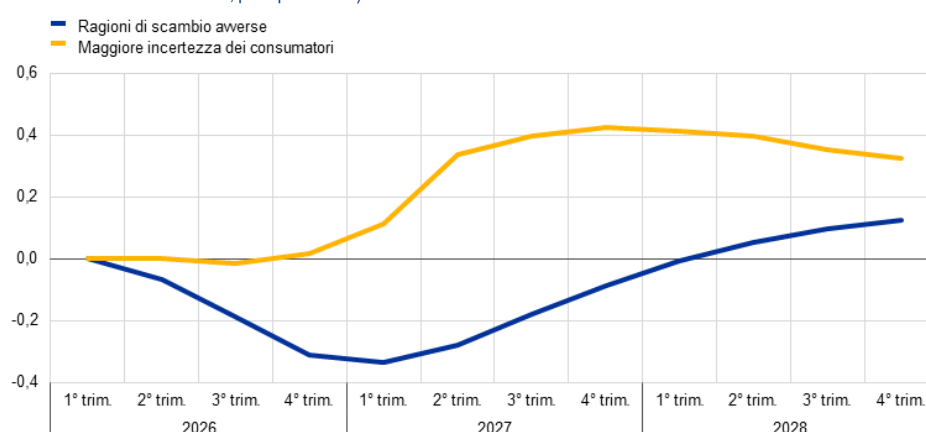
³ Cfr. Dossche et al. (2021). Per ridurre l'importanza delle correlazioni osservate all'inizio della pandemia, nel presente riquadro il modello empirico è stimato riducendo il peso delle osservazioni nei quattro trimestri del 2020 mediante un fattore di aggiustamento per tenere conto dell'eteroschedasticità dei dati.

Utilizzando i dati relativi all'area dell'euro compresi tra il primo trimestre del 1999 e il quarto trimestre del 2025 si stima un modello di autoregressione vettoriale strutturale bayesiano⁴ che quantifica il ruolo delle variazioni inattese delle ragioni di scambio e dell'incertezza dei consumatori, nonché gli shock alla domanda e al reddito interni e al tasso di interesse⁵. Per valutare l'impatto degli andamenti avversi delle ragioni di scambio e dell'incertezza dei consumatori, si prendono in considerazione, per il tasso di risparmio, due scenari basati sulle elasticità stimate del modello (cfr. il grafico C). In primo luogo, uno shock negativo alle ragioni di scambio di entità comparabile al deterioramento osservato nel 2022 ridurrebbe il tasso di risparmio di 0,3 punti percentuali, al minimo, all'inizio del 2027. In secondo luogo, un aumento dell'incertezza sostanzialmente in linea con quello osservato all'inizio dell'invasione russa dell'Ucraina comporterebbe un aumento del tasso di risparmio pari a 0,4 punti percentuali, al massimo, alla fine del 2027.

Grafico C

Profili alternativi del tasso di risparmio a seguito di forti shock alle ragioni di scambio e all'incertezza dei consumatori

(deviazioni dallo scenario di base, punti percentuali)



Fonti: Eurostat, indagine condotta dalla Commissione europea presso le imprese e i consumatori ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: i profili sono calcolati utilizzando le elasticità implicite nel modello del tasso di risparmio agli shock sulle ragioni di scambio e sull'incertezza dei consumatori.

Per valutare le implicazioni di profili alternativi del tasso di risparmio in risposta a shock sfavorevoli alle ragioni di scambio e all'incertezza dei consumatori si utilizzano due modelli macroeconomici. Gli effetti

macroeconomici aggregati sono valutati utilizzando l'ECB-BASE (cfr. Angelini et al.,

⁴ Il modello include i consumi privati in termini reali, le ragioni di scambio, il tasso di risparmio, il tasso di interesse privo di rischio e l'incertezza dei consumatori. I dati sull'incertezza dei consumatori, disponibili solo a partire da aprile 2019, sono integrati, per gli anni iniziali, collegandoli alla percentuale di risposte neutre relative alla domanda sulle aspettative a dodici mesi in merito alla situazione finanziaria personale degli intervistati nell'indagine della Commissione europea presso i consumatori.

⁵ Gli shock sono identificati con restrizioni di segno e nulle sull'impatto. Si ipotizza che gli shock relativi alle ragioni di scambio inducano spostamenti nella stessa direzione dei consumi privati, delle ragioni di scambio e del tasso di risparmio. Gli shock legati all'incertezza dei consumatori ne determinano lo spostamento nella stessa direzione, ma non hanno effetti su altre variabili. Gli shock dal lato della domanda interna spostano i consumi privati nella direzione opposta rispetto alle ragioni di scambio e al tasso di risparmio. Gli shock dal lato del reddito spostano i consumi privati e il tasso di risparmio nella direzione opposta rispetto alle ragioni di scambio. Gli shock connessi ai tassi di interesse ne determinano lo spostamento nella stessa direzione, ma l'unica variabile su cui hanno effetto è l'incertezza dei consumatori.

2019), un modello semistrutturale per l'area dell'euro. Gli shock alle ragioni di scambio, in particolar modo quando riguardano i prezzi dell'energia, potrebbero avere inoltre forti effetti redistributivi⁶. A fronte di prezzi più elevati per i beni importati, le famiglie ad alto reddito potrebbero essere in grado di adeguare i propri consumi attingendo ai risparmi, mentre le famiglie a basso reddito potrebbero dover ridurre i propri consumi in misura più significativa. Si valutano tali effetti distributivi utilizzando un'estensione del modello a economia aperta di Kase e Rigato (2025), un modello neo-keynesiano con agenti eterogenei (Heterogeneous-Agent New Keynesian, HANK) ampliato con le importazioni commerciali ed energetiche. Nel modello ECB-BASE gli shock strutturali sono calibrati in modo da analizzare i profili del tasso di risparmio mostrati nel grafico C, ossia in termini di shock ai prezzi dell'energia, per lo scenario relativo alle ragioni di scambio, e di shock diretto sulla spesa per consumi, nello scenario relativo all'incertezza dei consumatori. Nel modello HANK, per quantificare l'impatto distributivo delle variazioni del risparmio delle famiglie provocate da ciascuno shock, si simula una variazione standardizzata del tasso di risparmio pari a un punto percentuale.

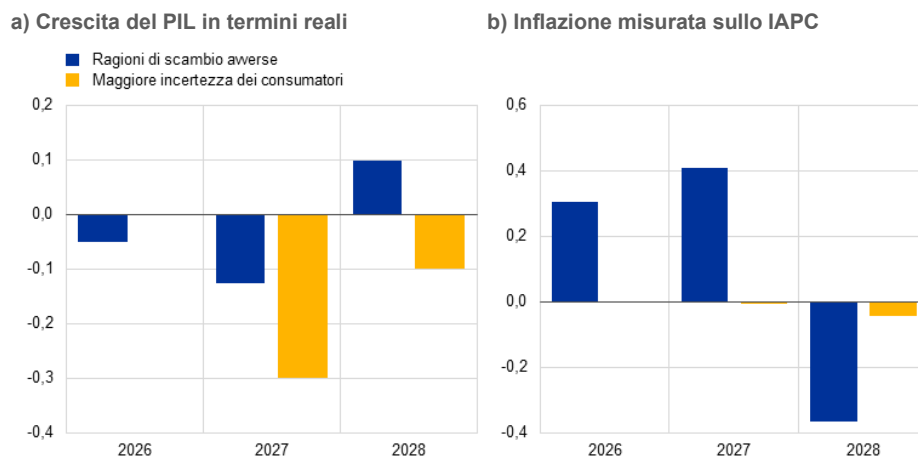
Il modello ECB-BASE mostra che gli shock sfavorevoli alle ragioni di scambio e all'incertezza dei consumatori influenzerebbero negativamente la crescita del PIL in termini reali e, al contempo, avrebbero effetti opposti sull'inflazione misurata sullo IAPC (cfr. il grafico D). Il deterioramento delle ragioni di scambio erode il reddito reale, visto che i salari nominali si adeguano lentamente all'aumento dei prezzi dei beni energetici importati, gravando sui consumi. Ciò comporta un aumento dell'inflazione di 0,4 punti percentuali, indotto quasi interamente dalla componente energetica, e riduce la crescita di 0,1 punti percentuali nel 2027; tali effetti si invertono, parzialmente, nel 2028. Per contro, la maggiore incertezza dei consumatori rafforza il comportamento precauzionale e riduce la domanda delle famiglie: ciò implica una riduzione della crescita di 0,3 punti percentuali nel 2027, con effetti trascurabili sull'inflazione.

⁶ Cfr. Auclert et al. (2024a) e Auclert et al. (2024b).

Grafico D

Effetti sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione misurata sullo IAPC

(deviazioni dallo scenario di base, punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su simulazioni condotte impiegando il modello ECB-BASE.

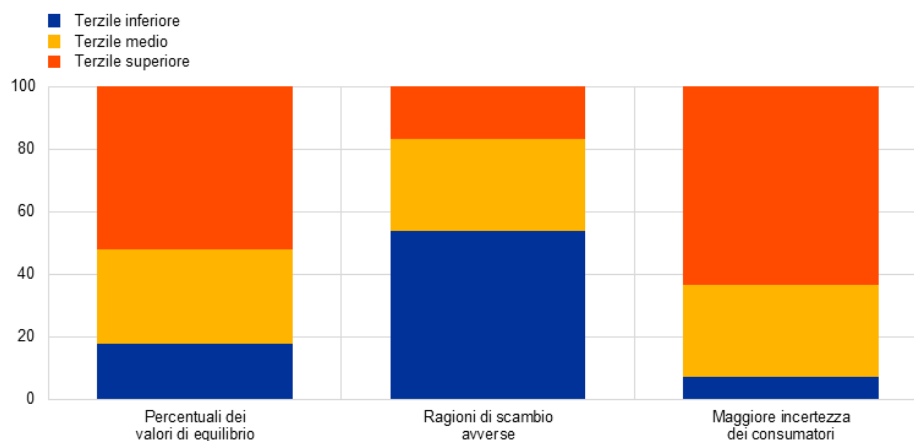
Note: lo scenario "Maggiore incertezza dei consumatori" è modellato come uno shock ai consumi e lo scenario "Ragioni di scambio avverse" come uno shock ai prezzi dei beni energetici importati. Tutte le simulazioni ipotizzano una politica monetaria esogena.

Il modello HANK suggerisce che gli shock sfavorevoli alle ragioni di scambio sono regressivi, con una maggiore riduzione dei consumi osservata per le famiglie a basso reddito, mentre gli shock che influenzano l'incertezza dei consumatori hanno effetti opposti (cfr. il grafico E). A seguito di uno shock sfavorevole alle ragioni di scambio, più della metà del calo dei consumi (54 per cento) si registra tra le famiglie nel terzile di reddito più basso: un valore superiore alla percentuale di consumi in condizioni di equilibrio implicita nel modello (18 per cento), in quanto tali famiglie non dispongono di ampie riserve di liquidità per attuire le perdite di reddito da lavoro in termini reali. Per contro, in caso di aumento dell'incertezza dei consumatori la maggior parte del calo dei consumi (63 per cento) si concentra nelle famiglie che appartengono al terzile superiore, riflettendo la maggiore percentuale di base che esse rappresentano nei consumi totali (52 per cento). Per quanto riguarda il risparmio, gli adeguamenti più significativi a seguito di entrambi i tipi di shock si osservano nelle famiglie appartenenti al terzile superiore, in linea con le maggiori attività di cui dispongono.

Grafico E

Effetti distributivi sui consumi per terzile di reddito

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su simulazioni condotte impiegando il modello HANK.

Note: la colonna di sinistra mostra la percentuale di ciascun terzile di reddito nel consumo aggregato in condizioni di equilibrio. Le colonne al centro e a destra mostrano il contributo di diversi terzili di reddito alla variazione cumulata dei consumi a seguito di ciascuno shock.

Shock simultanei alle ragioni di scambio e all'incertezza dei consumatori, in quanto determinanti fondamentali del tasso di risparmio delle famiglie, comportano rischi significativi per la crescita e per l'inflazione. Gli shock alle ragioni di scambio e all'incertezza dei consumatori influenzano il tasso di risparmio in direzioni opposte, almeno nel breve periodo. Se tali shock dovessero concretizzarsi simultaneamente in risposta alle accresciute tensioni geopolitiche legate alla guerra in Medio Oriente, potrebbero rafforzarsi a vicenda attraverso gli effetti più ampi prodotti sulla domanda e sul reddito interni, nonché sui costi dell'energia. In una situazione simile, l'effetto congiunto di tali shock potrebbe esercitare un notevole effetto frenante sulla crescita, anche a fronte di un tasso di risparmio sostanzialmente stabile. Nonostante abbiano effetti opposti sull'inflazione, l'impatto netto dei canali delle ragioni di scambio e dell'incertezza dei consumatori si tradurrebbe in una pressione al rialzo sull'inflazione.

Riferimenti bibliografici

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, settembre.

Auclert, A., Monnery, H., Rognlie, M. e Straub, L. (2024b), "Managing an energy shock: fiscal and monetary policy", in Bauducco S., Fernández, A. e Violante, G.L. (a cura di), *Heterogeneity in Macroeconomics: Implications for Monetary Policy*, Banca centrale del Cile, Santiago, pagg. 39-108.

Auclert, A., Rognlie, M., Souchier, M. e Straub, L. (2024a), "Exchange Rates and Monetary Policy with Heterogeneous Agents: Sizing up the Real Income Channel", *NBER Working Paper*, n. 28872, National Bureau of Economic Research, agosto.

Battistini, N., Bobasu, A. e Gareis, J. (2023), *Chi paga il conto? L'impatto disomogeneo del recente shock sui prezzi dell'energia*, riquadro 5 nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

Battistini, N., Di Nino, V., Dossche, M. e Kolndrekaj, A. (2022), *Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione*, articolo 1 nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

Bobasu, A., Di Nino, V. e Osbat, C. (2023), *Differenze di impatto sulle famiglie del recente aumento dell'inflazione*, articolo 2 nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

Bobasu, A., Dobrew, M. e Repele, A. (2025), "Energy price shocks, monetary policy and inequality", *European Economic Review*, vol. 175, articolo 104986.

Bokan, N., Dossche, M. e Rossi, L. (2018), *Corsi petroliferi, ragioni di scambio e consumi privati*, riquadro 3 nel numero 6/2018 di questo Bollettino.

Dossche, M., Krustev, G. e Zlatanov, S. (2021), *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento*, riquadro 4 nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

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

5 Determinanti dell'andamento dell'occupazione tra i lavoratori in età più avanzata

a cura di Nina Furbach e Afonso S. Moura

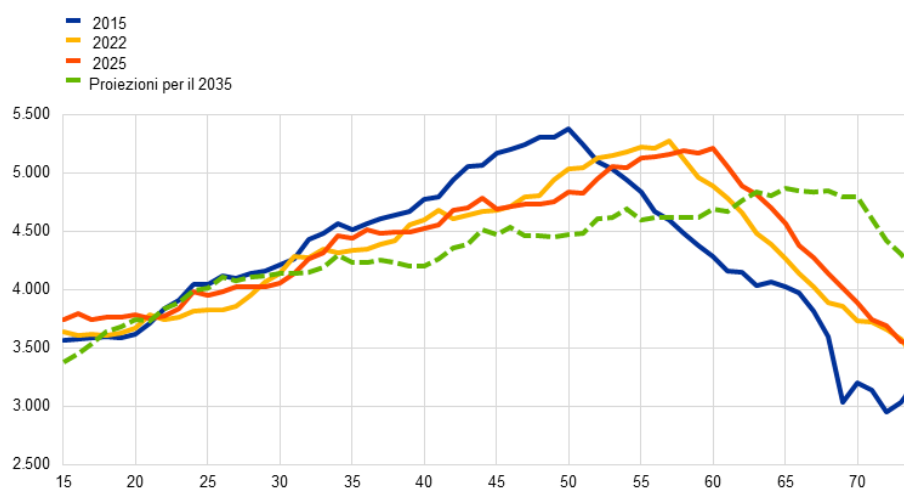
L'area dell'euro sta subendo notevoli cambiamenti demografici, che si manifestano anche nel breve periodo, con implicazioni significative per l'occupazione.

I cambiamenti demografici non solo influiscono sull'economia nel lungo periodo, ma possono anche influenzare gli andamenti a breve termine del mercato del lavoro. L'invecchiamento determina variazioni sensibili nella distribuzione per età, anche nell'arco di periodi di tempo relativamente brevi (cfr. il grafico A). I tassi di occupazione variano a seconda della fascia d'età e, in media, sono più bassi tra le persone di età più avanzata. Ciò significa che, in un'economia in fase di invecchiamento, le variazioni della composizione nella popolazione in età lavorativa influiscono meccanicamente sui tassi di occupazione aggregati¹. Al tempo stesso, le variazioni dell'età pensionabile prevista dalla legge, l'aumento dell'aspettativa di vita e il miglioramento della salute nelle fasi avanzate della vita aumentano l'attaccamento al mercato del lavoro².

Grafico A

Popolazione in età lavorativa (15-74 anni) nell'area dell'euro, per età e per anno

(migliaia)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le proiezioni per il 2035 sono desunte dalle proiezioni EUROPOP2023.

I lavoratori in età più avanzata hanno fornito un contributo significativo alla crescita dell'occupazione negli ultimi anni, mentre l'effetto di composizione puramente negativo dell'invecchiamento è stato contenuto. Dal primo trimestre del 2022 il tasso di occupazione complessivo nell'area dell'euro è aumentato di 1,7 punti percentuali, dal 60,3 al 62 per cento, circa, osservato nell'ultimo trimestre del 2025. Per comprendere meglio il contributo dei lavoratori in età più avanzata a

¹ Il tasso di occupazione è definito come la quota di individui occupati sul totale della popolazione.

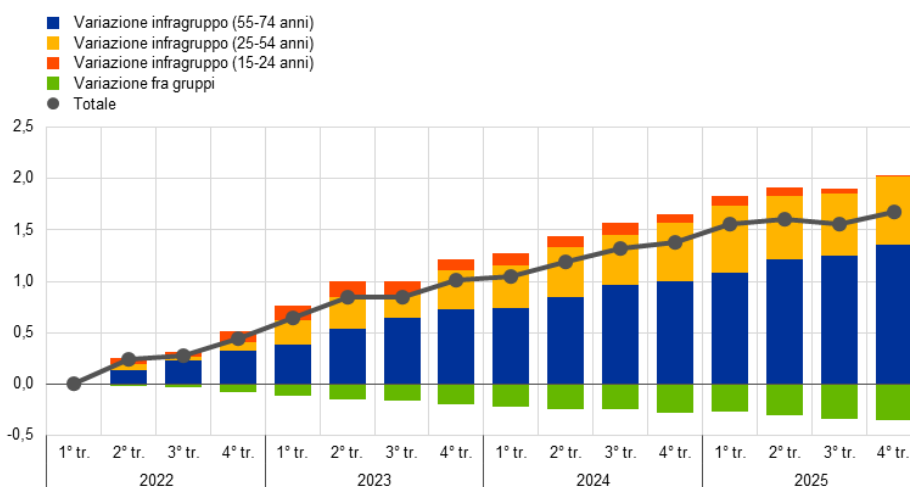
² Cfr., ad esempio, Arce e Sondermann (2026), Berson e Botelho (2023) e Consolo et al. (2026).

tale crescita, è stata scomposta la variazione complessiva in contributi diversi: a) per isolare il contributo delle diverse fasce di età alle variazioni del tasso di occupazione, si usa il tasso di occupazione effettivo di una data fascia e si fissano le quote di popolazione e il tasso di occupazione degli altri gruppi ai livelli osservati nel primo trimestre del 2022 (cfr. le barre blu, arancioni e rosse nel grafico B); e b) per cogliere gli effetti delle variazioni nella composizione per età, si tiene conto delle variazioni nei pesi relativi alla popolazione (ovvero la dimensione di una fascia di età nel totale della popolazione), ma si mantengono costanti i tassi di occupazione per ciascuna fascia d'età (cfr. le barre verdi nel grafico B). L'analisi rivela che, pur rappresentando solo il 34 per cento della popolazione in età lavorativa nel 2022, gli individui fra i 55 e i 74 anni hanno contribuito per 1,4 punti percentuali all'aumento totale del tasso di occupazione (a fronte di un contributo nullo da parte dei soggetti dai 15 ai 24 anni e di uno inferiore, pari a 0,7 punti percentuali, da parte dei soggetti tra i 25 e i 54 anni). I risultati mostrano inoltre che l'effetto di composizione puro dell'invecchiamento è stato relativamente modesto tra il primo trimestre del 2022 e la fine del 2025, pari a un contributo di soli -0,4 punti percentuali.

Grafico B

Variazione cumulata del tasso di occupazione nell'area dell'euro

(valori percentuali, punti percentuali)



Fonti: indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey UE-LFS) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le variazioni tra i gruppi sono ricavate mantenendo costanti i tassi di occupazione per ciascuna fascia di età, ma tenendo conto delle variazioni nei pesi relativi alla popolazione. Per le variazioni infragruppo, sia i pesi relativi alla popolazione sia i tassi di occupazione degli altri gruppi sono mantenuti costanti. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025.

L'attuale tendenza al pensionamento posticipato rispetto alle generazioni precedenti è stata una determinante fondamentale della crescita dell'occupazione.

Oltre il 90 per cento dell'aumento del tasso di occupazione tra i lavoratori più anziani è stato determinato dall'aumento del tasso di partecipazione in tale gruppo, piuttosto che da una maggiore quota di individui attivi occupati³. Utilizzando i microdati dell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE, è possibile scomporre le variazioni del tasso di partecipazione al mercato del lavoro per motivi di inattività. Il recente aumento della partecipazione alle forze di lavoro ha

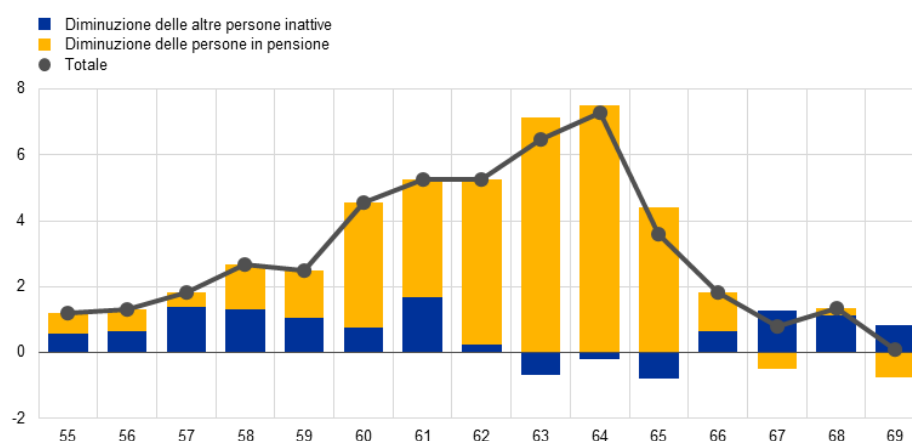
³ Il tasso di occupazione può essere scomposto nel tasso di partecipazione (la quota di individui attivi sul totale della popolazione, ovvero che hanno un impiego o che lo stanno attivamente cercando) e nella quota di occupati all'interno dell'insieme degli individui attivi.

rispecchiato un calo della quota di pensionati, in particolare tra i lavoratori di età compresa tra i 60 e i 65 anni (cfr. il grafico C). Le informazioni sulle transizioni occupazionali ricavate dall'indagine sulle forze di lavoro dell'UE e dall'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE confermano che tale calo è stato determinato da minori transizioni verso il pensionamento, piuttosto che dall'aumento di persone che passano da una condizione di inattività a una di occupazione.

Grafico C

Variazione nel tasso di partecipazione al mercato del lavoro dell'area dell'euro dal quarto trimestre del 2021 al quarto trimestre del 2024

(valori percentuali, punti percentuali)



Fonti: indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey UE-LFS) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: Austria, Grecia, Irlanda, Paesi Bassi e Slovacchia sono esclusi per indisponibilità dei dati.

Le recenti variazioni dell'età effettiva di pensionamento sono solo in parte riconducibili alle modifiche apportate all'età pensionabile prevista dalla legge.

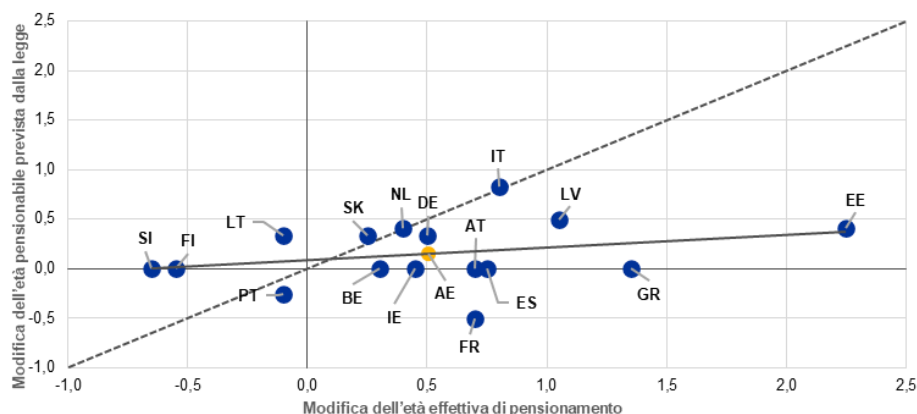
Tra il 2022 e il 2024 l'età media effettiva di uscita dal mercato del lavoro è aumentata in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro, con un incremento medio considerevole di circa 0,5 anni. Tuttavia, nella maggior parte delle economie dell'area tale aumento è stato superiore rispetto a quello dell'età pensionabile prevista dalla legge (cfr. il grafico D): un aumento di un anno dell'età effettiva di pensionamento si è associato a un incremento di soli 0,1 anni dell'età pensionabile prevista dalla legge (cfr. l'inclinazione della linea tratteggiata nel grafico D), senza che tale incremento risulti statisticamente significativo⁴. Ciò suggerisce che le recenti variazioni dell'età pensionabile previste dalla legge sembrano aver svolto soltanto un ruolo limitato nel determinare i pensionamenti successivi.

⁴ Nell'analizzare i dati dal 2000 al 2019, il coefficiente di inclinazione sale a circa 0,5, valore statisticamente significativo al livello del 5 per cento. Ciò suggerisce che, anche nel lungo periodo, le variazioni dell'età pensionabile prevista dalla legge possono spiegare solo in parte gli aumenti dell'età effettiva di pensionamento.

Grafico D

Modifiche in termini di età effettiva di pensionamento ed età pensionabile prevista dalla legge nei vari paesi dal 2022 al 2024

(anni)



Fonti: OCSE (2023), OCSE (2025) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'età effettiva di pensionamento si riferisce all'età media di uscita dal mercato del lavoro. L'età pensionabile prevista dalla legge è l'età di pensionamento normale media per un individuo, con una carriera lavorativa completa, che è entrato nel mercato del lavoro all'età di 22 anni. Il punto giallo rappresenta la media non ponderata nei diversi paesi dell'area dell'euro. Non sono disponibili dati per Croazia, Cipro, Lussemburgo, Malta o Bulgaria.

L'innalzamento dell'età pensionabile dovrebbe continuare a sostenere la crescita dell'occupazione nei prossimi anni.

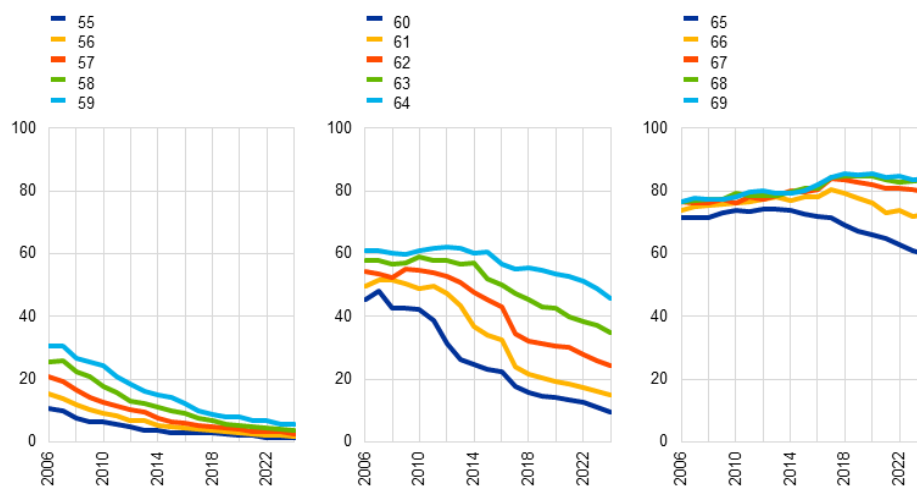
Il pensionamento posticipato dei lavoratori sembra essere una tendenza strutturale e di lungo periodo⁵. La quota di pensionati sul totale della popolazione mostra una scarsa sensibilità al ciclo economico, ma è diminuita costantemente dal 2006 al 2024 (cfr. il grafico E). Tuttavia, la tempistica di tale riduzione varia a seconda delle fasce di età. Tra gli individui di età compresa fra i 55 e i 59 anni, i tassi di pensionamento sono diminuiti bruscamente all'inizio degli anni 2000 e sembrano essersi stabilizzati su livelli inferiori al 10 per cento. Per gli appartenenti alla fascia di età fra i 60 e i 65 anni, la flessione è iniziata più tardi ed è in corso, con tassi medi ancora intorno al 40 per cento. Un confronto con altre economie avanzate indica che esiste effettivamente un margine per ulteriori aumenti dei tassi di occupazione tra i lavoratori in età più avanzata. Ad esempio, nel 2024, in Giappone, un paese che ha subito un processo di invecchiamento estremo, i tassi di occupazione, per i lavoratori di età compresa fra i 60 e i 64 anni e fra i 65 e i 69 anni, si sono collocati rispettivamente a circa il 74 e il 54 per cento, a fronte di tassi significativamente più bassi nell'area dell'euro, pari rispettivamente al 53 e al 19 per cento. In prospettiva, ciò suggerisce che l'età di pensionamento complessiva continuerà ad aumentare, in linea con le proiezioni presentate nel rapporto del 2024 della Commissione europea sull'invecchiamento della popolazione (2024 Ageing Report). Il ritmo dipenderà tuttavia dalle variazioni dell'età pensionabile prevista dalla legge e dall'evoluzione della situazione sanitaria.

⁵ Cfr. Bodnár e Nerlich (2020).

Grafico E

Quota di pensionati nell'area dell'euro per età

(valori percentuali)



Fonti: indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey UE-LFS) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: Austria, Germania (fino al 2016), Grecia, Irlanda, Paesi Bassi e Slovacchia sono esclusi per indisponibilità dei dati. Le quote dei pensionamenti sono relative alla popolazione specifica per età. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2024.

Riferimenti bibliografici

Arce, Ó. e Sondermann, D. (2026), “[Low unemployment, plenty of labour: what does it imply for wage pressures?](#)”, *Il Blog della BCE*, BCE, 9 marzo.

Berson, C. e Botelho, V. (2023), “[Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female](#)”, *Il Blog della BCE*, BCE, 8 novembre.

Bodnár, K. e Nerlich, C. (2020), [Le determinanti della crescente partecipazione alla forza lavoro: il ruolo delle riforme pensionistiche](#), articolo 2 nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

Commissione europea (2024), “[2024 Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#)”, *Institutional Papers*, n. 279, Commissione europea, aprile.

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

Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) (2023), [Pensions at a Glance 2023](#), OCSE, 13 dicembre.

Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) (2025), [Pensions at a Glance 2025](#), OCSE, 27 novembre.

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

a cura di Catherine Elding, Friderike Kuik, Aidan Meyler e Richard Morris

Il presente riquadro riassume i principali risultati emersi dai recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 67 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte prevalentemente tra il 23 marzo e il 1° aprile 2026¹.

Le società contattate hanno segnalato una buona dinamica dell'attività nel primo trimestre, senza che si siano ancora registrati segnali di una reazione della domanda alla guerra in Medio Oriente. Sebbene alcuni intervistati abbiano osservato un lento inizio d'anno, l'attività è stata generalmente giudicata buona o in miglioramento nel primo trimestre, sostanzialmente in linea con le aspettative precedenti, o superiore alle stesse. La crescita è stata ancora trainata principalmente dai servizi, ma anche nel settore manifatturiero e in quello delle costruzioni si è registrato un costante aumento degli ordinativi e della produzione. Al di là dei settori specifici colpiti da perturbazioni direttamente legate agli sviluppi in Medio Oriente (ossia le vendite nella regione o verso la stessa e i viaggi da/verso/attraverso la regione), a fine marzo gli ordinativi in entrata non facevano ancora presagire un conseguente rallentamento dell'attività.

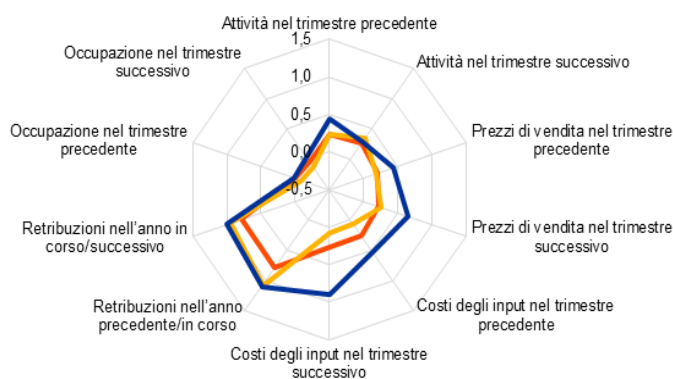
¹ Per ulteriori informazioni sulla natura e la finalità di tali contatti, cfr. Elding, Morris e Slavík (2021).

Grafico A

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

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)

- Edizione corrente
- Edizione precedente
- Media storica



Fonte: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini), dei costi degli input (materiali, energia, trasporti, ecc.) e dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente, nonché riguardo alla dinamica salariale rispetto all'anno precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Una valutazione pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. Per l'edizione corrente, il trimestre precedente e il trimestre successivo si riferiscono, rispettivamente, al primo e al secondo trimestre del 2026, mentre per l'edizione precedente si riferiscono, rispettivamente, al quarto trimestre del 2025 e al primo del 2026. Le interlocuzioni con le società contattate a gennaio e a marzo/aprile sul tema della dinamica salariale di norma si concentrano sulle prospettive per l'anno in corso rispetto all'anno precedente, mentre le interlocuzioni di giugno/luglio e settembre/ottobre si concentrano sulle prospettive per l'anno seguente rispetto a quello in corso. La media storica è una media dei punteggi ottenuti utilizzando sintesi di interlocuzioni passate che risalgono fino al 2008.

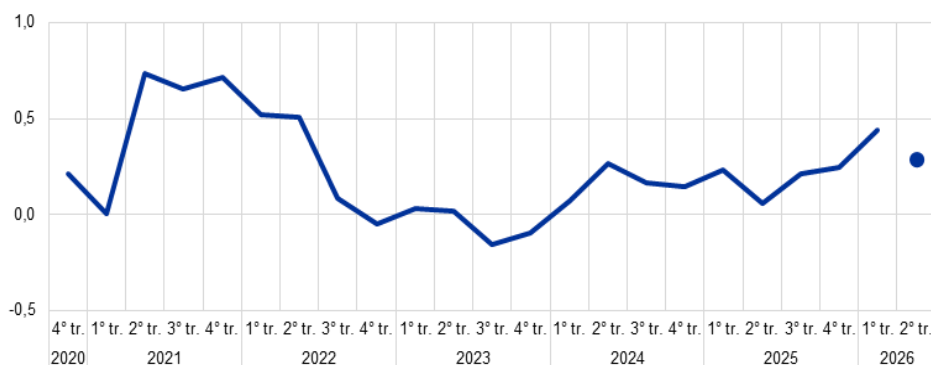
La crescita della spesa per consumi aveva mantenuto un ritmo costante, ma si prevedeva un rallentamento nei mesi a venire. I produttori e i rivenditori di beni di

consumo hanno segnalato una crescita moderata in un contesto di concorrenza intensa. I rivenditori e i fornitori di prodotti alimentari hanno segnalato il continuo spostamento della domanda a favore dei discount rispetto ai supermercati tradizionali, in un contesto di prezzi ancora elevati in questo segmento di prodotti. Secondo quanto riferito, l'attività nel comparto dell'abbigliamento al dettaglio è cresciuta a un ritmo sostenuto nel primo trimestre, sia pure con un lieve rallentamento dopo il periodo dei saldi invernali, il che potrebbe riflettere una rinnovata cautela da parte dei consumatori alla luce della situazione in Medio Oriente. Il mercato degli elettrodomestici e dell'elettronica di consumo ha continuato a registrare difficoltà a causa della modesta crescita e dell'intensificarsi della concorrenza da parte dei produttori cinesi. Tale concorrenza ha interessato non solo il mercato degli apparecchi di fascia bassa, bensì anche, recentemente, i segmenti di prezzo più elevato e di lusso, che stanno subendo una crescente penetrazione da parte degli apparecchi robotizzati e innovativi provenienti dalla Cina. Per quanto riguarda i servizi ai consumatori, le società operanti nel settore delle telecomunicazioni hanno segnalato una crescita sostenuta della domanda di servizi di telefonia mobile e Internet. Anche il trasporto aereo e l'occupazione alberghiera hanno registrato una crescita sostenuta nei primi mesi dell'anno. Tuttavia, a marzo vi sono state segnalazioni di un calo delle prenotazioni, insieme a timori riguardo alla perdita di flussi turistici in arrivo dall'Asia e dal Medio Oriente, soprattutto durante il periodo estivo.

Grafico B

Indicazioni sull'andamento e sulle prospettive dell'attività

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

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

Sulla base del livello degli ordinativi, le prospettive per gli investimenti hanno continuato a migliorare.

Nel settore tecnologico si è osservata una forte crescita della domanda, sostenuta dall'IA che alimenta la domanda di software e servizi cloud correlati, nonché la costruzione di centri dati. Quest'ultima era ancora in gran parte nelle fasi iniziali in Europa, ma si prevedeva che avrebbe acquisito notevole slancio nel corso del prossimo o dei prossimi due anni, alla luce delle crescenti preoccupazioni riguardo alla sovranità digitale. Anche gli investimenti in attrezzature per la difesa avevano registrato una crescita molto rapida, e le imprese attive in questo settore hanno espresso valutazioni molto positive circa la possibilità della spesa pubblica di tradursi in nuovi ordinativi. Per contro, l'effetto dell'annunciato aumento della spesa per infrastrutture da parte del governo federale tedesco non si era ancora trasmesso all'attività nel settore delle costruzioni. La crescita di tale settore, tuttavia, era sostenuta dai progetti infrastrutturali nei comparti dei trasporti, delle energie rinnovabili, degli edifici industriali e degli ospedali. Inoltre, secondo quanto riferito, gli investimenti in edilizia residenziale stavano registrando un lento recupero nell'Europa centrale e settentrionale (pur non favoriti dagli elevati costi di costruzione) e una crescita robusta nell'Europa meridionale. La domanda di macchinari e attrezzature è rimasta debole, ma in linea di massima si ritiene che abbia raggiunto un punto di minimo.

L'occupazione è rimasta piuttosto stabile, con alcuni segnali di miglioramento rispetto alle ultime rilevazioni.

Secondo gli intervistati, l'occupazione è cresciuta moderatamente nella maggior parte del settore dei servizi, mentre ha continuato a contrarsi in gran parte dell'industria, sebbene con segnali di un graduale assestamento. In linea con questo quadro, dopo diversi trimestri di contrazione, le agenzie di collocamento hanno segnalato che la propria attività avrebbe raggiunto un minimo, sebbene in questa fase ciò fosse riconducibile esclusivamente a una leggera ripresa del lavoro temporaneo, piuttosto che ad assunzioni a tempo indeterminato. Molte imprese, comprese le stesse agenzie di collocamento, hanno continuato a segnalare che l'ottimizzazione dei processi lavorativi resa possibile dall'IA ha portato a una riduzione e differenziazione del fabbisogno di personale.

Prima dello scoppio della guerra in Medio Oriente, la crescita dei prezzi di vendita si è mantenuta moderata. Nel settore manifatturiero e in quello della distribuzione al dettaglio non alimentare, in particolare, i prezzi sono stati contenuti da livelli ancora relativamente bassi della domanda industriale e di consumo, nonché da un'intensa concorrenza, in particolare da parte delle importazioni cinesi. Relativamente pochi settori hanno registrato aumenti significativi dei prezzi. Tra questi figuravano il turismo, i servizi connessi all'IA, i semiconduttori, il settore aerospaziale e della difesa, tutti caratterizzati da una forte crescita della domanda, e l'acciaio, in virtù principalmente dell'imminente introduzione di nuove quote e dazi all'importazione nell'UE e in parte del meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere (Carbon Border Adjustment Mechanism). Per quanto riguarda i prezzi dei beni alimentari, il quadro è apparso eterogeneo. Le condizioni meteorologiche estreme tendevano ancora a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi dei prodotti ortofrutticoli. Tuttavia, i prezzi della carne, del caffè, del cacao e dei prodotti alimentari trasformati si consideravano in fase di stabilizzazione o di lieve moderazione.

L'impennata dei corsi petroliferi a marzo si stava rapidamente trasmettendo ai prezzi di vendita dei beni e servizi più dipendenti dal petrolio, ma la trasmissione più ampia potrebbe essere più graduale che in passato. Le società contattate operanti nei settori del trasporto aereo, della logistica, dei prodotti chimici, della plastica e dell'imballaggio hanno affermato che gli aumenti dei prezzi di vendita, spesso a due cifre, erano già stati applicati a marzo o annunciati per il secondo trimestre. In alcuni casi ciò è stato agevolato da clausole contrattuali che prevedevano adeguamenti automatici al rialzo dei prezzi dell'energia. Tali clausole sono risultate più diffuse rispetto al periodo dell'invasione russa dell'Ucraina, poiché le imprese hanno tratto insegnamento da quell'esperienza. Al tempo stesso, le imprese, almeno quelle di grandi dimensioni, sono state tendenzialmente meglio coperte contro le oscillazioni dei prezzi dell'energia rispetto al 2022. Questa copertura dovrebbe attenuare in parte l'impatto nel breve termine, in quanto il trasferimento dei maggiori prezzi dell'energia per tali imprese è stato meno diretto, avvenendo principalmente o esclusivamente attraverso i fornitori più piccoli e non coperti che hanno aumentato i loro prezzi.

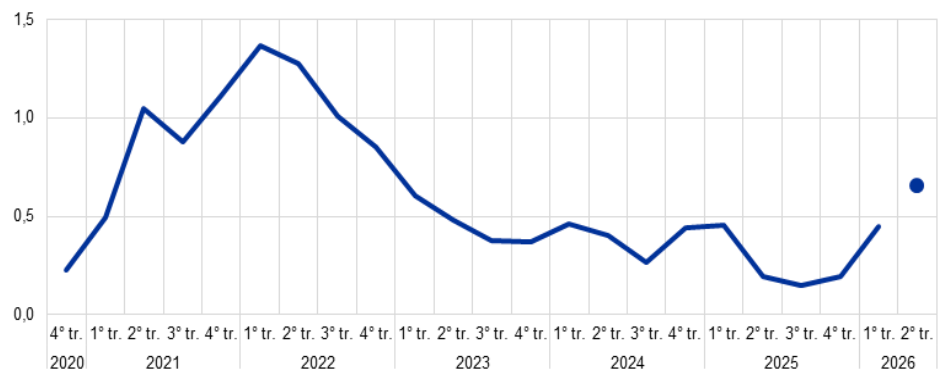
Se la guerra in Medio Oriente non si dovesse concludere presto, tuttavia, potrebbe determinare interruzioni nelle catene di approvvigionamento, esercitando ulteriori significative pressioni al rialzo sui prezzi e riducendo la domanda. Un conflitto della durata di mesi piuttosto che settimane, con lo Stretto di Hormuz ancora bloccato e/o ulteriori attacchi alle infrastrutture petrolifere e del gas, comporterebbe carenze globali non solo di carburante, ma anche di molti prodotti la cui fabbricazione richiede l'utilizzo di derivati del petrolio. Particolari preoccupazioni hanno riguardato potenziali carenze di idrogeno, utilizzato nella produzione di fertilizzanti, e di elio, impiegato per il raffreddamento delle lastre nella produzione di semiconduttori, nonché per la saldatura di rame e nichel in molti settori ad alta tecnologia. Simili turbative dal lato dell'offerta potrebbero generare pressioni inflazionistiche più affini a quelle osservate durante la pandemia di COVID-19, ma vi sarebbero diversi fattori attenuanti. In primo luogo, a differenza di quanto accaduto durante la pandemia, la domanda mondiale è stata percepita come debole, soprattutto alla luce della modesta domanda interna in Cina. In secondo luogo, non

vi sarebbero brusche variazioni nella composizione dei consumi tra beni e servizi. In terzo luogo, il sostegno fornito dalla politica di bilancio sarebbe verosimilmente più limitato. Da ultimo, a seguito di vari shock negli ultimi anni, le catene di approvvigionamento sono diventate più resilienti e flessibili. Per la maggior parte delle società intervistate, il principale motivo di preoccupazione era l'impatto che la guerra avrebbe avuto sulla fiducia dei consumatori e, di conseguenza, sulla domanda finale degli stessi.

Grafico C

Indicazioni sull'andamento e sulle prospettive dei prezzi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

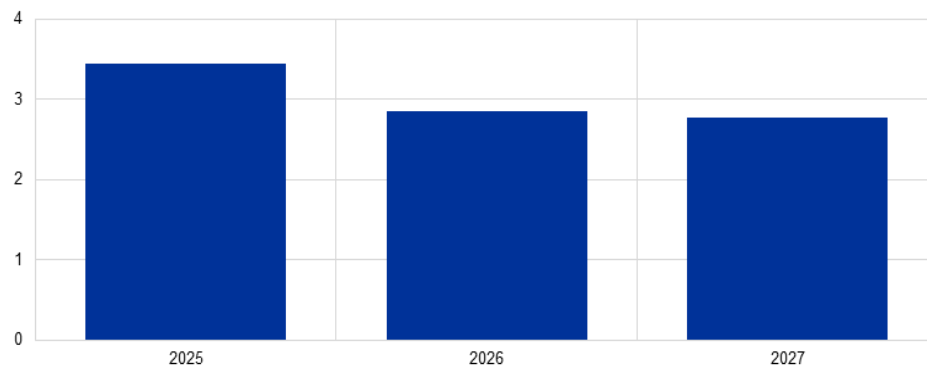
Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo).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

Le società contattate hanno continuato a prevedere una moderazione della crescita salariale. In media, le indicazioni quantitative fornite suggerirebbero un rallentamento atteso della crescita salariale, che passerebbe dal 3,5 per cento nel 2025 al 2,9 nel 2026 e al 2,8 nel 2027. Tali percezioni e aspettative sono lievemente superiori a quelle della precedente edizione della rilevazione, il che potrebbe in parte riflettere una diversa composizione del campione degli intervistati piuttosto che un cambiamento delle prospettive. Tuttavia, alcuni intervistati (circa il 10 per cento) avevano effettuato lievi revisioni al rialzo delle proprie aspettative per il 2027 alla luce della guerra in Medio Oriente, mentre un numero maggiore (circa il 30 per cento) ravvisava in quest'ultima un rischio al rialzo.

Grafico D

Valutazione quantitativa della dinamica delle retribuzioni

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: medie delle percezioni delle società contattate riguardo alla crescita salariale nel proprio settore nel 2025 e delle loro aspettative per il 2026 e il 2027. Le medie per il 2025, il 2026 e il 2027 si basano sulle indicazioni fornite rispettivamente da 60, 61 e 42 partecipanti.

Riferimenti bibliografici

Elding, C., Morris, R. e Slavík, M. (2021), *L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie*, articolo 1 nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

Novità nello IAPC: aggiornamento della classificazione nel 2026 e relative implicazioni per l'analisi dell'inflazione

a cura di Martin Eiglsperger, Katalin Bodnár, Rania Bouhaouita Haddad ed Elisabeth Wieland

Lo IAPC pubblicato a gennaio 2026 ha introdotto un importante cambiamento nella classificazione dei prodotti di consumo. Lo IAPC, principale misura dell'inflazione nell'area dell'euro utilizzata dalla Banca centrale europea (BCE), costituisce il parametro di riferimento per valutare la stabilità dei prezzi, obiettivo primario della sua politica monetaria. Una caratteristica fondamentale dello IAPC è la disponibilità di indici dettagliati dei prezzi per prodotto (in cui i prodotti sono classificati in base alla funzione di consumo) e di indici aggregati predefiniti, ad esempio, per i beni alimentari (non trasformati e trasformati), i beni energetici, i beni industriali non energetici e i servizi. La classificazione dello IAPC è basata sulla Classificazione dei consumi individuali secondo la funzione (Classification of Individual Consumption according to Purpose, COICOP), introdotta nel 1999 e successivamente affinata a livello europeo nella versione denominata COICOP europea (ECOICOP)¹. Lo IAPC pubblicato a partire da gennaio 2026 è stato interessato da un aggiornamento complessivo, che ha allineato la classificazione europea allo standard internazionale COICOP 2018, dando origine all'ECOICOP versione 2. L'anno di riferimento per il calcolo dell'indice, inoltre, è passato dal 2015 (2015 = 100) al 2025 (2025 = 100). In aggiunta, l'aggregato dell'area dell'euro è stato ampliato per includere la Bulgaria, in seguito al suo ingresso nell'area il 1° gennaio 2026².

Uno dei principali obiettivi della riclassificazione delle voci dello IAPC consisteva nel pervenire a una distinzione più netta tra beni e servizi. La nuova classificazione dello IAPC permette di individuare con maggiore precisione i servizi, alcuni dei quali erano precedentemente ricompresi nella categoria dei beni. Ad esempio, se in passato le spese di consegna erano incluse nel prezzo totale delle merci spedite, ora sono classificate in modo distinto tra i servizi. Le spese di consegna dei beni indicate a parte in fattura ricadono nella categoria "Consegna delle merci"³. Esiste inoltre una categoria denominata "Servizi di corriere e di consegna dei pacchi" per gli acquisti online recapitati da corrieri indipendenti o società specializzate in tale servizio⁴. I servizi di riparazione, manutenzione, noleggio e installazione sono ora elencati separatamente e hardware e software IT sono passati dalla categoria "Ricreazione e cultura" alla categoria "Informazione e comunicazione". I servizi finanziari e assicurativi sono stati scorporati dagli altri

¹ La classificazione delle Nazioni Unite secondo la funzione di consumo, adottata per la prima volta per il calcolo degli IAPC nel 1999 e aggiornata nel 2018, rappresenta il riferimento internazionale per la classificazione dei consumi privati. Per maggiori informazioni sulle modifiche subite dalla classificazione, cfr. Eurostat (2026).

² Nel 2026 il peso della Bulgaria nello IAPC dell'area dell'euro si colloca intorno allo 0,9 per cento. L'inclusione del paese nello IAPC complessivo dell'area non ha pertanto avuto un impatto significativo.

³ Il peso della categoria "Consegna delle merci" nello IAPC dell'area dell'euro è pari a circa lo 0,15 per cento nel 2026.

⁴ Il peso della categoria "Servizi di corriere e di consegna dei pacchi" nello IAPC dell'area dell'euro è pari a circa lo 0,7 per cento nel 2026.

servizi personali. La nuova classificazione dello IAPC, inoltre, è stata ulteriormente allineata agli standard internazionali, con l'introduzione di una nuova voce per giochi, lotterie e scommesse⁵.

La nuova classificazione non ha inciso sull'inflazione complessiva, né ha determinato variazioni di rilievo per i principali aggregati dello IAPC. In linea di principio, i ricalcoli effettuati utilizzando l'ECOICOP versione 2 avrebbero dovuto provocare adeguamenti dei tassi dell'inflazione totale; gli statistici europei, tuttavia, hanno lasciato invariati i tassi dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC⁶. Alcune differenze trascurabili (fino a 0,1 punti percentuali) si sono registrate per i tassi di variazione sui dodici mesi dello IAPC complessivo dell'area dell'euro, ma riflettono unicamente l'impatto degli arrotondamenti effettuati nell'aggiornare dal 2015 al 2025 l'anno di riferimento dell'indice⁷. A livello di sottocomponenti, il ricalcolo dei dati storici secondo la nuova classificazione ha determinato alcune variazioni degli indici dei prezzi e dei pesi; l'impatto maggiore si è osservato per gli aggregati dei beni alimentari. All'interno di tale categoria alcuni alimenti refrigerati e congelati sono ora classificati come non trasformati anziché trasformati. Ne consegue che l'inflazione dei beni alimentari non trasformati misurata sulla base della nuova classificazione sia lievemente meno volatile (cfr. il pannello a) del grafico A). La revisione assoluta massima dei tassi mensili di crescita sui dodici mesi ammonta a circa 1,2 punti percentuali per i beni alimentari non trasformati e a 0,3 punti percentuali per quelli trasformati. Per le altre componenti principali (beni energetici, beni industriali non energetici e servizi), la revisione assoluta massima è compresa tra appena 0,1 e 0,2 punti percentuali (cfr. il pannello b) del grafico A).

⁵ Cfr. il [Regolamento delegato \(UE\) 2024/3159 della Commissione](#), del 2 settembre 2024, che modifica il Regolamento (UE) 2016/792 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo agli indici dei prezzi al consumo armonizzati e all'indice dei prezzi delle abitazioni per quanto riguarda la classificazione dei consumi e l'inclusione di giochi, lotterie e scommesse. Il peso di giochi, lotterie e scommesse nello IAPC dell'area dell'euro è pari a circa l'1 per cento nel 2026; nei paesi dell'area il suo intervallo è compreso tra lo 0,01 per cento (Irlanda) e il 3,12 per cento (Cipro). Secondo la valutazione preliminare basata sui dati dello IAPC da gennaio a marzo 2026, l'impatto di tale categoria sui servizi inclusi nell'indice è trascurabile. Le abitazioni occupate dai proprietari (owner-occupied housing, OOH) non sono state ancora incluse nella nuova classificazione dello IAPC. Gli statistici europei stanno esaminando differenti approcci metodologici all'incorporazione delle OOH negli indici dei prezzi al consumo. Cfr. BCE (2025).

⁶ Eventuali differenze implicite nell'aggregazione di tipo bottom-up per effetto dell'ECOICOP versione 2 sono state distribuite tra le varie componenti, al fine di mantenere invariato il tasso dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC.

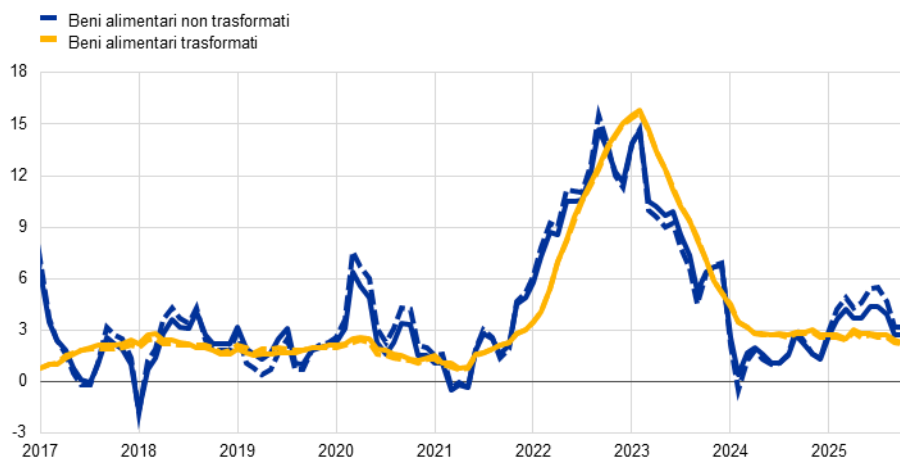
⁷ Benché i tassi dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC non abbiano risentito del calcolo retrospettivo secondo la nuova classificazione, la modifica dell'anno base dal 2015 al 2025, unita alle regole di arrotondamento dell'indice, ha determinato alcune modeste variazioni dei dati storici relativi allo IAPC complessivo. Le serie storiche potrebbero essere oggetto di ulteriori lievi correzioni nel corso del 2026.

Grafico A

ECOICOP versione 1 ed ECOICOP versione 2 a confronto: revisioni per componente principale dello IAPC

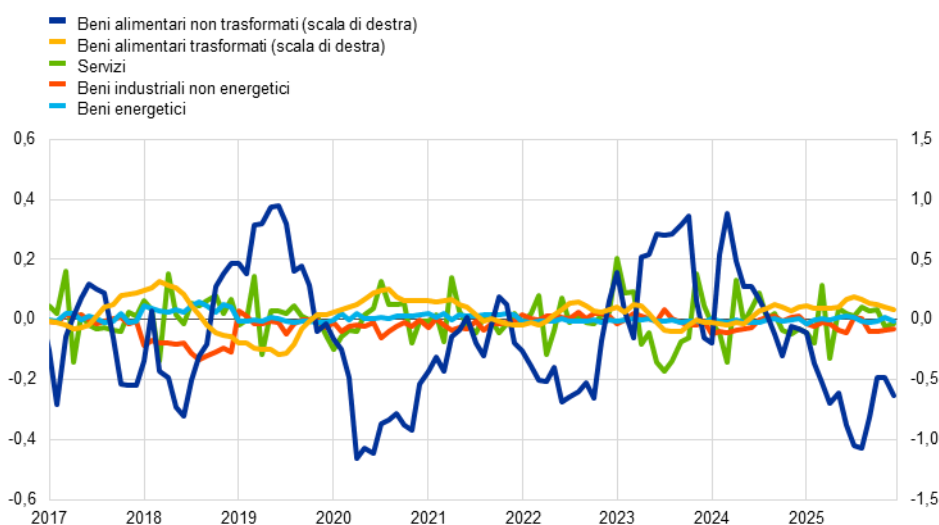
a) Tassi di variazione sui dodici mesi dei beni alimentari inclusi nello IAPC secondo l'ECOICOP versione 1 e versione 2

(valori percentuali)



b) Revisioni dei tassi di variazione sui dodici mesi dello IAPC secondo l'ECOICOP versione 2, per componente dell'indice

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: pannello a): le linee continue si riferiscono all'ECOICOP versione 2, le linee tratteggiate all'ECOICOP versione 1. Pannelli a) e b): le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

Le variazioni nella classificazione dello IAPC hanno inciso anche sulle misure dell'inflazione di fondo, dando luogo a modeste revisioni di quelle basate su esclusioni permanenti e temporanee, ma lasciandone sostanzialmente invariata la dinamica complessiva. L'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo monitorate dalla BCE ne comprende alcune basate sull'esclusione permanente e temporanea di determinate componenti e altre basate su modelli⁸. Nel complesso il ricalcolo eseguito utilizzando la nuova classificazione ha avuto effetti solo trascurabili

⁸ Cfr. Bańbura et al. (2023).

sulle misure basate su esclusioni permanenti e temporanee. Ad esempio, i dati storici riguardanti lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX), lo IAPC al netto dei beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi aerei, abbigliamento e calzature (HICPXX) e le misure ricavate dalle medie troncate hanno subito variazioni molto contenute⁹. La revisione assoluta massima subita dai tassi mensili di crescita sui dodici mesi di queste tre misure è pari a circa 0,2 punti percentuali. Per contro, la mediana ponderata evidenzia correzioni lievemente più consistenti, che in alcuni mesi raggiungono 0,4 punti percentuali. L'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo basate sull'esclusione di alcune componenti, pertanto, è influenzato in misura solo marginale dal ricalcolo dei dati storici (cfr. il pannello a del grafico B).

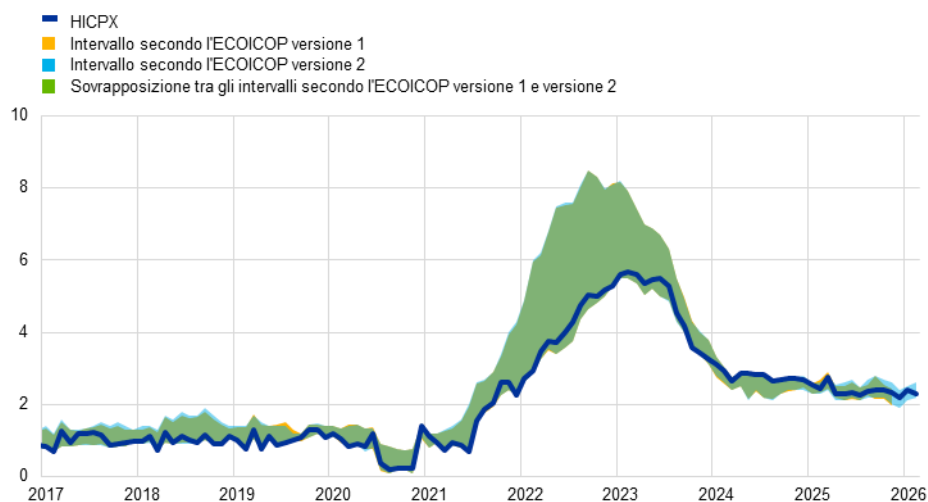
⁹ Confronto delle misure dal 2001 fino all'ultimo dato disponibile.

Grafico B

Misure dell'inflazione di fondo

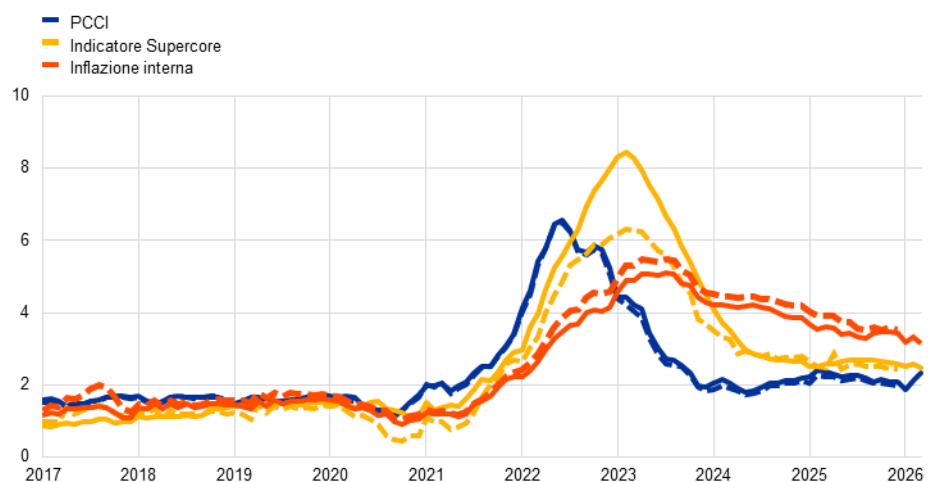
a) Intervallo delle misure basate su esclusioni

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



b) Componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI), indicatore Supercore e inflazione interna

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo delle misure basate su esclusioni comprende le seguenti misure dell'inflazione di fondo: IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto dei beni energetici e dei beni alimentari non trasformati, IAPC al netto dei beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi aerei, abbigliamento e calzature, medie troncate (10 e 30 per cento) e mediana ponderata. Pannello b): le linee continue si riferiscono all'ECOICOP versione 2, le linee tratteggiate all'ECOICOP versione 1. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025 per l'ECOICOP versione 1 e a marzo 2026 per l'ECOICOP versione 2.

La PCCI e l'inflazione interna hanno mostrato variazioni modeste alla luce della nuova classificazione, mentre le più ampie revisioni che hanno interessato l'indicatore Supercore sono principalmente riconducibili a un aggiustamento della metodologia sottostante (cfr. il pannello b) del grafico B).

La PCCI misura le componenti comuni e persistenti tra le classi dell'ECOICOP a quattro cifre relative alle voci dello IAPC di dodici paesi dell'area dell'euro¹⁰. Non è stata influenzata in misura significativa dall'introduzione dell'ECOICOP versione 2,

¹⁰ Cfr. Bañbura e Bobeica (2020).

pur essendo ora costruita a partire da un insieme più ampio di componenti. L'inflazione interna considera le voci dell'HICPX a basso contenuto di importazioni. Oltre che per effetto della riclassificazione, tale misura è stata anche aggiornata utilizzando informazioni più recenti sulle quote delle importazioni. Nel loro insieme i due aggiornamenti hanno dato luogo a una modifica della soglia di inclusione; tuttavia, per gli ultimi anni la misura ha subito revisioni di entità solo moderata. Al contrario, l'indicatore Supercore, una misura indiretta dell'inflazione ciclica, è stato oggetto di correzioni più ampie. Sebbene parte della variazione dell'indicatore sia attribuibile al passaggio all'ECOICOP versione 2, a esercitare l'effetto più rilevante è stato un adeguamento della metodologia di stima, introdotto contestualmente alla nuova classificazione¹¹. In precedenza le voci cicliche venivano individuate utilizzando l'output gap in un sistema basato sulle previsioni¹². Nell'approccio rivisto le voci cicliche sono definite sulla base del segno e della significatività statistica del coefficiente riguardante la fase del ciclo economico nelle regressioni della curva di Phillips, stimato utilizzando il differenziale nel tasso di disoccupazione nel periodo campione precedente la pandemia di COVID-19. Le stime si basano sulle voci dell'HICPX secondo l'ECOICOP versione 2. Sebbene le dinamiche complessive non siano significativamente cambiate (ad esempio, il periodo in cui il valore raggiunge il livello massimo coincide nelle due versioni), l'indicatore Supercore aggiornato e rivalutato, rispetto alla versione precedente, mostra valori massimi lievemente superiori durante le fasi di condizioni tese nel mercato del lavoro.

Nel complesso l'introduzione dell'ECOICOP versione 2 migliora il monitoraggio e la previsione dell'inflazione. La versione aggiornata dello IAPC fornisce una rappresentazione più accurata dell'andamento dei prezzi al consumo, in quanto riflette le più recenti variazioni dei profili di consumo e delle strutture di mercato. Fornendo una separazione più netta tra beni e servizi, la nuova classificazione consente di individuare più facilmente le determinanti dell'inflazione e rileva con maggiore precisione le quote della spesa per consumi, come nel caso delle spese di consegna e di quelle per giochi, lotterie e scommesse. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è stata influenzata in modo solo marginale dalle variazioni apportate alla classificazione e la dinamica complessiva di tali misure rimane sostanzialmente invariata.

Riferimenti bibliografici

Bañbura, M. e Bobeica, E. (2020), "PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area", *Statistics Paper Series*, n. 38, BCE, ottobre.

¹¹ La nuova metodologia adottata per il calcolo dell'inflazione interna e dell'indicatore Supercore sarà pubblicata a breve (cfr. Bodnár et al., 2026). La precedente misura dell'inflazione interna considerava 29 delle 94 voci dello IAPC, mentre la misura aggiornata comprende 53 delle 118 voci dell'HICPX. È inoltre basata su una composizione costante, al contrario della metodologia precedente, che prevedeva una composizione variabile di anno in anno a seconda delle quote di importazione. Nel caso dell'indicatore Supercore, il precedente approccio individuava 47 voci cicliche sulle 72 voci dell'HICPX al livello di classificazione a quattro cifre della COICOP, mentre l'approccio rivisto considera 29 voci cicliche sulle 118 voci dell'HICPX. Poiché l'ECOICOP versione 2 introduce una classificazione più dettagliata delle voci dello IAPC e modifica la dinamica di alcune serie temporali, un semplice confronto tra le voci cicliche sulla base della vecchia e della nuova classificazione non risulterebbe informativo.

¹² Cfr. O'Brien (2018).

Bañbura, M., Bobeica, E., Bodnár, K., Fagandini, B., Healy, P. e Paredes, J. (2023), [Misure dell'inflazione di fondo: una guida analitica per l'area dell'euro](#), riquadro 5 nel numero 5/2023 di questo Bollettino.

Banca centrale europea (BCE) (2025), [An overview of the ECB's monetary policy strategy - 2025](#), BCE, giugno.

Bodnár, K., Höynck, C., Fagandini, B., Healy, P. e Rousseau, F. (2026), "Domestic and cyclical inflation in the euro area", *Statistics Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

Eurostat (2026), [Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) effective January 2026](#)", Lussemburgo, 25 febbraio 2026.

O'Brien, D. (2018), ["La misura supercore dell'inflazione di fondo"](#), riquadro 2 all'interno dell'articolo 3 *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro* nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

Articoli

1 Sfumature della relazione tra dazi e investimenti diretti esteri

a cura di Isabella Moder, Tajda Spital, Virginia Di Nino, Lorenz Emter e Michael Fidora

Nell'attuale contesto di crescente protezionismo, i dazi sono tornati ad assumere un ruolo centrale tra gli strumenti di politica commerciale, innescando dibattiti riguardo al loro impatto sugli investimenti diretti esteri (IDE). Originariamente concepiti come strumento di restrizione commerciale a protezione delle industrie nazionali, i dazi sono di recente stati impiegati da alcuni paesi, tra cui gli Stati Uniti, nell'ambito di una più ampia strategia industriale¹. Tali misure strategiche mirano a ridefinire i modelli di produzione a livello mondiale, potenziare la capacità di tenuta dell'economia e gestire gli effetti della frammentazione geopolitica cercando di attrarre investimenti diretti esteri all'interno del paese che impone i dazi². Tuttavia, l'efficacia dei dazi nell'attrarre IDE, soprattutto nel settore manifatturiero, è ancora oggetto di discussione, dati i riscontri contrastanti nella letteratura empirica.

La relazione tra dazi e IDE è ambigua, oltre che fortemente dipendente dalla tipologia di investimenti. Se da un lato i dazi possono incentivare gli investimenti diretti volti a evitare le barriere commerciali, dall'altro possono anche accrescere i costi di produzione per le imprese che dipendono da catene di approvvigionamento transfrontaliere, disincentivando così gli investimenti. L'effetto dipenderà dal fatto che gli IDE siano finalizzati alla protezione dei mercati interni o che sfruttino l'efficienza in termini di costi lungo le catene globali del valore. Comprendere questa interdipendenza è fondamentale per valutare l'impatto delle politiche basate sui dazi.

Il presente articolo esamina l'impatto dei dazi sugli IDE greenfield e ne valuta le implicazioni per l'area dell'euro³. L'analisi nella sezione 1 si concentra sulle evidenze empiriche dal 2016 al 2023 per valutare in che modo diversi livelli di intensità dei dazi influenzino i nuovi progetti di IDE greenfield annunciati, soprattutto

¹ Ad esempio, la strategia di imporre elevate barriere commerciali fu attuata nel periodo compreso tra gli anni '50 e '80 del Novecento da Brasile e India, nel tentativo di effettuare una sostituzione delle importazioni, e tra gli anni '90 del Novecento e il primo decennio del secolo in corso dalla Cina, nell'intento di proteggere specifici settori del mercato. Le misure commerciali statunitensi, come le restrizioni volontarie applicate alle esportazioni negli anni '80 del Novecento e i dazi introdotti nel 2018 ai sensi delle Sezioni 232 e 301, furono attuate per incoraggiare la produzione locale da parte di imprese estere.

² Evidenze recenti indicano che la crescente frammentazione geopolitica stia sempre più ridisegnando gli andamenti globali degli investimenti diretti esteri (IDE) e che le imprese stanno riorientando gli investimenti verso paesi geopoliticamente allineati. Cfr. anche Boeckelmann et al. (2024).

³ I flussi di IDE greenfield si riferiscono agli investimenti esteri effettuati dalle imprese per creare nuova capacità produttiva o ampliare quella esistente; pertanto, rappresentano probabilmente la componente più strettamente associata agli andamenti economici reali e assumono quindi particolare rilevanza per i responsabili delle politiche. Per contro, le fusioni e le acquisizioni transfrontaliere comportano cambiamenti in termini di proprietà, come acquisizioni, dismissioni e ristrutturazioni societarie, e hanno un impatto economico minore.

nel settore manifatturiero⁴. In assenza di dati sugli effettivi flussi bilaterali di IDE greenfield, l'analisi utilizza i dati provenienti dai progetti di IDE greenfield annunciati. La correlazione tra i progetti di IDE greenfield annunciati e quelli effettivi è elevata. Tuttavia, essa presenta due limitazioni considerevoli. In primo luogo, registra solo i progetti annunciati e non ne traccia l'effettiva attuazione. Sebbene i dati sui progetti IDE greenfield annunciati forniscano informazioni abbastanza accurate sulle decisioni di investimento prospettiche delle imprese, essi potrebbero sovrastimare il numero di progetti effettivamente realizzati se le relative politiche commerciali sono percepite come transitorie o soggette a revoca (cfr. anche la sezione 2). In secondo luogo, i dati impiegati non forniscono alcuna informazione sui potenziali disinvestimenti, che potrebbero essere una risposta rilevante all'innalzamento delle barriere commerciali. La sezione 2 del presente articolo esamina gli IDE degli Stati Uniti, in entrata e in uscita, a seguito degli annunci sui dazi del 2025 durante il secondo mandato del Presidente Trump, per comprendere come le recenti politiche basate sui dazi possano influenzare i flussi di IDE. Le barriere commerciali più elevate, che gli Stati Uniti hanno introdotto con l'obiettivo dichiarato di attrarre al proprio interno produzione e investimenti, inducono rischi tangibili per l'area dell'euro, in quanto gli IDE in uscita possono sostituire gli investimenti interni e ridurre gli scambi bilaterali. In tale contesto, il riquadro 1 documenta come gli IDE greenfield con partner più grandi e più distanti possano sostituire le esportazioni mentre il riquadro 2 illustra episodi del passato in cui gli IDE in uscita hanno sostituito gli investimenti interni nell'area dell'euro.

1 L'impatto degli aumenti dei dazi sugli investimenti diretti esteri greenfield

Sebbene i dazi siano concepiti per limitare gli scambi tra paesi, il loro effetto sugli IDE greenfield è incerto e dipende anche dall'interazione tra IDE greenfield e commercio estero. In dipendenza di fattori quali i costi di trasporto, le barriere commerciali, la stabilità del mercato e l'efficienza produttiva, le imprese potrebbero trovarsi a dover scegliere tra esportare o investire all'estero. Le esportazioni sono spesso l'opzione preferita in scenari caratterizzati da costi moderati e domanda incerta, mentre gli IDE rappresentano sovente la scelta strategica privilegiata in mercati ampi e stabili, con barriere commerciali elevate. Tuttavia, nei casi in cui le economie di scala favoriscono la concentrazione geografica di determinate fasi produttive e il processo diventa frammentato a livello transfrontaliero, scambi commerciali e IDE possono integrarsi anziché sostituirsi reciprocamente, favorendo catene di approvvigionamento mondiali interconnesse.

I dazi possono stimolare o comprimere i flussi di IDE greenfield a seconda che gli investimenti siano finalizzati alla protezione dei mercati interni (IDE orizzontali) o a sfruttare i vantaggi in termini di costi (IDE verticali). Quando le

⁴ L'analisi si basa principalmente su un set di dati fornito da fDi Markets. I dati sono raccolti principalmente da fonti accessibili al pubblico (ad esempio organi di informazione, associazioni di categoria e servizi di informazione di agenzie per la promozione degli investimenti) e forniscono informazioni a livello di investimento su oltre 300.000 annunci di IDE greenfield tra 186 paesi, a partire dal gennaio 2003.

imprese decentralizzano la produzione a livello internazionale per sfruttare l'efficienza nei costi o competenze specifiche, gli IDE greenfield tendono a integrare gli scambi, dato l'aumento degli scambi transfrontalieri di beni intermedi⁵. Tuttavia, è più probabile che gli IDE greenfield siano influenzati negativamente dai dazi, considerando che gli scambi transfrontalieri di beni intermedi diventano più costosi. Per contro, quando le imprese investono all'estero principalmente per soddisfare la domanda locale, aggirare le barriere commerciali o ridurre i costi di trasporto, dazi più elevati tendono a stimolare gli IDE greenfield, con l'obiettivo di sostituire le esportazioni (cfr. Cole e Davies, 2011).

L'impatto degli aumenti dei dazi sui progetti di IDE greenfield viene testato empiricamente in un quadro di riferimento gravitazionale, il modello utilizzato in letteratura per lo studio delle determinanti degli IDE. Per analizzare l'impatto degli aumenti dei dazi sui nuovi progetti di IDE greenfield, vengono stimate equazioni gravitazionali bilaterali su un campione globale di 36.218 coppie di paesi (ossia il prodotto tra 182 paesi di origine e 199 paesi di destinazione) nel periodo compreso tra il 2016 e il 2023⁶. Vengono considerati solo gli aumenti lordi dei dazi, mentre non si tiene conto di eventuali liberalizzazioni simultanee degli stessi. Questa scelta riflette l'aspettativa di una risposta asimmetrica degli IDE: se da un lato l'aumento dei dazi può incoraggiare gli IDE finalizzati ad aggirarli e la liberalizzazione tariffaria può ridurre in certa misura i nuovi progetti di IDE greenfield, dall'altro è improbabile che l'impatto sia della stessa entità. Oltre agli aumenti dei dazi, le regressioni includono anche variabili che rendono conto di altre misure commerciali dannose diverse dai dazi, nonché dummy per gli accordi commerciali preferenziali e per gli IDE all'interno dell'UE⁷.

Per individuare gli aumenti dei dazi e tenere conto delle potenziali asimmetrie, si distinguono tre livelli di tale aumento: a bassa, media e alta intensità. Per misurare gli aumenti dei dazi si utilizzano i dati sulle politiche commerciali bilaterali a livello di prodotto della banca dati del Global Trade Alert⁸. La loro distribuzione è molto asimmetrica: in oltre il 90 per cento delle osservazioni, non si sono verificati aumenti dei dazi in un dato anno. Gli aumenti effettivi dei dazi sono classificati in tre categorie in base alla loro distribuzione: un aumento dei dazi a bassa intensità è classificato fino al 95° percentile della distribuzione (da uno a tre aumenti dei dazi a livello di prodotto nell'arco di un anno). Un aumento dei dazi a media intensità si

⁵ Cfr. Brainard, S. Lael (1997), "An Empirical Assessment of the Proximity-Concentration Trade-off Between Multinational Sales and Trade", *American Economic Review*, vol. 87, n. 4, pagg. 520-544. Cfr. Markusen, James R. (1995), "The Boundaries of Multinational Enterprises and the Theory of International Trade", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 2, pagg. 169-189. Cfr. Markusen, James R. e Keith E. Maskus (2002), "Discriminating Among Alternative Theories of the Multinational Enterprise", *Review of International Economics*, vol. 10, n. 4, pagg. 694-707.

⁶ I dettagli tecnici sul modello di regressione sono reperibili in Moder e Spital (2025).

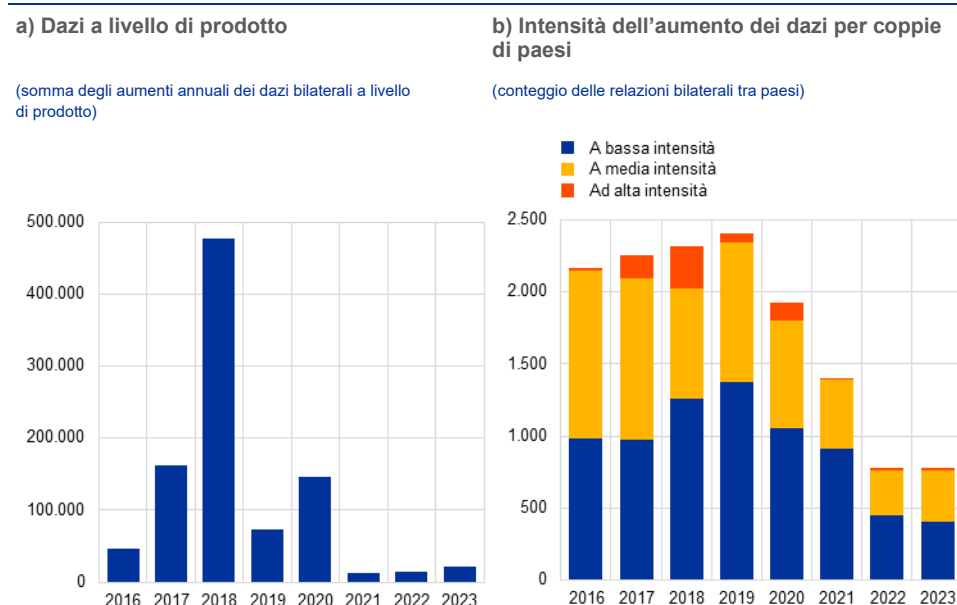
⁷ Inoltre, le regressioni includono effetti fissi di origine-tempo, destinazione-tempo e per coppia di paesi che tengono conto dell'eterogeneità non osservata. Ad esempio, gli effetti fissi origine-tempo e destinazione-tempo colgono le determinanti macroeconomiche degli IDE quali la crescita del PIL, mentre gli effetti fissi per coppia di paesi tengono conto di caratteristiche bilaterali invariabili nel tempo, quali la distanza o la lingua comune.

⁸ Le fonti pubbliche dei dati sui tariffari doganali, come la World Integrated Trade Solution, presentano limitazioni considerevoli, dato che non registrano le variazioni bilaterali delle aliquote applicate ai dazi quando queste sono temporanee, guidate da motivazioni politiche o applicate ai sensi di leggi commerciali nazionali, come è avvenuto nel primo mandato del Presidente Trump. Pertanto, in assenza delle aliquote effettive, l'incidenza degli aumenti dei dazi è conteggiata raffrontando prodotti.

colloca tra il 96° e il 99° percentile della distribuzione (tra quattro e 1.541 aumenti dei dazi a livello di prodotto in un anno). Infine, si qualificano come aumenti dei dazi ad alta intensità gli incrementi bilaterali a livello di prodotto che si collocano al 100° percentile (oltre 1.541 in un dato anno). Nel periodo campione, il numero di misure tariffarie ha raggiunto un massimo nel 2018 (cfr. il pannello a) del grafico 1). Oltre la metà delle coppie di paesi considerate ha registrato aumenti dei dazi a bassa intensità, mentre i casi a media intensità sono stati meno frequenti e gli shock ad alta intensità rari, e osservati principalmente nel 2018 (cfr. il pannello b) del grafico 1).

Grafico 1

Numero di incrementi dei dazi a livello di prodotto e intensità per coppie di paesi



Fonti: Global Trade Alert ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) indica la somma di tutti gli aumenti bilaterali dei dazi a livello di prodotto, aggregati per anno; il pannello b) riporta l'intensità degli aumenti dei dazi bilaterali per ciascun anno, considerando ciascuna coppia di paesi come un'unica osservazione per quel dato anno. Gli aumenti dei dazi sono classificati in base alla loro distribuzione: gli aumenti a bassa intensità si collocano fino al 95° percentile, quelli a media intensità tra il 96° e il 99° e quelli ad alta intensità al 100° percentile della distribuzione.

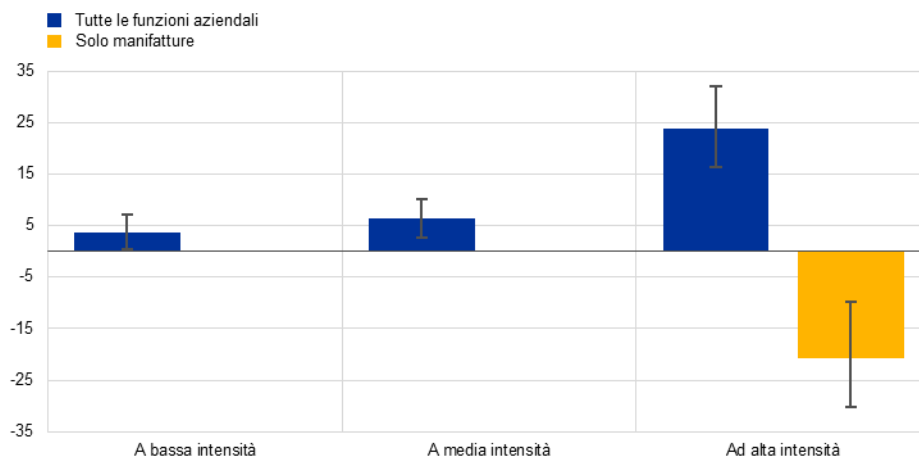
I risultati indicano che, nel complesso, gli incrementi dei dazi sono associati a un aumento degli annunci di IDE greenfield, a sostegno della tesi che le imprese rispondono alle barriere commerciali investendo nel paese che incrementa i dazi (cfr. il grafico 2). Gli aumenti dei dazi sono associati a un incremento del numero complessivo di progetti di IDE greenfield nel paese che impone l'aumento, a indicare che la motivazione di aggirare i dazi è numericamente preponderante, in termini aggregati. Un aumento dei dazi a bassa intensità induce un incremento degli annunci di progetti di IDE greenfield pari al 4 per cento circa nell'anno successivo. Un aumento dei dazi di media intensità fa incrementare il numero di progetti di IDE greenfield annunciati, in media, del 6 per cento circa, mentre un aumento ad alta intensità fa salire il numero medio di progetti di IDE greenfield annunciati del 24 per cento circa, sia nell'anno precedente l'effettivo

incremento sia in quello successivo, rivelando effetti anticipatori o legati all'annuncio⁹.

Grafico 2

Impatto dell'aumento dei dazi sul numero di progetti di IDE greenfield annunciati

(semi-elasticità, valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le semi-elasticità stimate attraverso coefficienti di regressione calcolati secondo il metodo di stima Pseudo-Maximum Likelihood di Poisson (PPML), che collegano il numero di progetti di IDE greenfield a variabili dummy dell'aumento dei dazi. Le semi-elasticità sono calcolate a partire dai coefficienti stimati per rappresentare la variazione percentuale del numero atteso di nuovi progetti di IDE in conseguenza di un aumento dei dazi. Sono riportati separatamente i progetti associati a tutte le funzioni aziendali (barre blu dell'istogramma) e quelli relativi ai soli progetti nel comparto manifatturiero (barre gialle dell'istogramma). I coefficienti positivi indicano che a dazi più elevati corrispondono aumenti del numero di progetti (coerentemente con il comportamento volto ad aggirare i dazi), mentre quelli negativi implicano un calo del numero di progetti (coerentemente con le motivazioni legate all'efficienza). Sono riportati solo i valori statisticamente significativi, con un livello di confidenza pari ad almeno il 90 per cento. Le barre relative all'errore indicano i rispettivi intervalli di confidenza del 90 per cento.

La direzione dell'impatto, tuttavia, si inverte quando si restringe il campo agli IDE nel settore manifatturiero.

La serie di dati relativa agli annunci di IDE greenfield fornisce informazioni sulla funzione aziendale di ciascun progetto, definita come l'attività da svolgere presso il nuovo impianto, una volta completato il progetto. Dal momento che l'investimento nel settore manifatturiero è spesso ritenuto prioritario dai responsabili delle politiche rispetto ad altre categorie di investimento, viene ripetuta l'analisi precedente, ma per i soli progetti nel settore manifatturiero. Mentre l'impatto degli aumenti dei dazi a bassa e media intensità diventa irrilevante, la direzione dell'impatto degli incrementi ad alta intensità si inverte, divenendo fortemente negativa, con un calo dei progetti annunciati di circa il 21 per cento nell'anno in cui l'aumento dei dazi ha luogo (cfr. le barre gialle nel grafico 2)¹⁰. I risultati suggeriscono quindi che gli aumenti dei dazi sono inefficaci nel promuovere gli IDE greenfield nel settore manifatturiero e che potrebbero persino scoraggiarli quando il protezionismo si intensifica, evidenziando l'importanza dei costi degli input

⁹ Se non si distingue tra aumenti di diversa intensità, ossia se si utilizza la stessa dummy per tutti i livelli di intensità degli incrementi, il modello indica che a un aumento dei dazi corrisponde un incremento dei progetti di IDE greenfield annunciati pari al 4 per cento circa, sia nell'anno precedente l'incremento, sia in quello successivo.

¹⁰ Se non si distingue tra aumenti di diversa intensità, ossia se si utilizza la stessa dummy per tutti i tipi di incrementi, non si osservano risultati statisticamente significativi in termini di impatto sui progetti di IDE greenfield annunciati nel settore manifatturiero.

e dell'integrazione verticale nelle catene globali del valore, soprattutto nel settore manifatturiero¹¹.

Operando una distinzione dell'impatto dei dazi sugli IDE greenfield nei singoli comparti manifatturieri, emerge una notevole eterogeneità (cfr. il grafico 3).

Per valutare l'impatto degli aumenti dei dazi sui singoli comparti del settore manifatturiero si utilizza nuovamente un'equazione gravitazionale¹². I risultati scomposti per comparti rivelano una considerevole eterogeneità nel modo in cui i dazi incidono sugli IDE greenfield nei diversi settori. Nello specifico, si riscontrano effetti positivi nel comparto tessile, automobilistico, informatico e relativo ad apparecchiature elettriche e macchinari, e quindi in quei comparti, ad eccezione di quello tessile, che tendenzialmente producono beni finali. I modelli di produzione relativamente flessibili di tali comparti possono rendere gli investimenti volti ad aggirare i dazi una strategia appetibile, che incentiva le imprese a trasferire la produzione o a espandersi nel paese che impone i dazi. Per contro, in numerosi comparti si osserva una reazione negativa degli IDE ai dazi: fra questi, la lavorazione del legno, la fabbricazione di prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio, la fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche e la fabbricazione di prodotti farmaceutici e in metallo. Molti di questi si collocano a monte della catena produttiva e producono input intermedi. Trattandosi di comparti ad alta intensità di capitale e, in alcuni casi, poco orientati ai mercati di consumo locali, l'attrattiva derivante dalla possibilità di ricollocare la produzione all'interno del paese che impone i dazi è ridotta.

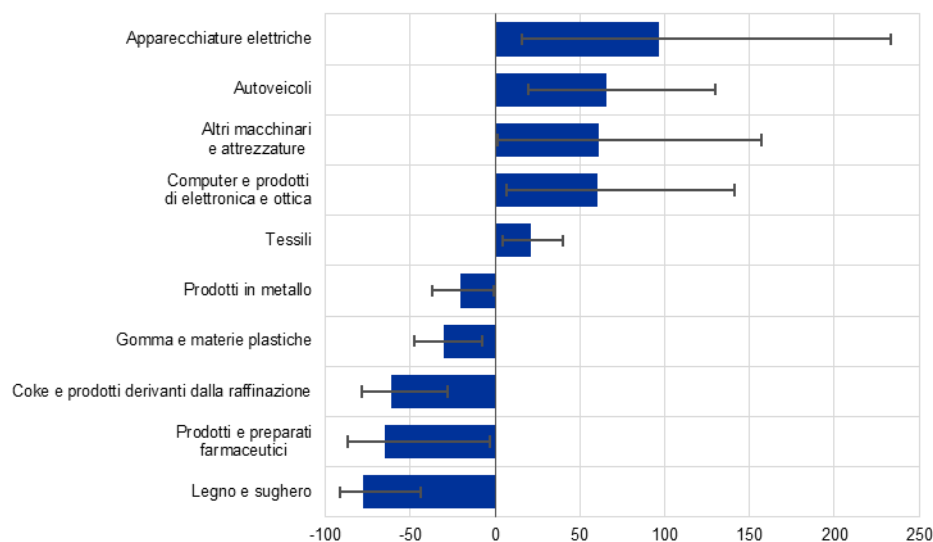
¹¹ L'impatto degli aumenti dei dazi sui progetti di IDE associati a funzioni aziendali diverse dalla manifattura (come vendite, marketing e assistenza, servizi alle imprese, vendita al dettaglio, ricerca e sviluppo, logistica, distribuzione e trasporto o costruzione) è generalmente positivo o non significativo. Un'eccezione è rappresentata dai progetti di IDE nel settore delle costruzioni, in cui l'impatto degli aumenti dei dazi è ancora più negativo di quanto si osserva nel settore manifatturiero.

¹² Poiché il numero di incrementi dei dazi a livello di settore è limitato, non è possibile distinguere tra diversi livelli di intensità degli incrementi. Si utilizza, invece, un unico indicatore binario, che è pari a uno se si verifica almeno un aumento bilaterale dei dazi nel relativo comparto durante un determinato anno.

Grafico 3

Impatto dell'aumento dei dazi sul numero di progetti di IDE greenfield per comparto manifatturiero

(semi-elasticità, valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le semi-elasticità stimate attraverso coefficienti di regressione specifici per settore, calcolati secondo il metodo di stima Pseudo-Maximum Likelihood di Poisson (PPML). Ogni barra dell'istogramma mostra la variazione percentuale stimata del numero di progetti di IDE greenfield annunciati in un determinato comparto manifatturiero a seguito di un aumento dei dazi. Le elasticità positive indicano che a dazi più elevati corrispondono incrementi del numero di progetti (comportamento volto ad aggirare i dazi), mentre quelle negative denotano una contrazione degli investimenti (motivazione di efficienza). Sono riportati solo i valori statisticamente significativi, con un livello di confidenza pari ad almeno il 90 per cento. Le barre relative all'errore indicano i rispettivi intervalli di confidenza del 90 per cento.

In generale, la relazione intercorrente tra dazi e IDE greenfield è complessa e sfumata, ed è influenzata, tra l'altro, dall'entità dei dazi e dalla composizione settoriale degli investimenti. L'aumento osservato nei progetti di IDE greenfield è in linea con i riscontri descritti nel riquadro 1, da cui si evince che gli IDE orizzontali destinati a servire i mercati locali possono sostituire le esportazioni. Tuttavia, il calo degli IDE nel settore manifatturiero conseguente a incrementi dei dazi ad alta intensità evidenzia l'importanza dei costi degli input e delle catene di approvvigionamento globali. Sebbene i dati a livello mondiale indichino che i dazi possono incoraggiare, nel complesso, gli IDE greenfield, tali dinamiche variano significativamente a seconda del settore e del livello dei dazi¹³. Per analizzare più specificamente tali dinamiche, la sezione seguente descrive in dettaglio gli IDE degli Stati Uniti, in entrata e in uscita, a seguito degli annunci sui dazi del 2025, durante il secondo mandato del Presidente Trump.

¹³ La relazione tra dazi e IDE è influenzata anche da fattori strutturali specifici di ciascun settore che possono variare nel tempo. Ad esempio, l'entità dei margini di produzione, la capacità di assorbimento parziale dei dazi e il volume dei costi degli investimenti sommersi rispetto ai costi derivanti dai dazi influenzano le decisioni delle imprese sull'opportunità di aggirare i dazi.

Riquadro 1

Considerazioni aggiornate sul nesso tra commercio e investimenti diretti esteri

a cura di Virginia Di Nino

Il nesso tra commercio e investimenti diretti esteri (IDE) è un cardine dell'economia internazionale, che consente di comprendere come la globalizzazione, le imprese multinazionali e la produzione transfrontaliera influenzino i modelli commerciali, la crescita e lo sviluppo.

Come evidenziato nell'introduzione, le imprese devono affrontare un dilemma tra prossimità e concentrazione, ovvero decidere se esportare o investire nella produzione all'estero in base a fattori quali i costi, i rischi e le condizioni del mercato. Se da un lato le esportazioni possono contribuire a ridurre i costi e i rischi fissi, dall'altro gli IDE possono diventare un'opzione appetibile nei mercati caratterizzati da barriere commerciali elevate che incoraggiano ad aggirare i dazi, o nei mercati più grandi. Il commercio e gli IDE possono integrarsi tra loro quando la produzione è frammentata a livello transfrontaliero, determinando volumi commerciali più elevati e promuovendo l'interconnessione delle catene di approvvigionamento mondiali¹⁴.

La comprensione di questa dinamica è fondamentale per cogliere le implicazioni più ampie della globalizzazione e dell'economia internazionale. Il presente riquadro fornisce nuove evidenze empiriche a sostegno dell'ipotesi che la relazione tra commercio e IDE sia sistematicamente correlata alle dimensioni del mercato e alla distanza dal paese ospitante, che approssimano, rispettivamente, le economie di scala e i costi di trasporto.

L'analisi qui presentata descrive il modo in cui gli scambi bilaterali reagiscono, nel tempo, alle variazioni degli IDE greenfield. Utilizzando metodi di proiezione locale avvalendosi di un modello gravitazionale, viene stimato l'effetto dinamico degli IDE greenfield sulle esportazioni per orizzonti temporali da 0 a 4 anni. Per ciascun orizzonte viene effettuata una regressione delle esportazioni in base ai relativi valori pregressi (per rilevare la persistenza degli scambi commerciali), sui progetti di IDE greenfield bilaterali annunciati, sulla dimensione delle economie di entrambi i paesi e sulle interazioni tra IDE greenfield e: a) distanza geografica (distanza tra le città principali, che approssima i costi di trasporto) e b) dimensioni delle economie (che approssimano il margine per economie di scala)¹⁵.

In tale contesto, i coefficienti degli IDE greenfield misurano l'elasticità media degli scambi commerciali bilaterali rispetto agli IDE greenfield su ciascun orizzonte temporale, mentre i termini di interazione mostrano come tale elasticità vari a seconda della distanza e delle dimensioni del mercato del paese ricevente.

I risultati indicano che la relazione tra scambi commerciali e IDE dipende dalla distanza e dalle dimensioni del mercato e che questi fattori divengono significativi un anno dopo l'investimento. Le evidenze mostrano che per destinazioni piccole e vicine, dove gli IDE verticali e le integrazioni delle catene di approvvigionamento sono più comuni, gli IDE greenfield in uscita e gli scambi commerciali sono solitamente complementari tra loro, dato che i nuovi investimenti tendono ad

¹⁴ Blonigen (2001) ha dimostrato che gli IDE statunitensi in Giappone si sono sostituiti alle esportazioni statunitensi in tempi di costi commerciali elevati. Brainard (1997) conferma l'esistenza di un dilemma tra concentrazione e prossimità. Lendle et al. (2016) sostengono che l'e-commerce può indebolire il nesso tra commercio e IDE, riducendo la necessità di presenza fisica nei mercati esteri.

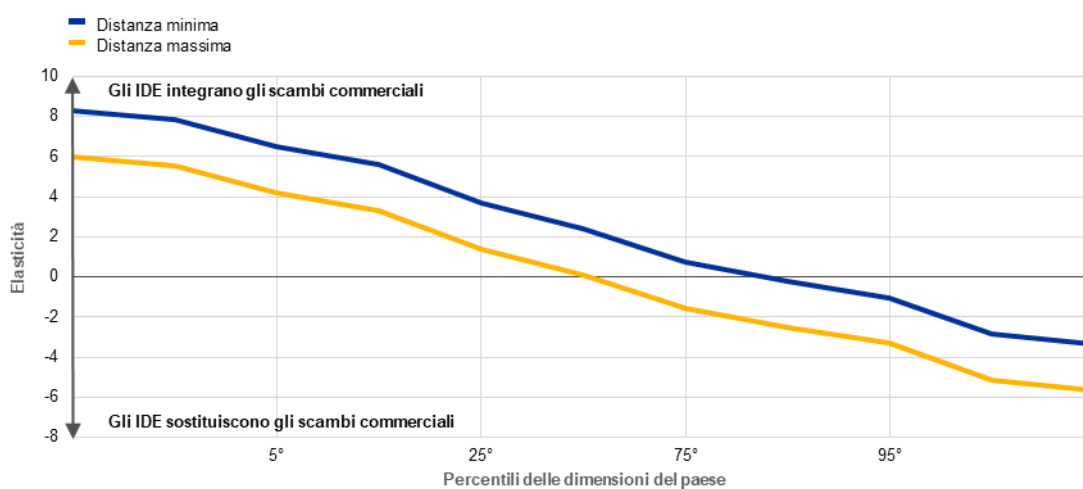
¹⁵ La stima tiene conto degli effetti fissi di origine-destinazione, dei deflussi e degli afflussi di IDE complessivi e degli afflussi di IDE greenfield. La metodologia tiene conto dell'eteroschedasticità e dell'autocorrelazione negli errori; il campione comprende tutte le relazioni aggregate per coppia di paesi dal 2004 al 2024.

accrescere i livelli degli scambi in beni intermedi. Per destinazioni di grandi dimensioni e distanti, gli IDE greenfield in uscita e gli scambi commerciali tendono a sostituirsi a vicenda, a indicare che, in questi casi, gli IDE sono più orientati a servire i mercati locali. Nello specifico, per i partner commerciali geograficamente vicini, la complementarità tra scambi commerciali e IDE greenfield in uscita si trasforma in sostituibilità quando l'economia ricevente supera all'incirca l'80° percentile della dimensione della distribuzione mondiale. Per partner molto distanti, questo punto di svolta si presenta già intorno alla dimensione mediana (cfr. il grafico A).

Grafico A

Elasticità degli scambi commerciali bilaterali in rapporto agli IDE greenfield per dimensioni dell'economia del paese ricevente nel caso di partner commerciali molto prossimi e molto distanti

(valori percentuali)



Fonti: BCE, FMI, FT intelligence ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra come gli scambi bilaterali nell'anno $t + 1$ reagiscano agli IDE greenfield bilaterali in uscita nell'anno t in base alla dimensione economica del paese beneficiario. L'asse verticale rappresenta l'elasticità degli scambi bilaterali agli IDE greenfield, mentre l'asse orizzontale indica la dimensione dell'economia del paese beneficiario. La linea blu mostra l'elasticità degli scambi bilaterali per i partner commerciali geograficamente vicini, calcolata tramite la distanza bilaterale minima per tutte le coppie di paesi. La linea gialla denota la stessa elasticità per partner commerciali tra loro distanti, calcolata utilizzando la distanza bilaterale massima per tutte le coppie di paesi. L'area compresa tra la linea blu e quella gialla rappresenta l'intervallo di possibili elasticità commerciali bilaterali in relazione agli IDE greenfield, su cui incidono sia le dimensioni delle economie sia la distanza bilaterale tra le città principali dei due paesi.

Per gli Stati Uniti, che costituiscono un mercato ampio e geograficamente distante dall'area dell'euro, le evidenze sono a favore della sostituibilità commerciale. Si stima che un aumento degli IDE greenfield in uscita dall'area dell'euro verso gli Stati Uniti, di entità pari a quella osservata tra il 2021 e il 2025 (che ha più che raddoppiato le dimensioni originali) riduca le esportazioni dall'area dell'euro agli Stati Uniti del 4 per cento circa nell'anno successivo.

Nell'agosto 2025 l'UE si è impegnata ad aumentare i propri investimenti negli Stati Uniti di 600 miliardi di dollari entro il 2028, in aggiunta al volume esistente di IDE bilaterali pari a circa 5.000 miliardi di dollari statunitensi. Interpretando strettamente tali volumi come ulteriori IDE greenfield dell'UE negli Stati Uniti e tenendo conto degli andamenti storici (cfr. il grafico 11), i numeri complessivi dell'accordo quadro tra Stati Uniti e UE possono apparire piuttosto ambiziosi, dato che prevedrebbero, in media, tra il 2025 e il 2028, un aumento pari a oltre il doppio del livello massimo di IDE greenfield dell'UE negli Stati Uniti osservato nel 2024. Tuttavia, anche un aumento più contenuto ma costante degli IDE greenfield in uscita verso gli Stati Uniti potrebbe ridefinire in modo significativo la composizione dell'attività esterna dell'area dell'euro.

Ricalibrare il rapporto tra esportazioni a servizio del mercato statunitense e rilocalizzazione della produzione in loco comporterebbe implicazioni contrastanti per l'economia dell'area dell'euro: se da un lato il calo delle esportazioni verso gli Stati Uniti produrrebbe una contrazione meccanica del PIL dell'area dell'euro per la minore produzione interna di beni e servizi destinati al mercato statunitense, dall'altro, le imprese dell'area trarrebbero beneficio dai ridotti oneri tariffari e dai maggiori utili derivanti da operazioni estere, che, se rimpatriati, andrebbero a sostegno del reddito nazionale lordo.

2 Investimenti diretti esteri in entrata e in uscita negli Stati Uniti a seguito degli annunci sui dazi statunitensi del 2025

Nel corso del suo secondo mandato, il Presidente Trump ha attuato misure tariffarie di ampia portata al fine di incoraggiare la produzione manifatturiera negli Stati Uniti e attrarre IDE greenfield. Nel discorso del 2 aprile 2025, che annunciava nuovi dazi, il Presidente Trump ha dichiarato “se volete azzerare i dazi, venite a fabbricare i vostri prodotti qui in America” (Trump, 2025, traduzione non ufficiale). Le dichiarazioni ufficiali della sua amministrazione hanno inquadrato i dazi come strumento per attrarre investimenti esteri, in particolare IDE greenfield nel settore manifatturiero, spostando gli incentivi alle imprese dalle esportazioni verso la produzione locale. Tuttavia, le evidenze descrittive finora disponibili non indicano un netto aumento degli investimenti in entrata negli Stati Uniti indotto dai dazi.

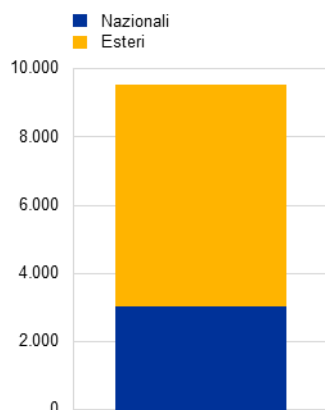
Gli impegni di investimento aggregati riportati nelle comunicazioni ufficiali della Casa Bianca superano i livelli degli IDE greenfield in entrata annunciati desunti dai dati a livello di progetto. Le comunicazioni ufficiali della Casa Bianca riportano impegni di investimento cumulati per 9.600 miliardi di dollari statunitensi dall'inizio del secondo mandato del Presidente Trump, facendo riferimento ad “annunci di ingenti investimenti”, dei quali una quota significativa è attribuita a investimenti esteri (cfr. il pannello a) del grafico 4). Tuttavia, il sito Internet della Casa Bianca non fornisce una scomposizione metodologica dettagliata delle modalità di elaborazione di tali aggregati, né specifica le categorie di flussi commerciali che includono. I dati pubblicati sono presentati a livello aggregato e non distinguono esplicitamente tra IDE greenfield e altre tipologie di impegno. Inoltre, alcuni annunci potrebbero riguardare progetti pluriennali, piani di investimento precedentemente annunciati o accordi commerciali di più ampia portata. In alcuni casi, le “operazioni commerciali” riferite possono essere associate ad acquisti di beni statunitensi, che incidono sulle esportazioni anziché sugli investimenti fissi interni. Ciò rende difficile stabilire una corrispondenza diretta tra le dichiarazioni programmatiche e gli indicatori standard degli IDE greenfield in entrata. Per contro, la banca dati fornita da fDi Markets registra progetti annunciati di IDE greenfield a livello di impresa su una base coerente e comparabile a livello internazionale. Se ci si concentra esclusivamente sugli IDE greenfield, come definiti nella suddetta serie di dati, gli investimenti in entrata sembrano essere notevolmente inferiori rispetto a quelli dichiarati nelle comunicazioni ufficiali (cfr. il pannello b) del grafico 4).

Grafico 4

Annunci di IDE greenfield in entrata negli Stati Uniti nel 2025

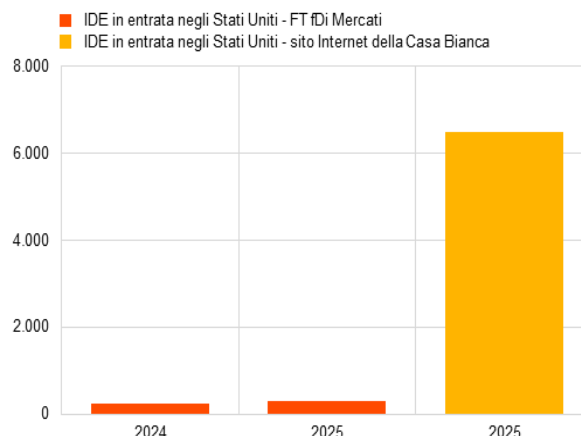
a) Annunci ufficiali di investimenti nazionali ed esteri negli Stati Uniti nel 2025

(miliardi di dollari statunitensi)



b) Annunci di IDE greenfield in entrata negli Stati Uniti diffusi dal governo statunitense e da fDi Markets

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: FT fDi Markets, sito Internet della Casa Bianca ed elaborazioni degli esperti della BCE.

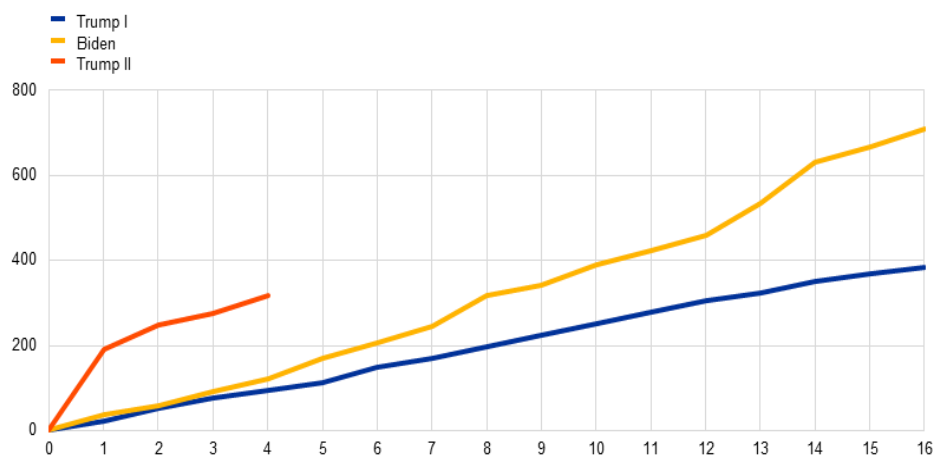
Note: il pannello a) mostra gli investimenti negli Stati Uniti nel 2025, come annunciato sul sito Internet ufficiale della Casa Bianca. Il pannello b) confronta gli annunci di IDE greenfield in entrata negli Stati Uniti della banca dati FT fDi Markets (barre rosse) con quelli diffusi sul sito Internet ufficiale della Casa Bianca (barre gialle). Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

Nel corso del secondo mandato del Presidente Trump gli IDE greenfield in entrata negli Stati Uniti hanno finora superato quelli registrati sotto le altre recenti amministrazioni statunitensi. Nonostante il divario tra le dichiarazioni della Casa Bianca e gli investimenti quantificati dalla banca dati di fDi Markets, gli IDE greenfield in entrata negli Stati Uniti sono rimasti elevati rispetto ai periodi comparabili registrati nei mandati presidenziali precedenti (cfr. il grafico 5). Durante il mandato del Presidente Biden, gli investimenti hanno registrato un'accelerazione a partire dal secondo anno, riflettendo probabilmente iniziative politiche come il regolamento sui chip e l'Inflation Reduction Act, che hanno sostenuto la manifattura avanzata e le tecnologie verdi. Tuttavia, il ritmo di incremento osservato durante il secondo mandato del Presidente Trump è stato finora più pronunciato.

Grafico 5

Annunci di IDE greenfield in entrata negli Stati Uniti nel corso dei diversi mandati presidenziali statunitensi

(asse delle ordinate: miliardi di dollari statunitensi; asse delle ascisse: trimestri)



Fonti: fDi Markets ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra l'andamento degli annunci di IDE greenfield in entrata negli Stati Uniti, cumulati dall'inizio di ciascun mandato presidenziale statunitense. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

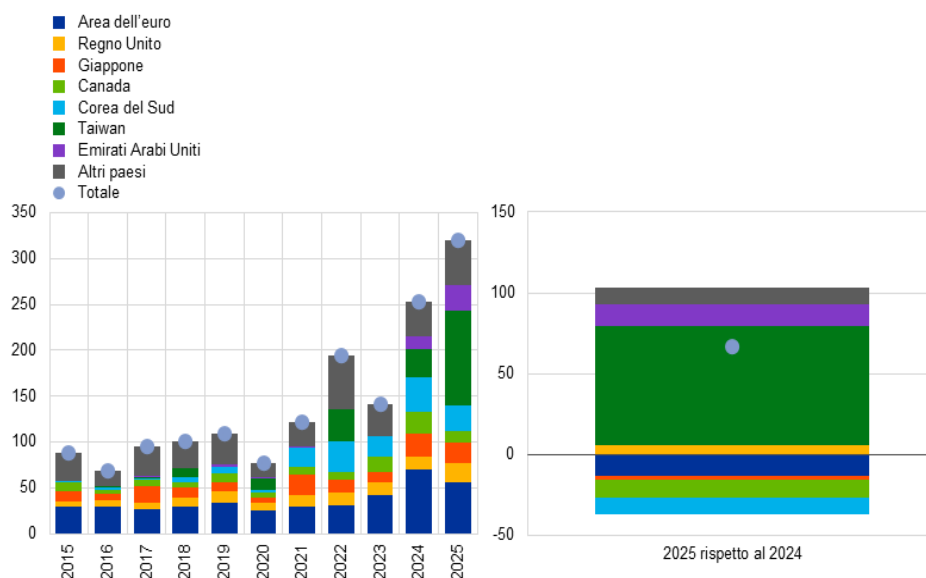
Il recente aumento degli IDE annunciati si concentra quasi esclusivamente in un numero limitato di paesi e progetti. Sebbene il valore complessivo dei progetti di IDE annunciati nel 2025 superi quello registrato nel 2024, l'aumento è fortemente concentrato. Quasi la metà degli investimenti annunciati nel 2025 proviene da Taiwan; gli impegni assunti dalla Taiwan Semiconductor Manufacturing Company hanno rappresentato il principale fattore alla base della variazione sul periodo corrispondente (cfr. il grafico 6). Parte di questo incremento riflette anche maggiori investimenti da parte degli Emirati Arabi Uniti, mentre gli investimenti annunciati dall'area dell'euro e da altri paesi del G7 sono diminuiti.

Grafico 6

Annunci di IDE greenfield in entrata negli Stati Uniti per paese d'origine

(miliardi di dollari statunitensi)

a) IDE greenfield annuali in entrata negli Stati Uniti b) Variazioni degli IDE greenfield annuali in entrata negli Stati Uniti



Fonti: FT FDI Markets ed elaborazioni della BCE.

Note: entrambi i pannelli mostrano la scomposizione per paese dei flussi di IDE in entrata negli Stati Uniti. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

Gli IDE greenfield in entrata nel settore manifatturiero degli Stati Uniti mostrano scarsa evidenza di un'impennata indotta dai dazi, e i recenti aumenti coincidono con una robusta dinamica degli investimenti connessi all'IA.

A giudicare dai soli progetti manifatturieri, obiettivo primario della strategia sui dazi dell'amministrazione statunitense, non vi sono sufficienti elementi a sostegno dell'ipotesi di una forte espansione degli investimenti trainata dai dazi.

Gli investimenti annunciati nel settore manifatturiero hanno raggiunto un breve picco a marzo 2025, in vista dei principali annunci negli Stati Uniti in materia di dazi, anche se tale aumento sembra essere stato determinato principalmente dagli investimenti nelle attività connesse all'IA. Tali investimenti sono solo marginalmente legati alla politica commerciale e trovano una spiegazione più plausibile nel ciclo mondiale della domanda di IA (cfr. il pannello a) del grafico 7). Ad eccezione di questo settore, quella dei minerali rari è la sola altra industria che attualmente contribuisce in modo significativo alla recente crescita. Al contrario, gli investimenti diretti esteri greenfield nel settore della manifattura di veicoli elettrici, delle catene di approvvigionamento delle batterie e delle tecnologie pulite – che fino al 2024 hanno in parte determinato anche un aumento degli IDE nel comparto manifatturiero dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti, grazie anche a incentivi politici quali il CHIPS and Science Act e l'Inflation Reduction Act – hanno registrato un calo (cfr. il pannello b) del grafico 7)¹⁶.

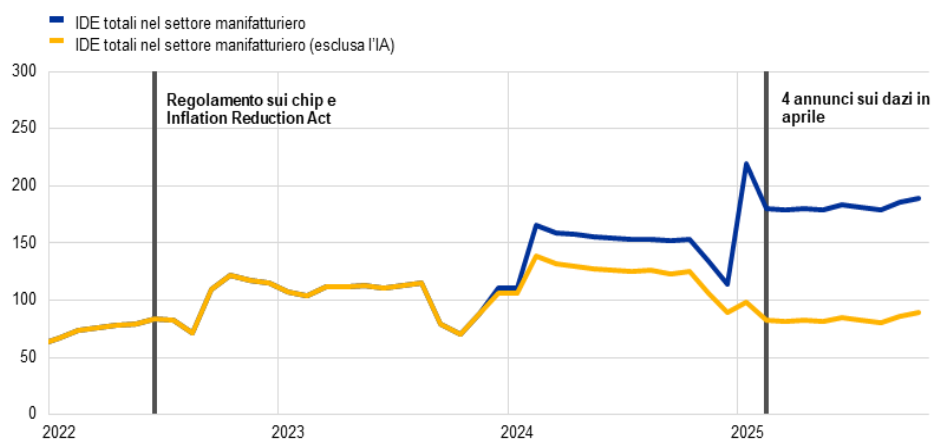
¹⁶ Negli Stati Uniti il CHIPS and Science Act, adottato nell'agosto 2022, ha fornito sovvenzioni federali e incentivi fiscali a sostegno della produzione e della ricerca nel settore dei semiconduttori, mentre l'Inflation Reduction Act, pure adottato nell'agosto 2022, ha introdotto incentivi fiscali volti a promuovere l'energia pulita, la produzione di veicoli elettrici e il settore manifatturiero interno.

Grafico 7

Annunci di IDE greenfield nel settore manifatturiero in entrata negli Stati Uniti

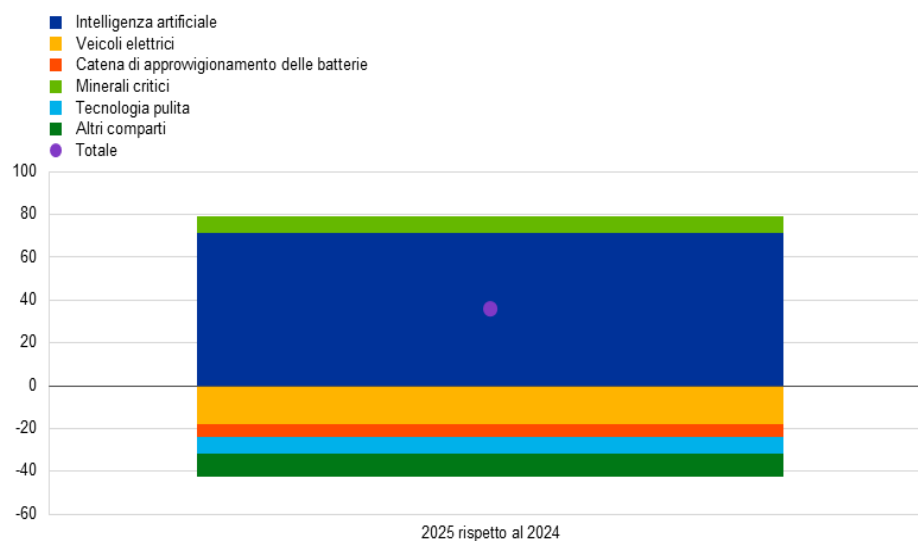
a) IDE greenfield nel settore manifatturiero in entrata negli Stati Uniti e ruolo degli investimenti in IA

(miliardi di dollari statunitensi)



b) Variazione degli IDE greenfield annuali nel settore manifatturiero in entrata negli Stati Uniti per comparto

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: FT fDi Markets ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico riporta gli IDE greenfield in entrata negli Stati Uniti per il settore manifatturiero. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

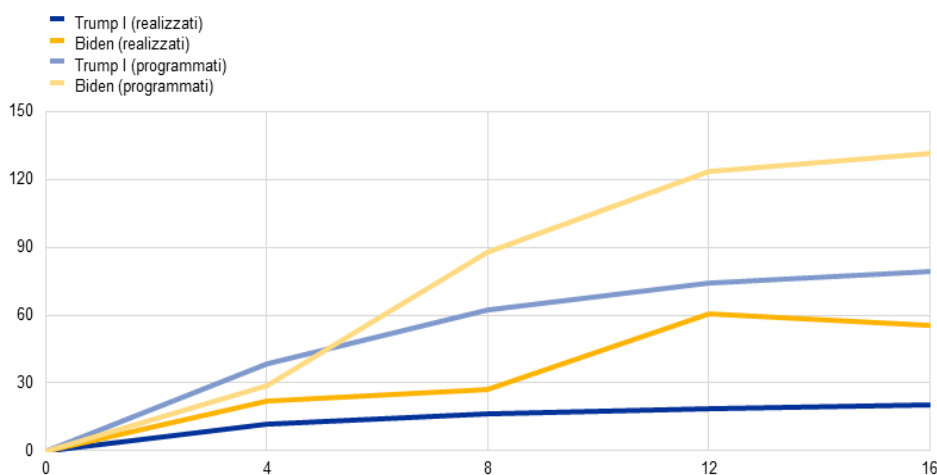
Un importante caveat è il divario ampio e persistente tra gli IDE greenfield in entrata annunciati e quelli realizzati. Solo una piccola quota dei progetti annunciati di IDE greenfield in entrata si traduce, effettivamente, in investimenti realizzati nel corso di ciascun mandato presidenziale (cfr. il grafico 8). Il Bureau of Economic Analysis statunitense fornisce una base coerente per confrontare gli investimenti programmati (annunciati) e quelli effettivamente realizzati. Mentre gli IDE programmati hanno registrato un aumento costante in entrambe le precedenti amministrazioni, gli investimenti realizzati sono aumentati a un ritmo molto più lento. Questo divario suggerisce che gli indicatori degli investimenti basati sugli annunci, come quelli pubblicati da fDi Markets, potrebbero sovrastimare l'entità degli

investimenti nel breve termine e dovrebbero, pertanto, essere interpretati con cautela nel valutare l'efficacia degli incentivi previsti dalla politica sui dazi.

Grafico 8

IDE greenfield programmati e realizzati nel corso dei diversi mandati presidenziali statunitensi

(asse delle ordinate: miliardi di dollari statunitensi; asse delle ascisse: trimestri)



Fonti: US Bureau of Economic Analysis ed elaborazioni della BCE.

Note: per IDE programmati si intendono gli IDE greenfield che vengono avviati e pianificati per essere realizzati nel corso di ciascun mandato presidenziale. Analogamente, per IDE realizzati si intendono gli IDE greenfield che sono stati avviati e realizzati entro il rispettivo mandato.

Nel 2025 gli investimenti degli Stati Uniti verso l'estero sono cresciuti più lentamente che nel 2018.

In teoria, l'effetto dei dazi statunitensi sugli IDE in uscita è altrettanto ambiguo quanto quello sugli IDE in entrata. Da un lato, l'aumento dei costi commerciali dovuto all'interscambio di beni intermedi può indurre le imprese a sostituire le esportazioni con la produzione locale all'estero. Dall'altro, l'aumento dei costi degli input, l'accresciuta incertezza e la compressione dei margini di profitto potrebbero indebolire gli incentivi e la capacità da parte delle imprese di espandersi all'estero¹⁷. Concentrandosi sui soli IDE nel settore manifatturiero dopo la prima tornata di dazi statunitensi nel 2018, gli IDE in uscita del settore manifatturiero sono aumentati sensibilmente, mentre nel corso della seconda serie di misure è emerso un profilo opposto (cfr. il pannello a) del grafico 10). Una possibile spiegazione è che la seconda serie di indicatori è stata caratterizzata da maggiore incertezza sulle politiche commerciali e ha coinvolto un insieme più ampio di paesi mirati, il che potrebbe aver indotto le imprese a posticipare o ridimensionare i piani di espansione all'estero, anziché rilocalizzare la produzione in un altro paese¹⁸. Dopo il 2018, l'aumento degli IDE in uscita dagli Stati Uniti ha interessato in maniera relativamente diffusa i paesi di destinazione, compresa la Cina, il principale obiettivo dei dazi statunitensi (cfr. il pannello b) del grafico 9). Per contro, il profilo degli IDE in uscita negli Stati Uniti per il 2025 è meno definito. Sebbene l'area dell'euro rimanga la principale destinazione per gli IDE statunitensi, con flussi stabili nel 2025, gli aumenti più pronunciati nello stesso anno hanno interessato la Corea del Sud e l'India, con

¹⁷ Cfr. anche Helpman et al. (2004) e Amiti et al. (2019).

¹⁸ Cfr. anche Handley e Limão (2017) e Caldara et al. (2020).

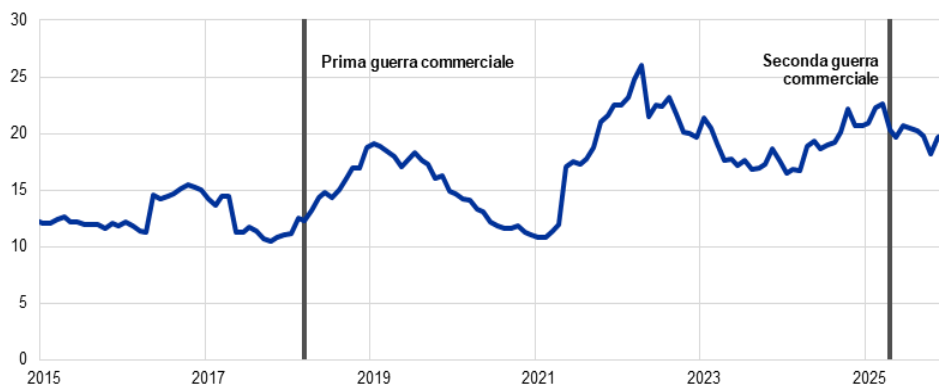
investimenti concentrati nelle infrastrutture digitali, in particolare nei centri dati e nel cloud computing, nonché in specifiche attività manifatturiere ad alto contenuto tecnologico come i semiconduttori e le componenti elettroniche.

Grafico 9

Annunci di IDE greenfield nel settore manifatturiere in uscita dagli Stati Uniti

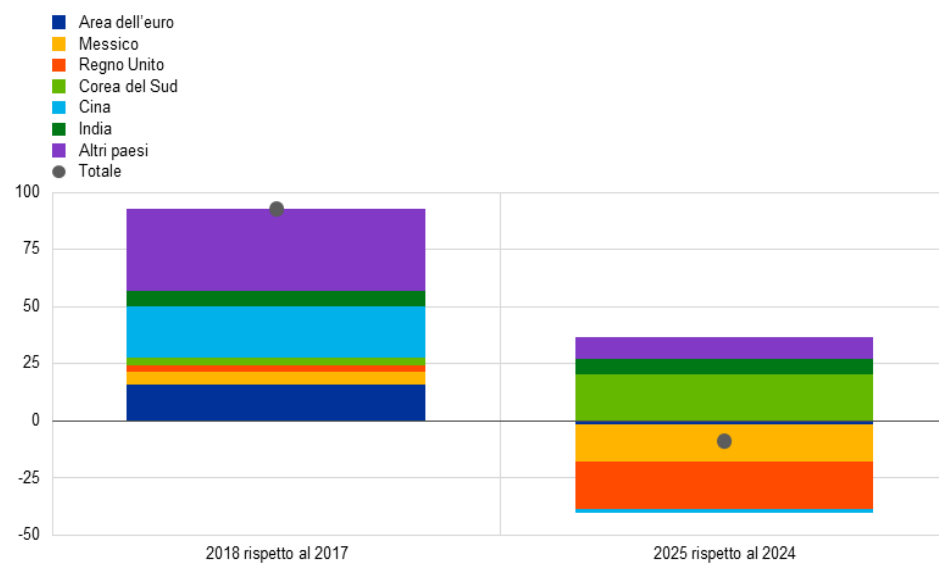
a) IDE greenfield nel settore manifatturiere in uscita dagli Stati Uniti

(miliardi di dollari statunitensi, media mobile su 12 mesi)



b) Variazione annuale degli IDE greenfield nel settore manifatturiere in uscita dagli Stati Uniti per paese

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: FT fDi Markets ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

Riquadro 2

Gli investimenti diretti in uscita verso l'estero sostituiscono gli investimenti interni nell'area dell'euro?

a cura di Lorenz Emter e Michael Fidora

Nell'area dell'euro gli investimenti diretti esteri (IDE) in uscita possono incidere sull'attività di investimento interno, ossia sugli investimenti fissi, attraverso molteplici canali. In primo luogo, gli

IDE in uscita possono incidere sugli investimenti interni attraverso canali finanziari, specie nei paesi dell'area dell'euro con un basso risparmio nazionale. Il trasferimento della produzione può inizialmente ridurre gli utili delle imprese madri o renderne più restrittive le condizioni finanziarie. In secondo luogo, gli IDE in uscita, man mano che le imprese spostano parte della loro produzione all'estero, possono ridurre la spesa interna in conto capitale. Pertanto, da un lato gli IDE in uscita orientati esclusivamente al mercato estero potrebbero frenare l'attività di investimento interna se le imprese trasferissero gran parte della loro attività produttiva per rifornire il mercato estero, come accadrebbe se queste dovessero potenziare la capacità produttiva negli Stati Uniti per eludere l'applicazione di dazi più elevati. Dall'altro, gli IDE finalizzati a una maggiore efficienza, che trasferiscono una parte della catena produttiva all'estero per beneficiare dei minori costi di produzione, possono generare esportazioni di beni intermedi e di investimento o servizi per il mercato estero e, in condizioni di equilibrio generale, stimolare gli investimenti interni. Ciò può verificarsi anche per gli IDE in uscita mirati alle attività strategiche, in quanto faciliterebbero il trasferimento di tecnologia e conoscenze, aumentando la produttività delle imprese.

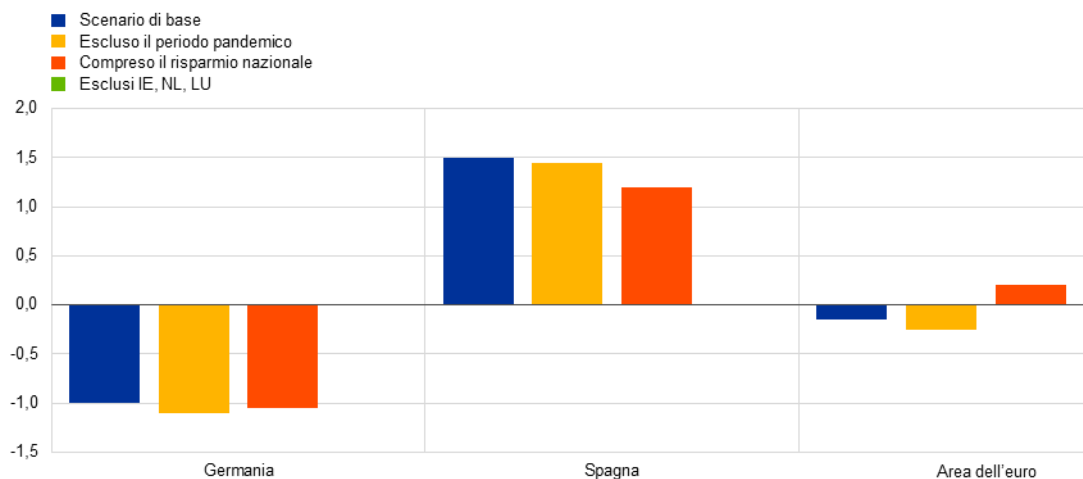
Empiricamente, è possibile valutare la relazione di lungo periodo tra IDE in uscita e investimenti interni attraverso un'analisi di cointegrazione, come illustrato in Herzer e Schrooten (2008). A tal fine, i test di cointegrazione sugli investimenti interni e sugli IDE in uscita (entrambi espressi in percentuale del PIL) vengono eseguiti su dati annuali relativi al periodo 1975-2024, ricavati dalla Banca mondiale sia per l'area dell'euro nella sua totalità sia per i singoli paesi dell'area. La stima si basa sui flussi totali di attività IDE desunti dalla bilancia dei pagamenti, al fine di assicurare un campione sufficientemente ampio per il quale non sono disponibili dati sugli IDE greenfield. Una volta stabilita la cointegrazione, l'effetto di lungo periodo degli IDE in uscita sugli investimenti interni è stimato utilizzando un modello di correzione dell'errore a equazione singola.

L'evidenza empirica suggerisce che per l'insieme dell'area dell'euro non esiste un chiaro nesso tra gli investimenti interni e gli IDE, sebbene questo dato celi l'eterogeneità tra i singoli paesi dell'area. Nello specifico, l'analisi lascia intendere che non esiste un legame statisticamente significativo a livello aggregato dell'area dell'euro, anche se si escludono i paesi per i quali i flussi finanziari potrebbero falsare gli IDE aggregati in uscita (cfr. il grafico A). Tuttavia, questo risultato aggregato cela eterogeneità tra i maggiori paesi dell'area dell'euro. Sebbene per Francia e Italia non si riscontrino una relazione significativa nel lungo periodo, l'analisi suggerisce che gli IDE in uscita e gli investimenti interni siano tra loro sostituibili in Germania, ma complementari in Spagna. Per la Germania, questi risultati sono in linea con le analisi di Herzer e Schrooten (2008), i quali documentano anche effetti di sostituzione a lungo termine, che riflettono un percorso di aggiustamento dinamico. Gli investimenti esteri iniziali potrebbero richiedere lo sviluppo di capacità a livello nazionale e stimolare gli investimenti interni nel breve periodo (come documentato anche in Goldbach et al., 2019), ma una volta insediate, le affiliate estere rimpiazzano la produzione interna, riducendo, nel lungo periodo, l'accumulo di capitale a livello nazionale. Tali riscontri rimangono robusti anche escludendo il periodo della pandemia di COVID-19 e tenendo conto del risparmio nazionale aggregato.

Grafico A

Coefficienti moltiplicatori a lungo termine dei flussi di IDE in uscita per gli investimenti interni

(elasticità)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i coefficienti moltiplicatori a lungo termine stimati per gli effetti dei flussi di IDE in uscita sugli investimenti interni in base a un unico modello di correzione dell'errore, come in [Herzer e Schrooten \(2008\)](#). La voce "Compreso il risparmio nazionale" si riferisce al risparmio nazionale aggregato in rapporto al PIL come variabile di controllo aggiuntiva. La voce "Esclusi IE, NL, LU" si riferisce alle stime per l'area dell'euro, con esclusione dei paesi in cui i flussi di IDE potrebbero essere maggiormente falsati dai flussi finanziarizzati. IE sta per Irlanda, NL per Paesi Bassi e LU per Lussemburgo.

L'eterogeneità della relazione fra IDE e investimenti interni riflette verosimilmente differenze nella natura e nella composizione settoriale degli IDE in uscita. Gli IDE in uscita dalla Spagna, in particolare verso l'America latina, si concentrano sulle attività finanziarie e assicurative, sull'informazione e la comunicazione e sull'industria estrattiva. Tali investimenti sono pertanto in larga misura volti a espandere il mercato e diretti verso settori non commerciali, potenzialmente a sostegno degli investimenti interni attraverso la fornitura di servizi aggiuntivi e attività di ricerca e sviluppo nella sede centrale dell'azienda, con possibili ripercussioni sulla produttività e la competitività dell'impresa. Per contro, gli IDE in uscita provenienti dalla Germania si concentrano sullo sviluppo di capacità produttiva all'estero, inizialmente nell'Europa centro-orientale e successivamente in Cina, strategia che potrebbe sostituire la produzione industriale interna e le esportazioni. In effetti, nel 2019 la quota del prodotto lordo proveniente dall'estero era pari a circa il 26 per cento del PIL tedesco, approssimativamente il doppio rispetto all'analoga quota registrata in Spagna, pari al 13 per cento circa. Ciò suggerisce che l'aumento degli investimenti esteri negli Stati Uniti finalizzato a sviluppare capacità produttiva per il mercato locale con l'intento di aggirare dazi più elevati avrebbe probabilmente un impatto frenante sugli investimenti interni nei paesi dell'area dell'euro, in particolare in quelli con significative esportazioni di beni industriali verso gli Stati Uniti.

3 Potenziali conseguenze per l'area dell'euro delle variazioni degli investimenti diretti esteri in uscita indotte dai dazi

L'eventualità che nuovi dazi determinino IDE in uscita strutturalmente più elevati nell'area dell'euro ha importanti implicazioni per gli andamenti macroeconomici all'interno dell'area. Gli aumenti dei dazi sono associati, in media, a un maggior numero di annunci di IDE greenfield, in particolare quando le

imprese utilizzano gli investimenti come mezzo per aggirare le nuove barriere commerciali. Ciò ha potenziali ripercussioni sul commercio e sugli investimenti interni dell'area dell'euro.

L'introduzione da parte degli Stati Uniti, un mercato ampio e geograficamente distante, di dazi più elevati sulle importazioni provenienti dall'area dell'euro potrebbe potenzialmente ridurre le esportazioni dell'area stessa. La relazione tra scambi bilaterali e IDE dipende in modo determinante dalle dimensioni del paese e dalla distanza geografica. Per le economie vicine di piccole e medie dimensioni, gli IDE greenfield in uscita e le esportazioni tendono a essere complementari, ossia gli investimenti all'estero favoriscono ulteriori scambi transfrontalieri di beni intermedi e finali. Per contro, per le economie più sviluppate e geograficamente distanti, gli IDE tendono a sostituire le esportazioni (cfr. il riquadro 1).

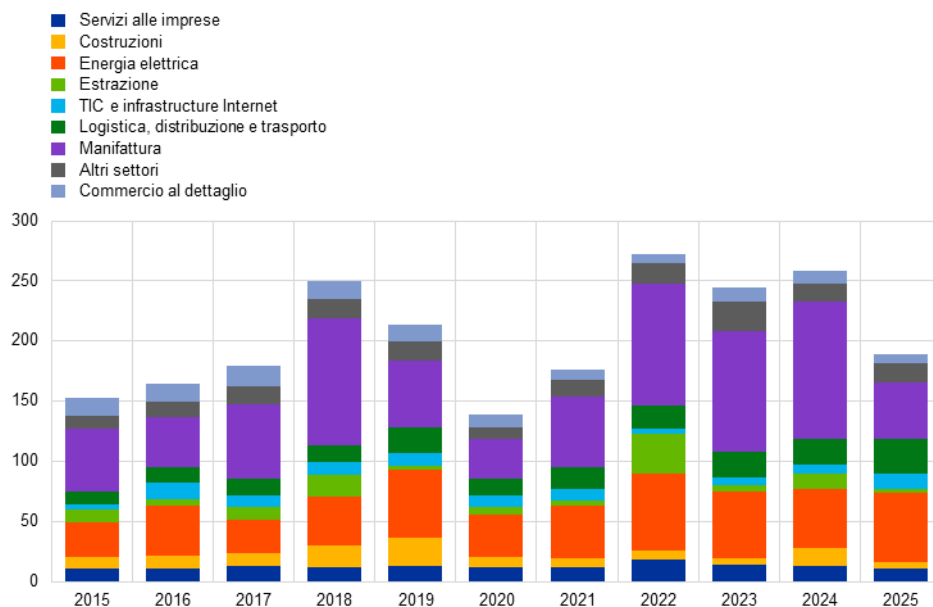
L'applicazione di dazi più elevati alle esportazioni dell'area dell'euro, che incoraggiano le imprese a sviluppare capacità produttiva all'estero attraverso gli IDE, può incidere anche sugli investimenti interni dell'area dell'euro. In particolare, gli IDE orientati esclusivamente al mercato estero potrebbero frenare l'attività di investimento interna se le imprese trasferissero gran parte della loro attività produttiva per il mercato estero, mentre gli IDE nei settori non commerciali potrebbero rendersi complementari agli investimenti interni, man mano che le imprese espandono la propria attività (cfr. il riquadro 2).

Nell'area dell'euro le difficoltà derivanti dalle variazioni negli IDE in uscita indotte dai dazi appaiono contenute. I dati disponibili mostrano che nel 2025 gli IDE greenfield in uscita dall'area dell'euro sono diminuiti. Tale calo è riconducibile in larga misura agli investimenti diretti esteri relativi al settore manifatturiero (cfr. il grafico 10). Una parte significativa di tale calo è ascrivibile a una diminuzione degli IDE nel settore manifatturiero in uscita verso gli Stati Uniti, in linea con i risultati empirici presentati nella sezione 3 (cfr. il grafico 11). La concentrazione degli IDE greenfield dell'area dell'euro negli Stati Uniti, nel settore della manifattura basata su catene del valore globali, sembra quindi effettivamente attenuare il rischio di un effetto di spiazzamento delle esportazioni dell'area dell'euro e degli investimenti interni. Inoltre, i continui e robusti flussi di IDE greenfield in uscita finalizzati all'espansione del mercato nel settore dei beni non tradabile, come quelli legati all'IA nel settore dell'energia elettrica, potrebbero persino rendersi complementari agli investimenti interni dell'area dell'euro.

Grafico 10

IDE greenfield dell'area dell'euro in uscita per settore

(miliardi di dollari statunitensi)

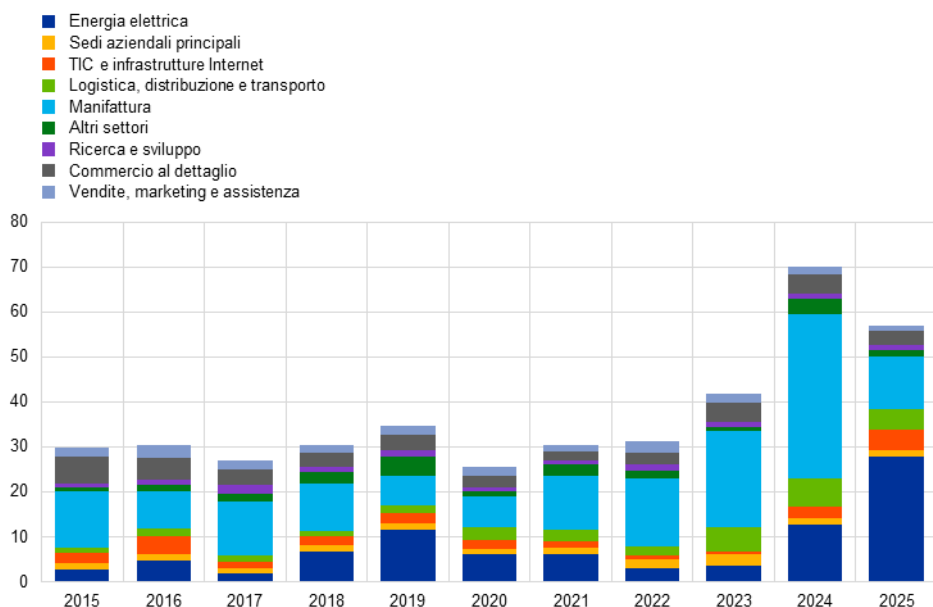


Fonti: FT fDi Markets ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

Grafico 11

IDE greenfield dell'area dell'euro in uscita verso gli Stati Uniti per settore

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: FT fDi Markets ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

4 Osservazioni conclusive

L’impatto dei dazi sugli IDE greenfield è complesso e dipende dalle motivazioni fondamentali che spingono a investire all’estero. L’analisi illustrata nel presente articolo mostra che, sebbene i dazi possano incoraggiare complessivamente gli IDE greenfield per motivazioni legate alla necessità di eluderli, il loro impatto sugli IDE nel settore manifatturiero è diverso. Le misure tariffarie ad alto impatto tendono a scoraggiare gli investimenti nei settori manifatturieri che dipendono da fattori produttivi intermedi e sono integrati verticalmente nelle catene di approvvigionamento globali, evidenziando i limiti delle politiche protezionistiche finalizzate a stimolare gli investimenti in settori chiave. Inoltre, l’eterogeneità settoriale svolge un ruolo fondamentale nel determinare la reazione degli IDE ai dazi. Le reazioni positive per gli IDE si concentrano nei settori destinati ai mercati locali, come quello automobilistico, mentre nei settori a monte, come quello farmaceutico e quello della fabbricazione di prodotti in metallo, si registrano effetti negativi.

L’ultima ondata di dazi statunitensi mette in luce i limiti delle strategie di investimento basate su tali misure. Nonostante gli ambiziosi obiettivi politici e le dichiarazioni ufficiali di un forte aumento degli IDE in entrata durante il secondo mandato del presidente Trump, i dati evidenziano notevoli discrepanze tra gli investimenti annunciati e quelli effettivamente realizzati, per cui solo una piccola percentuale dei progetti di IDE greenfield annunciati si traduce in investimenti effettivi nel corso di un determinato mandato presidenziale. Inoltre, gli IDE indotti dai dazi si sono rivelati strettamente concentrati in settori e paesi specifici, come nel caso del settore manifatturiero legato all’IA e degli IDE provenienti da economie quali Taiwan.

La struttura degli IDE dell’area dell’euro fa supporre che le variazioni determinate dai dazi negli IDE in uscita potrebbero essere piuttosto limitate e che i rischi associati rimangano contenuti per l’economia dell’area. Il crescente protezionismo e i flussi di investimenti indotti dai dazi potrebbero spingere le imprese dell’area dell’euro a investire all’estero per aggirare le barriere commerciali, con effetti potenzialmente eterogenei sugli investimenti interni tra paesi. Tuttavia, il rischio che, negli Stati Uniti, l’aumento degli IDE finalizzati a sviluppare capacità produttiva per il mercato locale possa ridurre gli investimenti interni nell’area dell’euro è limitato. Ciò è dovuto al fatto che gli IDE dall’area dell’euro in uscita verso gli Stati Uniti si concentrano nel settore manifatturiero, che potrebbe reagire negativamente all’aumento dei dazi a causa della sua dipendenza dalle catene del valore globali. In effetti, in tale settore questi investimenti sono diminuiti nel 2025.

Riferimenti bibliografici

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

- Boeckelmann, L., Emter, L., Moder, I., Pongetti, G. e Spital, T. (2024), [Frammentazione geopolitica negli investimenti diretti esteri greenfield a livello mondiale e dell'area dell'euro](#), riquadro 1 nel numero 7/2024 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, pagg. 38-59.
- Cole, M.T. e Davies, R.B. (2011), [“Strategic tariffs, tariff jumping, and heterogeneous firms”](#), *European Economic Review*, vol. 55, n. 4, pagg. 480-496.
- Goldbach, S., Nagengast, A.J., Steinmüller, E., e Wamser, G. (2019), [“The effect of investing abroad on investment at home: On the role of technology, tax savings, and internal capital markets”](#), *Journal of International Economics*, vol. 116, pagg. 58-73.
- Handley, K. e Limão, N. (2017), [“Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States”](#), *American Economic Review*, vol. 107, n. 9, pagg. 2731-2783.
- Helpman, E., Melitz, M.J. e Yeaple, S.R. (2004), [“Export Versus FDI with Heterogeneous Firms”](#), *American Economic Review*, vol. 94, n. 1, pagg. 300-316.
- Herzer, D. e Schrooten, M. (2008), [“Outward FDI and domestic investment in two industrialized countries”](#), *Economics Letters*, vol. 99, n. 1, pagg. 139-143.
- Moder, I. e Spital, T. (2025), [“The protectionist gamble: How tariffs shape greenfield foreign direct investment”](#), *Working Paper Series*, n. 3144, Banca centrale europea.
- Trump, D. J. (2025), [Remarks Announcing Additional United States Tariff Actions on Foreign Imports](#), Casa Bianca, Washington D.C., 2 aprile.

2 Le determinanti delle forze di lavoro nell'area dell'euro

a cura di Agostino Consolo, António Dias da Silva, Nina Furbach e Ramon Gomez-Salvador

1 Introduzione

Negli ultimi anni le forze di lavoro dell'area dell'euro hanno registrato una crescita significativa, trainata dall'aumento dei tassi di partecipazione, dai cambiamenti demografici e dai sostenuti flussi netti di migrazione. Le forze di lavoro comprendono tutti gli individui in età lavorativa, qui considerata tra i 15 e i 74 anni per tenere conto dell'allungamento della vita lavorativa, occupati o attivamente in cerca di un'occupazione. Negli ultimi anni il "tasso di partecipazione", ossia la quota della popolazione in età lavorativa che partecipa al mercato del lavoro, è aumentato sotto molteplici profili. La percentuale di donne occupate è salita, riducendo i divari di genere da tempo persistenti. Inoltre, i lavoratori in età più avanzata rimangono attivi più a lungo, riflettendo in parte le riforme pensionistiche e la riduzione di lungo periodo dell'incidenza di occupazioni meno impegnative dal punto di vista fisico. Infine, l'innalzamento dei livelli di istruzione favorisce l'espansione delle forze di lavoro in quanto gli individui più istruiti tendono ad avere maggiori tassi di partecipazione. Insieme a tali tendenze interne, la migrazione netta è stata persistentemente positiva a partire dal 2010 circa, con i lavoratori originari di paesi non appartenenti all'UE che sono diventati una determinante sempre più importante della crescita delle forze di lavoro.

Negli ultimi anni i lavoratori in età più avanzata e i migranti sono stati le due fonti più importanti di espansione delle forze di lavoro, ciascuna categoria con effetti distinti sui risultati aggregati del mercato del lavoro. Entrambi i gruppi sono cresciuti non solo in termini di popolazione, ma anche in termini di tassi di partecipazione. I lavoratori in età più avanzata, che tipicamente registrano tassi di disoccupazione più bassi, hanno esercitato un effetto strutturale al ribasso sul tasso aggregato di disoccupazione. I migranti tendono ad avere invece tassi di disoccupazione più elevati, ma dati recenti suggeriscono che gran parte dell'aumento dell'offerta di manodopera da parte di questo gruppo si sia tradotto direttamente in occupazione, limitando così la pressione al rialzo sul tasso di disoccupazione.

Il numero di ore lavorate non ha seguito la tendenza del numero di occupati, con la media delle ore lavorate che in diversi paesi dell'area dell'euro è rimasta al di sotto dei livelli osservati prima della pandemia di COVID-19. Nonostante la forte crescita dell'occupazione, il numero medio di ore lavorate per occupato è diminuito. Ciò riflette gli effetti di composizione (ad esempio, i lavoratori più anziani e le donne lavorano, in media, per un numero inferiore di ore settimanali), nonché cambiamenti più generali nelle modalità di lavoro. Tale divergenza è rilevante ai fini della valutazione dell'attività economica, in quanto la crescita del prodotto interno

loro (PIL) dipende non solo dal numero di occupati ma anche dall'intensità di utilizzo della manodopera.

L'espansione e l'evolversi della composizione delle forze di lavoro hanno implicazioni significative per il prodotto potenziale, la disoccupazione di equilibrio e le dinamiche del mercato del lavoro. A fronte di andamenti modesti della produttività totale dei fattori e degli investimenti, il prodotto potenziale è stato sostenuto soprattutto dalla crescita delle forze di lavoro. La ricomposizione della forza lavoro verso lavoratori di età più avanzata e più istruiti ha ridotto sia la disoccupazione sia il dinamismo del mercato del lavoro, mentre la quota crescente di lavoratori stranieri ha contribuito a contenere le carenze di manodopera in settori chiave dell'economia dell'area dell'euro. Tuttavia, una minore mobilità del mercato e percentuali inferiori di giovani nella popolazione potrebbero mettere a rischio l'imprenditorialità e frenare la produttività. Allo stesso tempo, l'aumento dell'età media in cui i singoli individui realizzano per la prima volta innovazioni significative, l'adozione di nuove tecnologie e la disponibilità di posti di lavoro adeguati alle diverse fasce d'età potrebbero attenuare gli effetti negativi dell'invecchiamento della popolazione¹.

Il presente articolo analizza tali andamenti nelle forze di lavoro dell'area dell'euro e ne valuta le conseguenze sulla crescita e sulle dinamiche del mercato del lavoro. La sezione 2 esamina come la forte crescita delle forze di lavoro abbia sostenuto la crescita del PIL negli ultimi anni. La sezione 3 descrive la partecipazione delle forze di lavoro sotto i profili di età, genere e istruzione e fornisce una valutazione dettagliata dell'invecchiamento della popolazione e delle sue conseguenze per la futura offerta di manodopera. La sezione 4 analizza il contributo dei lavoratori stranieri alla crescita delle forze di lavoro nell'area dell'euro. La sezione 5 esamina le implicazioni della composizione in evoluzione delle forze di lavoro per la volatilità e la dinamica del mercato del lavoro, comprese le ore medie lavorate. La sezione 6 illustra le osservazioni conclusive.

2 Il contributo delle forze di lavoro alla crescita del PIL

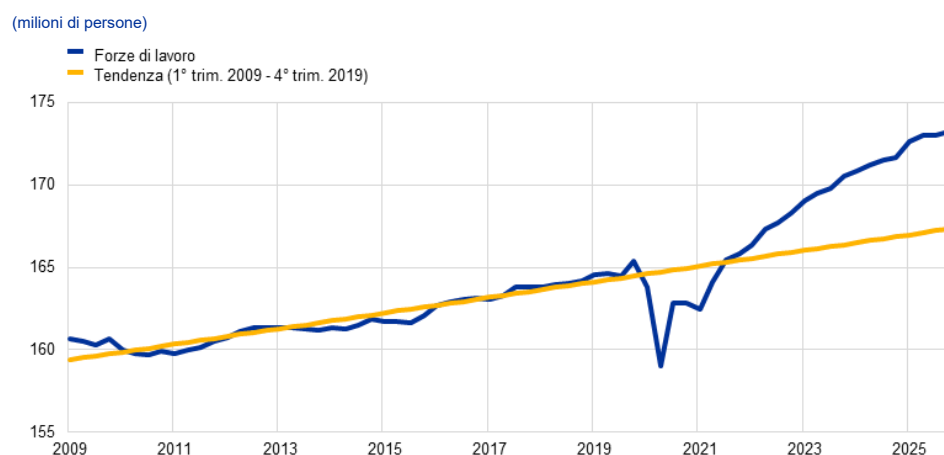
Le forze di lavoro dell'area dell'euro sono cresciute rapidamente negli ultimi cinque anni. Sono aumentate di 7,8 milioni dal quarto trimestre del 2019 e hanno raggiunto 173 milioni a metà del 2025 (cfr. il grafico 1): un incremento sostanziale rispetto al decennio precedente. Se la loro crescita si fosse mantenuta sui valori osservati tra il 2009 e il 2019, oggi le forze di lavoro si collocherebbero a circa 167 milioni di unità, 5,9 milioni in meno rispetto al livello attuale. L'espansione delle forze di lavoro dal quarto trimestre del 2019 riflette due fattori: un aumento della popolazione totale in età lavorativa, cresciuta di 5,8 milioni, e un incremento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro, salito dal 64,6 per cento nel quarto

¹ Cfr. Acemoglu et al. (2022), Maestas et al. (2023), FMI (2025), OCSE (2025) e Jones (2010) per una trattazione dell'impatto dell'invecchiamento della popolazione sulla produttività, del ruolo dei posti di lavoro adeguati alle diverse fasce d'età e del cambiamento nella distribuzione per età dell'innovazione.

trimestre del 2019 al 66,2 nel quarto trimestre del 2025. Gran parte dell'aumento della popolazione in età lavorativa è dovuto ai lavoratori stranieri².

Grafico 1

Andamenti delle forze di lavoro



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la tendenza lineare è calcolata per il periodo compreso tra il primo trimestre del 2009 e il quarto trimestre del 2019. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2025.

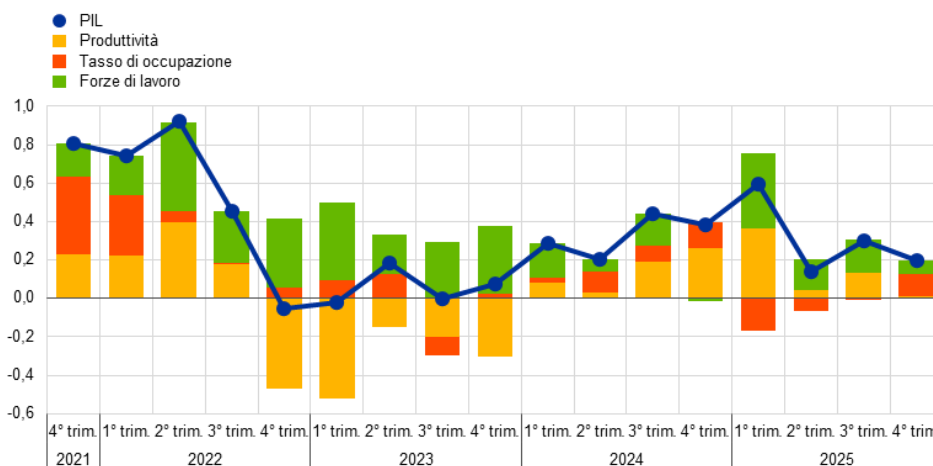
Negli ultimi anni l'aumento delle forze di lavoro ha rappresentato un importante fattore di sostegno alla crescita del PIL. Dal terzo trimestre del 2021 le forze di lavoro e il tasso di occupazione (qui definito come quota di lavoratori in percentuale delle forze di lavoro) hanno congiuntamente contribuito per oltre metà della crescita del PIL nella maggior parte dei trimestri (cfr. il grafico 2). Nel corso di questo periodo il contributo positivo più consistente alla crescita del PIL è derivato dal lavoro (il contributo combinato della crescita delle forze di lavoro e delle variazioni del tasso di occupazione). Tale andamento riflette una caratteristica più generale della ripresa post-pandemica nell'area dell'euro (in particolare nel 2022 e nel 2023): la crescita è risultata insolitamente ad alta intensità di manodopera, dipendendo in misura maggiore dalla crescita del numero di occupati piuttosto che dagli incrementi di produttività (cfr. Berson et al., 2024; Arce e Sondermann, 2024; Consolo et al., 2026). Tale andamento è stato parzialmente invertito nel 2024 e nel 2025, con una ripresa della crescita della produttività. Le seguenti sezioni esaminano le determinanti di questa espansione dell'offerta di manodopera, compresi gli andamenti dei tassi di partecipazione, il ruolo dei lavoratori in età più avanzata e il contributo dell'immigrazione.

² La maggior parte delle analisi riportate in questo articolo si riferiscono all'insieme dell'area dell'euro. Tuttavia, le forze di lavoro e gli andamenti della migrazione presentano una significativa eterogeneità tra paesi in tutta l'area. Cfr., ad esempio, Arce et al. (2025) e Bodnár e Nerlich (2022).

Grafico 2

Il contributo del tasso di occupazione e delle forze di lavoro alla crescita del PIL

(variazioni percentuali sul trimestre precedente per il PIL; contributi in punti percentuali per le altre variabili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il tasso di occupazione qui utilizzato corrisponde al numero di persone occupate in percentuale delle forze di lavoro totali (gli occupati più i disoccupati). Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025.

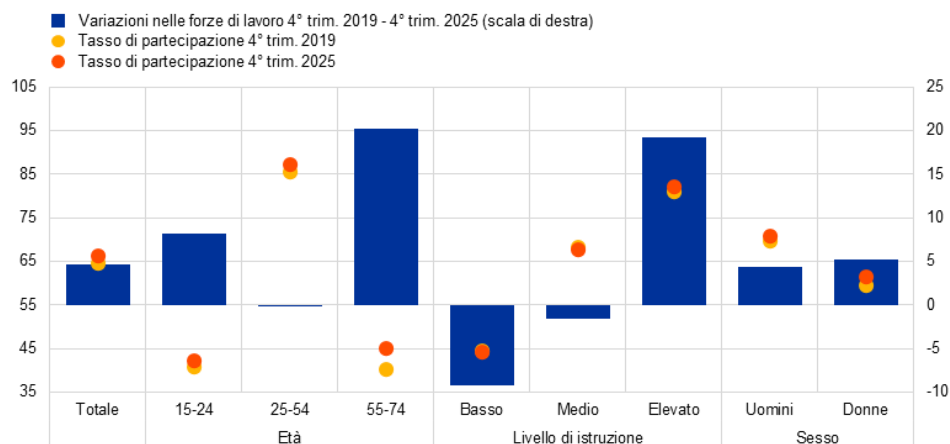
3 Andamenti delle forze di lavoro: età, competenze e genere

La composizione delle forze di lavoro dell'area dell'euro è nettamente diversa rispetto al 2019, con quote crescenti di lavoratori di età più avanzata e altamente qualificati. Tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2025 il numero di lavoratori di età compresa tra i 55 e i 74 anni è aumentato del 20,2 per cento, mentre il numero di quelli con un'istruzione terziaria è cresciuto del 19,3 per cento (cfr. il grafico 3). La quota di lavoratori più anziani nelle forze di lavoro è salita dal 20 per cento circa nel 2019 al 23 per cento nel 2025, mentre quella dei lavoratori con un'istruzione terziaria è salita dal 34 al 39 per cento. Tali cambiamenti sono stati determinati non solo dall'invecchiamento della popolazione e dal miglioramento del livello delle competenze, ma anche dall'aumento dei tassi di partecipazione.

Grafico 3

Tassi di partecipazione e variazioni delle forze di lavoro per gruppo demografico

(scala di sinistra: percentuali della popolazione in età lavorativa; scala di destra: variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

I tassi di partecipazione sono aumentati nella maggior parte dei gruppi demografici, con gli incrementi più marcati registrati tra i lavoratori di età più avanzata e tra le donne. Fra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2025 il tasso di partecipazione per la fascia di età compresa tra i 55 e i 74 anni è salito dal 40,3 al 44,9 per cento (cfr. il grafico 3). Nello stesso periodo, il divario di partecipazione tra uomini e donne ha continuato a ridursi: le forze di lavoro femminili sono cresciute del 5,2 per cento, contro il 4,3 di quelle maschili. Ciò nonostante, nel quarto trimestre del 2025 si è mantenuta una differenza di 9 punti percentuali che, pur rappresentando una riduzione significativa rispetto ai livelli storici, continua a denotare un divario considerevole e suggerisce che le barriere strutturali alla partecipazione femminile (fra cui la disponibilità di servizi per l'infanzia, l'imposizione fiscale sui percettori di secondo reddito familiare e la segregazione settoriale) non siano state completamente risolte³. Tali variazioni nella composizione delle forze di lavoro verso gruppi con tassi di partecipazione storicamente diversi hanno implicazioni per il tasso di partecipazione aggregato (come discusso anche nel riquadro 1).

L'invecchiamento della popolazione attiva dell'area dell'euro non si è tradotto in un commisurato calo delle forze di lavoro. Mentre la percentuale di popolazione in età lavorativa sulla popolazione totale è in calo dall'inizio degli anni '90, la percentuale di forze di lavoro sulla popolazione totale è rimasta sostanzialmente stabile ed è addirittura aumentata rispetto al livello degli anni '90 (cfr. il grafico 4). Secondo l'ultimo rapporto della Commissione europea sull'invecchiamento della popolazione (Ageing Report), tale divergenza dovrebbe persistere, trainata da un aumento sostenuto della partecipazione femminile alle forze di lavoro, dall'aumento della partecipazione tra i lavoratori di età più avanzata e

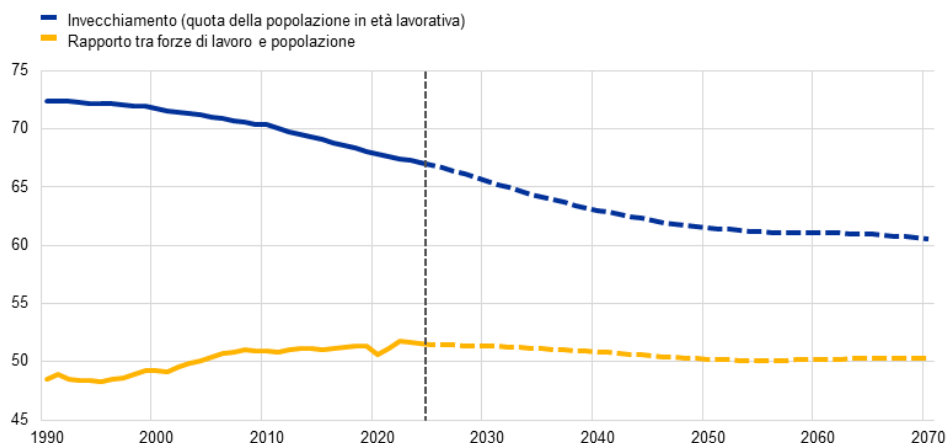
³ Oltre a quello relativo alla partecipazione, esiste un considerevole divario retributivo di genere. Cfr., ad esempio, Berson, Botelho et al. (2025).

dal protrarsi di una migrazione netta positiva (cfr. Commissione europea, 2024; Abbritti et al., di prossima pubblicazione)^{4,5}.

Grafico 4

Invecchiamento della popolazione e forze di lavoro

(valori percentuali)



Fonti: indicatori di sviluppo mondiale della Banca mondiale e gruppo di lavoro sull'invecchiamento della popolazione della Commissione europea.

Note: la variabile "Invecchiamento" è definita come la percentuale della popolazione in età lavorativa (di età compresa tra i 15 e i 64 anni) sul totale della popolazione. Poiché sia la popolazione in età lavorativa sia le forze di lavoro sono definite in relazione alla popolazione totale, il grafico indica che le forze di lavoro sono aumentate anche in termini di numero di persone.

Gli effetti dell'invecchiamento della popolazione e dei recenti andamenti delle forze di lavoro sulla crescita economica e sul grado di tensione del mercato del lavoro si controbilanciano. Sebbene l'invecchiamento demografico di per sé tenda a esercitare una pressione al ribasso diretta sulla crescita economica e sull'offerta di lavoro, l'aumento dei tassi di partecipazione e la sostenuta migrazione netta possono accrescere l'offerta di manodopera, contribuendo a soddisfare la domanda e ad attenuare questi fattori demografici avversi⁶.

L'invecchiamento modifica la distribuzione della popolazione nell'area dell'euro, con implicazioni per i principali indicatori del mercato del lavoro.

L'invecchiamento riduce il numero di individui nelle coorti più giovani, aumentando allo stesso tempo la quota di popolazione nella fascia di età compresa tra i 60 e i 74 anni (cfr. il grafico 5). In un contesto di aumento dell'aspettativa di vita e innalzamento dell'età pensionabile obbligatoria ed effettiva, le coorti più anziane contribuiscono maggiormente alle forze di lavoro rispetto ai decenni precedenti. Nel valutare l'impatto dell'invecchiamento sull'offerta di lavoro è pertanto importante osservare il limite superiore della distribuzione per età, dove un numero crescente di individui in età più avanzata fornisce un'attenuazione contro gli andamenti demografici avversi. Tuttavia, i tassi di fertilità persistentemente bassi continuano a ridurre la quota di coorti più giovani che entrano nelle forze di lavoro, rendendo

⁴ Ciò è determinato anche dall'innalzamento dell'età pensionabile (cfr. Bodnár e Nerlich, 2020).

⁵ Nell'Ageing Report 2024 della Commissione europea le ipotesi sulla migrazione netta tendono a riflettere le medie storiche. In prospettiva, ci si attende che la migrazione abbia un impatto minore.

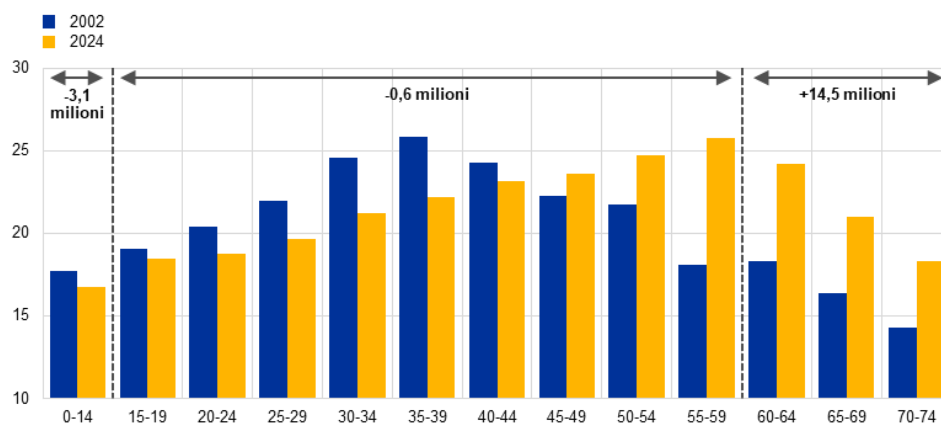
⁶ Cfr. Fernández-Villaverde et al. (2025) e Abbritti et al. (di prossima pubblicazione) per un'analisi di come l'invecchiamento della popolazione e le variazioni nelle forze di lavoro contribuiscano alla crescita economica.

l'attuale aumento della partecipazione dei lavoratori più anziani una compensazione solo transitoria del rallentamento demografico a più lungo termine⁷.

Grafico 5

Distribuzione per età della popolazione dell'area dell'euro

(milioni di persone)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Rispetto ad altre economie avanzate, nell'area dell'euro vi è un ampio margine per aumentare la partecipazione alle forze di lavoro degli individui più anziani.

I lavoratori di età pari o superiore a 65 anni rappresentano circa il 3 per cento delle forze di lavoro dell'area dell'euro, contro il 7 per cento circa negli Stati Uniti e il 14 per cento circa in Giappone (cfr. il grafico 6). Tale divario riflette in parte differenze nella struttura dei sistemi pensionistici e negli assetti istituzionali, ma evidenzia anche un'offerta di lavoro non sfruttata nell'area dell'euro.

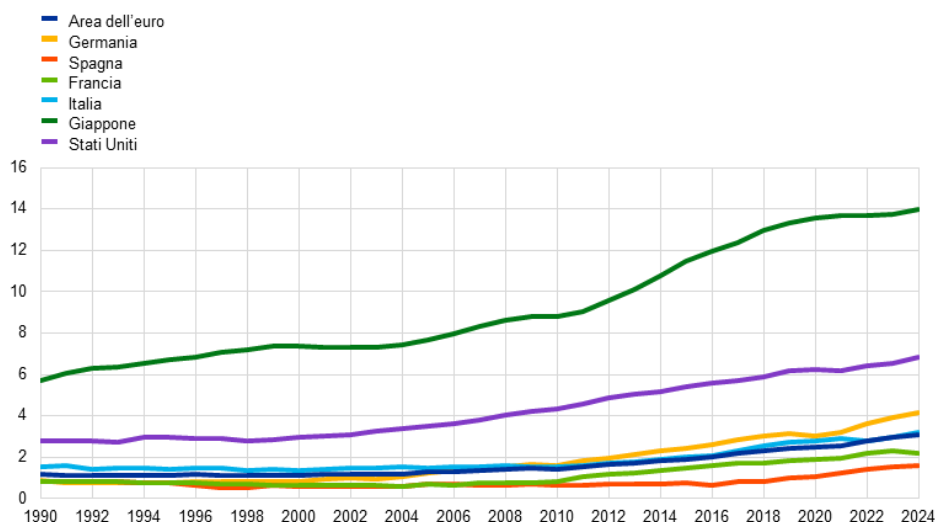
Un aggiustamento in tal senso è parzialmente già in atto: le coorti più giovani si stanno gradualmente adeguando all'innalzamento dell'età pensionabile obbligatoria ed effettiva. Inoltre, l'aumento della longevità e il miglioramento delle condizioni di salute nelle fasi più avanzate della vita probabilmente consentiranno a una quota crescente di lavoratori di rimanere attivi più a lungo, in particolare nelle occupazioni meno impegnative dal punto di vista fisico. Nel loro insieme, tali fattori suggeriscono che una maggiore partecipazione dei lavoratori più anziani potrebbe continuare a mitigare l'impatto dell'invecchiamento della popolazione sulle forze di lavoro dell'area dell'euro, almeno nel medio periodo. Tuttavia, i tassi di partecipazione nei diversi gruppi demografici e paesi tendono a evidenziare un limite massimo, circoscrivendo i potenziali effetti di compensazione dell'aumento della partecipazione. La migrazione e il progresso tecnologico sono quindi essenziali per contribuire a mitigare l'impatto economico dell'invecchiamento della popolazione.

⁷ Sebbene l'invecchiamento costituisca una misura dell'evoluzione della popolazione in età lavorativa, è importante tenere conto anche dell'aumento dell'età pensionabile effettiva (coda destra nel grafico 5) e della riduzione dei tassi di fertilità totali (coda sinistra nel grafico 5) per valutare meglio lo spostamento verso l'alto della distribuzione per età della popolazione dell'area dell'euro dall'inizio degli anni 2000.

Grafico 6

Lavoratori di età pari o superiore a 65 anni in percentuale del totale delle forze di lavoro

(valori percentuali)



Fonti: indicatori di sviluppo mondiale della Banca mondiale ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il totale delle forze di lavoro comprende tutti i lavoratori occupati e disoccupati di età pari o superiore a 15 anni.

4 Contributo della migrazione alle forze di lavoro dell'area dell'euro

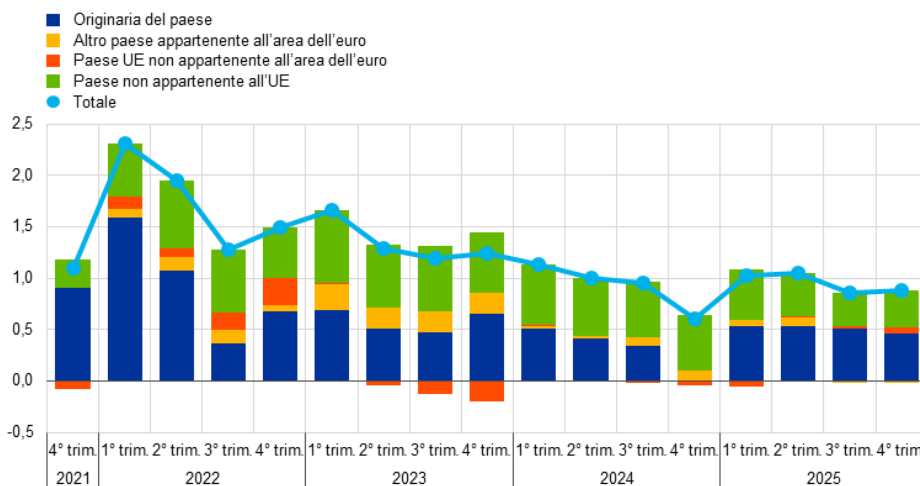
I lavoratori stranieri hanno contribuito notevolmente alla recente crescita delle forze di lavoro nell'area dell'euro⁸. Sebbene nel 2021 i lavoratori stranieri rappresentassero solo l'8 per cento circa delle forze di lavoro totali dell'area dell'euro, essi hanno contribuito per oltre metà della crescita delle forze di lavoro negli ultimi quattro anni (cfr. il grafico 7), per un ammontare di 4,2 milioni di lavoratori aggiuntivi, portando la loro quota al 10 per cento (cfr. Arce et al., 2025).

⁸ L'analisi presentata in questa sezione si basa su dati provenienti dall'indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, EU-LFS) relativi agli individui con cittadinanza straniera. Tale misura potrebbe sottostimare il numero di migranti in un paese, in quanto alcuni di loro, nel tempo, acquisiscono la cittadinanza del paese ospitante. Inoltre, l'indagine sulle forze di lavoro riguarda solo gli individui che vivono in abitazioni private: di conseguenza i migranti a breve termine potrebbero sfuggire dalla raccolta dei dati. Nonostante ciò, l'indagine sulle forze di lavoro resta la più completa fonte armonizzata di dati sulla migrazione nell'area dell'euro.

Grafico 7

Crescita delle forze di lavoro per nazionalità

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

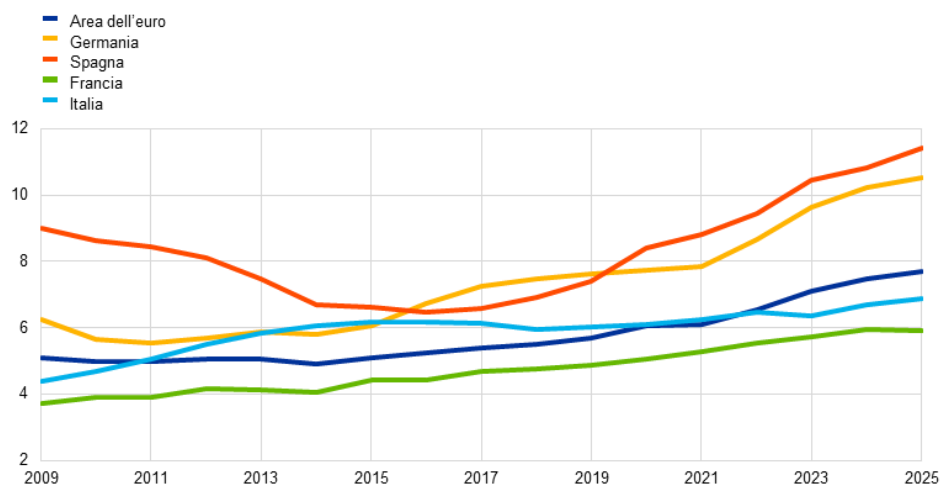
Note: le voci "Paese UE non appartenente all'area dell'euro" e "Paese non appartenente all'UE" si riferiscono a individui che fanno parte delle forze di lavoro dell'area dell'euro ma non sono cittadini dei paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025.

Tale incremento è stato principalmente determinato da afflussi significativi di lavoratori provenienti da paesi esterni all'UE e dalla loro maggiore partecipazione alle forze di lavoro. La crescita della forza di lavoro straniera si è rafforzata, sostenuta dall'arrivo dei cittadini ucraini sfollati a causa della guerra russa contro il loro paese, molti dei quali si sono trasferiti in Germania, e ai maggiori afflussi di popolazione dai paesi dell'America latina alla Spagna (cfr. il grafico 8). Allo stesso tempo, il tasso di partecipazione alle forze di lavoro dei cittadini non appartenenti all'UE è aumentato da circa il 64,1 per cento nel 2022 a quasi il 66,6 per cento nel 2025. In particolare, dal 2024 ha superato quello dei cittadini dell'area dell'euro, nonostante quest'ultimo sia salito da circa il 63 a quasi il 66 per cento nell'ultimo decennio, e i considerevoli afflussi di rifugiati ucraini con tassi di partecipazione più bassi all'arrivo e un'elevata percentuale di donne (cfr. Botelho e Hägele, 2023).

Grafico 8

Quota della popolazione straniera nei principali paesi dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per "popolazione straniera" si intendono persone in età lavorativa (dai 15 ai 74 anni) con cittadinanza di paesi al di fuori dell'UE. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2025.

Anche prima dei forti afflussi migratori degli ultimi anni, i lavoratori

provenienti da paesi esterni all'UE rappresentavano una parte sempre più importante della popolazione in età lavorativa dell'area dell'euro.

La quota di cittadini non appartenenti all'UE residenti nell'area dell'euro è aumentata costantemente nell'ultimo decennio (cfr. il grafico 8), a partire dal 2015 con ingenti afflussi di rifugiati dal Medio Oriente e dal Nord Africa. I flussi migratori sono stati temporaneamente rallentati dalla pandemia, ma, quando le relative restrizioni sono state allentate, sono aumentati a un ritmo ancora più rapido.

La migrazione dai paesi non appartenenti all'UE sta acquisendo sempre più importanza rispetto alla migrazione dai paesi dell'UE.

Le tendenze negli schemi migratori nel corso del tempo e nei principali paesi dell'area dell'euro suggeriscono che l'immigrazione sia determinata non solo dagli andamenti nei paesi di origine, ma anche dalle condizioni economiche e dalle politiche migratorie nei paesi di destinazione⁹. La minore crescita economica nell'area dell'euro rispetto ad alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale e il progressivo venir meno dell'impatto delle modifiche alle politiche nel contesto del processo di allargamento dell'UE potrebbero spiegare perché la migrazione dai paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro sia diventata meno significativa rispetto a quella dai paesi non appartenenti all'UE. Dopo un periodo di afflussi molto forti, prima della pandemia, a partire dal 2020 la quota di migranti provenienti da paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro

⁹ In Sastre et al. (2025) si forniscono riscontri sul fatto che tra il 2015 e il 2021 si possa ricondurre circa metà degli afflussi migratori verso l'UE agli andamenti nei paesi di origine e l'altra metà agli andamenti nei paesi di destinazione. Inoltre, i flussi migratori tendono a essere più consistenti quanto maggiore è il reddito pro capite e quanto più basso è il tasso di disoccupazione nel paese di destinazione (Kiss et al., 2026). Tali evidenze sono coerenti con il forte impatto negativo della pandemia sui flussi migratori (cfr. Bodnár e O'Brien, 2022).

è rimasta all'incirca dell'1,7 per cento¹⁰. In prospettiva, è probabile che l'evoluzione delle tendenze demografiche e la conseguente carenza di manodopera (cfr. la sezione 3) costituiscano un fattore di attrazione migratoria dai paesi non appartenenti all'UE. Considerato il loro ampio e crescente contributo alle forze di lavoro dell'area dell'euro, il resto della presente sezione si concentra sui cittadini di paesi non appartenenti all'UE.

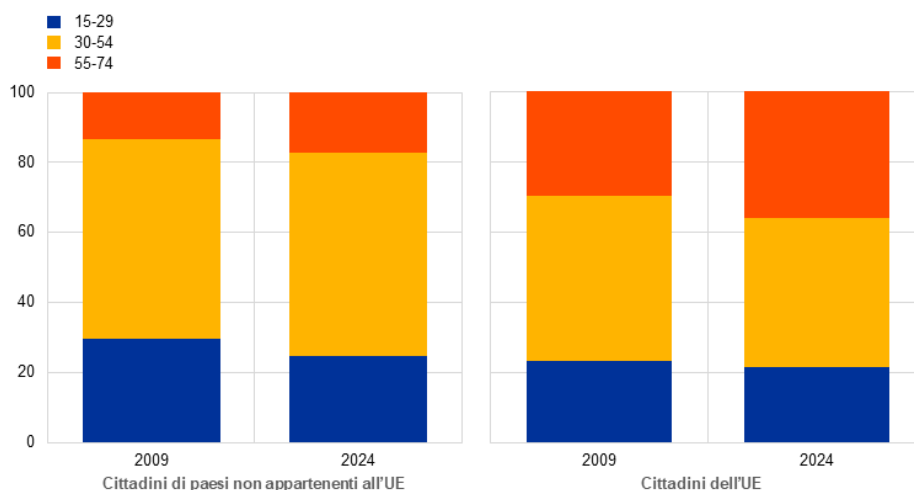
Esistono notevoli differenze tra migranti e cittadini dell'area dell'euro: in primo luogo, i migranti provenienti da paesi esterni all'UE sono mediamente più giovani. La percentuale di giovani (di età compresa tra i 15 e i 29 anni) nella popolazione in età lavorativa è leggermente più elevata per i cittadini di paesi non appartenenti all'UE, mentre la quota di individui più anziani (tra i 55 e i 74 anni) è considerevolmente minore ed è aumentata in misura molto più contenuta dal 2009 (cfr. il pannello a) del grafico 9). Ciò potrebbe riflettere il fatto che molte persone che cambiano paese lo fanno per motivi di lavoro, ma anche il fatto che trasferirsi da un paese all'altro sia più difficile per gli individui più anziani. Grazie alla più giovane età dei lavoratori stranieri, la migrazione ha parzialmente attenuato il rallentamento demografico causato dall'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro (cfr. la sezione 3).

Grafico 9

Composizione demografica delle popolazioni di migranti non appartenenti all'UE e di cittadini dell'UE

a) Età

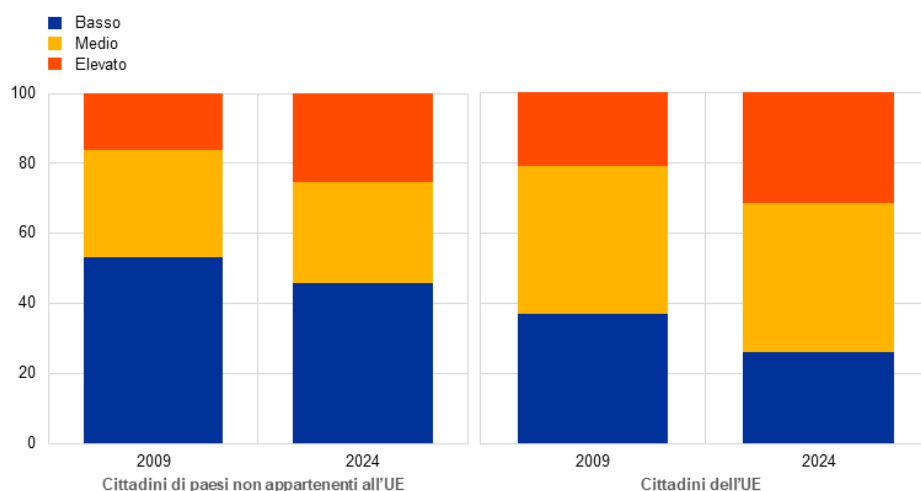
(valori percentuali)



¹⁰ I forti afflussi registrati prima della pandemia provenivano dai paesi dell'Europa centrale e orientale nel contesto del processo di allargamento dell'UE. La migrazione è avvenuta in larga misura verso Germania e Austria, a partire rispettivamente dal 2011 e dal 2014, in seguito alla revoca delle restrizioni alla libera circolazione dei cittadini dai nuovi Stati membri dell'UE, nonché verso alcuni paesi che hanno revocato le restrizioni prima del 2011, come Irlanda, Regno Unito e Svezia.

b) Livello di istruzione

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: è coperta solo la fascia di popolazione in età lavorativa (tra i 15 e i 74 anni). I livelli di istruzione si basano sulla classificazione internazionale standard dell'istruzione (International Standard of Classification of Education, ISCED). La voce "Basso" indica un livello di istruzione elementare non completata, elementare o secondaria inferiore (livelli ISCED da 0 a 2); la voce "Medio" indica un livello di istruzione secondaria superiore e post-secondaria non terziaria (livelli ISCED 3 e 4); la voce "Alto" indica un livello di istruzione terziaria (livelli ISCED da 5 a 8).

In secondo luogo, il livello di istruzione dei migranti di paesi non appartenenti all'UE è lievemente inferiore, sebbene stia migliorando costantemente nel tempo. Rispetto ai cittadini dell'UE, tra quelli di paesi non appartenenti all'UE si riscontra un maggior numero di lavoratori meno qualificati e un minor numero di lavoratori mediamente e altamente qualificati (cfr. il pannello b) del grafico 9). Tuttavia, il divario tra cittadini comunitari e quelli di paesi non appartenenti all'UE in termini di livello di istruzione terziaria (livello di competenza "alto") è relativamente modesto: nel 2024, il 25 per cento dei cittadini di paesi terzi possedeva un titolo di studio terziario, a fronte del 31 per cento dei cittadini comunitari. Il livello di istruzione è aumentato a un ritmo sostanzialmente simile in entrambi i gruppi. Allo stesso tempo, i dati Eurostat mostrano che i migranti di seconda generazione riescono ad allinearsi interamente ai cittadini comunitari in termini di livello di istruzione.

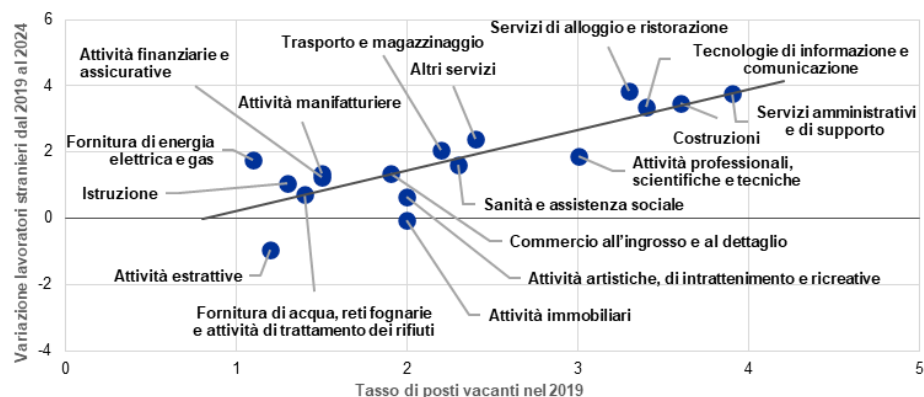
In terzo luogo, i lavoratori stranieri tendono a entrare in settori con una maggiore domanda di manodopera. I lavoratori con cittadinanza non UE hanno contribuito in misura significativamente maggiore rispetto ai cittadini comunitari alla crescita dell'occupazione nei settori che presentano una maggiore carenza di manodopera come misurato dal tasso di posti vacanti (cfr. il pannello a) del grafico 10). Tra questi vi sono alcuni settori che richiedono competenze più elevate (come i servizi di informazione e comunicazione) e altri che necessitano di competenze minori (come i servizi di alloggio e ristorazione e le costruzioni).

Grafico 10

Allocazione settoriale e incontro tra domanda e offerta di lavoro dei cittadini di paesi non appartenenti all'UE

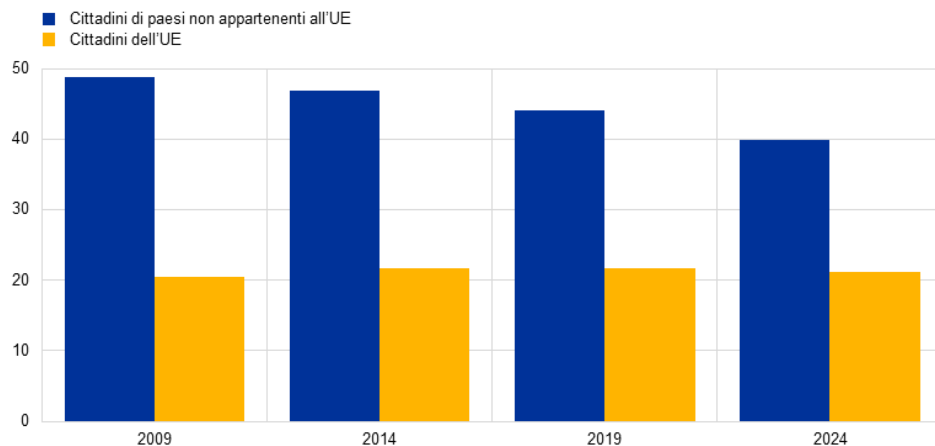
a) Variazioni nella quota di lavoratori stranieri e posti vacanti nei vari settori

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



b) Tasso di sovraqualificazione

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello a) la variazione dei lavoratori stranieri tra il 2019 e il 2024 è calcolata come variazione in punti percentuali della quota di lavoratori con cittadinanza di paesi non appartenenti all'UE. È coperta solo la fascia di popolazione in età lavorativa (tra i 15 e i 74 anni). Nel pannello b) il tasso di sovraqualificazione è calcolato come quota di individui di età compresa tra i 15 e i 64 anni con istruzione terziaria (livelli ISCED da 5 a 8) occupati in professioni scarsamente o mediamente qualificate (gruppi principali da 4 a 9 della Classificazione internazionale tipo delle professioni, International Standard Classification of Occupations).

Far corrispondere posti di lavoro adeguati alle qualifiche dei lavoratori stranieri rimane una sfida fondamentale.

Nel loro insieme, i dati suggeriscono che l'aumento della migrazione abbia contribuito ad attenuare le carenze sia di manodopera sia di competenze. Tuttavia, una corrispondenza efficiente delle qualifiche alle occupazioni è fondamentale per massimizzare i vantaggi derivanti dalla migrazione. Nel 2024 il tasso di sovraqualificazione, ossia la quota di individui con istruzione terziaria e occupazioni mediamente e scarsamente qualificate, è stato pari al 40 per cento per i cittadini di paesi non appartenenti all'UE, un livello quasi doppio rispetto a quello dei cittadini comunitari (cfr. il pannello b) del grafico 10). Il divario si è ridotto significativamente dal 2009, suggerendo un migliore allineamento delle qualifiche dei lavoratori stranieri coi requisiti occupazionali, ma vi è ancora ampio margine di miglioramento. Anche la sovraqualificazione rappresenta

un freno alla produttività, in quanto i lavoratori impiegati al di sotto del loro livello di competenze non contribuiscono secondo il loro pieno potenziale.

Riquadro 1

Confronto fra le tendenze nella partecipazione alle forze di lavoro dell'area dell'euro e degli Stati Uniti

a cura di Ramon Gomez-Salvador e Til Pommer

Nel 2024 il tasso di partecipazione alle forze di lavoro (labour force participation rate, LFPR) per la fascia di età dai 15 ai 74 anni è stato in media del 65,7 per cento nell'area dell'euro, 2,3 punti percentuali in meno rispetto agli Stati Uniti. Tale divario, marginalmente più ampio per gli uomini rispetto alle donne, si è colmato negli ultimi anni. Rispetto al 2009, l'LFPR è aumentato di 3,1 punti percentuali nell'area dell'euro (in particolare per le donne), mentre è diminuito di 2 punti percentuali negli Stati Uniti (soprattutto per gli uomini), riducendo il divario tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti di circa 5 punti percentuali¹¹. Il presente riquadro esamina le tendenze di lungo periodo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti per determinare in che modo la transizione verso una popolazione più anziana e più istruita stia incidendo sull'LFPR. L'analisi utilizza dati micro e segue un approccio adottato dal Federal Reserve System, che consente di creare 44 gruppi distinti che combinano due generi, sette classi di età (dai 15 ai 19 anni, dai 20 ai 24 anni, dai 25 ai 34 anni, dai 35 ai 44 anni, dai 45 ai 54 anni, dai 55 ai 64 anni e dai 65 ai 74 anni) e quattro categorie di istruzione per i lavoratori di età superiore ai 24 anni (scuola superiore, alcuni istituti di istruzione universitaria, laurea e master o superiore)¹². Utilizzando tali dati, si effettua un'analisi di tipo "shift-share" e si stimano anche gli andamenti tendenziali tra i vari gruppi.

Per quantificare l'entità della rilevanza dei cambiamenti demografici nella determinazione degli andamenti dell'aggregato LFPR a partire dal 2009, sono stati costruiti due scenari: lo scenario 1 fissa il tasso di partecipazione di ciascuna fascia di età-genere ai livelli del 2009 e utilizza le quote effettive della popolazione come ponderazioni fino al 2024 (cfr. le linee gialle nel grafico A); lo scenario 2 aggiunge la distribuzione dell'istruzione e consente ai livelli di quest'ultima per ciascun gruppo di età-genere di muoversi con i dati (cfr. le linee rosse). Tali scenari controfattuali isolano l'impatto delle variazioni nel tasso di partecipazione determinate esclusivamente da cambiamenti demografici.

I risultati indicano che le variazioni nella composizione determinate da età e genere stanno spingendo i tassi di partecipazione al ribasso sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Ciò rispecchia il fatto che l'invecchiamento della popolazione ne stia spostando una quota crescente in fasce di età con minore partecipazione alle forze di lavoro (effetto cumulato tra il 2009 e il 2024 indicato dalle barre gialle nel grafico A). Il grado di istruzione compensa in parte il contributo negativo delle tendenze demografiche, in modo più evidente nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, che mostrano l'impatto positivo dell'istruzione sulla partecipazione alle forze di lavoro (barre rosse). La principale differenza tra le due aree economiche è rappresentata dalle variazioni infragruppo che hanno contribuito positivamente e in misura significativa alla

¹¹ La crisi finanziaria mondiale del 2008 non sembra aver modificato gli andamenti della partecipazione né nell'area dell'euro né negli Stati Uniti. I principali risultati sono simili nei casi in cui l'analisi inizia nel 2013. Solo l'impatto determinato dall'insieme età-genere si riduce, ma resta negativo.

¹² Cfr., ad esempio, Hornstein et al. (2018). A causa della disponibilità dei dati, il gruppo più giovane comprende persone di età dai 15 ai 19 anni per l'area dell'euro e di età dai 16 ai 19 anni per gli Stati Uniti.

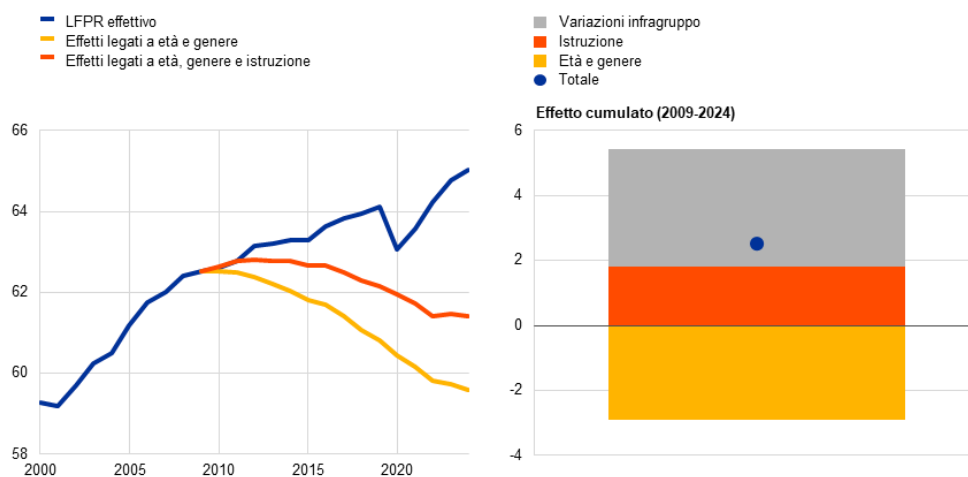
partecipazione nell'area dell'euro, ma hanno avuto un lieve impatto negativo sulla partecipazione statunitense (barre grigie)¹³.

Grafico A

Tassi di partecipazione dell'area dell'euro e degli Stati Uniti e relative determinanti

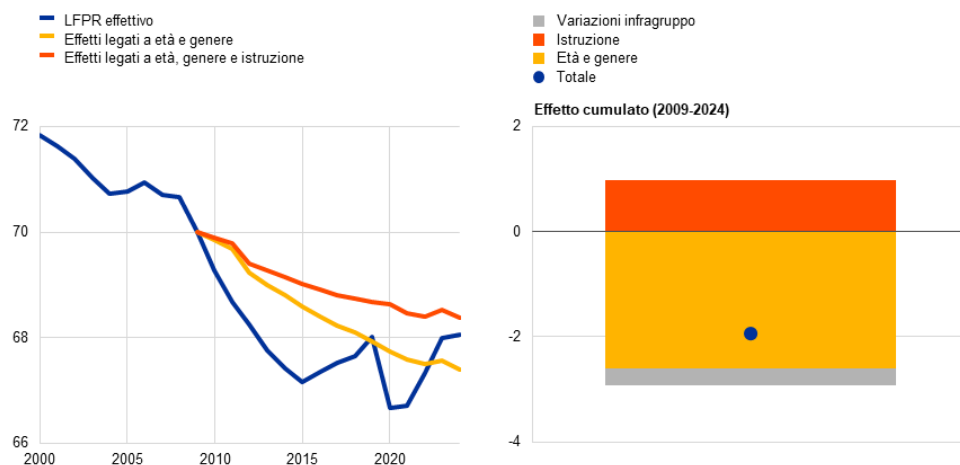
a) Area dell'euro

(valori percentuali; punti percentuali)



b) Stati Uniti

(valori percentuali; punti percentuali)



Fonti: US Current Population Survey, indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, EU-LFS) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
 Note: gli LFP riportati coprono l'intervallo di età dai 15 ai 74 anni per l'area dell'euro e dai 16 ai 74 anni per gli Stati Uniti. Per ciascun sottogruppo, gli LFP sono fissati nel 2009, mentre si applicano le quote effettive per gruppo. La variazione "infragruppo" è definita come la differenza tra la variazione totale dell'LFP e gli effetti derivati da età, genere e istruzione. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2024.

Per esplorare ulteriormente le variazioni infragruppo, si esamina come gli LFP si siano evoluti fra specifici gruppi di età e genere (cfr. il grafico B). Per quanto riguarda la partecipazione femminile, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, si osserva un aumento generalizzato degli LFP tra le diverse fasce di età. Tuttavia, l'aumento nell'area dell'euro è più marcato per le donne nella fascia

¹³ Il contributo delle variazioni infragruppo è ottenuto per impostazione predefinita. Questa include effetti legati all'età variabili nel tempo, ovvero variazioni nella partecipazione a una certa età (ad esempio, una maggiore propensione al pensionamento), ed effetti legati alla coorte di nascita, vale a dire variazioni nella partecipazione tra generazioni diverse. Anche gli effetti ciclici fanno parte del residuo, ma si stima siano trascurabili.

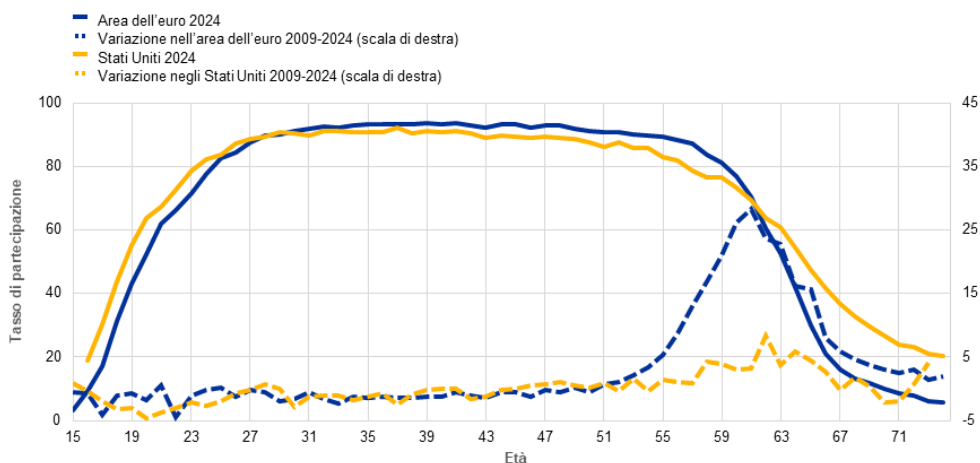
d'età tra i 55 e i 64 anni (oltre 20 punti percentuali), mentre negli Stati Uniti è più limitato e concentrato nell'estremità inferiore della fascia di piena età lavorativa (dai 25 ai 54 anni). Per quanto riguarda la partecipazione maschile, vi sono anche alcuni profili comuni, come l'aumento degli LFPR nei gruppi più anziani (oltre i 54 anni). Tuttavia, nell'area dell'euro tale incremento non solo è più significativo (soprattutto nella fascia di età fra i 60 e i 65 anni, per la quale l'LFPR è aumentato di 4,7 punti percentuali negli Stati Uniti e di 22,1 nell'area dell'euro), ma persiste anche per le fasce di età più avanzata. Tra gli uomini appartenenti a fasce di età più giovani, i tassi di partecipazione sono rimasti sostanzialmente stabili dal 2009, con l'unica eccezione per quelli di età inferiore ai 25 anni, per i quali si osserva una lieve flessione, soprattutto negli Stati Uniti.

Grafico B

Tassi di partecipazione per età e genere

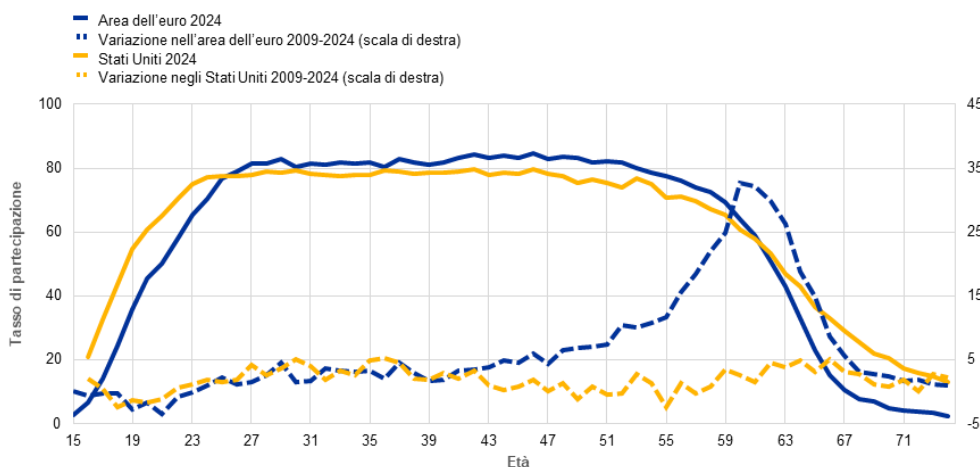
a) Uomini

(scala di sinistra: tasso di partecipazione nel 2024, valori percentuali; scala di destra: variazione nel tasso di partecipazione 2009-2024, punti percentuali)



b) Donne

(scala di sinistra: tasso di partecipazione nel 2024, valori percentuali; scala di destra: variazione nel tasso di partecipazione 2009-2024, punti percentuali)



Fonti: US Current Population Survey, indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, EU-LFS) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 2024.

Queste variazioni dei tassi di partecipazione all'interno dei gruppi demografici hanno varie cause. Nell'area dell'euro un numero maggiore di lavoratori più anziani è rimasto nelle forze di lavoro.

Ciò è in parte dovuto a pensionamenti tardivi, riforme pensionistiche e longevità (cfr. la sezione 3). Inoltre, è aumentato il tasso di partecipazione femminile, in parte dovuto a misure politiche volte ad aumentare l'occupazione femminile, tra cui assistenza all'infanzia sovvenzionata dallo stato per i genitori lavoratori con bambini piccoli, modifiche fiscali e un miglioramento dei congedi (cfr. Berson e Botelho, 2023). Negli Stati Uniti, i tassi di partecipazione maschile sono diminuiti in tutte le fasce di età, ma in particolare per i lavoratori di età inferiore ai 35 anni, a causa di prolungati investimenti nell'istruzione formale. Per contro, i tassi di partecipazione femminile in piena età lavorativa stanno spingendo al rialzo la partecipazione complessiva, con donne bianche e ispaniche alla guida di tale tendenza. In entrambi i gruppi, le generazioni più giovani partecipano generalmente al mercato del lavoro in percentuali più elevate rispetto ai loro predecessori (effetto legato alla coorte), ma per le donne ispaniche ciò è stato rafforzato da un pronunciato aumento della partecipazione man mano che attraversano la loro piena età lavorativa (effetto età).

5 Implicazioni per la dinamica del mercato del lavoro

L'espansione e la composizione in evoluzione delle forze di lavoro dell'area dell'euro hanno implicazioni significative per i principali indicatori del mercato del lavoro e per la media delle ore lavorate. La presente sezione ne esamina

due dimensioni. In primo luogo, la composizione variabile delle forze di lavoro ha implicazioni per l'analisi del livello e della volatilità del tasso di disoccupazione e per la valutazione della flessibilità del mercato del lavoro¹⁴. In secondo luogo, oltre al numero di persone nelle forze di lavoro (il "margine estensivo"), il mercato del lavoro dell'area dell'euro continua a evidenziare una tendenza al ribasso nella media delle ore settimanali lavorate per occupato (il "margine intensivo"). Di conseguenza, l'aumento delle forze di lavoro non si traduce nella sua totalità in un aumento commisurato dell'input di lavoro, poiché la crescita delle forze di lavoro è in parte compensata dal calo della media delle ore lavorate.

Misurare la disoccupazione e la flessibilità del mercato del lavoro

La composizione in evoluzione delle forze di lavoro ha esercitato significative pressioni al ribasso sul tasso di disoccupazione. Come indicato nelle sezioni precedenti, i lavoratori più anziani e i migranti sono state le principali determinanti della crescita delle forze di lavoro, oltre a un miglioramento generalizzato del livello delle competenze della forza lavoro. Poiché i tassi di disoccupazione variano considerevolmente da un gruppo demografico all'altro, tali variazioni nella composizione hanno importanti implicazioni per la misurazione della disoccupazione aggregata (cfr. il pannello a) del grafico 11). La quota crescente di lavoratori in età più avanzata e di lavoratori con un'istruzione terziaria, entrambi con tassi di disoccupazione significativamente più bassi rispetto alla media complessiva, ha esercitato persistenti pressioni al ribasso sul tasso di disoccupazione aggregato. In particolare, i lavoratori in età più avanzata tendono a passare direttamente

¹⁴ L'analisi dell'eterogeneità del mercato del lavoro è essenziale anche per valutarne il grado di tensione e le variazioni nella curva di Beveridge nell'arco del ciclo economico (cfr. Abbritti e Consolo, 2024).

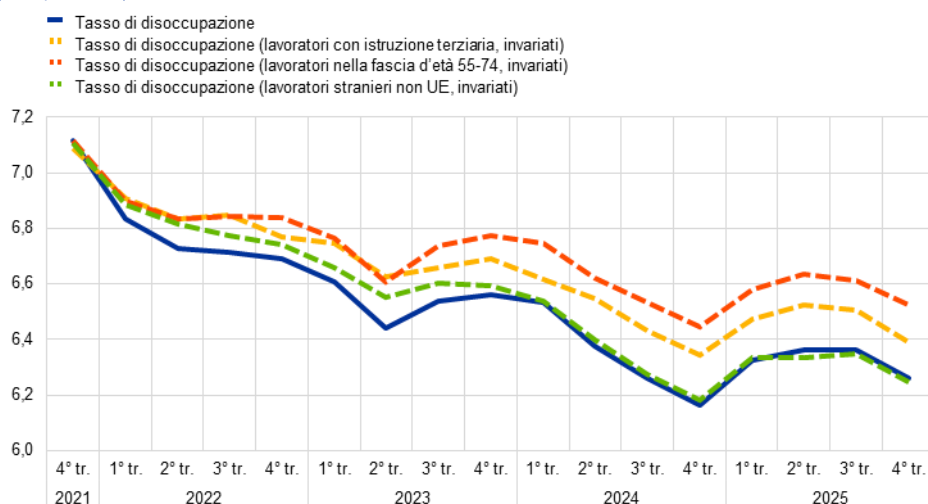
dall'occupazione all'inattività piuttosto che alla disoccupazione, pertanto la loro uscita dalla forza lavoro lascia il tasso di disoccupazione aggregato sostanzialmente invariato (cfr. Berson, Dias da Silva et al., 2025). Analogamente, l'aumento della quota di lavoratori stranieri nelle forze di lavoro non ha portato a un aumento del tasso di disoccupazione complessivo, dato che il tasso di disoccupazione per tale gruppo è diminuito di più che per i lavoratori nazionali. Dal quarto trimestre del 2021 il tasso di disoccupazione dei lavoratori stranieri è sceso dal 12 al 10,5 per cento (quarto trimestre del 2025), mentre quello dei lavoratori nazionali è sceso dal 6,5 al 5,6 per cento. Sebbene i cittadini dei paesi al di fuori dell'UE presentino ancora tassi di disoccupazione più elevati rispetto ai lavoratori nazionali, tale divario si è ridotto significativamente a partire dal 2021. È essenziale sottolineare che il tasso di disoccupazione complessivo non è aumentato a seguito della migrazione, perché i nuovi arrivi hanno in gran parte riempito posizioni in settori caratterizzati da una grave carenza di manodopera piuttosto che scalzare i lavoratori esistenti o ampliare il bacino di persone in cerca di lavoro. Tali variazioni hanno contribuito ad abbassare il tasso di disoccupazione su livelli non più osservati dall'inizio degli anni '80, una tendenza iniziata prima della pandemia (cfr. Botelho e Dias da Silva, 2019).

Grafico 11

Tasso di disoccupazione: livello e volatilità

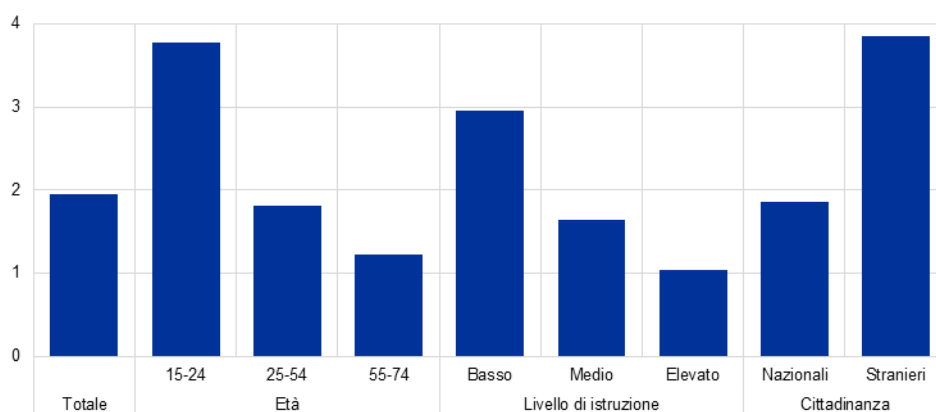
a) Composizione delle forze di lavoro e tasso di disoccupazione

(valori percentuali)



b) Volatilità del tasso di disoccupazione

(deviazione standard)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello a), negli scenari controfattuali i tassi di disoccupazione e i dati sulle forze di lavoro relativi alla manodopera non UE, ai lavoratori con istruzione terziaria e a quelli più anziani permangono sui livelli osservati nel quarto trimestre del 2021. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025. I tassi di disoccupazione e i dati sulle forze di lavoro sono destagionalizzati. Nel pannello b), per il tasso di disoccupazione totale e per ciascun gruppo demografico, le barre mostrano la deviazione standard nel periodo dal primo trimestre del 2009 al quarto trimestre del 2025.

La volatilità del tasso di disoccupazione è stata influenzata anche da tali variazioni nelle forze di lavoro.

Sebbene l'invecchiamento e la migrazione possano essere considerati determinanti strutturali di lungo periodo del tasso di disoccupazione in termini di livello, essi incidono anche sulla sua ciclicità e volatilità, il che ha implicazioni per la sua sensibilità al ciclo economico e per la valutazione del grado di tensione del mercato del lavoro, rilevante ai fini della politica monetaria. I lavoratori più giovani mostrano una volatilità del tasso di disoccupazione notevolmente più elevata rispetto ai lavoratori di mezza età e a quelli più anziani; ciò significa che una forza lavoro sempre più sbilanciata verso le coorti più anziane può mostrare, nel corso del ciclo, una risposta alla disoccupazione più contenuta rispetto

a quanto lascerebbero intendere gli andamenti storici (cfr. il pannello b) del grafico 11)¹⁵.

Una maggiore quota di lavoratori in età più avanzata nelle forze di lavoro riduce il dinamismo del mercato del lavoro, con implicazioni per il comportamento ciclico della disoccupazione.

È assodato che, via via che i lavoratori accumulano permanenza in servizio, essi si impegnano meno nelle ricerche di lavoro e attraversano meno transizioni da un posto di lavoro all'altro¹⁶. Le evidenze tratte dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori confermano un costante calo di tali transizioni con l'età. Nel periodo 2022-2025, oltre il 5 per cento dei lavoratori della fascia d'età tra i 18 e i 29 anni ha registrato ogni trimestre una transizione da un posto di lavoro a un altro, a fronte di appena l'1 per cento di quelli appartenenti alla fascia tra i 55 e i 74 anni (cfr. il grafico 12). Inoltre, i lavoratori in età più avanzata che escono da un impiego hanno maggiori probabilità di passare direttamente all'inattività (pensionamento o uscita anticipata dal mercato del lavoro) piuttosto che alla disoccupazione. Nel loro insieme, questi andamenti suggeriscono che l'invecchiamento in corso della forza lavoro probabilmente riduca la frequenza e la durata dei periodi di disoccupazione durante il ciclo economico, con implicazioni significative per la valutazione del grado di tensione del mercato del lavoro, rilevante per la politica monetaria. Un minor numero di transizioni da un posto di lavoro all'altro influirebbe sulla flessibilità del mercato del lavoro e sulla capacità dell'economia dell'area dell'euro di adeguarsi agli shock di riallocazione (cfr. Schoefer, 2025; Fuchs-Schündeln, 2025).

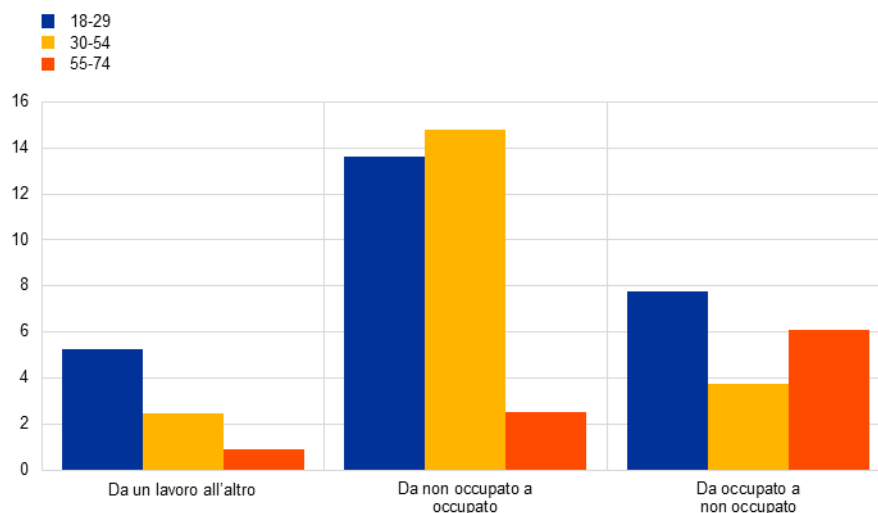
¹⁵ Il tasso di disoccupazione giovanile è circa tre volte più volatile di quello dei lavoratori più anziani (fascia d'età dai 55 ai 74 anni) e 1,5 volte più volatile di quello dei lavoratori di mezza età. Cfr. Abbritti e Consolo (2024) per un'analisi della volatilità e delle risposte del ciclo economico da parte dei vari gruppi agli shock del ciclo economico.

¹⁶ Cfr. Arlia et al. (2025) per un'analisi dei tassi di transizione da un posto di lavoro a un altro in Germania, Spagna e Francia.

Grafico 12

Transizioni nel mercato del lavoro per fascia d'età

(valori percentuali dello status di origine)



Fonte: indagine sulle aspettative dei consumatori della BCE.

Nota: medie trimestrali per il periodo 2022-2025.

Margini intensivi ed estensivi di partecipazione alle forze di lavoro

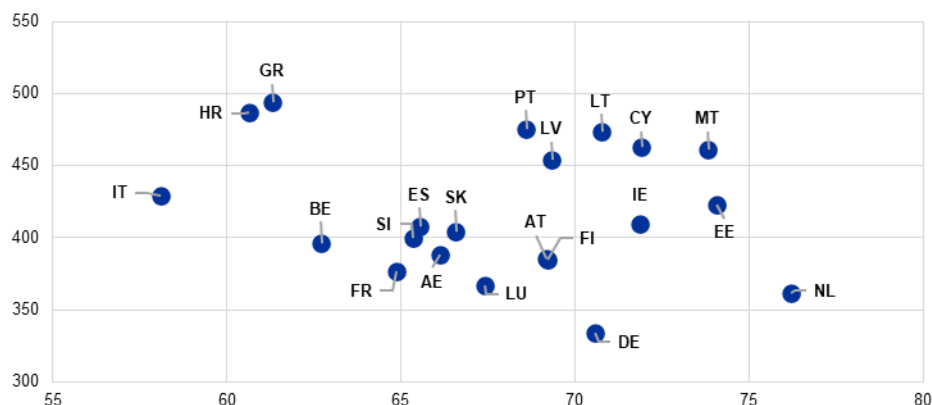
Per tenere conto dell'impatto delle forze di lavoro sull'input totale di lavoro, occorre considerare sia i margini estensivi sia quelli intensivi. Mentre le forze di lavoro hanno registrato una rapida espansione negli ultimi anni, la media delle ore lavorate per occupato è ancora lievemente inferiore rispetto al 2019 (Cfr. Berson e Weissler, 2025). È importante considerare due fattori: in primo luogo, la possibilità che esista una relazione tra la partecipazione al mercato del lavoro e la media delle ore lavorate nell'economia; in secondo luogo, la possibilità che la composizione variabile delle forze di lavoro possa influenzare la media delle ore lavorate.

Nei paesi dell'area dell'euro esiste una relazione negativa tra i tassi di partecipazione e la media delle ore lavorate, sebbene la correlazione rimanga modesta e l'eterogeneità tra paesi sia considerevole. L'aumento dei tassi di partecipazione è associato a un calo della media delle ore lavorate in vari paesi dell'area dell'euro, con una correlazione tra paesi pari a -0,18 (cfr. il grafico 13). Ciò può essere riconducibile a diversi fattori. Dal lato dell'offerta di manodopera, modalità di lavoro più flessibili consentono la partecipazione di gruppi che potrebbero altrimenti rimanere al di fuori delle forze di lavoro, quali gli studenti, i percettori del secondo reddito in famiglie a doppio reddito (spesso donne) e i lavoratori più anziani che stanno passando al pensionamento, generalmente a tempo parziale, il che aumenta la partecipazione gravando sulla media delle ore (cfr. Bodnár, 2018; Eiffe et al., 2024). Dal lato strutturale, le economie orientate ai servizi tendono a presentare un'incidenza del lavoro a tempo parziale maggiore rispetto a quelle con una base manifatturiera più ampia, contribuendo ulteriormente alla relazione negativa tra la partecipazione alle forze di lavoro e le ore lavorate.

Grafico 13

Tasso di partecipazione e media delle ore lavorate

(asse delle ordinate: ore lavorate per occupato su base trimestrale; asse delle ascisse: tasso di partecipazione, percentuali della popolazione in età lavorativa)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: media delle ore e tassi di partecipazione per il 2025.

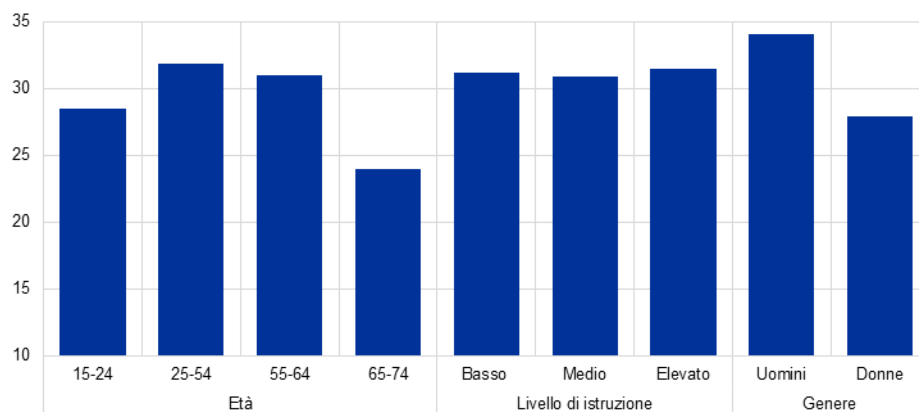
Il margine intensivo è determinato anche dalla composizione delle forze di lavoro.

La media delle ore settimanali varia considerevolmente tra gruppi demografici (cfr. il grafico 14). I lavoratori nel pieno dell'età lavorativa (25-54 anni) lavorano per un maggior numero di ore, mentre sia i lavoratori più giovani (15-24 anni) sia quelli più anziani (55-74 anni) lavorano per un numero notevolmente inferiore di ore settimanali. Con l'aumento della quota di lavoratori più anziani, dovuta all'invecchiamento della popolazione, a parità di altre condizioni ciò eserciterà pressioni al ribasso sulla media delle ore lavorate in tutta l'economia. Un effetto di composizione simile opera attraverso il genere. In media, le donne lavorano un numero di ore significativamente inferiore rispetto agli uomini nelle occupazioni retribuite. Pertanto, sebbene siano chiaramente positivi per il margine estensivo, la loro crescente partecipazione alle forze di lavoro incide sulla media delle ore lavorate a livello aggregato. La dimensione delle competenze presenta informazioni lievemente diverse. La media delle ore lavorate sembra sostanzialmente simile tra i lavoratori scarsamente, mediamente e altamente qualificati, suggerendo che sia improbabile che il continuo miglioramento delle competenze della forza lavoro compensi in modo significativo le pressioni demografiche e di genere sulle ore lavorate. Nel complesso, sebbene le variazioni nella composizione delle forze di lavoro abbiano sostenuto la partecipazione, alcuni dei gruppi che ne sono all'origine, ovvero lavoratori più anziani, donne e lavoratori più giovani, tendono a essere associati a orari di lavoro più brevi. Ciò crea una tensione strutturale tra i margini estensivi e intensivi: i guadagni sul margine estensivo potrebbero non tradursi completamente in un aumento dell'input di lavoro a causa di un margine intensivo più basso. È importante notare che non tutto il calo della media delle ore lavorate riflette scelte volontarie: alcuni lavoratori a tempo parziale preferirebbero un orario di lavoro più lungo, suggerendo che l'espansione complessiva delle forze di lavoro potrebbe sovrastimare l'aumento effettivo dell'input di lavoro in una prospettiva di politica monetaria.

Grafico 14

Numero di ore settimanali lavorate per gruppo demografico

(numero di ore settimanali lavorate)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: media delle ore settimanali lavorate nel 2024

6 Osservazioni conclusive

L'aumento dei tassi di partecipazione sia dei lavoratori nazionali sia di quelli stranieri ha sostenuto la crescita delle forze di lavoro negli ultimi anni.

Tuttavia, con l'aumento dei tassi di partecipazione dei lavoratori più anziani e di quelli altamente qualificati, il margine per ulteriori guadagni potrebbe ridursi. Inoltre, gli andamenti geopolitici e le scelte politiche stanno creando un'incertezza significativa circa i flussi migratori. Le variazioni nella composizione delle forze di lavoro stanno incidendo sull'adeguamento del mercato del lavoro nell'arco del ciclo economico, in quanto continuano a frenare il dinamismo del mercato del lavoro riducendo le transizioni da un posto di lavoro a un altro e comprimendo la reattività ciclica della disoccupazione.

Tali determinanti dell'offerta di lavoro hanno attenuato le tensioni sul mercato del lavoro e hanno avuto importanti conseguenze per la crescita salariale e l'inflazione.

La [valutazione della strategia di politica monetaria della BCE del 2025](#) evidenzia l'importanza, per la politica monetaria, di comprendere le interazioni tra fattori ciclici e strutturali che incidono sulle condizioni del mercato del lavoro. Nell'area dell'euro un aumento dell'offerta di lavoro ha compensato il calo della popolazione in età lavorativa derivante dall'invecchiamento della popolazione, contribuendo così a soddisfare l'aumento della domanda di lavoro nel periodo successivo alla pandemia. Ci si attende che tale dinamica prosegua nel medio periodo, trainata dalla convergenza dei tassi di partecipazione tra i vari gruppi demografici.

I progressi tecnologici, in particolare l'intelligenza artificiale (IA), potrebbero svolgere un ruolo importante nel mitigare l'impatto dell'invecchiamento sulla crescita economica. L'adozione delle tecnologie dell'intelligenza artificiale e dell'automazione può stimolare la crescita economica e compensare in parte il calo demografico. Tuttavia, il ritmo e le conseguenze distributive di questa transizione

restano molto incerti e l'interazione tra i cambiamenti tecnologici e gli andamenti demografici continuerà a richiedere un attento monitoraggio.

Le politiche possono svolgere un importante ruolo complementare nel sostenere la partecipazione alle forze di lavoro e attenuare l'impatto dell'invecchiamento della popolazione per un periodo prolungato. Misure ben concepite per sostenere la partecipazione femminile alle forze di lavoro (compresi servizi di assistenza all'infanzia economicamente accessibili e modalità di lavoro flessibili) possono contribuire a colmare il restante divario di partecipazione femminile, accrescere l'offerta strutturale di lavoro e contribuire al sostegno del prodotto potenziale. Inoltre, la politica migratoria svolge un ruolo importante nell'attrarre e trattenere i lavoratori con competenze e profili che corrispondono alla domanda di lavoro attuale e futura. Al tempo stesso, politiche di istruzione e formazione che facilitino la riqualificazione dei lavoratori in esubero a causa dei cambiamenti tecnologici saranno essenziali per aumentare la produttività e garantire che i guadagni di produttività derivanti dall'IA e dall'automazione siano ampiamente condivisi.

Riferimenti bibliografici

Abbritti, M. e Consolo, A. (2024), "[Labour market skills, endogenous productivity and business cycles](#)", *European Economic Review*, vol. 170, novembre.

Abbritti, M., Cimadomo, J. e Consolo, A. (di prossima pubblicazione), "Ageing and the wealth of labour", *Working Paper Series*, BCE.

Acemoglu, D., Søndergaard Mühlbach, N. e Scott, A.J. (2022), "[The rise of age-friendly jobs](#)", *The Journal of the Economics of Ageing*, vol. 23, ottobre.

Anderton, R., Botelho, V., Consolo, A., Dias da Silva, A., Foroni, C., Mohr, M. e Vivian, L. (2020), "[L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro](#)", articolo 2 nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

André, C., Gal, P. e Schief, M. (2024), "[Enhancing productivity and growth in an ageing society: Key mechanisms and policy options](#)", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1807, OECD Publishing, Parigi, giugno.

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

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

Arlia, D., Berson, C. e Consolo, A. (2025), "[Eppur ci muoviamo: evidenze relative alle transizioni occupazionali nell'area dell'euro](#)", riquadro 4 nel numero 7/2025 di questo Bollettino.

Balleer, A., Gomez-Salvador, R. e Turunen, J. (2014), "Labour force participation across Europe: a cohort-based analysis", *Empirical Economics*, vol. 46, giugno, pagg. 1385-1415.

Berson, C. e Botelho, V. (2023), "[Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 8 novembre.

Berson, C. e Weissler, M. (2025), "[Chi vuole lavorare di più? Un esame aggiornato del calo delle ore lavorate medie per dipendente](#)", riquadro 3 nel numero 3/2025 di questo Bollettino.

Berson, C., Botelho, V., Dias da Silva, A., Foroni, C., Mohr, M., Schroeder, C. e Weissler, M. (2024), "[Le ragioni alla base della tenuta del mercato del lavoro nell'area dell'euro tra il 2022 e il 2024](#)", articolo 2 nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

Berson, C., Botelho, V., Guirola Abenza, L., Hospido, L., Kuik, F., Nickel, C. e Rojo Lopez, M. (2025), "[The gender gap at work is closing – but slowly](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 7 marzo.

Berson, C., Dias da Silva, A. e Weissler, M. (2025), "[Il ruolo dei fattori demografici nei recenti andamenti del tasso di disoccupazione](#)", riquadro 3 nel numero 1/2025 di questo Bollettino.

Bodnár, K. (2018), "[Andamenti recenti dell'occupazione a tempo parziale](#)", riquadro 4 nel numero 2/2018 di questo Bollettino.

Bodnár, K. e Nerlich, C. (2020), "[Le determinanti della crescente partecipazione alla forza lavoro: il ruolo delle riforme pensionistiche](#)", articolo 2 nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

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

Bodnár, K. e O'Brien, D. (2021), "[Andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19](#)", riquadro 3 nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

Bodnár, K. e O'Brien, D. (2022), "[Il ruolo dell'immigrazione nella debole dinamica delle forze di lavoro durante la pandemia di COVID-19](#)", riquadro 5 nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

Botelho, V. e Dias da Silva, A. (2019), "[L'attuale crescita dell'occupazione nell'area dell'euro: un confronto con gli andamenti storici](#)", riquadro 4 nel numero 6/2019 di questo Bollettino.

Botelho, V. e Hägele, H. (2023), "[Integrating Ukrainian refugees into the euro area labour market](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 1° marzo.

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

- Consolo, A., Dias da Silva, A., Martínez Hernández, K. e Weissler, M. (2023), [Le forze di lavoro dell'area dell'euro: sviluppi recenti e determinanti](#), riquadro 3 nel numero 6/2023 di questo Bollettino.
- Consolo, A., Foroni, C. e Hjelm, L. (2026), ["The labour market in the euro area: and yet, it moves!"](#), *Working Paper Series*, n. 3180, BCE.
- Eiffe, F.F., Muller, J. e Weber, T. (2024), ["Keeping older workers engaged: Policies, practices and mechanisms"](#), *Working Paper*, n. 24030, Eurofound, febbraio.
- Eurosystem work stream on employment (2021), ["Employment and the conduct of monetary policy in the euro area"](#), *Occasional Paper Series*, n. 275, BCE, settembre.
- Fernández-Villaverde, J., Ventura, G. e Yao, W. (2025), ["The wealth of working nations"](#), *European Economic Review*, vol. 173, aprile.
- Fondo monetario internazionale (FMI) (2025), ["The Rise of the Silver Economy: Global Implications of Population Aging"](#), *World Economic Outlook: A Critical Juncture amid Policy Shifts*, aprile, pagg. 49-74.
- Fuchs-Schündeln, N. (2025), [Discussion of paper "Eurosclerosis at 40: Labor Market Institutions, Dynamism, and European Competitiveness" by Benjamin Schoefer](#), nel corso del Forum della BCE sull'attività di banca centrale, Sintra, 1° luglio.
- Genre, V. e Gomez-Salvador, R. (2002), ["Labour force developments in the euro area since the 1980s"](#), *Occasional Paper Series*, n. 4, BCE, luglio.
- Genre, V., Gomez-Salvador, R. e Lamo A. (2005), ["European women – why do\(n't\) they work?"](#), *Working Paper Series*, n. 454, BCE, marzo.
- Hornstein, A., Kudlyak, M. e Schweinert, A. (2018), ["The Labor Force Participation Rate Trend and Its Projections"](#), *FRBSF Economic Letter*, n. 2018-25, Federal Reserve Bank of San Francisco, novembre.
- Jones, B.F. (2010), ["Age and great invention"](#), *The Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n. 1, febbraio, pagg. 1-14.
- Kiss, Á., Maldonado, J.E., Turrini, A. e Van Herck, K. (2026), ["Migration, Mobility and the EU Labour Market: Recent Developments"](#), *European Economy Discussion Paper*, n. 241, Commissione europea, gennaio.
- Maestas, N., Mullen, K.J. e Powell, D. (2023), ["The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force, and Productivity"](#), *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 15, n. 2, aprile, pagg. 306-32.
- OCSE (2025), ["OECD Employment Outlook 2025: Can We Get Through the Demographic Crunch?"](#), OECD Publishing, Parigi.
- Sastre, T., Suárez-Varela, M., Cuadrado, P. e Di Stefano, E. (2025), ["Factors affecting migratory flows to Spain and other advanced economies"](#), *Economic Bulletin*, numero 2025/Q2, Banco de España, Maggio.

Schoefer, B. (2025), “[Eurosclerosis at 40: Labor Market Institutions, Dynamism, and European Competitiveness](#)”, *CEPR Discussion Paper*, n. 20479, Centre for Economic Policy Research, luglio.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

Composizione dei dati per l'area dell'euro

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)				
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3,5	2,9	0,3	0,7	5,4	0,4	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4
2024	3,2	2,8	1,1	-0,2	5,0	0,9	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2025	3,4	2,2	1,4	1,2	5,0	1,4	.	3,4	3,2	0,1	2,1
2025 2° trim.	0,9	0,9	0,2	0,6	1,1	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
3° trim.	0,9	1,1	0,1	-0,7	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
4° trim.	0,7	0,1	0,1	0,3	1,2	0,2	.	3,4	2,7	0,6	2,1
2026 1° trim.	.	.	.	.	1,3	0,1	2,7	3,1	1,4	0,8	2,0
2025 nov.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,2	2,9	0,7	2,1
dic.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,4	2,1	0,8	2,0
2026 gen.	-	-	-	-	-	-	2,4	3,0	1,5	0,2	1,7
feb.	-	-	-	-	-	-	2,4	3,0	1,3	1,3	1,9
mar.	-	-	-	-	-	-	3,3	3,3	1,5	1,0	2,6
apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	3,0

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

2 Attività economica

2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2023	14.758,0	14.228,2	7.804,6	3.115,1	3.232,7	1.649,5	937,0	639,7	75,8	-529,8	7.437,1	6.907,3
2024	15.338,0	14.669,8	8.100,2	3.279,7	3.215,8	1.639,8	934,5	635,1	74,2	-668,2	7.545,7	6.877,5
2025	15.938,3	15.319,6	8.390,0	3.436,8	3.375,8	1.703,3	960,3	705,4	117,0	-618,7	7.741,4	7.122,8
2025 1° trim.	3.937,2	3.778,9	2.074,8	841,7	839,7	419,7	235,7	182,6	22,7	-158,2	1.946,8	1.788,6
2° trim.	3.967,4	3.805,9	2.087,6	853,5	834,1	423,1	238,8	170,5	30,7	-161,5	1.926,1	1.764,6
3° trim.	4.000,8	3.852,7	2.104,8	863,7	848,2	427,9	242,7	175,8	36,1	-148,1	1.938,4	1.790,2
4° trim.	4.045,6	3.893,0	2.127,7	878,4	860,4	437,1	244,9	176,7	26,5	-152,7	1.940,3	1.787,7
<i>in percentuale del PIL</i>												
2025	100,0	96,1	52,6	21,6	21,2	10,7	6,0	4,4	0,7	-3,9	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2025 2° trim.	0,1	0,4	0,3	0,5	-1,4	0,3	0,9	-8,4	-	-	-0,4	-0,1
3° trim.	0,3	0,7	0,3	0,7	1,2	0,4	1,4	3,1	-	-	0,8	1,8
4° trim.	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	1,5	0,3	-0,7	-	-	-0,4	-0,2
2026 1° trim.	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2023	0,4	0,0	0,5	1,5	2,5	1,1	2,4	6,4	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,4	2,3	-2,5	-2,6	-1,8	-3,2	-	-	0,5	-0,1
2025	1,4	2,1	1,5	1,6	3,0	1,5	1,5	9,0	-	-	2,0	3,7
2025 2° trim.	1,6	2,6	1,8	1,5	3,6	1,4	0,2	15,8	-	-	0,7	2,8
3° trim.	1,4	2,0	1,4	1,5	3,3	2,3	3,5	5,4	-	-	2,9	4,2
4° trim.	1,3	1,9	1,4	1,5	3,2	3,1	2,6	4,3	-	-	2,4	3,9
2026 1° trim.	0,8	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2025 2° trim.	0,1	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,4	-0,2	-	-
3° trim.	0,3	0,7	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,4	-	-
4° trim.	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-	-
2026 1° trim.	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2023	0,4	0,0	0,3	0,3	0,5	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025	1,4	2,0	0,8	0,3	0,6	0,2	0,1	0,4	0,3	-0,6	-	-
2025 2° trim.	1,6	2,5	0,9	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6	0,5	-0,9	-	-
3° trim.	1,4	1,9	0,8	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,5	-	-
4° trim.	1,3	1,8	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,1	-0,6	-	-
2026 1° trim.	0,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

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) Inclusive le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2023	13.349,2	226,7	2.633,8	714,5	2.482,1	704,2	605,4	1.479,6	1.620,4	2.469,4	413,0	1.408,8
2024	13.809,2	236,2	2.612,1	729,9	2.569,6	742,2	641,2	1.535,7	1.694,0	2.613,8	434,4	1.528,8
2025	14.319,1	246,4	2.704,2	760,1	2.645,6	776,6	665,4	1.566,8	1.757,6	2.744,7	451,7	1.619,2
2025 1° trim.	3.535,5	60,8	673,8	187,0	654,8	190,7	163,9	387,5	432,1	673,7	111,1	401,7
2° trim.	3.566,4	62,2	675,7	189,7	660,0	192,4	164,0	390,1	436,6	682,7	112,8	401,0
3° trim.	3.591,3	62,5	674,1	191,0	663,6	195,3	167,7	392,5	442,5	688,6	113,6	409,5
4° trim.	3.637,8	61,0	686,8	194,0	669,2	198,3	170,0	396,6	447,3	700,4	114,2	407,8
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2025	100,0	1,7	18,9	5,3	18,5	5,4	4,6	10,9	12,3	19,2	3,2	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2025 1° trim.	0,7	1,5	1,8	0,9	0,6	0,8	0,6	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,2
2° trim.	0,1	-0,6	0,1	0,1	0,4	0,4	-0,9	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
3° trim.	0,3	0,8	-0,1	0,2	0,4	1,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	0,1
4° trim.	0,2	0,3	-0,2	0,8	0,0	0,9	0,9	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2023	0,7	-2,9	-1,7	1,7	-0,1	6,8	-2,8	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,8
2024	0,9	-0,3	-0,5	-1,5	1,0	3,0	1,6	1,2	1,4	1,8	1,9	0,9
2025	1,4	1,6	2,1	0,6	1,3	3,2	0,3	1,0	1,0	1,2	0,6	1,8
2025 1° trim.	1,5	1,1	2,9	-0,5	1,2	3,2	0,3	0,9	1,0	1,6	1,2	2,8
2° trim.	1,4	1,5	2,8	0,4	1,3	3,4	-0,3	1,0	0,7	1,2	1,1	3,0
3° trim.	1,4	2,3	2,1	1,3	1,5	3,2	0,4	1,0	1,0	1,2	-0,3	1,5
4° trim.	1,3	2,0	1,6	2,0	1,4	3,3	1,0	0,9	1,3	0,8	0,6	0,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2025 1° trim.	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
4° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2023	0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,4	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 1° trim.	1,5	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
2° trim.	1,4	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
3° trim.	1,4	0,0	0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
4° trim.	1,3	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2 Attività economica

2.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	85,9	14,1	3,0	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,1	24,9	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,6	2,0	4,1	0,7	2,1	1,8	1,3	1,7
2024	1,0	1,0	0,6	-1,4	0,3	1,0	1,1	2,1	1,5	-0,6	0,7	1,5	1,2
2025	0,7	0,7	0,7	-1,6	-0,5	1,2	0,8	-0,1	1,4	2,3	1,0	1,3	1,2
2025 1° trim.	0,8	0,9	0,2	-2,1	-0,4	0,9	0,7	0,8	1,6	2,9	0,8	1,6	1,5
2° trim.	0,8	0,7	0,9	-2,0	-0,5	1,1	1,0	0,1	1,3	3,0	0,9	1,3	0,9
3° trim.	0,7	0,7	0,8	-1,6	-0,5	1,4	0,7	-0,5	1,5	2,4	0,9	1,2	1,1
4° trim.	0,7	0,7	1,1	-0,8	-0,5	1,5	0,6	-0,9	1,3	0,7	1,4	1,2	1,1
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2023	100,0	81,8	18,2	3,9	14,7	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2024	100,0	81,9	18,1	3,8	14,6	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
2025	100,0	82,0	18,0	3,7	14,4	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,3	6,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2023	1,8	2,0	0,5	-1,6	1,0	1,5	2,1	4,2	0,9	1,8	2,1	1,9	2,5
2024	1,1	1,2	0,6	-1,0	0,2	1,0	1,0	2,1	1,4	-0,2	1,2	1,8	1,5
2025	0,4	0,5	-0,1	-2,4	-0,8	1,0	0,2	-0,3	1,0	1,8	0,7	1,2	1,7
2025 1° trim.	0,5	0,7	-0,6	-2,9	-0,9	0,7	0,3	0,8	1,1	2,5	0,4	1,5	2,1
2° trim.	0,3	0,4	-0,1	-2,6	-1,1	1,2	0,3	-0,2	0,9	2,5	0,6	0,9	1,6
3° trim.	0,7	0,7	0,7	-2,3	-0,2	1,4	0,6	-0,6	1,2	3,8	1,1	1,3	1,8
4° trim.	0,8	0,9	0,4	-1,7	-0,1	1,5	0,4	-0,3	1,7	-0,8	1,6	1,5	1,8
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2023	0,2	0,4	-0,5	-0,5	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,4	0,6	0,7
2024	0,1	0,2	0,0	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,4	0,3	0,3
2025	-0,3	-0,2	-0,8	-0,8	-0,3	-0,3	-0,6	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	0,5
2025 1° trim.	-0,3	-0,2	-0,8	-0,8	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,6
2° trim.	-0,4	-0,3	-1,0	-0,6	-0,5	0,1	-0,7	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	0,7
3° trim.	0,1	0,1	-0,1	-0,7	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	1,4	0,3	0,1	0,7
4° trim.	0,1	0,2	-0,7	-0,9	0,4	0,0	-0,3	0,6	0,4	-1,6	0,2	0,3	0,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2025			100,0			78,7		21,3		51,6		48,4		
2023	172,764	2,9	11,296	6,6	2,4	8,990	5,7	2,306	14,5	5,712	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,343	2,8	11,054	6,4	2,1	8,715	5,5	2,339	14,6	5,666	6,1	5,388	6,6	2,6
2025	175,842	2,8	11,158	6,4	2,1	8,779	5,5	2,379	14,9	5,754	6,2	5,404	6,6	2,2
2025 1° trim.	175,425	2,7	11,105	6,3	2,1	8,732	5,5	2,373	14,8	5,671	6,1	5,434	6,6	2,4
2° trim.	175,831	2,8	11,221	6,4	2,1	8,871	5,6	2,351	14,7	5,833	6,2	5,388	6,5	2,2
3° trim.	175,923	2,8	11,270	6,4	2,0	8,885	5,6	2,384	14,9	5,807	6,2	5,463	6,6	2,1
4° trim.	176,187	2,8	11,037	6,3	2,0	8,628	5,4	2,410	15,1	5,707	6,1	5,330	6,5	2,2
2025 set.	-	-	11,155	6,3	-	8,759	5,5	2,396	15,0	5,743	6,1	5,412	6,6	-
ott.	-	-	11,156	6,3	-	8,716	5,4	2,440	15,3	5,771	6,2	5,385	6,5	-
nov.	-	-	11,049	6,3	-	8,655	5,4	2,394	15,1	5,750	6,1	5,299	6,4	-
dic.	-	-	10,997	6,2	-	8,609	5,4	2,388	15,0	5,700	6,1	5,297	6,4	-
2026 gen.	-	-	10,826	6,1	-	8,458	5,3	2,368	14,9	5,606	6,0	5,220	6,3	-
feb.	-	-	10,919	6,2	-	8,546	5,3	2,373	14,9	5,624	6,0	5,295	6,4	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Non destagionalizzati.

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

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

2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

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

2 Attività economica

2.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)							
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi	
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-2022	118,3	14,3	60,1	-4,7	7,5	4,8	17,1	.
2023	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7	90,4
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3	90,1
2025	95,9	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1	90,0
2025 3° trim.	96,0	-9,9	77,8	-13,6	-3,0	-6,7	4,0	89,9
4° trim.	97,1	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,5	4,8	89,9
2026 1° trim.	97,6	-7,1	78,0	-13,8	-1,9	-6,4	4,8	89,7
2° trim.	.	.	78,2	.	.	.	.	89,8
2025 nov.	97,2	-9,0	.	-12,9	-1,2	-5,7	5,3	.
dic.	96,8	-8,6	.	-13,3	-1,1	-7,0	4,9	.
2026 gen.	98,9	-6,9	78,0	-12,6	-1,3	-6,1	6,2	89,7
feb.	97,8	-7,3	.	-12,4	-2,2	-5,4	4,2	.
mar.	96,2	-7,0	.	-16,4	-2,1	-7,6	4,1	.
apr.	93,0	-7,7	78,2	-20,6	-2,4	-9,9	0,9	89,8

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

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

2.7 Conti ripilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾			Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,0	1,6	37,3	6,0	68,8	1,8	3,4	0,9
2024	15,1	81,7	2,4	2,3	-6,8	5,5	4,7	35,8	4,4	67,3	1,8	-0,6	0,9
2025	14,8	81,4	1,0	2,6	3,5	4,9	4,5	35,5	3,4	65,8	2,1	6,6	1,5
2025 1° trim.	15,0	81,4	1,0	2,4	-1,0	5,2	5,5	35,8	4,1	67,3	2,9	8,4	1,8
2° trim.	15,0	81,6	1,4	2,7	3,2	5,5	5,3	35,6	3,7	66,6	2,5	10,9	1,7
3° trim.	14,9	81,5	0,8	2,6	4,6	4,9	5,0	35,5	3,5	66,2	2,2	6,4	1,5
4° trim.	14,8	81,4	1,0	2,6	7,0	4,9	4,5	35,5	3,4	65,8	2,1	1,2	1,5

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

2 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2025 1° trim.	1.556,5	1.481,5	74,9	755,9	646,0	395,2	364,5	358,2	381,8	47,3	89,3	32,4	29,1
2° trim.	1.501,5	1.420,9	80,6	718,2	632,2	389,6	352,2	345,9	342,1	47,7	94,5	20,0	19,8
3° trim.	1.478,3	1.426,0	52,3	722,3	631,4	386,4	357,6	322,6	341,3	47,1	95,7	24,6	22,2
4° trim.	1.486,3	1.424,5	61,8	711,3	635,3	390,8	344,9	337,3	345,7	46,8	98,6	42,1	20,1
2025 set.	495,2	478,6	16,7	243,5	210,8	129,4	119,5	106,2	115,7	16,1	32,5	9,3	9,6
ott.	498,3	467,9	30,4	237,0	204,2	130,0	114,2	116,0	116,5	15,3	33,0	9,0	4,9
nov.	495,7	482,0	13,7	235,0	211,5	131,9	116,9	112,4	120,0	16,5	33,7	11,1	5,0
dic.	492,3	474,5	17,7	239,4	219,6	128,9	113,8	108,9	109,2	15,1	31,9	22,0	10,3
2026 gen.	514,0	473,6	40,4	237,9	202,6	138,3	121,8	120,7	117,0	17,1	32,2	15,4	13,3
feb.	519,6	494,7	24,9	243,4	218,1	139,0	123,4	120,0	121,7	17,2	31,4	10,5	7,8
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2026 feb.	6.023,2	5.734,2	289,0	2.894,9	2.539,8	1.572,9	1.419,8	1.363,4	1.392,0	191,9	382,5	124,0	92,3
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2026 feb.	37,8	35,9	1,8	18,1	15,9	9,9	8,9	8,5	8,7	1,2	2,4	0,8	0,6

Fonte: BCE.

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

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

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>													
2025 1° trim.	8,0	7,9	769,4	379,1	145,7	230,6	640,6	713,1	403,2	115,8	179,0	510,4	68,3
2° trim.	-0,1	1,7	724,2	338,6	139,1	229,1	602,7	695,3	384,3	118,7	177,4	507,7	60,0
3° trim.	1,4	2,0	724,8	340,2	145,9	222,9	601,5	693,6	379,8	120,5	177,0	510,3	64,0
4° trim.	0,3	0,0	719,0	331,5	144,8	223,9	592,9	688,2	373,6	122,6	172,7	511,7	58,3
2025 set.	7,8	6,2	248,4	120,8	48,5	73,9	207,4	232,1	126,8	40,6	59,1	171,3	21,2
ott.	1,1	-3,2	237,7	109,8	48,3	74,1	195,9	224,8	121,8	40,4	55,6	167,6	19,0
nov.	-3,3	-0,4	239,8	111,0	47,4	75,0	197,7	231,7	126,6	40,8	58,5	171,0	19,5
dic.	3,3	4,3	241,5	110,8	49,1	74,8	199,3	231,6	125,2	41,4	58,7	173,1	19,8
2026 gen.	-7,7	-7,8	236,9	111,3	46,9	73,0	194,1	224,0	121,0	40,5	56,6	166,3	19,1
feb.	-6,7	-2,2	239,0	.	.	.	192,8	232,0	.	.	.	167,3	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2025 1° trim.	0,5	2,1	97,4	93,3	94,0	106,8	96,9	100,3	95,6	98,1	110,4	100,6	130,3
2° trim.	-2,9	1,1	93,5	87,0	89,8	108,6	94,1	100,7	95,6	101,7	110,9	101,2	135,5
3° trim.	0,2	3,1	94,5	87,8	94,8	105,7	94,5	101,7	96,6	103,9	110,9	102,6	139,3
4° trim.	-0,7	2,4	92,3	83,7	91,8	105,6	92,1	101,7	95,2	105,5	109,2	103,1	141,8
2025 ago.	-5,8	-1,4	92,9	85,1	95,2	104,9	93,9	101,0	96,0	103,2	109,5	101,9	138,5
set.	6,1	6,5	96,5	92,7	93,3	105,0	95,6	102,1	96,8	104,0	111,9	103,1	141,6
ott.	-0,1	-2,3	92,4	84,0	92,2	105,7	92,9	98,9	92,8	104,3	105,2	100,5	134,4
nov.	-4,6	2,0	93,7	85,1	91,8	106,8	92,5	104,0	96,9	107,8	112,1	104,7	144,9
dic.	2,8	8,3	90,9	82,0	91,3	104,4	90,9	102,2	95,7	104,5	110,3	104,2	146,2
2026 gen.	-7,6	-4,4	90,6	81,8	90,9	104,4	90,7	98,0	90,1	101,0	107,0	98,7	140,1

Fonte: Eurostat.

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

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

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

3 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2026	100,0	100,0	72,0	53,3	46,7	100,0	13,8	5,2	25,3	9,0	46,7	87,7	12,3	
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9	
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3	
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9	
2025 2° trim.	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,1	0,0	-4,1	0,9	1,9	2,9	
3° trim.	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	0,9	0,3	0,3	0,7	2,0	2,7	
4° trim.	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,9	2,0	2,3	
2026 1° trim.	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	2,0	0,2	3,3	0,7	2,0	2,3	
2025 nov.	100,5	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,0	0,0	1,0	0,2	2,1	2,3	
dic.	100,6	2,0	2,3	0,7	3,4	0,1	0,0	0,7	-0,1	-0,9	0,3	1,9	2,2	
2026 gen.	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,7	0,1	0,8	0,2	1,6	1,8	
feb.	100,7	1,9	2,4	0,7	3,4	0,3	-0,1	1,0	0,2	0,6	0,3	1,8	2,4	
mar. ³⁾	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,1	0,3	0,0	7,0	0,2	2,6	2,6	
apr. ³⁾	103,1	3,0	2,2	.	3,0	0,5	0,0	0,9	0,2	3,0	0,3	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (include le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Totale	Di locazione				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2026	19,0	13,8	5,2	34,3	25,3	9,0	9,7	5,9	6,8	2,1	18,0	10,0
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9
2025 2° trim.	3,1	2,8	3,8	-0,5	0,5	-3,2	3,3	3,0	4,4	-1,8	3,8	3,9
3° trim.	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8
4° trim.	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,7	3,7
2026 1° trim.	2,5	1,8	4,3	0,2	0,5	-0,7	3,1	2,8	3,2	0,2	3,8	3,2
2025 nov.	2,4	2,3	2,7	0,2	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,3	0,4	3,9	3,7
dic.	2,5	2,1	3,5	-0,3	0,3	-1,9	3,2	3,0	3,8	0,5	3,6	3,6
2026 gen.	2,6	2,0	4,2	-0,8	0,4	-4,0	3,2	3,0	2,7	0,0	3,7	3,3
feb.	2,5	1,8	4,6	-0,4	0,7	-3,1	3,1	2,8	3,4	0,1	4,0	3,2
mar. ³⁾	2,4	1,7	4,2	1,8	0,5	5,1	3,1	2,7	3,5	0,4	3,7	3,2
apr. ³⁾	2,5	1,7	4,7	.	0,8	10,9	.	.	.	.	.	.

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)

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

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

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

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

in perc. del totale	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2023	114,1	6,2	4,8	6,3	3,8	4,1	0,7	-2,2	83,7	-13,0	-13,7	-12,4	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,5	3,0	2,5	2,4	2,9	2,0	0,9	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,4	2,5	2,3	2,0	3,1	1,9	0,5	-0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 2° trim.	120,0	2,5	2,2	1,8	3,1	2,1	0,4	-0,4	68,9	-6,1	-2,9	-8,7	-5,6	-2,8	-8,4
3° trim.	120,6	2,5	2,3	2,1	2,9	1,8	0,0	-0,7	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
4° trim.	121,7	2,6	2,3	2,3	3,5	2,0	-0,3	-1,1	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,6	-2,8
2026 1° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	82,9	-6,6	-17,2	2,8	-7,9	-14,4	-0,9
2025 ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-3,3	-5,0	-1,9	-5,4	-7,5	-3,3
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-4,5	-8,2	-1,5	-7,1	-10,9	-3,2
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-6,5	-14,8	0,8	-9,2	-16,1	-1,9
2026 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,2	-18,6	8,8	-6,7	-16,9	4,5
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,3	-21,3	-4,1	-13,3	-18,2	-7,9
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	105,7	-3,1	-11,3	3,9	-3,5	-7,6	0,8

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

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

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

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

3 Prezzi e costi

3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni	
	1	2	3	4	5
1999-2022	44,8	44,5	22,4	36,5	60,2
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9
2025 2° trim.	7,4	15,6	13,4	3,1	49,2
3° trim.	7,2	16,5	13,3	2,9	48,0
4° trim.	10,0	17,7	13,6	7,9	48,4
2026 1° trim.	15,1	18,6	14,4	8,9	46,7
2025 nov.	10,4	18,6	13,8	8,0	48,0
dic.	11,7	18,3	14,6	8,9	49,1
2026 gen.	11,5	17,1	14,3	8,8	46,9
feb.	13,0	17,9	14,1	6,8	45,8
mar.	20,8	20,7	14,9	11,2	47,5
apr.	31,1	28,1	17,4	19,4	56,5

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

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,5	4,7	4,5	5,2	5,0	4,0	4,3
2024	115,7	4,7	4,7	4,5	4,7	4,5	4,6
2025	119,8	3,6	3,4	4,0	3,8	3,1	2,8
2025 1° trim.	112,3	3,5	3,6	3,5	4,0	2,5	2,5
2° trim.	124,3	3,9	3,9	4,0	4,3	3,1	4,0
3° trim.	115,8	3,4	3,3	4,0	3,5	3,4	1,9
4° trim.	126,7	3,3	2,9	4,5	3,3	3,4	3,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2020 =100)	Totale	Per settore di attività									
			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												
2023	109,5	6,5	6,7	8,4	4,7	7,7	2,3	9,9	3,3	5,6	5,1	3,6
2024	114,5	4,6	3,5	5,2	7,0	4,5	3,1	3,8	1,5	4,0	4,5	3,8
2025	118,1	3,2	0,4	1,1	4,5	3,1	0,7	4,9	4,5	3,8	4,4	4,7
2025 1° trim.	116,3	3,1	0,9	0,2	5,4	3,7	1,6	4,4	3,8	3,9	4,2	3,7
2° trim.	117,5	3,1	0,5	0,5	5,5	3,1	0,6	6,0	4,8	4,6	4,3	4,6
3° trim.	118,4	3,2	0,0	1,4	3,9	2,8	0,9	4,9	5,3	3,6	4,1	6,2
4° trim.	119,3	3,2	0,2	1,4	2,8	2,7	-0,4	4,2	4,0	2,9	5,1	4,1
Redditi per occupato												
2023	115,0	5,3	4,7	5,7	4,8	5,4	5,0	6,0	3,4	6,0	4,8	5,3
2024	120,2	4,5	4,6	4,4	4,4	4,5	4,0	3,9	3,3	4,8	4,8	4,5
2025	124,8	3,9	3,8	3,7	3,9	3,7	4,1	3,7	3,1	3,7	4,3	4,1
2025 1° trim.	123,1	3,9	4,2	3,5	4,0	4,2	4,0	3,1	1,8	4,1	4,2	3,4
2° trim.	124,3	4,0	4,1	3,8	4,8	3,4	3,9	4,4	2,7	4,3	4,2	4,8
3° trim.	125,4	3,9	3,9	4,0	3,8	3,6	4,6	3,8	3,9	3,8	4,1	4,7
4° trim.	126,4	3,7	3,0	3,5	3,3	3,5	3,9	3,8	4,1	2,8	4,6	3,6
Produttività del lavoro per occupato												
2023	105,0	-1,1	-1,8	-2,5	0,1	-2,1	2,6	-3,5	0,0	0,4	-0,3	1,7
2024	105,0	0,0	1,1	-0,8	-2,5	-0,1	0,9	0,0	1,8	0,7	0,3	0,7
2025	105,6	0,7	3,3	2,6	-0,6	0,5	3,3	-1,1	-1,3	0,0	-0,1	-0,5
2025 1° trim.	105,7	0,8	3,2	3,3	-1,4	0,5	2,4	-1,3	-2,0	0,2	0,0	-0,3
2° trim.	105,8	0,8	3,6	3,3	-0,7	0,3	3,3	-1,6	-2,0	-0,3	-0,1	0,2
3° trim.	105,9	0,8	4,0	2,6	-0,1	0,8	3,7	-1,1	-1,4	0,2	0,0	-1,4
4° trim.	105,9	0,5	2,8	2,1	0,5	0,7	4,2	-0,3	0,2	-0,1	-0,4	-0,5
Redditi per ora lavorata												
2023	108,7	4,9	4,2	5,5	4,5	5,1	4,9	5,7	3,5	5,4	4,2	4,4
2024	113,4	4,4	4,6	4,5	4,5	4,4	3,9	3,9	3,0	4,0	4,5	4,3
2025	118,1	4,1	4,0	4,0	4,1	4,0	4,2	4,2	4,3	4,1	4,4	3,5
2025 1° trim.	116,0	4,1	4,5	4,0	4,2	4,3	3,9	3,6	2,4	4,4	4,3	2,7
2° trim.	117,3	4,3	3,9	4,4	4,4	3,8	4,0	4,8	3,9	4,8	4,6	4,0
3° trim.	118,2	3,9	4,7	3,8	3,8	3,4	5,0	4,2	4,2	3,7	4,0	4,2
4° trim.	118,6	3,5	2,8	3,0	3,4	3,7	3,2	3,4	6,0	2,5	4,2	2,4
Produttività per ora lavorata												
2023	99,0	-1,3	-1,3	-2,7	0,2	-2,2	2,5	-3,7	0,3	0,0	-0,8	1,0
2024	98,9	-0,1	0,7	-0,7	-2,5	0,0	0,8	0,1	1,3	0,3	0,0	0,4
2025	99,9	1,0	4,2	3,0	-0,4	1,1	3,6	-0,7	-0,9	0,2	0,0	-1,0
2025 1° trim.	99,6	1,2	4,1	3,8	-1,2	0,9	2,4	-0,8	-1,6	0,6	0,1	-0,8
2° trim.	99,8	1,3	4,2	3,9	-0,8	1,0	3,6	-1,2	-1,4	0,1	0,3	-0,5
3° trim.	99,8	0,7	4,7	2,4	-0,1	0,9	3,8	-0,8	-2,7	-0,1	-0,1	-2,1
4° trim.	99,4	0,4	3,7	1,7	0,5	1,0	3,6	-0,7	1,8	-0,3	-0,8	-1,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,01	-0,03
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,24	0,47
2025 ott.	1,93	1,91	2,03	2,11	2,19	4,20	0,48
nov.	1,93	1,91	2,04	2,13	2,22	3,98	0,48
dic.	1,93	1,92	2,05	2,14	2,27	3,80	0,56
2026 gen.	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73
feb.	1,93	1,95	2,01	2,14	2,22	3,67	0,73
mar.	1,93	1,93	2,11	2,32	2,57	3,65	0,73

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.

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

4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 ott.	1,90	1,90	1,95	2,23	2,72	0,82	0,45	0,89	1,93	2,08	2,76	3,56
nov.	1,95	1,96	2,01	2,28	2,77	0,81	0,47	1,02	1,99	2,13	2,80	3,64
dic.	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2026 gen.	1,97	1,98	2,05	2,38	2,90	0,92	0,82	1,21	2,03	2,22	2,97	3,77
feb.	1,96	1,95	1,98	2,23	2,73	0,78	0,52	1,09	1,96	2,08	2,74	3,59
mar.	2,09	2,50	2,59	2,69	3,07	0,58	0,71	1,20	2,74	2,63	3,04	3,75

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	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2025	565,6	5.396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1.153,7	1.104,9	444,9	356,1	855,9	6.216,9	41.794,2
2025 ott.	594,4	5.641,1	940,9	266,6	150,6	143,2	345,2	1.246,9	1.194,5	478,4	354,1	905,0	6.735,7	48.521,1
nov.	593,5	5.634,1	927,2	266,6	152,1	150,5	353,1	1.210,9	1.153,6	499,4	340,0	913,0	6.740,9	50.111,1
dic.	604,4	5.730,9	921,2	274,9	150,2	153,8	372,7	1.214,5	1.167,1	498,3	337,6	902,9	6.853,0	50.162,4
2026 gen.	628,1	5.951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1.281,0	1.284,1	526,6	343,5	908,5	6.929,1	53.077,3
feb.	640,9	6.051,7	1.028,4	262,6	162,5	184,9	388,5	1.294,1	1.265,9	559,5	390,5	903,5	6.893,8	56.480,9
mar.	606,2	5.693,8	978,4	237,0	154,6	201,2	358,9	1.194,9	1.213,6	561,9	402,5	821,8	6.654,4	53.964,9

Fonte: LSEG.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita:				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAE ³⁾		Periodo iniziale di determinazione del tasso					TAE ³⁾
			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	oltre 10 anni		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2025 mar.	0,31	1,52	2,09	2,23	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,50	3,36	3,10	3,57	3,32
apr.	0,29	1,50	1,96	2,28	7,53	16,58	6,95	7,59	8,31	4,29	3,85	3,48	3,32	3,04	3,52	3,27
mag.	0,29	1,45	1,85	2,21	7,48	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30
giu.	0,27	1,44	1,78	2,19	7,40	16,48	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30
lug.	0,25	1,43	1,74	2,19	7,28	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28
ago.	0,25	1,22	1,72	2,16	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31
set.	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,74	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
ott.	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31
nov.	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,19	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
dic.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 gen.	0,25	1,22	1,79	2,30	7,27	16,49	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,37	3,51	3,23	3,65	3,35
feb.	0,25	1,17	1,80	2,23	7,26	16,42	6,83	7,59	8,27	4,20	3,48	3,37	3,55	3,26	3,66	3,37

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 (TAE³⁾).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita:			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2025 mar.	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,53	4,81	3,97	3,77	3,69	3,67	3,78	3,67	3,94
apr.	0,60	2,15	2,65	4,03	3,91	4,20	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80
mag.	0,58	2,06	2,56	3,91	3,78	4,22	4,88	3,67	3,49	3,68	3,30	3,48	3,66	3,66
giu.	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,19	4,89	3,54	3,40	3,63	3,29	3,41	3,54	3,60
lug.	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52
ago.	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,46
set.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,13	3,39	3,61	3,50
ott.	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
nov.	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,34	3,55	3,50
dic.	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,30	3,54	3,60	3,57
2026 gen.	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,57	3,40	3,71	3,29	3,45	3,57	3,57
feb.	0,52	1,90	2,36	3,67	3,66	4,14	4,80	3,51	3,41	3,70	3,20	3,15	3,62	3,51

Fonte: BCE.

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

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro per settore dell'emittente e scadenza all'emissione ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze in essere a fine periodo; valori di mercato)

	Consistenze							Emissioni lorde ²⁾						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale		
													Totale	SVF
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2023	1.573,6	622,5	164,1	104,6	85,2	701,8	659,1	536,9	241,9	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1.600,1	582,1	205,5	121,2	70,7	741,8	674,7	516,8	206,1	133,5	104,2	40,1	137,2	110,1
2025	1.614,7	576,6	215,2	133,6	77,1	745,8	662,7	555,3	227,0	151,7	123,5	42,0	134,6	107,8
2025 ott.	1.656,5	603,7	216,1	120,7	96,2	740,5	662,5	600,6	227,2	162,3	128,0	44,9	166,2	136,4
nov.	1.681,2	615,9	212,2	121,5	95,1	757,9	670,3	547,6	220,4	146,4	122,4	40,1	140,6	114,3
dic.	1.614,7	576,6	215,2	133,6	77,1	745,8	662,7	484,6	174,7	158,9	139,3	28,7	122,3	93,2
2026 gen.	1.674,4	608,4	202,5	114,5	88,8	774,6	672,7	621,6	252,3	154,8	121,6	47,1	167,4	138,7
feb.	1.677,7	625,7	206,0	114,9	92,3	753,7	659,4	557,9	231,9	149,7	121,1	43,7	132,6	99,8
mar.	1.645,1	591,1	194,1	104,9	88,1	771,8	682,7	608,7	237,5	154,2	124,5	49,8	167,3	144,7
A lungo termine														
2023	19.433,5	4.454,8	3.244,3	1.432,4	1.545,5	10.188,8	9.449,7	322,0	93,4	68,2	31,1	21,2	139,2	130,8
2024	20.540,2	4.776,1	3.513,2	1.526,8	1.643,8	10.607,2	9.835,4	351,1	89,5	86,0	35,1	26,9	148,7	138,1
2025	21.410,9	4.896,1	3.757,6	1.689,4	1.744,5	11.012,7	10.220,4	385,2	93,0	103,4	44,3	31,0	157,8	146,7
2025 ott.	21.469,2	4.915,5	3.708,0	1.649,3	1.733,5	11.112,2	10.312,2	389,4	83,2	117,7	44,4	35,5	153,0	142,2
nov.	21.578,4	4.928,1	3.769,2	1.684,6	1.753,8	11.127,3	10.325,3	384,6	83,6	131,7	56,2	43,6	125,7	116,5
dic.	21.410,9	4.896,1	3.757,6	1.689,4	1.744,5	11.012,7	10.220,4	266,9	74,8	114,0	55,3	17,0	61,1	54,7
2026 gen.	21.714,7	4.949,1	3.756,2	1.680,2	1.766,9	11.242,5	10.429,1	540,2	147,9	92,8	28,5	36,4	263,1	236,0
feb.	21.972,9	4.994,0	3.785,4	1.684,5	1.778,7	11.414,8	10.588,6	391,5	88,6	91,4	32,7	23,2	188,3	174,5
mar.	21.697,7	4.950,6	3.802,4	1.717,3	1.735,0	11.209,7	10.393,8	422,8	114,9	115,0	56,2	20,3	172,6	155,3

Fonte: BCE.

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

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

4.7 Tassi di crescita annuale e consistenze di titoli di debito e azioni quotate ¹⁾ (miliardi di euro e variazioni percentuali; valori di mercato)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale					
											Totale	SVF
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2023	21.007,0	5.077,3	3.408,4	1.537,0	1.630,7	10.890,5	10.108,8	9.673,5	625,3	1.420,8	7.626,9
2024	22.140,3	5.358,2	3.718,7	1.648,0	1.714,5	11.349,0	10.510,1	10.150,1	755,1	1.588,2	7.806,4
2025	23.025,6	5.472,6	3.972,8	1.823,0	1.821,6	11.758,6	10.883,1	11.698,9	1.315,7	1.850,6	8.532,2
2025 ott.	23.125,7	5.519,2	3.924,1	1.770,1	1.829,8	11.852,7	10.974,8	11.523,3	1.164,3	1.855,3	8.503,2
nov.	23.259,6	5.544,0	3.981,5	1.806,1	1.848,9	11.885,2	10.995,6	11.492,5	1.204,0	1.856,7	8.431,3
dic.	23.025,6	5.472,6	3.972,8	1.823,0	1.821,6	11.758,6	10.883,1	11.698,9	1.315,7	1.850,6	8.532,2
2026 gen.	23.389,1	5.557,5	3.958,7	1.794,6	1.855,7	12.017,1	11.101,9	11.949,4	1.364,6	1.830,0	8.754,3
feb.	23.650,6	5.619,7	3.991,4	1.799,5	1.871,0	12.168,5	11.248,0	12.304,3	1.320,3	1.879,5	9.103,9
mar.	23.342,8	5.541,7	3.996,5	1.822,2	1.823,0	11.981,5	11.076,4	11.333,7	1.177,3	1.772,8	8.383,1
Tasso di crescita ²⁾											
2025 ago.	5,2	4,7	9,0	11,0	3,4	4,5	4,6	0,0	-0,5	-0,7	0,1
set.	4,8	3,2	8,6	10,6	3,4	4,7	4,7	0,1	0,7	-0,7	0,1
ott.	4,9	3,3	9,3	10,3	3,1	4,6	4,6	0,0	0,6	-0,9	0,1
nov.	5,5	4,1	9,9	11,0	4,0	5,0	4,8	-0,1	0,4	-0,9	0,0
dic.	5,4	3,3	10,4	12,0	4,0	4,9	4,8	0,0	2,9	-1,9	0,1
2026 gen.	5,5	3,4	9,7	10,1	4,7	5,3	5,0	-0,1	2,6	-2,0	0,0
feb.	5,4	3,9	9,2	9,2	4,9	5,0	4,8	0,0	2,3	-2,0	0,1
mar.	5,5	3,4	9,6	9,5	4,2	5,5	5,4	0,1	2,3	-1,6	0,2

Fonte: BCE.

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

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-17						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2023	97,9	93,6	98,0	88,9	65,2	87,1	122,1	94,0
2024	98,2	94,0	98,2	89,5	65,1	88,2	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	101,7	91,9	63,0	90,3	128,3	96,1
2025 2° trim.	100,4	96,1	101,6	92,0	63,1	90,4	128,4	96,2
3° trim.	102,1	97,7	103,9	93,5	64,1	92,1	130,8	97,9
4° trim.	101,9	97,4	104,8	93,5	63,4	91,9	130,7	97,5
2026 1° trim.	101,4	97,2	105,0	-	-	-	130,3	97,1
2025 ott.	101,9	97,3	104,5	-	-	-	130,6	97,4
nov.	101,8	97,3	104,4	-	-	-	130,4	97,3
dic.	102,2	97,7	105,5	-	-	-	131,1	97,8
2026 gen.	101,8	97,5	105,3	-	-	-	130,7	97,4
feb.	101,8	97,4	105,2	-	-	-	130,7	97,3
mar.	100,8	96,6	104,4	-	-	-	129,6	96,5
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2026 mar.	-0,9	-0,8	-0,8	-	-	-	-0,9	-0,8
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2026 mar.	2,8	2,8	6,2	-	-	-	3,7	2,7

Fonte: BCE.

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

4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu rumeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 2° trim.	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
3° trim.	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
4° trim.	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
2026 1° trim.	8,103	24,328	7,471	384,158	183,596	4,235	0,868	5,0939	10,695	0,917	1,170
2025 ott.	8,281	24,315	7,468	389,912	176,153	4,249	0,872	5,0872	10,970	0,929	1,163
nov.	8,215	24,234	7,468	384,201	179,316	4,238	0,880	5,0867	10,991	0,929	1,156
dic.	8,249	24,259	7,470	384,970	182,497	4,224	0,875	5,0913	10,896	0,933	1,171
2026 gen.	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
feb.	8,168	24,260	7,470	378,607	183,452	4,218	0,870	5,0945	10,635	0,914	1,182
mar.	7,970	24,438	7,472	389,186	183,399	4,271	0,866	5,0954	10,761	0,909	1,156
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2026 mar.	-2,4	0,7	0,0	2,8	0,0	1,3	-0,5	0,0	1,2	-0,5	-2,2
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2026 mar.	1,7	-2,3	0,2	-2,7	13,8	2,1	3,5	2,4	-1,9	-4,7	7,0

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>												
2025 1° trim.	36.234,7	34.654,4	1.580,3	12.786,0	9.986,3	14.303,7	16.559,5	39,9	7.594,1	8.108,6	1.511,0	17.014,7
2° trim.	35.913,9	34.533,4	1.380,5	12.563,9	9.760,3	14.385,4	16.751,1	-0,2	7.502,7	8.021,9	1.462,1	16.870,9
3° trim.	36.834,3	35.241,8	1.592,5	12.613,6	9.816,5	15.099,1	17.385,9	-14,5	7.514,0	8.039,4	1.622,2	16.980,3
4° trim.	37.592,6	35.833,8	1.758,9	12.798,4	9.798,2	15.457,0	17.986,7	-5,1	7.567,5	8.048,9	1.774,8	16.999,2
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2025 4° trim.	235,9	224,8	11,0	80,3	61,5	97,0	112,9	0,0	47,5	50,5	11,1	106,7
<i>Transazioni</i>												
2025 1° trim.	836,5	738,8	97,7	149,9	65,0	209,7	195,9	-8,6	486,3	477,9	-0,8	-
2° trim.	337,0	252,8	84,2	-17,3	-47,9	208,5	208,6	-17,9	155,0	92,1	8,8	-
3° trim.	304,6	261,0	43,6	41,3	35,8	275,6	200,9	-4,4	-13,6	24,2	5,8	-
4° trim.	377,3	299,2	78,1	143,4	-3,1	134,6	257,8	-23,5	114,2	44,5	8,6	-
2025 set.	120,3	79,9	40,5	15,2	10,8	128,5	100,3	-4,3	-23,6	-31,3	4,6	-
ott.	212,7	180,5	32,2	13,7	-48,5	34,3	68,6	1,4	162,6	160,4	0,8	-
nov.	226,5	236,6	-10,1	67,8	66,7	38,7	107,7	-6,4	123,7	62,1	2,7	-
dic.	-62,0	-117,9	55,9	62,0	-21,4	61,6	81,4	-18,6	-172,1	-178,0	5,1	-
2026 gen.	385,3	380,4	4,9	25,5	16,5	129,6	138,9	-10,1	238,8	225,0	1,5	-
feb.	290,3	262,6	27,7	25,2	19,3	107,1	144,0	-1,0	157,4	99,2	1,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2026 feb.	1.812,4	1.537,1	275,3	248,2	15,5	918,5	1.013,1	-72,9	692,8	508,5	25,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2026 feb.	11,4	9,6	1,7	1,6	0,1	5,8	6,4	-0,5	4,3	3,2	0,2	-

Fonte: BCE.

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											Totale	
	M2						M3-M2				Totale		
	M1			M2-M1			Totale	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			Totale
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze													
2023	1.534,0	8.820,5	10.354,5	2.305,6	2.451,9	4.757,5	15.112,0	183,5	743,6	69,4	996,6	16.108,6	
2024	1.554,5	9.048,7	10.603,2	2.544,5	2.456,1	5.000,6	15.603,8	253,8	885,7	33,2	1.172,7	16.776,5	
2025	1.587,5	9.505,0	11.092,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.077,2	259,4	855,7	11,8	1.126,9	17.204,1	
2025 2° trim.	1.563,9	9.242,9	10.806,8	2.401,7	2.514,5	4.916,3	15.723,1	257,5	918,6	28,1	1.204,2	16.927,3	
3° trim.	1.574,9	9.321,2	10.896,1	2.348,9	2.543,7	4.892,6	15.788,7	258,6	922,6	12,3	1.193,5	16.982,3	
4° trim.	1.587,5	9.505,0	11.092,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.077,2	259,4	855,7	11,8	1.126,9	17.204,1	
2026 1° trim. ^(p)	1.602,2	9.677,6	11.279,8	2.423,8	2.573,9	4.997,7	16.277,5	230,1	900,1	38,9	1.169,1	17.446,5	
2025 ott.	1.579,2	9.415,3	10.994,5	2.354,2	2.552,2	4.906,4	15.900,9	237,1	910,9	25,1	1.173,0	17.074,0	
nov.	1.585,5	9.473,5	11.059,0	2.406,2	2.559,4	4.965,6	16.024,6	251,7	901,9	22,4	1.176,0	17.200,6	
dic.	1.587,5	9.505,0	11.092,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.077,2	259,4	855,7	11,8	1.126,9	17.204,1	
2026 gen.	1.597,0	9.625,8	11.222,8	2.411,4	2.569,2	4.980,6	16.203,4	233,0	870,7	32,9	1.136,6	17.340,0	
feb.	1.598,0	9.636,6	11.234,6	2.435,4	2.574,5	5.010,0	16.244,6	216,3	886,7	19,8	1.122,8	17.367,4	
mar. ^(p)	1.602,2	9.677,6	11.279,8	2.423,8	2.573,9	4.997,7	16.277,5	230,1	900,1	38,9	1.169,1	17.446,5	
Transazioni													
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,2	-104,0	823,2	-149,2	39,8	94,7	22,2	156,7	7,6	
2024	21,2	181,6	202,8	205,5	6,8	212,3	415,0	75,6	131,5	-36,4	170,7	585,7	
2025	33,0	465,4	498,4	-123,3	101,4	-21,9	476,5	10,2	-5,2	-13,3	-8,3	468,2	
2025 2° trim.	5,7	141,3	147,0	-75,7	26,1	-49,6	97,4	18,3	19,2	-13,1	24,5	121,9	
3° trim.	11,0	80,4	91,4	-52,7	29,2	-23,5	68,0	1,4	1,4	-13,3	-10,5	57,4	
4° trim.	12,6	149,3	161,9	56,6	21,1	77,7	239,6	0,9	-34,2	2,2	-31,1	208,5	
2026 1° trim. ^(p)	7,1	89,3	96,4	-17,3	8,7	-8,6	87,7	-3,6	42,6	28,1	67,1	154,8	
2025 ott.	4,3	56,1	60,4	-14,7	8,5	-6,2	54,2	-22,1	-12,7	12,2	-22,6	31,5	
nov.	6,3	58,1	64,4	52,1	7,2	59,3	123,7	14,6	-9,7	-1,4	3,4	127,1	
dic.	2,1	35,1	37,1	19,2	5,4	24,7	61,8	8,4	-11,8	-8,5	-11,9	49,9	
2026 gen.	2,0	47,1	49,0	-25,1	4,2	-20,9	28,1	0,7	14,2	20,2	35,2	63,3	
feb.	1,0	8,7	9,6	23,0	5,2	28,2	37,8	-17,0	15,5	-12,5	-14,0	23,8	
mar. ^(p)	4,2	33,5	37,7	-15,2	-0,7	-15,9	21,8	12,6	12,9	20,4	45,9	67,7	
Variazioni percentuali													
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,6	42,3	19,1	0,0	
2024	1,4	2,0	2,0	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6	
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-52,4	-0,7	2,8	
2025 2° trim.	1,9	5,3	4,8	-5,4	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-53,2	11,0	3,4	
3° trim.	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-72,8	4,3	2,8	
4° trim.	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-52,4	-0,7	2,8	
2026 1° trim. ^(p)	2,3	5,0	4,6	-3,6	3,4	-0,1	3,1	6,8	3,4	22,8	4,5	3,2	
2025 ott.	2,1	5,7	5,2	-8,0	4,6	-1,8	2,9	-1,4	5,6	-49,4	1,3	2,8	
nov.	2,3	5,5	5,0	-6,1	4,6	-0,9	3,1	5,7	3,2	-37,5	2,1	3,0	
dic.	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-52,4	-0,7	2,8	
2026 gen.	2,2	5,8	5,2	-5,1	4,0	-0,6	3,4	1,2	1,9	-5,2	1,3	3,2	
feb.	2,0	5,3	4,8	-3,4	3,8	0,2	3,3	-6,7	0,8	-23,2	-1,3	3,0	
mar. ^(p)	2,3	5,0	4,6	-3,6	3,4	-0,1	3,1	6,8	3,4	22,8	4,5	3,2	

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2023	3.317,0	2.403,6	770,9	130,9	11,6	8.406,2	5.105,6	1.014,1	2.285,3	1,3	1.269,0	227,0	542,4
2024	3.415,8	2.479,2	792,2	133,3	11,1	8.733,8	5.188,4	1.255,1	2.289,0	1,3	1.373,2	231,9	548,3
2025	3.504,9	2.575,2	772,7	150,4	6,6	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.476,4	224,6	553,2
2025 2° trim.	3.439,3	2.506,4	779,8	143,8	9,3	8.844,8	5.334,0	1.174,5	2.335,2	1,1	1.355,0	233,3	544,3
3° trim.	3.469,1	2.538,4	778,9	145,7	6,0	8.903,2	5.400,7	1.138,3	2.363,0	1,1	1.333,8	229,2	537,2
4° trim.	3.504,9	2.575,2	772,7	150,4	6,6	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.476,4	224,6	553,2
2026 1° trim. ^(p)	3.582,3	2.642,2	784,4	152,5	3,1	9.100,5	5.563,5	1.151,0	2.385,3	0,7	1.423,2	244,9	554,5
2025 ott.	3.473,5	2.556,2	763,3	147,9	6,1	8.932,6	5.422,9	1.138,7	2.370,0	1,0	1.383,2	223,7	546,0
nov.	3.492,4	2.565,0	773,0	148,8	5,7	8.963,9	5.452,1	1.136,0	2.375,0	0,9	1.442,8	221,6	570,1
dic.	3.504,9	2.575,2	772,7	150,4	6,6	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.476,4	224,6	553,2
2026 gen.	3.534,7	2.600,7	776,8	152,7	4,5	9.080,0	5.552,7	1.144,8	2.381,6	1,0	1.406,0	240,1	578,6
feb.	3.558,9	2.610,5	791,2	152,5	4,6	9.105,2	5.571,6	1.147,7	2.384,9	0,9	1.388,0	244,2	566,6
mar. ^(p)	3.582,3	2.642,2	784,4	152,5	3,1	9.100,5	5.563,5	1.151,0	2.385,3	0,7	1.423,2	244,9	554,5
Transazioni													
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,7	-98,9	0,5	-47,3	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,1	0,2	290,2	48,7	236,1	5,3	0,1	82,8	3,9	3,2
2025	116,3	111,9	-12,6	17,0	0,0	262,4	295,0	-116,4	83,9	-0,1	76,4	-4,8	3,4
2025 2° trim.	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,6	20,8	0,0	9,8	5,9	4,9
3° trim.	34,4	32,6	-0,6	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,9	27,8	0,0	-23,8	-4,0	-7,3
4° trim.	38,2	38,7	-5,7	4,6	0,6	86,4	71,7	-2,6	17,2	0,2	92,5	-4,3	15,1
2026 1° trim. ^(p)	49,7	42,5	8,5	2,2	-3,5	53,2	49,1	-0,1	4,8	-0,6	-37,8	13,0	-1,0
2025 ott.	3,6	17,6	-16,2	2,1	0,0	28,7	21,8	0,0	7,0	-0,1	-7,1	-5,6	8,1
nov.	19,2	8,9	9,8	0,9	-0,4	31,4	29,2	-2,7	5,0	-0,1	59,5	-2,1	24,1
dic.	15,5	12,2	0,7	1,6	0,9	26,3	20,7	0,0	5,2	0,4	40,2	3,3	-17,1
2026 gen.	8,8	5,7	2,8	2,4	-2,1	33,4	38,1	-5,5	1,1	-0,3	-47,4	8,9	23,2
feb.	23,0	9,1	14,0	-0,2	0,1	24,6	18,6	2,8	3,3	-0,1	-19,6	3,9	-12,0
mar. ^(p)	17,8	27,7	-8,3	0,0	-1,5	-4,8	-7,6	2,7	0,3	-0,2	29,2	0,2	-12,2
Variazioni percentuali													
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,1	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,1	2,4	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2025 2° trim.	1,8	4,3	-6,8	13,2	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,6	7,2	2,1
3° trim.	3,1	5,5	-5,5	15,4	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
4° trim.	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2026 1° trim. ^(p)	4,6	6,0	0,0	9,8	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	2,9	4,7	2,2
2025 ott.	3,4	5,7	-5,2	15,5	-19,9	3,1	5,9	-9,9	4,0	3,0	2,4	0,8	-1,0
nov.	3,5	5,4	-3,6	14,4	-26,7	3,1	5,8	-9,7	4,0	8,1	4,8	-1,6	2,0
dic.	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2026 gen.	3,6	5,2	-2,6	12,9	-38,4	3,2	6,1	-9,2	3,5	-15,6	4,3	3,3	4,8
feb.	3,9	5,2	-1,1	11,9	-37,1	3,2	5,8	-8,0	3,3	-19,1	2,4	4,0	3,4
mar. ^(p)	4,6	6,0	0,0	9,8	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	2,9	4,7	2,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	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												
2023	6.297,5	988,8	5.283,4	15.501,0	13.045,4	13.251,0	5.130,8	6.649,1	1.127,6	137,8	1.559,1	896,5
2024	6.251,0	986,9	5.238,3	15.788,1	13.258,1	13.502,0	5.189,1	6.678,6	1.251,3	139,1	1.578,8	951,2
2025	6.294,5	1.020,5	5.247,8	16.248,0	13.630,2	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,9	147,4	1.572,1	1.045,7
2025 2° trim.	6.274,4	1.007,8	5.240,6	15.955,8	13.410,2	13.679,7	5.214,0	6.767,1	1.284,5	144,6	1.571,0	974,6
3° trim.	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.020,7	13.447,1	13.719,9	5.243,5	6.808,9	1.258,7	136,1	1.566,9	1.006,6
4° trim.	6.294,5	1.020,5	5.247,8	16.248,0	13.630,2	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,9	147,4	1.572,1	1.045,7
2026 1° trim.	6.307,8	1.047,7	5.233,8	16.432,1	13.810,6	14.082,1	5.356,8	6.933,0	1.368,5	152,4	1.571,7	1.049,8
2025 ott.	6.309,3	1.025,3	5.257,9	16.115,6	13.520,8	13.791,8	5.257,2	6.817,9	1.311,1	134,6	1.572,6	1.022,2
nov.	6.310,4	1.026,4	5.257,9	16.209,1	13.578,5	13.847,0	5.266,9	6.836,2	1.338,0	137,4	1.589,9	1.040,7
dic.	6.294,5	1.020,5	5.247,8	16.248,0	13.630,2	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,9	147,4	1.572,1	1.045,7
2026 gen.	6.373,5	1.039,8	5.307,5	16.360,2	13.711,2	13.983,5	5.310,6	6.898,5	1.350,9	151,2	1.589,8	1.059,2
feb.	6.328,5	1.045,0	5.257,3	16.407,2	13.758,3	14.021,9	5.335,3	6.918,7	1.351,7	152,5	1.585,3	1.063,6
mar.	6.307,8	1.047,7	5.233,8	16.432,1	13.810,6	14.082,1	5.356,8	6.933,0	1.368,5	152,4	1.571,7	1.049,8
Transazioni												
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	274,2	76,2	45,2	106,5	1,0	10,9	47,1
2025	49,9	33,5	16,2	455,7	406,0	440,3	144,7	187,4	65,2	8,7	-4,7	54,4
2025 2° trim.	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,8	26,6	45,8	15,3	7,8	9,9	-0,4
3° trim.	19,1	8,3	10,7	65,4	45,2	47,4	33,0	44,7	-24,1	-8,4	-6,7	26,9
4° trim.	10,2	4,7	5,4	182,2	167,1	176,8	57,5	48,4	49,9	11,2	5,8	9,4
2026 1° trim.	14,4	24,8	-10,5	152,0	148,4	146,5	47,7	56,9	43,4	0,5	-0,2	3,8
2025 ott.	8,3	8,1	0,2	68,1	51,8	56,5	13,5	10,0	30,0	-1,6	3,8	12,4
nov.	5,3	1,3	4,1	72,9	59,9	58,0	11,9	19,2	26,0	2,8	18,1	-5,1
dic.	-3,4	-4,6	1,1	41,2	55,3	62,3	32,1	19,3	-6,1	10,0	-16,2	2,1
2026 gen.	51,2	17,4	33,8	76,3	49,6	47,6	-0,6	17,4	33,4	-0,6	16,7	10,0
feb.	-62,5	5,2	-67,7	38,2	47,2	37,6	29,3	20,7	-4,0	1,3	-6,8	-2,3
mar.	25,7	2,3	23,4	37,5	51,6	61,3	18,9	18,8	14,1	-0,3	-10,2	-3,9
Variazioni percentuali												
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,7
2025 2° trim.	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,4	2,1	7,6	11,0	0,8	4,7
3° trim.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,7	2,5	3,7	2,0	0,1	7,3
4° trim.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,7
2026 1° trim.	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,4	3,5	3,2	2,9	6,6	8,1	0,6	4,0
2025 ott.	0,6	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,0	-1,1	-0,3	8,0
nov.	0,8	3,6	0,3	3,2	3,3	3,4	3,0	2,7	7,4	1,7	0,9	6,7
dic.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,7
2026 gen.	0,9	4,3	0,3	3,1	3,2	3,4	2,7	2,8	6,9	7,0	0,9	5,4
feb.	0,1	4,4	-0,7	3,0	3,2	3,3	3,0	2,8	5,2	9,2	0,7	4,4
mar.	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,4	3,5	3,2	2,9	6,6	8,1	0,6	4,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				2	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2023	5.130,8	5.135,7	915,6	1.089,6	3.125,7	6.649,1	6.867,2	731,1	5.229,1	688,9
2024	5.189,1	5.199,9	930,7	1.097,7	3.160,7	6.678,6	6.929,5	744,8	5.255,6	678,2
2025	5.294,8	5.324,2	950,1	1.121,5	3.223,1	6.853,2	7.111,6	777,1	5.403,5	672,6
2025 2° trim.	5.214,0	5.250,1	929,7	1.114,7	3.169,6	6.767,1	7.016,7	757,7	5.333,4	676,1
3° trim.	5.243,5	5.281,7	926,6	1.126,6	3.190,3	6.808,9	7.061,1	767,3	5.369,2	672,4
4° trim.	5.294,8	5.324,2	950,1	1.121,5	3.223,1	6.853,2	7.111,6	777,1	5.403,5	672,6
2026 1° trim.	5.356,8	5.383,1	966,9	1.141,4	3.248,5	6.933,0	7.189,3	796,1	5.465,2	671,7
2025 ott.	5.257,2	5.290,7	935,3	1.126,0	3.195,9	6.817,9	7.074,0	771,1	5.373,9	673,0
nov.	5.266,9	5.300,8	938,5	1.123,4	3.204,9	6.836,2	7.093,3	775,3	5.386,8	674,1
dic.	5.294,8	5.324,2	950,1	1.121,5	3.223,1	6.853,2	7.111,6	777,1	5.403,5	672,6
2026 gen.	5.310,6	5.341,1	953,6	1.122,6	3.234,4	6.898,5	7.156,2	789,3	5.436,1	673,1
feb.	5.335,3	5.356,3	953,0	1.129,5	3.252,9	6.918,7	7.174,9	791,5	5.453,9	673,4
mar.	5.356,8	5.383,1	966,9	1.141,4	3.248,5	6.933,0	7.189,3	796,1	5.465,2	671,7
Transazioni										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,2	87,6	21,8	14,6	39,8	45,2	77,5	26,6	28,3	-9,7
2025	144,7	157,0	31,8	35,1	77,9	187,4	204,9	38,7	148,4	0,3
2025 2° trim.	26,6	37,6	9,2	8,2	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,2
3° trim.	33,0	34,4	-1,4	11,9	22,5	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
4° trim.	57,5	49,4	26,3	-4,6	35,8	48,4	61,7	11,9	34,6	2,0
2026 1° trim.	47,7	45,6	11,1	20,2	16,4	56,9	53,8	9,2	45,5	2,1
2025 ott.	13,5	8,7	8,3	-2,0	7,1	10,0	20,0	4,3	4,7	1,0
nov.	11,9	12,4	4,6	-2,0	9,3	19,2	20,8	5,0	13,1	1,1
dic.	32,1	28,3	13,5	-0,7	19,3	19,3	20,8	2,6	16,8	-0,1
2026 gen.	-0,6	-0,2	-5,9	0,7	4,6	17,4	16,5	1,3	15,9	0,2
feb.	29,3	19,0	3,5	7,8	18,1	20,7	18,8	2,6	17,7	0,3
mar.	18,9	26,9	13,5	11,7	-6,3	18,8	18,5	5,3	11,8	1,6
Variazioni percentuali										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 2° trim.	2,4	2,8	4,0	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
3° trim.	2,7	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
4° trim.	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 1° trim.	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
2025 ott.	2,9	2,9	2,9	4,4	2,3	2,6	2,8	5,2	2,6	0,1
nov.	3,0	3,1	4,0	4,2	2,3	2,7	2,9	5,6	2,7	0,0
dic.	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 gen.	2,7	2,8	3,1	2,9	2,4	2,8	3,0	5,0	2,8	0,0
feb.	3,0	3,0	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	5,0	2,8	0,1
mar.	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4

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 inverse con controparti centrali ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2023	476,9	7.338,3	1.827,0	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7.851,0	1.842,3	117,2	2.590,7	3.300,8	2.664,2	320,1	140,4	136,0
2025	398,3	8.374,5	1.872,6	131,7	2.621,5	3.748,7	3.241,2	193,3	326,5	238,4
2025 2° trim.	410,9	7.908,1	1.833,7	129,6	2.562,0	3.382,8	2.829,8	186,2	177,9	165,9
3° trim.	430,1	8.092,7	1.842,7	132,5	2.589,9	3.527,6	3.052,8	144,0	168,3	168,2
4° trim.	398,3	8.374,5	1.872,6	131,7	2.621,5	3.748,7	3.241,2	193,3	326,5	238,4
2026 1° trim. ^(p)	427,7	8.544,3	1.891,2	133,2	2.650,5	3.869,3	3.548,6	130,1	388,9	257,3
2025 ott.	441,4	8.220,4	1.852,9	132,4	2.618,3	3.616,8	3.185,6	125,3	366,3	251,8
nov.	423,1	8.325,1	1.874,9	131,8	2.617,1	3.701,3	3.257,6	171,7	405,3	266,9
dic.	398,3	8.374,5	1.872,6	131,7	2.621,5	3.748,7	3.241,2	193,3	326,5	238,4
2026 gen.	481,5	8.590,1	1.883,5	131,5	2.613,5	3.961,5	3.529,8	148,1	398,7	250,3
feb.	426,4	8.696,9	1.885,0	132,2	2.625,5	4.054,3	3.618,2	136,7	395,5	250,2
mar. ^(p)	427,7	8.544,3	1.891,2	133,2	2.650,5	3.869,3	3.548,6	130,1	388,9	257,3
Transazioni										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	30,7	-11,7	-16,7
2025	1,9	195,0	33,2	16,3	104,8	40,6	297,9	-138,4	21,0	32,5
2025 2° trim.	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,5	-5,0	4,7
3° trim.	19,2	38,1	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-33,5	-9,6	2,3
4° trim.	-32,8	110,4	24,0	-0,8	32,8	54,5	84,0	9,8	-6,9	0,2
2026 1° trim. ^(p)	19,0	39,8	14,6	1,3	19,9	4,0	154,6	-107,3	61,2	17,8
2025 ott.	10,4	20,5	6,0	-0,2	20,6	-5,9	31,0	-44,9	63,1	21,3
nov.	-18,4	47,2	22,0	-0,6	-0,1	25,8	36,4	41,2	8,8	7,5
dic.	-24,8	42,8	-4,1	0,0	12,3	34,6	16,6	13,5	-78,8	-28,6
2026 gen.	73,5	-17,1	9,4	-0,3	2,8	-28,9	59,4	-67,1	71,0	10,3
feb.	-55,1	31,3	0,9	0,6	8,0	21,8	26,2	-1,8	-3,2	0,4
mar. ^(p)	0,6	25,6	4,4	1,0	9,1	11,1	69,1	-38,4	-6,6	7,0
Variazioni percentuali										
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,1	-	-	35,9	28,2
2025 2° trim.	-0,5	2,4	0,6	19,4	3,6	1,9	-	-	-2,6	-6,0
3° trim.	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,7
4° trim.	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,1	-	-	35,9	28,2
2026 1° trim. ^(p)	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,2	-	-	23,9	16,1
2025 ott.	2,1	2,2	1,2	16,4	3,9	1,1	-	-	36,4	10,1
nov.	0,1	2,7	2,1	15,2	3,8	1,8	-	-	34,0	19,0
dic.	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,1	-	-	35,9	28,2
2026 gen.	15,1	2,2	2,5	11,9	4,1	0,3	-	-	42,3	24,1
feb.	0,2	2,5	2,4	11,3	4,2	1,0	-	-	17,5	14,0
mar. ^(p)	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,2	-	-	23,9	16,1

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2022	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,7
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,0	-2,6	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2025	-2,9	-2,6	-0,2	-0,3	0,2	-1,0
2025 1° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,1
2° trim.	-2,9	.	.	.	.	-1,0
3° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,1
4° trim.	-2,9	.	.	.	.	-1,0

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

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti				Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti					Spese in conto capitale
		Totale	Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Totale	Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022	46,4	45,7	13,2	12,9	14,5	0,8	49,8	44,6	9,8	5,9	1,7	22,3	5,2
2023	45,8	44,9	13,1	12,4	14,4	0,9	49,3	43,9	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3
2024	46,3	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,4	44,4	10,0	6,0	1,9	22,7	5,0
2025	46,8	46,0	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,6	10,1	5,9	1,9	22,9	5,1
2025 1° trim.	46,5	45,7	13,3	12,4	14,8	0,8	49,5	44,5	10,0	6,0	1,9	22,8	5,0
2° trim.	46,6	45,8	13,2	12,4	14,9	0,8	49,5	44,5	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
3° trim.	46,6	45,9	13,2	12,4	15,0	0,7	49,6	44,6	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
4° trim.	46,9	46,1	13,3	12,4	15,1	0,8	49,8	44,7	10,1	6,0	1,9	22,9	5,1

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

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti		Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
					Totale	IFM								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022	88,9	2,6	13,1	4,8	52,1	39,2	36,8	8,6	80,3	15,9	28,1	44,9	88,0	0,9
2023	86,5	2,4	12,1	4,6	48,9	35,5	37,6	7,7	78,8	14,8	27,8	43,9	85,7	0,8
2024	86,6	2,1	11,7	4,8	46,5	33,5	40,1	7,7	78,9	14,3	28,0	44,2	85,8	0,8
2025	87,4	2,1	11,8	4,6	44,4	31,3	43,0	7,6	79,8	14,6	28,2	44,6	86,7	0,7
2025 1° trim.	87,2	2,2	11,6	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	87,7	2,2	11,6	73,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,0	2,2	11,7	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	87,5	2,1	11,8	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media in anni ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Totale	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
										Totale	Scadenze fino a 1 anno		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	12,7	11,4	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	2,0
2024	12,3	10,9	4,0	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025	12,6	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5
2025 2° trim.	12,3	10,9	3,1	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
3° trim.	12,7	11,2	3,5	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6
4° trim.	12,6	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5
2026 1° trim.	12,5	11,0	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,6	2,8	2,4
2025 ott.	12,7	11,2	3,2	1,5	0,4	8,2	2,1	1,2	1,5	2,3	1,9	2,8	2,6
nov.	12,8	11,3	3,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,9	2,8	2,5
dic.	12,6	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5
2026 gen.	12,7	11,2	4,4	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,7	2,8	2,5
feb.	12,7	11,2	4,2	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,6	2,8	2,4
mar.	12,5	11,0	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,6	2,8	2,4

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Bulgaria	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Croazia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico											
2022	-3,5	-2,9	-1,9	-0,9	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-1,1	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,1	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,3	-3,4	4,1
2025	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
2025 1° trim.	-4,6	-3,0	-2,4	-1,2	4,1	2,4	-3,3	-5,7	-2,7	-3,4	4,3
2° trim.	-4,7	-3,4	-2,2	-1,5	3,8	2,1	-3,3	-5,6	-2,9	-3,2	3,9
3° trim.	-5,0	-2,7	-2,2	-1,5	1,2	2,5	-3,0	-5,5	-2,8	-3,3	3,4
4° trim.	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
Debito pubblico											
2022	103,3	22,5	64,4	19,2	43,0	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,1
2023	102,5	22,9	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,5	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	23,8	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	112,6	57,4	134,7	62,7
2025	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	115,6	56,3	137,1	55,0
2025 1° trim.	106,1	23,7	62,0	23,9	34,5	152,9	103,3	114,2	58,3	137,2	61,9
2° trim.	106,2	26,3	62,3	23,2	33,4	152,0	103,4	115,9	57,5	138,1	61,1
3° trim.	107,1	28,4	63,0	22,8	32,8	149,8	103,1	117,8	57,2	137,5	60,3
4° trim.	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	116,2	56,5	137,1	55,0

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,3	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,4	-0,7	-4,6	0,6	-0,9	-5,3	-4,4
2025	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4
2025 1° trim.	-1,4	-1,3	0,6	-3,1	-1,1	-5,0	0,6	-1,4	-5,2	-4,2
2° trim.	-2,0	-1,8	-0,1	-4,3	-1,4	-5,0	0,7	-1,7	-4,8	-3,9
3° trim.	-2,6	-1,8	-0,6	-4,2	-1,5	-4,7	0,2	-1,5	-4,6	-3,6
4° trim.	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4
Debito pubblico										
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0
2023	44,4	37,1	24,7	46,9	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,0
2024	46,2	38,0	26,3	45,9	43,8	80,0	93,5	66,4	59,7	82,4
2025	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5
2025 1° trim.	45,0	40,4	26,1	46,5	43,2	83,0	94,8	69,6	63,2	84,2
2° trim.	47,6	39,0	25,0	46,6	42,7	82,0	96,5	69,5	62,9	88,6
3° trim.	44,8	40,6	27,5	46,4	42,3	83,5	97,4	67,7	62,3	86,9
4° trim.	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2026

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 29 aprile 2026.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-01-26-051-IT-N (online)