



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 4 / 2026



# Indice

<b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>3</b>
Sintesi	3
1    Contesto esterno	8
2    Attività economica	14
3    Prezzi e costi	23
4    Andamenti del mercato finanziario	31
5    Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	36
6    Andamenti della finanza pubblica	41
<b>Riquadri</b>	<b>45</b>
1    Intelligenza artificiale e mercato del lavoro negli Stati Uniti: effetti sulla crescita dell'occupazione	45
2    La reazione dei mercati finanziari statunitensi agli shock geopolitici che incidono sull'offerta di petrolio	50
3    Aiuti di Stato nell'UE: un panorama in evoluzione	56
4    Il rincaro del petrolio dovuto alla guerra in Medio Oriente: valutazione dei fattori che ostacolano la crescita nell'area dell'euro	62
5    Monitoraggio degli andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro attraverso gli annunci di ristrutturazioni aziendali	68
6    Cosa ha mantenuto bassa l'inflazione dei beni? Il ruolo dell'esposizione alle importazioni dalla Cina	74
7    Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dall'11 febbraio al 5 maggio 2026	81
8    La contrazione del saldo di conto corrente dell'area dell'euro nel 2025	87
<b>Articolo</b>	<b>94</b>
1    Cinque anni dell'indagine della BCE presso gli analisti monetari: evoluzione e approfondimenti	94
<b>Riquadro 1</b> L'indagine SMA e i sondaggi condotti da fornitori privati di dati: confronto tra composizione del campione e configurazione dell'indagine	97

**Riquadro 2** Aspettative di politica monetaria basate sull'indagine  
SMA alla luce delle regole di Taylor

101

**Statistiche**

**S1**

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Sintesi

Il Consiglio direttivo si impegna a definire la politica monetaria in modo da assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine.

Per conseguire tale obiettivo, nella riunione dell'11 giugno 2026 ha deciso di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il conflitto in Medio Oriente sta generando pressioni inflazionistiche e la decisione di aumentare i tassi si conferma robusta rispetto a diversi scenari relativi alla possibile evoluzione dello shock e alle sue implicazioni sulle prospettive di medio termine per l'area dell'euro.

Nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2026 dagli esperti dell'Eurosistema l'inflazione complessiva si collocherebbe in media al 3,0 per cento nel 2026, al 2,3 nel 2027 e al 2,0 nel 2028. L'inflazione al netto della componente energetica e alimentare si porterebbe in media al 2,5 per cento nel 2026 e nel 2027 e al 2,2 nel 2028. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2026 dagli esperti della BCE, le previsioni di inflazione nello scenario di base per il 2026 e il 2027 sono state riviste al rialzo a causa della traiettoria più elevata dei prezzi dell'energia, che dovrebbero trasmettersi, in una certa misura, all'inflazione degli alimentari, dei beni e dei servizi. Nello scenario di base la crescita economica raggiungerebbe in media lo 0,8 per cento nel 2026, l'1,2 nel 2027 e l'1,5 nel 2028. Si tratta di una revisione al ribasso per il 2026 e il 2027, che riflette l'impatto più pronunciato del conflitto sui mercati delle materie prime, sui redditi reali e sul clima di fiducia.

Le prospettive si confermano incerte, con rischi al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita economica. Le implicazioni complessive della guerra per l'inflazione e la crescita a medio termine dipenderanno dall'intensità e dalla durata dello shock sui prezzi dell'energia, nonché dalla portata dei suoi effetti indiretti e di secondo impatto. Tale incertezza si riflette anche nell'ampiezza dei valori relativi all'inflazione e alla crescita negli scenari illustrativi aggiornati formulati dagli esperti dell'Eurosistema e pubblicati nell'ambito delle [proiezioni di giugno 2026](#) sul sito Internet della BCE.

Con la decisione dell'11 giugno, il Consiglio direttivo mantiene una posizione favorevole che gli consente di affrontare l'incertezza provocata dalla guerra. 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 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.

## Attività economica

Tenuto conto dell'aggiustamento per un fattore temporaneo in Irlanda, l'economia dell'area dell'euro è cresciuta nel primo trimestre del 2026, sostenuta dalla domanda interna e dalle esportazioni. Tuttavia, il conflitto in Medio Oriente grava sull'attività economica e le indagini congiunturali segnalano un rallentamento, soprattutto nel settore dei servizi. Il settore manifatturiero ha mostrato sinora una buona tenuta, in parte riconducibile alla costituzione di scorte da parte delle imprese per far fronte alle pressioni sulle catene di approvvigionamento, ma anche all'incremento della spesa per la difesa.

Il mercato del lavoro continua a evidenziare capacità di tenuta. La disoccupazione, al 6,3 per cento ad aprile 2026, si mantiene prossima ai minimi storici. Nel primo trimestre sono stati creati nuovi posti di lavoro, sebbene a un ritmo inferiore rispetto all'ultimo trimestre del 2025. La domanda di manodopera si è ulteriormente ridimensionata e imprese e famiglie si aspettano un indebolimento del mercato del lavoro.

In prospettiva, gli esperti prevedono un calo della domanda interna più marcato rispetto alle proiezioni di marzo 2026, in quanto il conflitto grava sul clima di fiducia e i rincari dei beni energetici erodono i redditi reali. Allo stesso tempo, i bilanci delle famiglie sono complessivamente solidi e i consumi dovrebbero rimanere la principale determinante della crescita. Nel breve periodo l'incremento dei costi dell'energia e il deterioramento del clima di fiducia comprimeranno gli investimenti privati, che dovrebbero però essere sostenuti dagli investimenti delle imprese nelle nuove tecnologie digitali. La maggiore spesa pubblica per difesa e infrastrutture dovrebbe continuare a sostenere gli investimenti pubblici. Ci si attende che questi fattori attutiscano in qualche misura le ripercussioni del conflitto.

Il Consiglio direttivo ha evidenziato l'urgente necessità di rafforzare l'economia dell'area dell'euro, preservando al tempo stesso la solidità delle finanze pubbliche. La sostenibilità dei conti pubblici rappresenta un'ancora fondamentale per la stabilità economica nel suo complesso. Le manovre di bilancio in risposta allo shock sui prezzi dell'energia dovrebbero essere temporanee, mirate e modulate, come sottolineato dalla Commissione europea nel pacchetto di primavera del semestre europeo 2026. 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

A maggio 2026 l'inflazione è salita al 3,2 per cento, dal 3,0 di aprile. L'inflazione dei beni energetici è aumentata lievemente al 10,9 per cento, dopo il 10,8 registrato ad aprile, mentre quella dei beni alimentari è diminuita al 2,0 per cento dal 2,4. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è salita al 2,5 per cento, dal 2,2 di aprile, segnando un incremento pari allo 0,9 per cento per i beni e una crescita dal 3,0 al 3,5 per cento per i servizi.

Le pressioni derivanti dai costi interni si sono attenuate nel primo trimestre del 2026, sostenute dal rallentamento della crescita di salari e utili. L'indice salariale della BCE e le indagini sulle aspettative salariali continuano a segnalare che la crescita delle retribuzioni dovrebbe ridursi nel corso dell'anno. Tuttavia, i maggiori costi sostenuti dalle imprese per l'approvvigionamento degli altri fattori produttivi alimentano le loro aspettative di un aumento dei prezzi di vendita. Inoltre, lo shock energetico ha già sospinto al rialzo alcuni indicatori dell'inflazione di fondo. Le aspettative di inflazione sugli orizzonti temporali più brevi restano ben al di sopra dei livelli precedenti lo scoppio della guerra in Medio Oriente. Al tempo stesso, le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano prevalentemente a circa il 2 per cento, favorendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo nel medio periodo.

Il rialzo delle quotazioni dell'energia comporterà un ulteriore aumento dell'inflazione nel corso dell'estate, mantenendola ben al di sopra dell'obiettivo fino alla prima metà del 2027, e contribuirà ad accrescere le pressioni sui prezzi di alimentari, beni e servizi. L'inflazione dovrebbe poi tornare in linea con l'obiettivo nella seconda metà del 2027, sostenuta dal calo dei prezzi dell'energia e dal minore aumento degli altri prezzi. Tuttavia, la guerra in Medio Oriente rimane tra le principali fonti di incertezza. Quanto più a lungo i prezzi dell'energia resteranno elevati, tanto maggiore sarà il rischio di ripercussioni al rialzo 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

I rischi per le prospettive di crescita sono orientati al ribasso, principalmente a causa della guerra in Medio Oriente, che ha inasprito il contesto politico mondiale già di per sé mutevole. L'interruzione prolungata dell'offerta di energia potrebbe far aumentare ulteriormente le quotazioni energetiche per un periodo più lungo rispetto a quanto attualmente atteso. Tali fattori eroderebbero ulteriormente i redditi reali e accentuerebbero la cautela di imprese e famiglie nelle decisioni di investimento e consumo. 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 o un irrigidimento dell'offerta di credito potrebbero frenare la domanda. Ulteriori frizioni nel commercio internazionale potrebbero inoltre 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 e i mercati dell'energia si adattassero più rapidamente di quanto atteso alle turbative causate dalla guerra in Medio Oriente o se il conflitto dovesse risolversi tempestivamente e in modo duraturo. Inoltre, la spesa programmata per difesa e infrastrutture, le riforme volte a migliorare la produttività e l'adozione di nuove tecnologie da parte delle imprese dell'area dell'euro potrebbero determinare una crescita superiore alle previsioni. Una maggiore integrazione del mercato unico potrebbe inoltre stimolare la crescita oltre le attuali aspettative.

I rischi per le prospettive di inflazione sono orientati al rialzo. Se l'entità e la durata dei rincari dell'energia dovessero essere superiori alle attuali aspettative, l'inflazione dell'area dell'euro aumenterebbe ulteriormente. Tale andamento potrebbe risultare più marcato e persistente in presenza di una trasmissione ai prezzi e ai salari dei rincari dei beni energetici superiore alle attese, di un conseguente aumento delle aspettative di inflazione a più lungo termine o del verificarsi di 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. Eventi meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica e ambientale, potrebbero determinare aumenti dei prezzi dei beni alimentari superiori alle attese. Per contro, l'inflazione potrebbe risultare lievemente 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 rispetto a quanto previsto. Mercati finanziari più volatili e avversi al rischio potrebbero gravare sulla domanda e ridurre quindi anche l'inflazione.

## Condizioni finanziarie e monetarie

Le condizioni finanziarie sono rimaste sostanzialmente invariate dalla riunione del Consiglio direttivo del 30 aprile 2026, confermandosi tuttavia più tese rispetto al periodo precedente la guerra. Il costo del debito emesso sul mercato è salito al 4,0 per cento ad aprile, dal 3,9 di marzo. Ad aprile i tassi sul credito bancario alle imprese si sono mantenuti al 3,6 per cento e quelli sui mutui ipotecari al 3,4.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è salito al 3,4 per cento ad aprile, dal 3,2 di marzo, mentre il tasso di crescita dell'emissione di

obbligazioni societarie è salito al 4,6. Ad aprile i mutui ipotecari sono cresciuti nuovamente, del 3,0 per cento.

In linea con la sua strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha condotto una valutazione approfondita dei nessi tra la politica monetaria e la stabilità finanziaria. Le banche dell'area dell'euro mostrano una buona tenuta, sostenute da elevati coefficienti patrimoniali e di liquidità, una solida qualità degli attivi e una robusta redditività. Tuttavia, un calo improvviso e marcato dei prezzi delle attività, potenzialmente amplificato dal settore finanziario non bancario e da un deterioramento della qualità degli attivi, in particolare nel comparto dell'energia e nei settori sensibili al commercio, porrebbe rischi per la stabilità finanziaria. Tali rischi aumentano con il protrarsi degli attuali conflitti geopolitici. La politica macroprudenziale resta la prima linea di difesa contro l'accumularsi di vulnerabilità finanziarie, rafforzando la capacità di tenuta e preservando lo spazio macroprudenziale.

## Decisioni di politica monetaria

Nella riunione dell'11 giugno 2026 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare i tre tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base. Pertanto, i tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale, sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati portati, rispettivamente, al 2,25, al 2,40 e al 2,65 per cento, con effetto dal 17 giugno 2026.

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

## Conclusioni

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

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

*L'attività economica mondiale ha continuato a mostrare una buona tenuta agli inizi del 2026, ma il protrarsi della guerra in Medio Oriente frena le prospettive attraverso l'aumento dei prezzi dell'energia, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e la maggiore incertezza. All'inizio dell'anno l'attività economica e il commercio mondiali sono stati favoriti dalla vigorosa produzione manifatturiera e dagli investimenti legati all'IA. Tale attività è stata sostenuta da un accumulo preventivo di scorte dei beni sensibili alle variabili energetiche, che è stato particolarmente evidente negli Stati Uniti, in Cina e in altre economie asiatiche emergenti. Gli effetti di propagazione diretti della guerra in Medio Oriente sul commercio di beni non energetici e sul trasporto marittimo sono stati finora limitati, ma le pressioni dal lato dell'offerta si sono intensificate per il petrolio, i carburanti raffinati e altri beni sensibili ai prezzi dell'energia. Al contempo, poiché i rincari dei beni energetici hanno iniziato ad alimentare pressioni più ampie sui prezzi, l'inflazione a livello mondiale è aumentata. Di conseguenza, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2026 dagli esperti dell'Eurosistema indicano una crescita mondiale più debole per il 2026 rispetto all'esercizio previsivo precedente, unitamente a un aumento dell'inflazione a livello mondiale sia per il 2026 sia per il 2027.*

**All'inizio del 2026 l'attività economica mondiale ha continuato a mostrare una buona tenuta, sostenuta dalla produzione del settore manifatturiero e dall'accumulo preventivo di scorte dei beni sensibili alle variabili energetiche.**

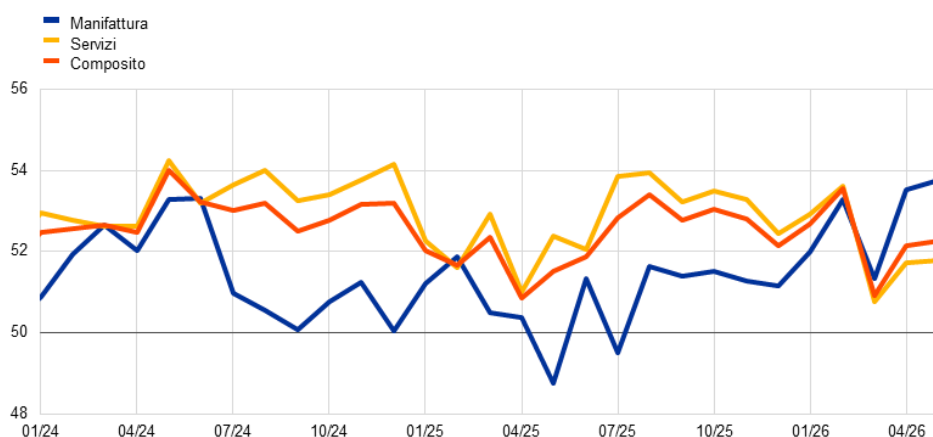
I dati di contabilità nazionale più recenti indicano che nel primo trimestre del 2026 la produzione economica mondiale è cresciuta dello 0,7 per cento sul periodo precedente, a fronte dello 0,8 per cento nel quarto trimestre del 2025. Gli indicatori delle indagini evidenziano una perdurante tenuta all'inizio del secondo trimestre del 2026: dopo il brusco calo di marzo, ad aprile e maggio 2026 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è risalito (cfr. il pannello a) del grafico 1). Tale recupero è stato trainato principalmente dal settore manifatturiero, mentre in quello dei servizi la ripresa è stata più contenuta. Negli annunci degli utili agli investitori da parte dei settori energetico e ad alta intensità energetica i riferimenti ad "anticipazione degli acquisti", "scorte di sicurezza" e altri termini connessi sono aumentati sostanzialmente, suggerendo che le imprese abbiano accumulato riserve in risposta all'accresciuta incertezza associata alla guerra in Medio Oriente e alle potenziali strozzature dell'offerta (cfr. il pannello b) del grafico 1). Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di giugno 2026, la forte crescita nel primo trimestre del 2026 e i fattori temporanei a sostegno dell'attività economica mondiale attenuano in parte gli effetti avversi della guerra in Medio Oriente nel breve periodo, ma non ci si attende che possano impedirne un rallentamento generalizzato nel 2026.

## Grafico 1

PMI mondiale relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) e riferimenti negli annunci degli utili agli investitori da parte delle imprese a livello mondiale

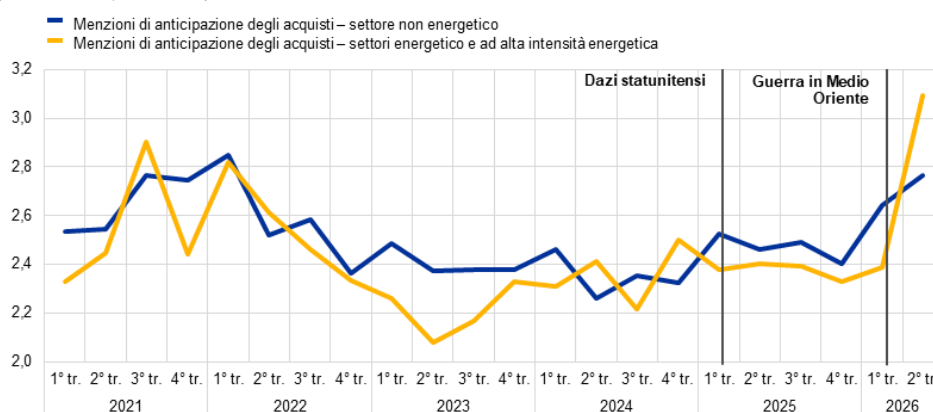
### a) PMI

(indici di diffusione)



### b) Annunci degli utili agli investitori da parte delle imprese

(numero di frasi per annuncio)



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

Note: nel pannello a) la linea orizzontale in corrispondenza del valore 50 indica la linea di base neutra, che divide espansione e contrazione. Nel pannello b) la voce "Annunci degli utili agli investitori" si riferisce al numero medio di volte in cui le imprese a livello mondiale menzionano l'"anticipazione degli acquisti" e altri termini connessi durante tali annunci. La voce "settori energetico e ad alta intensità energetica" include combustibili fossili, energia rinnovabile, uranio, prodotti chimici, trasporti, commercio al dettaglio di alimenti e farmaci e risorse applicate. La voce "Dazi statunitensi" si riferisce alla prima attuazione rilevante delle misure relative ai dazi introdotte durante il secondo mandato del presidente Trump. La voce "Guerra in Medio Oriente" si riferisce all'inizio di tale conflitto. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2026 per il pannello a) e al 15 maggio 2026 per il pannello b).

**Poiché il conflitto in Medio Oriente grava sui prezzi dell'energia e sulle condizioni finanziarie, amplificando di conseguenza l'incertezza, le prospettive di crescita economica a livello mondiale si sono indebolite.** Le turbative

nell'area dello Stretto di Hormuz e l'assenza di un accordo di pace conclusivo hanno continuato a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi dei beni energetici, in particolare del petrolio. Sebbene il vigore degli investimenti connessi all'IA, la tenuta dei flussi commerciali e le misure di sostegno sul piano delle politiche offrano un certo sollievo, ci si attende che i maggiori costi dell'energia e l'inasprimento delle condizioni finanziarie gravino in misura crescente sulla domanda privata in futuro. Nel 2026 la crescita del PIL mondiale in termini reali esclusa l'area dell'euro

dovrebbe rallentare dal 3,6 per cento del 2025 al 3,0 nel 2026, per poi recuperare gradualmente fino al 3,2 nel 2027 e al 3,3 nel 2028<sup>1</sup>.

**I prezzi delle materie prime si confermano altamente volatili e i mercati dell'energia continuano a risentire del blocco dello Stretto di Hormuz, con aspettative altalenanti in merito a un potenziale accordo di pace conclusivo.**

Nel periodo in esame (dal 19 marzo al 10 giugno 2026) i corsi petroliferi sono scesi del 15 per cento, collocandosi a 94 dollari al barile, rimanendo tuttavia superiori del 32 per cento rispetto ai livelli antecedenti il conflitto. Tale calo iniziale è riconducibile all'annuncio di un cessate il fuoco tra Stati Uniti e Iran ad aprile, mentre il successivo indebolimento dei prezzi del petrolio ha rispecchiato le rinnovate aspettative di una proroga del cessate il fuoco che avrebbe potuto aprire la strada a un più ampio accordo di pace tra i due paesi. Ciò nonostante, i prezzi del petrolio si sono confermati altamente volatili durante tutto il periodo in esame, in quanto le esportazioni di beni energetici attraverso lo Stretto di Hormuz hanno continuato a subire gravi interruzioni. I perduranti ostacoli al transito attraverso lo Stretto inaspriscono meccanicamente le condizioni di approvvigionamento energetico a livello mondiale, esercitando di conseguenza una sostenuta pressione al rialzo sui prezzi dell'energia. Anche i prezzi del gas in Europa hanno registrato un calo pronunciato, pari al 21 per cento. Come è accaduto nei mercati petroliferi, le aspettative di un cessate il fuoco prolungato hanno rappresentato la principale determinante della diminuzione dei prezzi del gas nel periodo in esame. Inoltre, le modeste importazioni di gas naturale liquefatto (GNL) verso l'Asia hanno contribuito a contenere le pressioni al rialzo sui prezzi del gas a marzo e ad aprile 2026, di riflesso alle condizioni meteorologiche più miti e alla maggiore sostituzione del gas con il carbone in Cina. La situazione resta tuttavia molto volatile e incerta, poiché anche i flussi di GNL continuano a essere soggetti a interruzioni<sup>2</sup>. I prezzi dei beni alimentari sono rimasti nel complesso sostanzialmente stabili, dal momento che il calo dei prezzi del caffè, sostenuto dalla forte produzione in Brasile, è stato in gran parte compensato dall'aumento dei prezzi del cacao, in un contesto caratterizzato dai timori di una stagione influenzata da un fenomeno di El Niño potenzialmente molto forte più avanti nell'anno. I prezzi dei metalli sono aumentati del 13 per cento, a causa delle interruzioni nell'approvvigionamento di alluminio in Medio Oriente e delle aspettative di una minore produzione di rame in Cile.

**Le pressioni dal lato dell'offerta sono aumentate, ma i dati attuali segnalano carenze concentrate di input specifici piuttosto che interruzioni generalizzate della logistica a livello mondiale.** Ad aprile il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori si è ampliato, in particolare nell'area dell'euro e nel Regno Unito, con le imprese che segnalano un peggioramento delle carenze di petrolio, polimeri e prodotti chimici. Sebbene tali carenze rimangano al di sopra dei livelli normali, i dati non indicano ancora interruzioni generalizzate della logistica a livello mondiale.

<sup>1</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 1 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026*, pubblicate sul sito Internet della BCE l'11 giugno 2026.

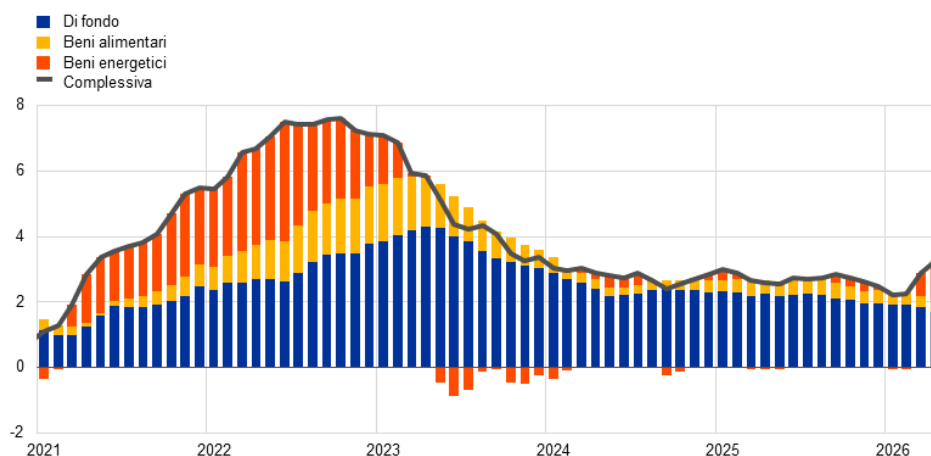
<sup>2</sup> Si noti che la presente sezione esamina le variazioni dei prezzi a pronti tra marzo e giugno 2026. Questi potrebbero differire dalle modifiche delle ipotesi tecniche tra gli esercizi di proiezione di marzo e giugno 2026 a causa delle differenze nelle date di chiusura dei mercati, nonché dell'utilizzo della media di prezzi a pronti e contratti future sul petrolio calcolata su numerosi giorni lavorativi durante il processo di produzione delle proiezioni.

Il trasporto di container al di fuori dello Stretto di Hormuz è rimasto sostanzialmente invariato. A tale riguardo, la situazione attuale assomiglia a uno shock isolato dal lato dell'offerta di input piuttosto che alle più ampie interruzioni alla logistica mondiale osservate nel 2021 e nel 2022. Tuttavia, le carenze materiali potrebbero intensificarsi se persistesse la chiusura dello Stretto di Hormuz, in particolare per quanto riguarda petrolio, combustibili raffinati e altri input ad alta intensità energetica. Tale contesto continua a rappresentare un significativo rischio al ribasso per l'attività economica e al rialzo per l'inflazione a livello mondiale.

**Ad aprile l'inflazione a livello mondiale è aumentata e da allora le pressioni inflazionistiche si sono intensificate, in quanto lo shock energetico ha iniziato a propagarsi.** L'inflazione complessiva a livello mondiale nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) esclusa la Turchia è salita dal 3,3 per cento di marzo 2026 al 3,5 ad aprile, principalmente a causa dell'aumento dell'inflazione dei beni energetici (cfr. il grafico 2)<sup>3</sup>. Lo shock energetico dovrebbe inoltre spingere al rialzo l'inflazione di fondo attraverso l'aumento dei costi di produzione. Ad aprile il PMI mondiale relativo ai prezzi degli input è salito, suggerendo che una quota più ampia di imprese abbia segnalato un aumento dei costi degli input, mentre gli indicatori dei prezzi degli input nel settore dei servizi sono cresciuti in misura più moderata. Poiché gli indicatori PMI misurano la quota di intervistati che hanno segnalato aumenti dei prezzi piuttosto che l'entità delle variazioni dei prezzi, tali dati suggeriscono pressioni inflazionistiche più ampie. L'inflazione a livello mondiale esclusa l'area dell'euro dovrebbe raggiungere il 3,5 per cento nel 2026, per poi rallentare fino al 3,0 per cento nel 2027 e al 2,5 per cento nel 2028.

**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 ad aprile 2026.

<sup>3</sup> Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema per l'inflazione complessiva misurata sull'IPC comprendono una gamma più ampia di paesi, fra cui le principali economie emergenti come Cina, India, Brasile e Russia, di cui non si tiene conto nel calcolo dell'inflazione misurata sull'IPC nei paesi dell'OCSE.

**Nel primo trimestre la crescita delle importazioni mondiali ha sorpreso al rialzo, ma tale slancio dovrebbe attenuarsi con il venir meno degli effetti di accumulo delle scorte.** I dati di contabilità nazionale indicano una crescita vigorosa nel primo trimestre del 2026, sostenuta dalle vivaci importazioni verso Stati Uniti, Cina, Corea del Sud e altre economie asiatiche avanzate. Il vigore della crescita delle importazioni ha rispecchiato la tenuta dell'attività economica, l'interscambio connesso all'IA e l'accumulo di scorte a fini precauzionali di beni sensibili alle variabili energetiche: quest'ultimo fattore dovrebbe diminuire nei prossimi trimestri. Tuttavia, ci si attende che la dinamica delle importazioni a livello mondiale si indebolisca nel secondo trimestre, in quanto la guerra in Medio Oriente grava sulle economie ad alta intensità energetica attraverso costi più elevati per energia, trasporto merci e assicurazioni. Nel 2026 la crescita delle importazioni mondiali esclusa l'area dell'euro diminuirebbe al 4,2 per cento, per poi rallentare ulteriormente nel 2027 e nel 2028; ciò riflette dati recenti più positivi e una maggiore tenuta delle dinamiche di fondo dell'interscambio, sostenute da un più solido interscambio di input legati all'IA e alla tecnologia.

**Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali ha segnato una ripresa nel primo trimestre del 2026, ma la dinamica di fondo della domanda privata si è indebolita.** La crescita del PIL è risalita allo 0,4 per cento sul periodo precedente, dallo 0,1 del quarto trimestre del 2025, in quanto l'attività economica ha registrato una ripresa dopo lo shutdown del governo federale. Tale recupero è stato sostenuto dai consumi pubblici e dagli investimenti, mentre i consumi privati hanno rallentato. Gli investimenti fissi privati sono rimasti sostenuti, favoriti dalle spese connesse all'IA in attrezzature e software informatici, anche se il contributo netto dell'attività legata all'IA alla crescita del PIL rimane modesto, dato l'elevato contenuto di importazioni. In prospettiva, ci si attende che la crescita statunitense rimanga sostanzialmente in linea con il suo valore potenziale. È probabile che il rincaro del petrolio e l'inasprimento delle condizioni finanziarie gravino sui consumi privati, sebbene ciò dovrebbe essere compensato da forti investimenti legati all'IA.

**Ad aprile l'inflazione statunitense ha accelerato con l'ampliarsi dell'impatto dei rincari dei corsi petroliferi, nonostante il rallentamento della trasmissione dei dazi.** L'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 3,8 per cento ad aprile, dal 3,3 di marzo 2026, a causa del brusco aumento dell'inflazione dei beni energetici al 17,9 per cento, dal 12,5 di marzo. A maggio i prezzi al dettaglio della benzina hanno continuato ad aumentare, avvicinandosi a livelli non più osservati dalla metà del 2022, suggerendo ulteriori pressioni al rialzo sull'inflazione dei beni energetici nel breve periodo. Sembra che anche le pressioni sui prezzi si siano ampliate, trainate dall'aumento dei prezzi del trasporto merci e delle tariffe aeree per passeggeri. Sono aumentati anche l'IPC al netto dei beni energetici e l'inflazione di fondo. Tale incremento si è verificato nonostante il rallentamento della trasmissione dei dazi, con l'inflazione dei beni di consumo al netto di beni alimentari, beni energetici e autovetture e camion usati che sembra aver raggiunto il proprio picco a marzo 2026. Il rincaro del petrolio ha inoltre innalzato le aspettative di inflazione dei consumatori. Le indagini presso i responsabili degli acquisti evidenziano crescenti pressioni sui prezzi, in particolare nelle imprese manifatturiere. L'inflazione misurata sulla spesa per consumi personali dovrebbe continuare ad

aumentare fino al primo trimestre del 2027 e tornerebbe in linea con l'obiettivo del 2 per cento fissato dal Federal Reserve System solo nel 2028.

**Dopo un primo trimestre vigoroso, la dinamica dell'economia cinese si è indebolita all'inizio del secondo trimestre del 2026.** Nel primo trimestre del 2026 la crescita del PIL in termini reali è aumentata dell'1,3 per cento sul periodo precedente, sostenuta dalla tenuta delle esportazioni e da efficaci misure di politica economica. Tuttavia, i dati di aprile evidenziavano un rallentamento generalizzato. Ciò riflette l'indebolimento delle vendite al dettaglio e degli investimenti, mentre il tasso di crescita della produzione industriale è sceso al 4,1 per cento sul periodo corrispondente, il ritmo più basso dalla metà del 2023, in quanto i rincari del petrolio hanno pesato sull'attività nei settori ad alta intensità energetica. Il settore immobiliare ha continuato a esercitare un freno, con un calo persistente dei prezzi delle abitazioni e indicatori più ampi del settore immobiliare su livelli modesti. Le esportazioni hanno continuato a favorire l'attività economica, sostenute dall'interscambio legato all'IA, ad esempio per i semiconduttori e i prezzi competitivi, mentre la domanda interna è rimasta debole. Finora le pressioni inflazionistiche derivanti dallo shock energetico sono state più evidenti nei prezzi alla produzione piuttosto che in quelli al consumo. Ad aprile l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è aumentata lievemente, all'1,2 per cento sui dodici mesi, mentre l'inflazione alla produzione ha subito una netta accelerazione, raggiungendo il 2,8 per cento. Ciò suggerisce che i rincari dell'energia gravino più direttamente sull'industria e sui settori ad alta intensità energetica piuttosto che sulle famiglie. Nel complesso, l'attività economica dovrebbe rallentare gradualmente, poiché la tenuta delle esportazioni ha attenuato solo in parte la debolezza della domanda interna e l'aggiustamento in atto nel settore immobiliare.

**Nel Regno Unito l'attività economica ha segnato una forte ripresa nel primo trimestre del 2026, tuttavia ci si attende che tale andamento si riveli temporaneo.** La crescita del PIL è salita allo 0,6 per cento sul trimestre precedente, sostenuta sia dai consumi privati sia da quelli pubblici, mentre gli investimenti sono diminuiti e le esportazioni nette hanno frenato la crescita. I più recenti indicatori di breve periodo segnalano una dinamica più debole all'inizio del secondo trimestre, in quanto i rincari dei beni energetici e l'incertezza hanno gravato sul clima di fiducia. Ad aprile l'inflazione complessiva è scesa, principalmente per effetto del calo dell'inflazione dei servizi, ma dovrebbe tornare ad aumentare con la trasmissione dei rincari dei beni energetici alle bollette delle famiglie in occasione della revisione del massimale per i prezzi dell'energia. Nel complesso, ci si attende che lo slancio della crescita si attenui dopo la ripresa del primo trimestre, mentre è probabile che nei prossimi mesi emergano nuove spinte inflazionistiche.

## 2 Attività economica

*L'economia dell'area dell'euro (al netto dei dati volatili irlandesi) è cresciuta moderatamente nel primo trimestre del 2026, sostenuta dalla domanda interna e dalle esportazioni. Nel primo trimestre il mercato del lavoro ha mantenuto la propria capacità di tenuta con la creazione di nuovi posti di lavoro, sebbene a un ritmo inferiore rispetto al quarto trimestre del 2025. Con lo scoppio della guerra in Medio Oriente, a partire da marzo gli indicatori di breve periodo dell'attività economica sono diminuiti, segnalando un indebolimento della spesa per consumi, un deterioramento del clima di fiducia e un allungamento dei tempi di consegna. Nel loro insieme, tali andamenti suggeriscono che la guerra in Medio Oriente stia gravando sia sull'attività corrente sia su quella attesa. Gran parte del deterioramento del clima di fiducia complessivo è riconducibile alle famiglie e al settore dei servizi. Nel medio periodo la domanda interna dovrebbe essere sostenuta da una ripresa del reddito reale, favorita dal calo dei prezzi dell'energia, dalla tenuta del mercato del lavoro e dall'aumento della spesa pubblica per infrastrutture e difesa. Tali fattori dovrebbero essere integrati da maggiori investimenti legati all'intelligenza artificiale e alla transizione energetica.*

*Questo scenario trova sostanziale riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2026 dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono una crescita media del PIL in termini reali dello 0,8 per cento nel 2026, dell'1,2 nel 2027 e dell'1,5 nel 2028. Ciò implica una lieve revisione al ribasso per il 2026 e il 2027 che riflette l'impatto più pronunciato della guerra su mercati delle materie prime, redditi reali e clima di fiducia rispetto a quanto ci si aspettasse in precedenza. Il conflitto in Medio Oriente ha reso le prospettive notevolmente più incerte, generando rischi al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita economica. Dati i livelli molto elevati di incertezza circa l'impatto della guerra, che dipenderà fortemente dalla sua durata e intensità, le previsioni di base sono accompagnate da scenari alternativi aggiornati, pubblicati sul sito Internet della BCE assieme alle proiezioni degli esperti<sup>4</sup>.*

**L'economia dell'area dell'euro (al netto dei dati volatili irlandesi) è cresciuta moderatamente nel primo trimestre del 2026.** Secondo la più recente stima dell'Eurostat, nel primo trimestre del 2026 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuito dello 0,2 per cento su base trimestrale, dopo una crescita dello 0,2 per cento nel trimestre precedente. Tuttavia, se si esclude l'Irlanda, il PIL in termini reali è aumentato dello 0,3 per cento, in lieve calo rispetto allo 0,4 per cento del quarto trimestre del 2025. La dinamica delle componenti della domanda interna ha subito un rallentamento nel primo trimestre (cfr. il grafico 3). Sia la crescita dei consumi privati sia quella dei consumi pubblici si sono indebolite e gli investimenti hanno subito una contrazione. Contemporaneamente, le variazioni delle scorte sono lievemente diminuite, contribuendo negativamente alla crescita del PIL. Sebbene l'interscambio estero netto sia stato negativo nei dati complessivi, è diventato positivo nel momento in cui è stata esclusa la volatilità dei flussi commerciali irlandesi. Nel primo trimestre la produzione è stata trainata in larga

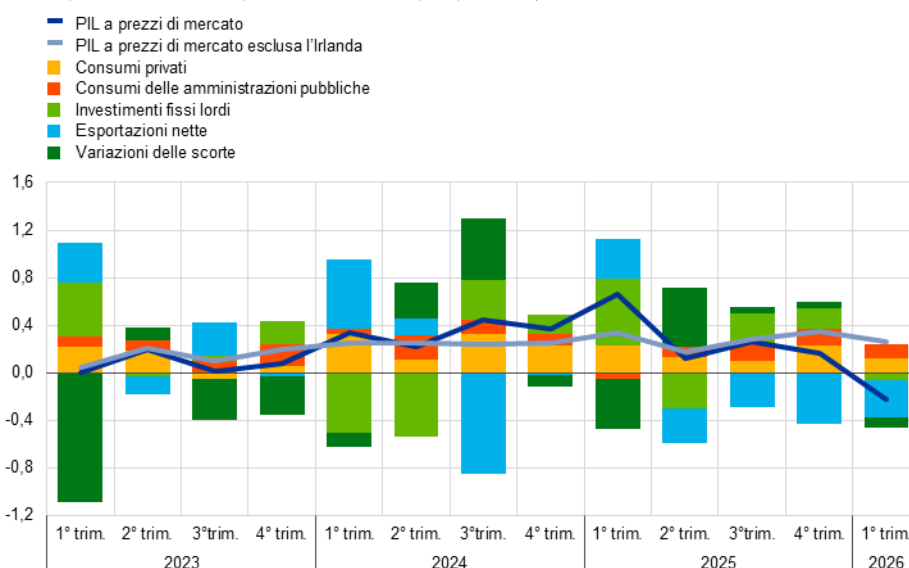
<sup>4</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026](#), pubblicate sul sito Internet della BCE l'11 giugno 2026.

misura dai servizi, sostenuti ancora una volta da quelli di informazione e comunicazione. Il settore delle costruzioni ha perso slancio a causa delle avverse condizioni meteorologiche in alcune parti d'Europa, evidenziando una contrazione dell'attività dopo quattro trimestri di crescita. Gli andamenti nel settore manifatturiero sono stati notevolmente diversi all'interno dell'area e hanno risentito fortemente della volatilità di alcuni dati nazionali, in particolare un calo del 35 per cento riferito dall'Irlanda. Pur affrontando ancora circostanze avverse derivanti da maggiori dazi e incertezza geopolitica, il settore è al tempo stesso sostenuto dalla produzione legata all'industria della difesa. Nonostante le notevoli differenze tra paesi, nel primo trimestre del 2026 la maggior parte degli Stati membri ha registrato una crescita positiva del PIL.

### Grafico 3

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

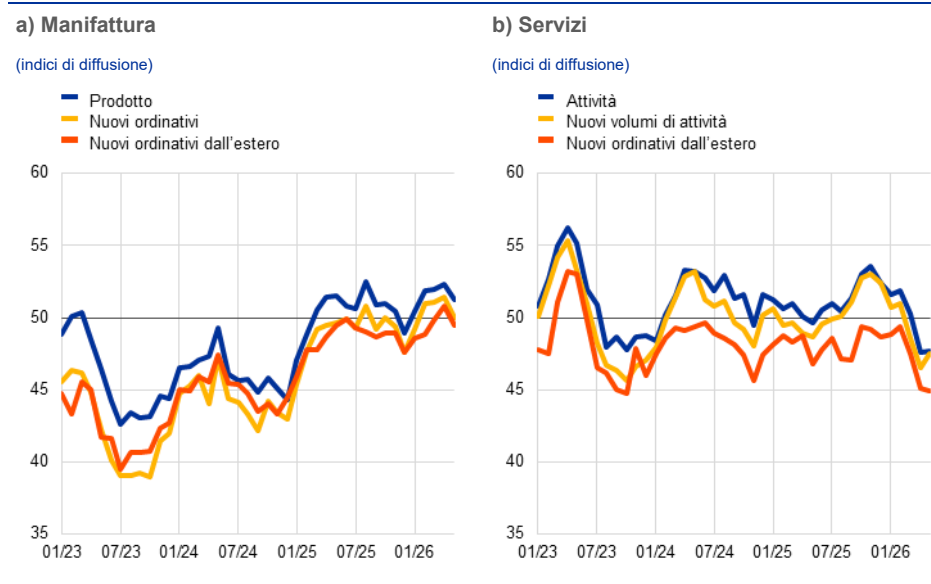
#### A partire da marzo, gli indicatori di breve periodo sono diminuiti, segnalando chiaramente l'impatto negativo della guerra in Medio Oriente sull'attività economica.

L'indice composito preliminare dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto dell'area dell'euro è diminuito ulteriormente a maggio, mantenendosi pertanto in territorio di contrazione per due mesi consecutivi. Il calo cumulato da 51,9 a 48,6 registrato tra febbraio e maggio 2026 evidenzia l'impatto negativo della guerra in Medio Oriente sulle percezioni riguardanti la produzione. Sebbene tale diminuzione sia stata determinata sia dal settore manifatturiero sia da quello dei servizi, il calo cumulato in quest'ultimo comparto è stato significativamente più pronunciato, con l'indice dell'attività che ha raggiunto livelli non più registrati dall'inizio del 2021 (cfr. il grafico 4). Le indagini della Commissione europea presso le imprese e i consumatori delineano un quadro simile, con gran parte del deterioramento del clima di fiducia complessivo riconducibile alle famiglie e al settore dei servizi. I dati del PMI mostrano inoltre che i

risultati delle indagini maggiormente prospettive sui nuovi ordinativi sono peggiorati parallelamente al prodotto, mentre i tempi di consegna da parte dei fornitori si sono ulteriormente allungati, evidenziando i più forti ritardi registrati da giugno 2022.

#### Grafico 4

##### Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



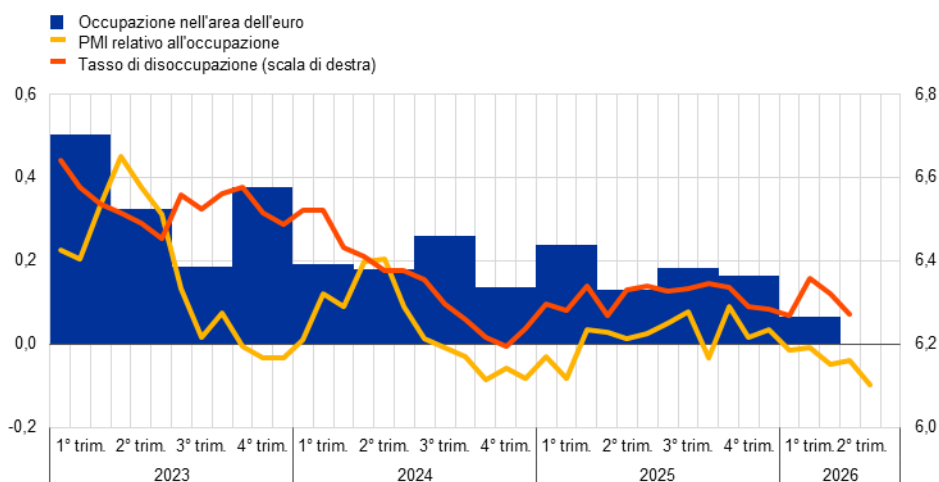
Fonte: S&P Global Market Intelligence.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2026.

**Il tasso di disoccupazione si mantiene basso, ma la creazione di posti di lavoro ha subito un rallentamento e la domanda di manodopera continua ad attenuarsi.** Il tasso di disoccupazione è stato pari al 6,3 per cento a marzo e aprile, essendosi mantenuto sostanzialmente stabile su tale livello dalla metà del 2024 (cfr. il grafico 5). Mentre, nel primo trimestre del 2026, il totale delle ore lavorate è diminuito dello 0,2 per cento sul periodo precedente, l'occupazione ha continuato a crescere, sostenuta dall'espansione delle forze di lavoro. Pertanto, la media delle ore lavorate per dipendente si è ridotta. Tuttavia, agli inizi del 2026, il ritmo di creazione di posti di lavoro è ulteriormente diminuito allo 0,1 per cento sul trimestre precedente e allo 0,5 per cento sul periodo corrispondente, dopo aumenti dello 0,7 per cento nel 2025, dello 0,8 nel 2024 e dell'1,4 nel 2023. La graduale moderazione della crescita dell'occupazione riflette in parte la protratta attenuazione della domanda di lavoro. Il tasso di posti vacanti segue una tendenza decrescente dalla seconda metà del 2022. Nel primo trimestre del 2026 è ulteriormente diminuito, al 2,2 per cento, dopo essere lievemente aumentato alla fine del 2025, trainato dall'andamento osservato nel settore delle costruzioni. Le tendenze settoriali hanno mostrato divergenze nell'ultimo anno, con l'aumento dei posti vacanti nelle costruzioni e il protratto calo di quelli nei servizi di mercato e nell'industria.

## Grafico 5

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

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



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

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

#### **Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro suggeriscono una debole dinamica dell'occupazione nel secondo trimestre del 2026.**

L'indice PMI composito mensile relativo all'occupazione è sceso al di sotto della soglia neutra di 50 all'inizio dell'anno. A maggio ha continuato a scendere, a 49,0 dal 49,6 di aprile, suggerendo una condizione sostanzialmente invariata dell'occupazione nel secondo trimestre dell'anno. L'indice si colloca attualmente sul livello più basso da novembre 2020. A maggio 2026 il PMI relativo all'occupazione nel settore dei servizi è sceso in territorio negativo, a 49,4, mentre il PMI relativo all'occupazione nel settore manifatturiero è ulteriormente peggiorato a 47,8. Inoltre, gli annunci di ristrutturazione aziendale diffusi dai mezzi di informazione suggeriscono una dinamica dell'occupazione modesta nel secondo trimestre del 2026, soprattutto nel settore manifatturiero (cfr. il riquadro 5).

#### **I consumi privati hanno subito una moderazione nel primo trimestre del 2026 ed è probabile che tale dinamica si indebolisca ulteriormente nel breve periodo.**

Nel primo trimestre di quest'anno i consumi privati sono aumentati dello 0,2 per cento sul periodo precedente, a seguito di una crescita più forte, dello 0,4 per cento, nel trimestre precedente (cfr. il pannello a) del grafico 6). La spesa interna è stata trainata principalmente dai servizi, sostenuti dal turismo, in parte controbilanciato dai beni, che sono stati frenati dalla spesa per beni non durevoli. Per quanto riguarda il secondo trimestre, gli indicatori ad alta frequenza segnalano un marcato rallentamento dei consumi con il graduale dispiegarsi dell'impatto economico della guerra in Medio Oriente (cfr. il riquadro 4). Ad aprile le vendite al dettaglio sono scese dello 0,4 per cento sul mese precedente, collocandosi su un livello inferiore alla media del primo trimestre (cfr. il pannello b) del grafico 6). Ad aprile e maggio la media dell'indicatore del clima di fiducia dei consumatori

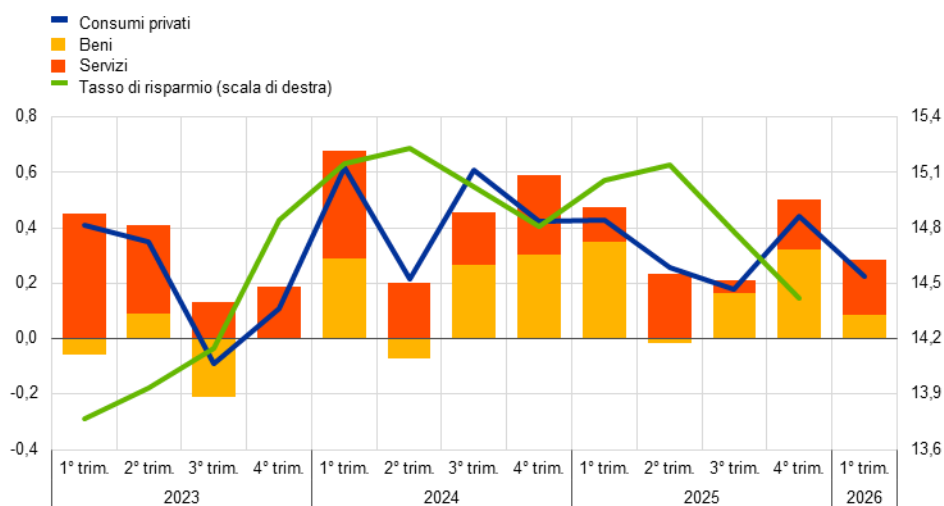
elaborato dalla Commissione europea è diminuita bruscamente, principalmente per effetto delle aspettative delle famiglie riguardo ai singoli acquisti di importo rilevante e delle prospettive economiche generali. In base alle indagini della Commissione europea presso le imprese nei diversi settori, anche l'attività dei servizi ai consumatori è diminuita notevolmente ad aprile e maggio, influenzata dal calo registrato nel commercio al dettaglio, nei servizi di alloggio e ristorazione nonché nei servizi di viaggio. Tali segnali sono stati confermati dall'indagine sulle aspettative dei consumatori, che ad aprile ha segnalato un crollo del clima di fiducia e una perdita di slancio della spesa per vacanze e beni di lusso, in quanto le famiglie con reddito maggiore hanno ritardato la spesa discrezionale. In prospettiva, è probabile che l'impennata dei prezzi dell'energia e l'incertezza innescate dalla guerra in Medio Oriente abbiano un impatto negativo sui consumi privati. Tali effetti negativi potrebbero essere mitigati da un bilancio familiare robusto, che ha in gran parte recuperato le perdite di ricchezza netta reale subite dopo il brusco aumento dell'inflazione nel 2022. Tuttavia, tali perdite restano consistenti per le attività liquide, come i depositi, nonché per le famiglie nella fascia inferiore della distribuzione della ricchezza, che in genere presentano una propensione marginale al consumo più elevata. Per i consumi privati, pertanto, gli effetti di attenuazione esercitati dai bilanci familiari potrebbero essere più contenuti questa volta rispetto all'episodio del 2022.

### Grafico 6

Consumi e risparmi delle famiglie; clima di fiducia dei consumatori, attività e incertezza attese e vendite al dettaglio

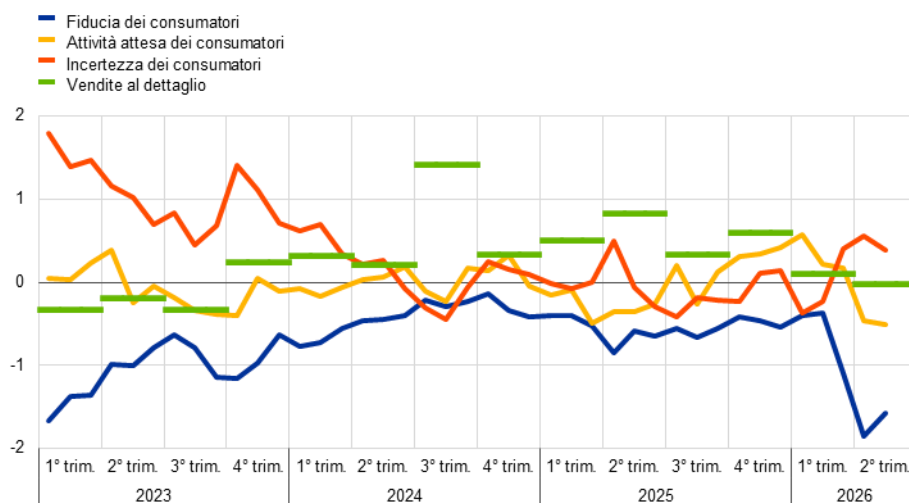
#### a) Consumi e risparmi delle famiglie

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



## b) Clima di fiducia dei consumatori, attività e incertezza attese e vendite al dettaglio

(saldi percentuali standardizzati; vendite al dettaglio: variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) i livelli dei consumi nazionali in termini reali di beni e servizi sono riscaliati per corrispondere al livello dei consumi privati in termini reali nelle principali contabilità nazionali. Nel pannello b) la voce "Attività attesa dei consumatori" si riferisce a una media ponderata delle aspettative delle imprese per i tre mesi successivi per quanto riguarda la produzione per il settore manifatturiero, l'occupazione nel settore delle costruzioni, l'attività commerciale e la domanda di servizi ricavate dall'indagine della Commissione europea presso le imprese, ponderata in base alle quote settoriali dei consumi privati dell'area dell'euro ricavate dalle tavole input-output di FIGARO per il 2023. La voce "Incertezza dei consumatori" rappresenta l'indice di incertezza economica dei consumatori pubblicato dalla Commissione europea. Tutte le serie 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 primo trimestre del 2026 nel pannello a) e al secondo trimestre del 2026 (in base ad aprile 2026) per le vendite al dettaglio e a maggio 2026 per tutte le altre voci nel pannello b).

### **Nel primo trimestre del 2026 gli investimenti delle imprese sono aumentati moderatamente, ma ci si attende che la guerra in Medio Oriente gravi in misura maggiore sul secondo trimestre.**

Nel primo trimestre dell'anno gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (esclusa la componente volatile relativa ai prodotti di proprietà intellettuale irlandesi) sono aumentati dello 0,4 per cento sul periodo precedente, con contributi positivi sia delle attività immateriali sia dei macchinari e delle attrezzature (cfr. il pannello a) del grafico 7). Tuttavia, tale risultato aggregato nasconde una significativa eterogeneità tra paesi, anche tra le maggiori economie (la Germania ha registrato un calo dello 0,7 per cento sul periodo precedente, mentre l'Italia ha registrato una crescita dell'1,8 per cento). In prospettiva, gli investimenti delle imprese dovrebbero indebolirsi nel secondo trimestre, in quanto l'accresciuta incertezza legata alla guerra frena la fiducia nel settore dei beni di investimento e grava sulle aspettative riguardanti prodotto e produzione nell'ambito sia dei beni materiali sia di quelli immateriali. Coerentemente, a maggio il PMI relativo ai nuovi ordinativi in entrambi i segmenti è sceso al di sotto della soglia di crescita. Finché la guerra continua, è probabile che si intensifichino i rischi al ribasso per le prospettive di investimento per il resto del 2026. L'indagine semestrale sugli investimenti condotta dalla Commissione europea (a marzo e aprile) indica una crescita annua debole ma positiva per il 2026. Al momento dell'indagine le imprese si aspettavano in larga misura solo interruzioni temporanee determinate dalla guerra, basando i propri piani di investimento per l'anno sui solidi fondamentali antecedenti il conflitto (fra cui il miglioramento degli utili societari, la solidità dei bilanci e il basso rapporto fra servizio del debito e reddito). Tuttavia, con il protrarsi della guerra, è probabile che aumentino i rischi al ribasso in presenza di un'elevata incertezza, di

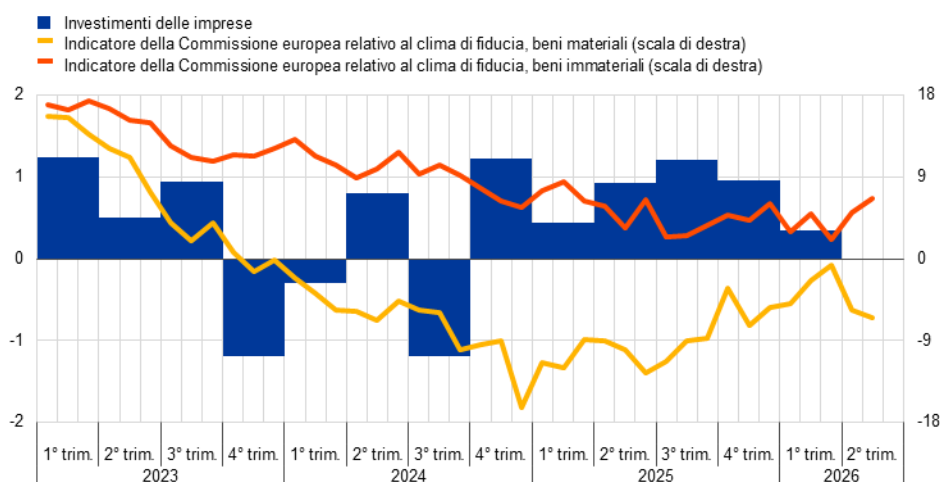
una più debole crescita della domanda, di un aumento dei costi e di condizioni di finanziamento più restrittive. Ciononostante, una volta risolto il conflitto, sussistono le condizioni sottostanti per una ripresa degli investimenti delle imprese. Tra queste figurano le continue esigenze dovute alla transizione digitale e la maggiore spesa per difesa e infrastrutture, sostenuta dal proseguimento dei finanziamenti del Next Generation EU (cfr. anche la sezione 6 *Andamenti della finanza pubblica* in questo numero del Bollettino).

## Grafico 7

### Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini

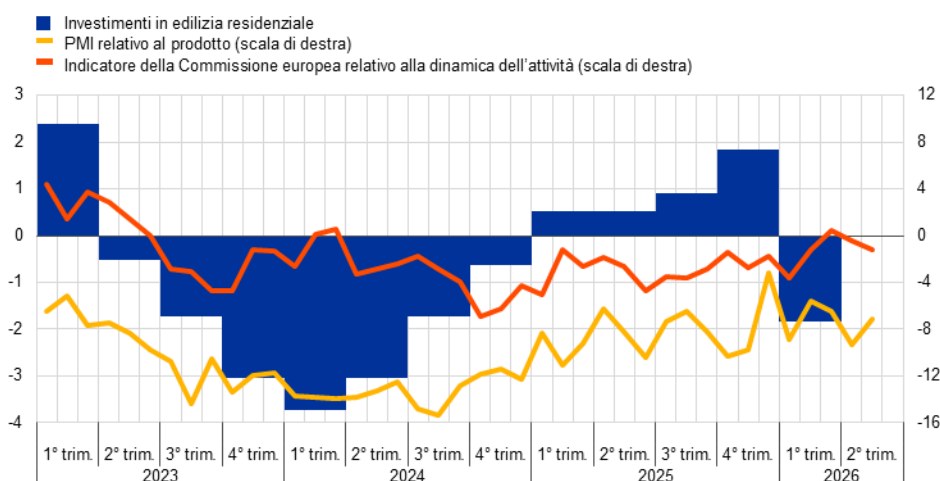
#### a) Investimenti delle imprese

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



#### b) Investimenti in edilizia residenziale

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



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

Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre si riferiscono ai dati trimestrali. I PMI sono espressi in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi. Per gli indicatori di fiducia, la voce "beni materiali" si riferisce al settore dei beni di investimento (produttori di macchinari e attrezzature materiali) e la voce "attività immateriali" si riferisce a una media ponderata dei sottosettori che forniscono investimenti legati a prodotti di proprietà intellettuale, ovvero attività editoriali (NACE J58); programmazione e consulenza informatica (NACE J62); e attività dei servizi di informazione (NACE J63). Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla valutazione della media ponderata, da parte del settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione, circa l'andamento dell'attività nei tre mesi precedenti, riscalata rispetto alla deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2026 per gli investimenti, a maggio 2026 per il PMI relativo al prodotto e per gli indicatori della Commissione europea.

**Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti significativamente nel primo trimestre del 2026, ma dovrebbero tornare a crescere nel breve periodo.**

Nel primo trimestre del 2026 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti dell'1,8 per cento sul periodo precedente, dopo un'espansione nei quattro trimestri antecedenti (cfr. il pannello b) del grafico 7). Secondo l'indagine della Commissione europea, tale flessione è stata in parte legata alle condizioni meteorologiche sfavorevoli, come evidenziato anche dal livello insolitamente elevato di esponenti aziendali nei settori delle costruzioni e dei lavori di costruzione specializzati che hanno segnalato vincoli meteorologici nei primi due mesi dell'anno. Con la normalizzazione delle condizioni meteorologiche rispetto al primo trimestre, è probabile che gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale abbiano segnato una ripresa nel secondo trimestre. Tale valutazione è suffragata dal protrarsi della tendenza al rialzo delle concessioni edilizie residenziali, che a gennaio e febbraio si collocavano mediamente su un livello superiore di circa il 5 per cento rispetto alla media del quarto trimestre del 2025, segnalando un rafforzamento nella programmazione di attività nel settore. Al tempo stesso, nel comparto dell'edilizia residenziale la guerra in Medio Oriente sembra gravare sulla ripresa degli investimenti attraverso le crescenti pressioni dal lato dell'offerta e l'indebolimento della domanda. Gli indicatori dell'attività desunti dalle indagini, fra cui l'indicatore della Commissione europea sulle recenti tendenze nell'attività del settore delle costruzioni e in quello dei lavori di costruzione specializzati, e l'indice PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale, si sono indeboliti a seguito dello scoppio della guerra. Inoltre, i dati delle indagini PMI indicano una notevole intensificazione delle pressioni sui costi degli input, mentre l'indagine della Commissione europea segnala un indebolimento delle intenzioni delle famiglie di acquistare o costruire un'abitazione e di intraprendere lavori di ristrutturazione nei prossimi 12 mesi. È probabile che tali andamenti gravino, nel breve periodo, sulla dinamica degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale. Tuttavia, gli indicatori disponibili al momento non segnalano un nuovo calo degli investimenti in tale comparto.

**Dopo un risultato positivo nel primo trimestre del 2026, le prospettive per le esportazioni dell'area dell'euro hanno subito un peggioramento, frenate dal settore dei servizi e dal venir meno del sostegno fornito dall'accumulo delle scorte a fini precauzionali.**

Nel primo trimestre del 2026 le esportazioni totali dell'area dell'euro, esclusa l'Irlanda, sono cresciute dello 0,7 per cento. Tale aumento è stato determinato da un calo più moderato delle esportazioni di beni, scese allo 0,1 per cento, e da una crescita robusta delle esportazioni di servizi, pari al 2,7 per cento sul periodo precedente. Gli indicatori desunti dalle indagini sugli ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero segnalano un'espansione all'inizio del secondo trimestre, in parte dovuta all'accumulo di scorte a fini precauzionali che aveva sostenuto le esportazioni di beni a marzo. Al tempo stesso, gli ordinativi dall'estero nel settore dei servizi dell'area dell'euro sono diminuiti al ritmo più elevato da ottobre 2023, a causa di cali particolarmente pronunciati dei nuovi ordinativi per turismo e trasporti. Nel primo trimestre la crescita delle importazioni dell'area dell'euro ha subito una battuta d'arresto, in un contesto di minori importazioni dagli Stati Uniti, mentre le importazioni dalla Cina hanno continuato ad aumentare nonostante il calo delle importazioni da altre economie asiatiche. Il deterioramento

delle ragioni di scambio è rimasto moderato nello stesso periodo, ma ci si attende che si rafforzi con l'aumento dei prezzi all'importazione dei beni energetici e la diminuzione delle pressioni disinflazionistiche provenienti dalla Cina, con una perdita massima prevista intorno a circa lo 0,4 per cento del PIL nel 2026, a fronte dell'1,7 nel 2022.

**Le prospettive economiche dell'area dell'euro restano molto incerte nel contesto degli impatti negativi della guerra in Medio Oriente, del blocco dello Stretto di Hormuz e dell'elevata volatilità dei corsi petroliferi.** Alcuni dei rischi individuati nelle proiezioni di marzo 2026 si sono in parte concretizzati, con rincari del petrolio, emergenti strozzature dal lato dell'offerta e mercati che, attualmente, si aspettano che l'impatto della guerra sia più prolungato.

**Lo scenario di base delle proiezioni prevede una crescita annua del PIL in termini reali dello 0,8 per cento nel 2026, dell'1,2 nel 2027 e dell'1,5 nel 2028.**

La crescita del PIL è stata rivista lievemente al ribasso sia per il 2026 sia per il 2027, di riflesso all'impatto più forte del previsto della guerra in Medio Oriente, mentre per il 2028 è stata lievemente rivista al rialzo con il venir meno di tale impatto. Ipotesi alternative circa l'entità e la persistenza della guerra in Medio Oriente e lo shock ai prezzi dell'energia, il suo impatto sul contesto internazionale e sull'incertezza, nonché la sua propagazione attraverso effetti inflazionistici indiretti e di secondo impatto, porterebbero a risultati macroeconomici nettamente diversi. Per illustrare tale incertezza, gli esperti hanno elaborato tre scenari alternativi: uno scenario più moderato, uno avverso e uno grave (cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026](#)).

## 3 Prezzi e costi

*L'inflazione complessiva sui dodici mesi dell'area dell'euro, misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), supera di 1,2 punti percentuali l'obiettivo del 2 per cento a medio termine fissato dal Consiglio direttivo. A maggio 2026 è aumentata al 3,2 per cento, rispetto al 3,0 di aprile, a causa del rialzo dell'inflazione dei beni energetici e dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto di energia e alimentari (HICPX), a fronte di un calo della componente alimentare<sup>5</sup>. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari a maggio è salita al 2,5 per cento, dal 2,2 del mese precedente, per effetto di un aumento dell'inflazione dei beni e dei servizi. Di recente le misure dell'inflazione di fondo hanno mostrato un lieve incremento. Il tasso di crescita su base annua del costo del lavoro per dipendente è sceso al 3,5 per cento nel primo trimestre del 2026, dal 3,7 dell'ultimo trimestre del 2025.*

*Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2026 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione complessiva si collochi in media al 3,0 per cento nel 2026, per poi scendere al 2,3 nel 2027 e al 2,0 nel 2028. Rispetto all'esercizio dello scorso marzo, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE per l'inflazione complessiva del 2026 e del 2027 sono state corrette al rialzo, a causa della traiettoria più elevata dei prezzi dell'energia, che in una certa misura dovrebbero trasmettersi all'inflazione degli alimentari, dei beni e dei servizi. I rischi al rialzo per l'inflazione rispecchiano le conseguenze della guerra in Medio Oriente. Poiché le prospettive dell'inflazione dipendono dall'intensità e dalla durata dello shock sui prezzi dell'energia, nonché dalla portata dei suoi effetti indiretti e di secondo impatto, le proiezioni relative allo scenario di base sono integrate con alcuni scenari illustrativi aggiornati pubblicati sul sito Internet della BCE come parte integrante delle proiezioni di giugno 2026<sup>6</sup>.*

**A maggio 2026 l'inflazione misurata sullo IAPC per l'area dell'euro ha raggiunto il 3,2 per cento, dal 3,0 di aprile (cfr. il grafico 8).** Tale aumento è stato determinato dalla crescita dell'inflazione dell'energia e dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, a fronte di un calo della componente degli alimenti. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è salito lievemente al 10,9 per cento a maggio, dal 10,8 di aprile, per effetto di un forte effetto base al rialzo, mentre l'inflazione dell'energia è scesa dell'1,1 per cento su base mensile. La componente relativa agli alimenti ha subito un calo tra aprile e maggio, dal 2,4 al 2,0 per cento. All'interno della componente alimentare, nello stesso periodo è diminuita l'inflazione dei prodotti sia trasformati sia freschi. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati è sceso dal 4,6 al 4,2 per cento, mentre quello dei prodotti non trasformati dall'1,6 all'1,1 per cento. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è salita al 2,5 per cento a maggio, dal 2,2 di aprile, di riflesso a un incremento sia dell'inflazione dei beni industriali non energetici (NEIG) sia di quella dei servizi.

<sup>5</sup> I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 10 giugno 2026. Secondo i dati completi sullo IAPC pubblicati dall'Eurostat il 17 giugno 2026, a maggio nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi si è attestata al 3,2 per cento.

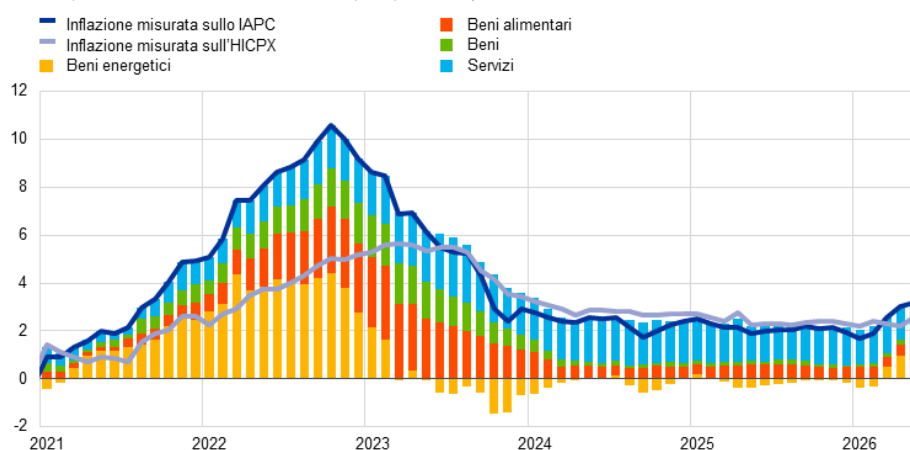
<sup>6</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026](#), pubblicate sul sito Internet della BCE l'11 giugno 2026.

L'inflazione dei NEIG ha registrato un lieve rialzo dallo 0,8 per cento di aprile allo 0,9 di maggio, con un aumento dell'inflazione dei servizi dal 3,0 al 3,5 per cento nello stesso periodo. Sebbene non sia ancora disponibile una scomposizione dettagliata, l'accelerazione dell'inflazione dei servizi riflette probabilmente maggiori pressioni sui prezzi nei servizi di trasporto e di viaggio, dove la trasmissione dei rincari energetici tende a essere più pronunciata.

### 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 a maggio 2026 (stima preliminare).

#### Di recente, le misure dell'inflazione di fondo hanno mostrato un lieve

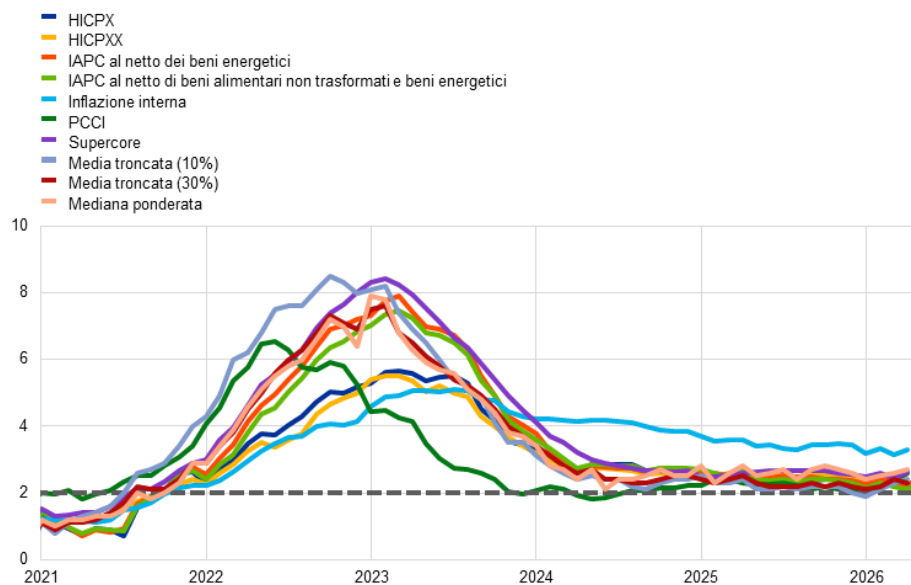
**incremento (cfr. il grafico 9)**<sup>7</sup>. Dopo i segnali contrastanti osservati ad aprile 2026, a maggio le misure disponibili basate sull'esclusione di alcune componenti hanno evidenziato aumenti. Ad aprile le misure dell'inflazione di fondo si sono collocate in un intervallo compreso tra 2,1 e 2,6 per cento e tutte quelle basate sui modelli hanno registrato un aumento. La componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component, PCCI) è salita al 2,6 per cento ad aprile, dal 2,4 di marzo, ma se si esclude l'energia è aumentata dal 2,2, al 2,3 per cento. Contemporaneamente, l'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è salito lievemente, al 2,6 per cento, dal 2,5.

<sup>7</sup> I risultati degli indicatori dell'inflazione di fondo si basano ora sulla versione 2 della classificazione europea dei consumi individuali secondo la funzione (European Classification of Individual Consumption According to Purpose, ECOICOP 2), che comprende pesi storici rivisti, con l'aggiunta dei giochi d'azzardo come nuova voce tra i prodotti inclusi nello IAPC. Tali cambiamenti metodologici comportano una parziale perdita di comparabilità con i risultati precedenti, anche se ci si attende che ciò si applichi in misura solo limitata per i principali aggregati. Per maggiori dettagli, cfr. Eurostat, [Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) effective January 2026](#), Commissione europea, Lussemburgo, 25 febbraio 2026. Anche la metodologia per la compilazione dell'indicatore Supercore è stata affinata.

## Grafico 9

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

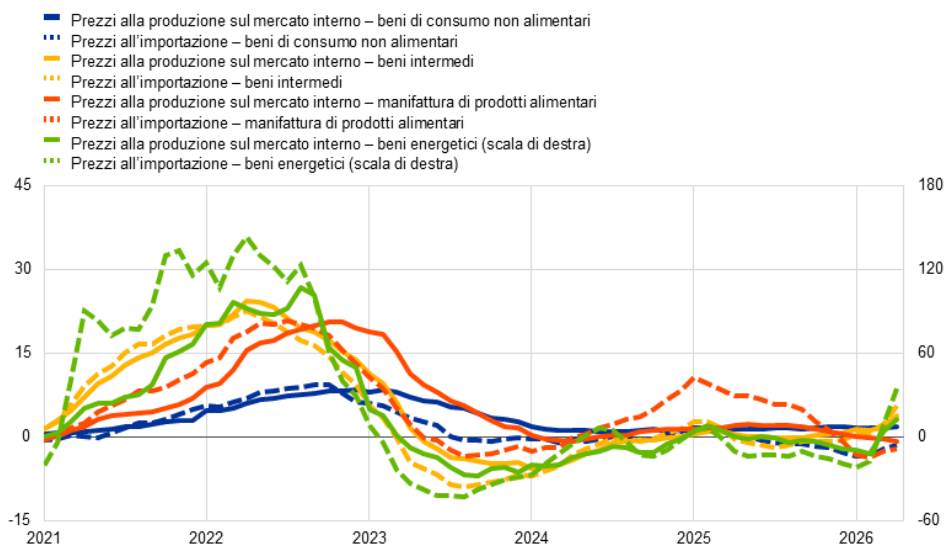
Note: la linea grigia tratteggiata rappresenta l'obiettivo di inflazione del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari; l'acronimo HICPXX indica lo IAPC al netto delle componenti energetiche,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

**Le misure delle pressioni inflazionistiche sui beni ad aprile hanno mostrato un rafforzamento nella maggior parte delle fasi della catena di formazione dei prezzi (cfr. il grafico 10).** Agli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni energetici è aumentata bruscamente al 12,3 per cento ad aprile 2026, dal 4,0 di marzo, e i prezzi all'importazione dei beni energetici sono quadruplicati al 34,8 per cento ad aprile, dall'8,7 di marzo. Le pressioni sui beni intermedi rimangono elevate, a causa degli ingenti aumenti dei prezzi alla produzione sul mercato interno e dei prezzi all'importazione, balzati al 3,9 e al 5,7 per cento, rispettivamente. Nel complesso, agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, gli indicatori delle pressioni inflazionistiche sui beni di consumo hanno segnalato spinte più forti, con aumenti sia dell'inflazione all'importazione (-1,4 per cento) sia di quella alla produzione sul mercato interno per i beni di consumo non alimentari (1,9 per cento). Nel contempo, le pressioni sui prezzi degli alimentari si sono mantenute deboli. Per i beni alimentari processati, il tasso di crescita su base annua dei prezzi alla produzione ha continuato a diminuire, raggiungendo il -0,8 per cento e prolungando la sua graduale tendenza al ribasso osservata da settembre 2025, mentre per i prezzi all'importazione da marzo 2026 si registra un aumento e ad aprile la relativa inflazione ha raggiunto il -2,2 per cento, dal -3,6 di febbraio. Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici e alimentari, nonché più in generale le pressioni inflazionistiche, sono oggetto di un attento monitoraggio, a causa della guerra in corso in Medio Oriente.

## Grafico 10

### Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026.

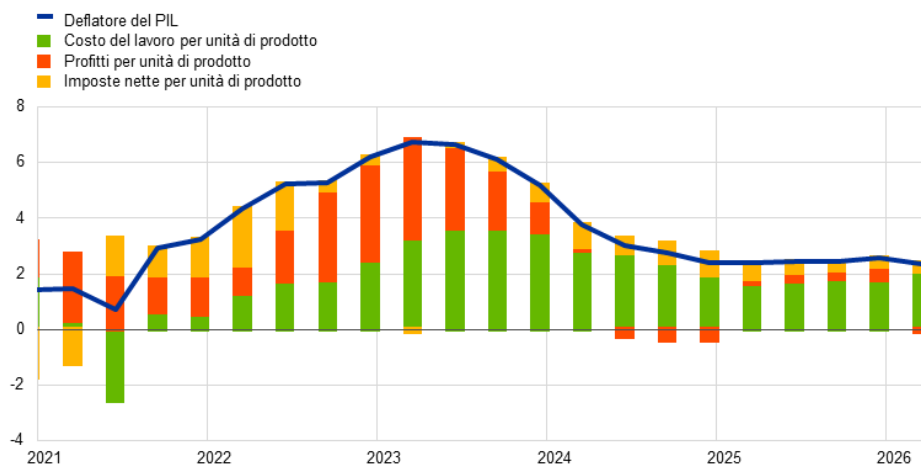
**Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono diminuite nel primo trimestre del 2026, collocandosi ad 2,3 per cento, dal 2,6 del trimestre precedente (cfr. il grafico 11).** Ciò riflette un calo dei contributi forniti dagli utili unitari (dallo 0,5 al -0,1 per cento), mentre i contributi del costo del lavoro per unità di prodotto sono aumentati e quelli delle imposte nette per unità di prodotto sono rimasti invariati. L'accelerazione del tasso di crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per unità di prodotto (dal 3,2 al 3,7 per cento) è stata determinata da un rallentamento della crescita della produttività del lavoro (dallo 0,5 al -0,2 per cento), parzialmente compensato, tuttavia, dal minore tasso di crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per dipendente (dal 3,7 al 3,5 per cento). Tale flessione ha rispecchiato un calo della crescita delle retribuzioni contrattuali, che nel primo trimestre del 2026 ha rallentato al 2,5 per cento, dal 2,9 del periodo precedente, ed è stata parzialmente compensata da un maggiore contributo fornito dalla componente eccedente i minimi contrattuali, passato da 1,1 a 1,4 punti percentuali nello stesso periodo. In prospettiva, l'indice salariale della BCE, aggiornato con i dati sugli accordi salariali negoziati fino alla fine di maggio 2026, suggerisce che le pressioni sulle retribuzioni contrattuali si attenueranno nella prima metà del 2026, per poi stabilizzarsi su livelli più bassi fino alla fine dell'anno, intorno al 2,6 per cento, dal 3,0 per cento del 2025<sup>8</sup>. Le proiezioni formulate a giugno 2026 prevedono un rallentamento del tasso di crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per dipendente, dal 3,9 per cento nel 2025 al 3,2 nel 2026, che si manterrebbe poi attorno a tale livello nel 2027 e nel 2028, coerentemente coi segnali di allentamento delle pressioni sulle retribuzioni, visibili di recente nei dati e negli accordi salariali.

<sup>8</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BCE [New data release: ECB wage tracker continues to suggest negotiated wage pressures easing in 2026](#) del 17 giugno 2026.

## Grafico 11

### Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

**Nel periodo in esame, compreso tra il 19 marzo e il 10 giugno 2026, le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati sono cambiate lievemente in termini netti, nonostante una notevole volatilità all'interno del periodo, dovuta alle oscillazioni dei corsi petroliferi connesse alla guerra in Medio Oriente, mentre le aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste saldamente ancorate intorno al 2 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 12).** Le prospettive di inflazione a breve termine degli investitori hanno mostrato ampie variazioni nel periodo in esame, ma verso la fine si sono riavvicinate ai livelli osservati in prossimità della riunione del Consiglio direttivo del 19 marzo 2026, in quanto i prezzi del petrolio sono diminuiti a maggio, nella speranza di un accordo di pace che ponga termine alla guerra in Medio Oriente. Il tasso swap a termine a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale ha registrato un incremento soltanto marginale, al 2,2 per cento, per la fine del periodo di riferimento. Per le scadenze a medio e più lungo termine le misure di compensazione dell'inflazione hanno mostrato un andamento relativamente stabile, senza variazioni sostanziali nel periodo in esame per il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale, pari al 2,2 per cento circa. Al netto delle correzioni per i premi per il rischio di inflazione, vale a dire l'indennizzo richiesto dagli investitori a compensazione del rischio che i risultati futuri dell'inflazione possano non corrispondere alle aspettative, le misure basate sul mercato delle aspettative di inflazione a medio e più lungo termine sono risultate perfino più prossime all'obiettivo del 2 per cento. Sia nell'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il secondo trimestre del 2026, sia nell'edizione relativa ad aprile 2026 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), la media e la mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono mantenute al 2 per cento.

## Grafico 12

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

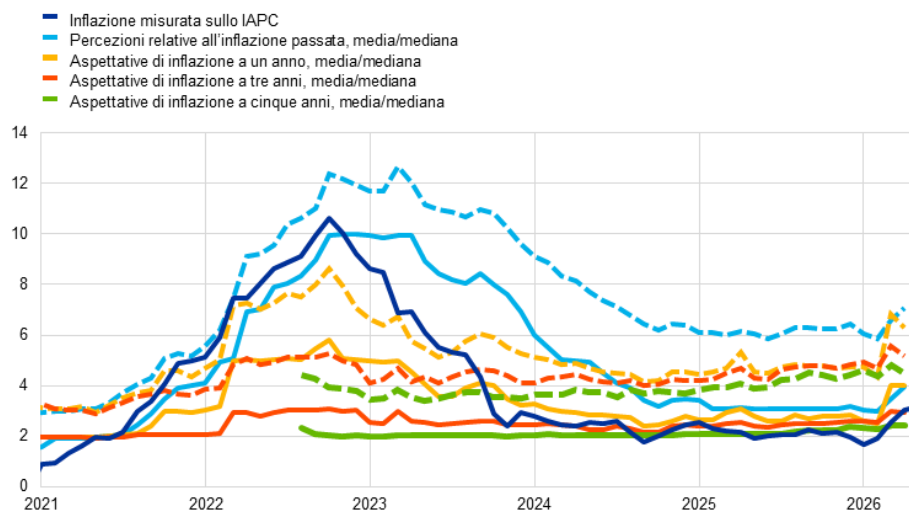
### a) Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il pannello a) mostra i tassi swap a termine indicizzati all'inflazione su due diversi orizzonti temporali per l'area dell'euro. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (19 marzo 2026). Nel pannello b) le linee tratteggiate indicano il tasso medio e le linee continue quello mediano. Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 giugno 2026 per il pannello a) e per il pannello b) a maggio 2026 (stima preliminare) per l'inflazione misurata sullo IAPC e ad aprile 2026 per le altre misure.

**Le aspettative di inflazione a breve e medio termine dei consumatori non hanno evidenziato variazioni significative ad aprile 2026, mentre le percezioni riguardo all'inflazione passata sono aumentate (cfr. il pannello b) del grafico 12).** Secondo l'edizione di aprile 2026 dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori, il tasso mediano di inflazione percepita nei dodici mesi precedenti è aumentato al 4,0 per cento, dal 3,5 di marzo<sup>9</sup>. Le aspettative mediane per l'inflazione nei dodici mesi successivi sono rimaste stabili al 4,0 per cento,

<sup>9</sup> La raccolta dei dati dell'edizione di aprile 2026 dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectation Survey, CES) si è conclusa il 4 maggio 2026.

mentre quelle a tre anni sono scese marginalmente: al 2,9 per cento dal 3,0 di marzo. Le aspettative mediane su un orizzonte quinquennale sono rimaste invariate al 2,4 per cento.

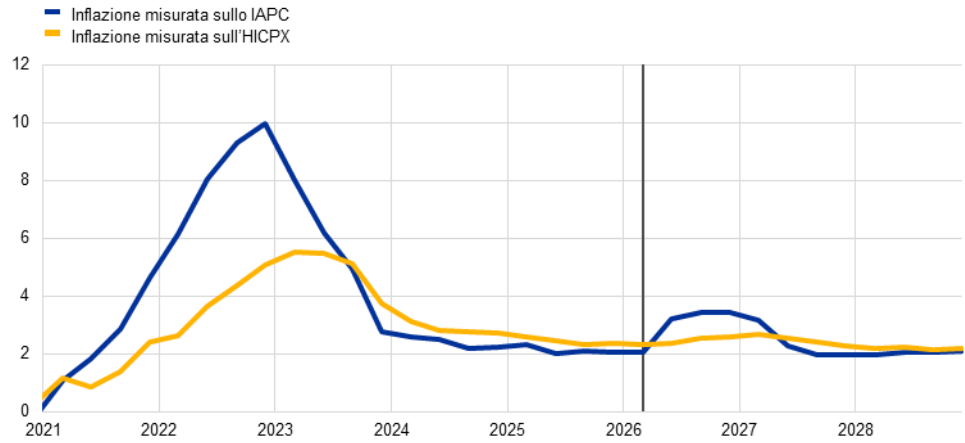
**Secondo le proiezioni formulate a giugno 2026 l'inflazione complessiva dovrebbe aumentare dal 2,1 per cento del 2025 al 3,0 nel 2026, per poi diminuire al 2,3 per cento nel 2027 e tornare al 2,0 nel 2028 (cfr. il grafico 13).**

L'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe raggiungere il valore massimo, pari al 3,4 per cento, nel terzo e quarto trimestre del 2026 e confermarsi al di sopra del 3 per cento fino agli inizi del 2027, sulla scorta dell'impennata dell'inflazione dei beni energetici causata dal conflitto in Medio Oriente. Secondo le proiezioni, nel secondo trimestre del 2027 l'indice dovrebbe calare bruscamente, raggiungendo il 2,3 per cento, e stabilizzarsi intorno al 2,0 nel medio termine. Flessioni delle quotazioni delle materie prime energetiche, implicite nei prezzi dei contratti future, nonché effetti base di ampia portata lasciano presagire un calo dell'inflazione dei beni energetici, che diventerebbe negativa nel 2027, per poi aumentare lievemente nel 2028, a causa dell'attuazione del nuovo sistema dell'UE per lo scambio di quote di emissione (EU Emissions Trading System 2, ETS2). Le proiezioni indicano un aumento nel breve termine dell'inflazione della componente alimentare, che dovrebbe poi attenuarsi nel prosieguo dell'orizzonte temporale di proiezione, approssimandosi al 2 per cento. Analogamente, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, secondo le proiezioni, dovrebbe raggiungere il picco del 2,7 per cento agli inizi del 2027, spinta principalmente da un marcato incremento della componente dell'inflazione relativa ai NEIG, per poi frenare a partire dal secondo trimestre dell'anno e scendere al 2,2 per cento nel 2028. Rispetto all'esercizio di marzo 2026, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è stata rivista al rialzo di 0,4 punti percentuali per il 2026 e di 0,3 punti percentuali per il 2027. Per il 2028 è stata corretta al ribasso di 0,1 punti percentuali; con esclusione dei beni energetici e alimentari le revisioni sono state al rialzo, di 0,2, 0,3 e 0,1 punti percentuali, per il 2026, 2027 e 2028, rispettivamente, a seguito degli aumenti inflazionistici relativi ai servizi e ai NEIG. Data l'incertezza in merito alla guerra in Medio Oriente e al suo impatto sui prezzi dell'energia e sull'economia, le proiezioni sono integrate da una serie di scenari illustrativi aggiornati, che differiscono per tre aspetti principali: l'entità dello shock energetico, il grado di incertezza e l'intensità della trasmissione dello shock energetico ai prezzi non energetici.

### Grafico 13

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026*.

Note: la linea verticale grigia indica l'ultimo trimestre prima dell'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2026 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2028 (proiezioni). Le proiezioni di giugno 2026 sono state finalizzate il 27 maggio 2026 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 21 maggio 2026. Le serie storiche e i dati relativi alle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX sono registrati con frequenza trimestrale.

*Nel periodo in esame, compreso tra il 19 marzo e il 10 giugno 2026, i mercati finanziari dell'area dell'euro hanno evidenziato un'elevata volatilità, determinata dalle continue rivalutazioni degli operatori di mercato in merito all'evoluzione della guerra in Medio Oriente e delle sue ripercussioni economiche. I tassi privi di rischio e i rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati nella prima metà del periodo considerato a causa del conflitto, che ha fatto salire il prezzo del petrolio ai livelli più elevati osservati da giugno 2022, per poi segnare una sostanziale inversione di tendenza allorché l'emergere di speranze su un accordo di pace ha interrotto la fase di picco dei prezzi dell'energia. Alla fine del periodo in esame, la curva a termine dello euro short-term rate (€STR) incorporava circa 70 punti base di aumenti cumulati dei tassi di riferimento previsti entro la fine del 2026, rimanendo pressoché invariata rispetto al livello ipotizzato il 19 marzo. Nel contempo, i tassi a lungo termine privi di rischio hanno concluso il periodo evidenziando dei rialzi. I mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno mostrato una buona tenuta generale, con rendimenti che hanno seguito un andamento in larga misura analogo a quello dei tassi privi di rischio. I titoli azionari dell'area hanno registrato notevoli incrementi, sulla scia di un periodo di utili robusti, in particolare nei settori tecnologico e finanziario. I risultati conseguiti sono stati tuttavia inferiori rispetto a quelli delle rispettive controparti statunitensi, che hanno beneficiato in misura più significativa del rialzo dei titoli correlati all'intelligenza artificiale (IA). I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti sia nel segmento di qualità elevata (investment grade), sia in quello ad alto rendimento (high yield). Sui mercati dei cambi, l'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile nei confronti del dollaro statunitense (+0,4 per cento), e su base ponderata per l'interscambio (-0,1 per cento).*

**Alla fine del periodo in esame, i tassi privi di rischio a breve termine dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati, in un contesto caratterizzato da volatilità dovuta alla guerra in corso in Medio Oriente, mentre i tassi privi di rischio a più lungo termine sono aumentati (cfr. il grafico 14).** Al termine del

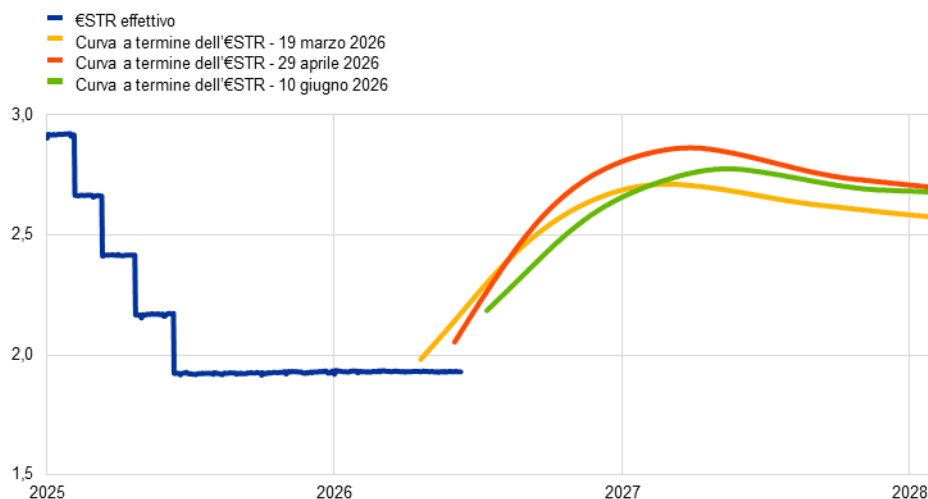
periodo considerato, il tasso di riferimento a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) si è collocato all'1,93 per cento, in seguito alla decisione di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE adottata dal Consiglio direttivo in occasione delle riunioni del 19 marzo e del 30 aprile 2026. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 148 miliardi di euro, portandosi a 2.216 miliardi, principalmente per effetto della costante riduzione dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria. I tassi a termine sulle scadenze di breve periodo hanno registrato un rialzo tra le riunioni del Consiglio direttivo di marzo e aprile, sulla scia dei timori di una possibile escalation della guerra in Medio Oriente, raggiungendo il livello massimo il 29 aprile.

Successivamente sono tornati su livelli inferiori, in seguito all'emergere di aspettative di una possibile risoluzione delle tensioni in Medio Oriente e a una moderazione dei prezzi dell'energia a livello mondiale. Alla fine del periodo in esame, la curva a termine dell'€STR incorporava circa 70 punti base di aumenti cumulati dei tassi di riferimento entro fine anno, analogamente a quanto ipotizzato il 19 marzo. Oltre l'orizzonte del 2026, i tassi a termine dell'€STR alla fine del periodo in esame erano lievemente aumentati rispetto a marzo. Il tasso nominale degli overnight index swap

(OIS) a dieci anni è salito di circa 15 punti base nel periodo considerato, portandosi al 2,9 per cento.

#### Grafico 14 Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



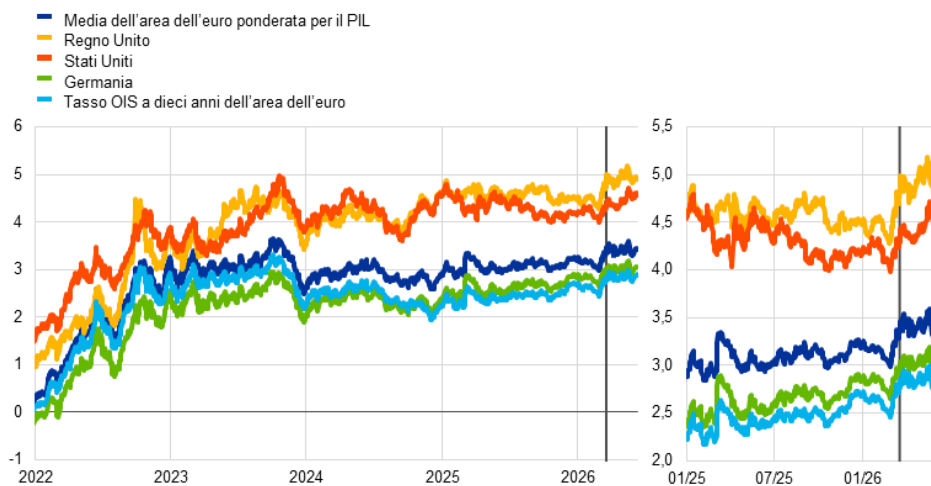
Fonti: Bloomberg Finance L.P. ed elaborazioni della BCE.  
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

**I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro sono aumentati lievemente nel periodo in esame, con variazioni contenute dei differenziali rispetto ai tassi privi di rischio, mentre nei paesi più fortemente indebitati si è osservata una certa volatilità (cfr. i grafici 15 e 16).** Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è lievemente aumentato, chiudendo il periodo in rassegna intorno al 3,5 per cento. I rendimenti dei titoli decennali hanno sostanzialmente riprodotto l'andamento del tasso OIS privo di rischio, mentre la dispersione tra paesi dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani rispetto ai tassi privi di rischio è rimasta su livelli storicamente bassi. I titoli sovrani di quei paesi che sono particolarmente esposti allo shock energetico dovuto alla situazione in Medio Oriente o con livelli di debito più elevati hanno registrato una volatilità lievemente più pronunciata all'interno del periodo. Il rendimento dei titoli di Stato decennali statunitensi è aumentato di circa 30 punti base, collocandosi al 4,6 per cento, mentre nel Regno Unito i rendimenti dei titoli di Stato decennali (gilt) hanno evidenziato significative oscillazioni all'interno del periodo, toccando valori superiori al 5,0 per cento, prima di attestarsi, a fine periodo, a un livello di circa 10 punti base più elevato, pari al 4,9 per cento.

### Grafico 15

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



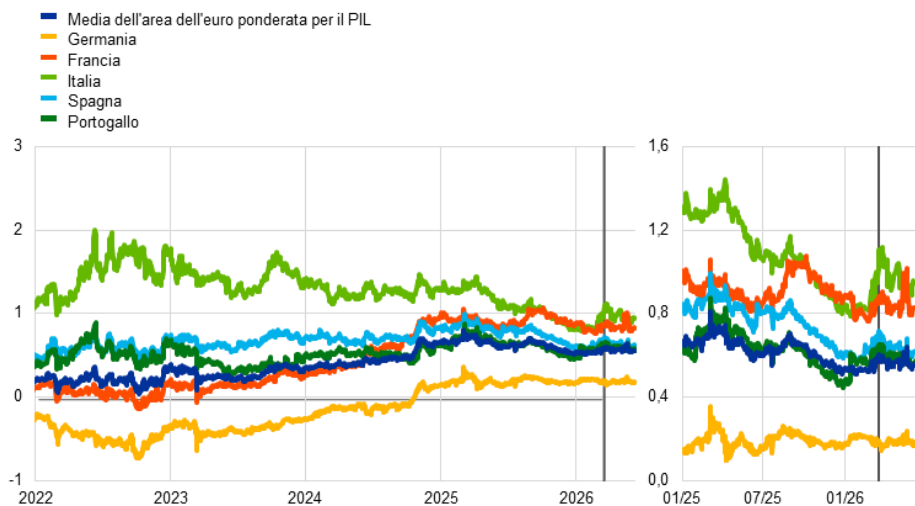
Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (19 marzo 2026). Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 giugno 2026.

### Grafico 16

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

(punti percentuali)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (19 marzo 2026). Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 giugno 2026.

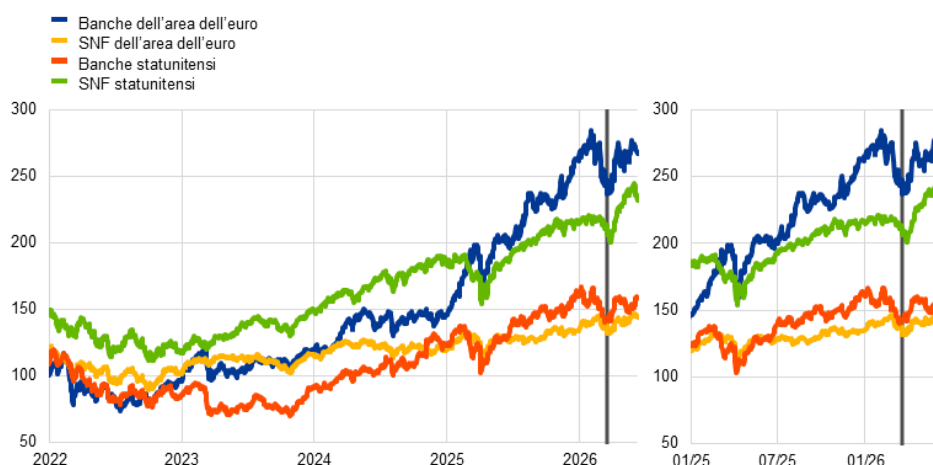
**I titoli azionari dell'area dell'euro hanno segnato una ripresa nel periodo in rassegna, compensando le perdite registrate nel primo mese della guerra in Medio Oriente, grazie alla buona tenuta degli utili societari e a una maggiore propensione al rischio in seguito all'annuncio del cessate il fuoco dell'8 aprile (cfr. il grafico 17).** Nel complesso, i mercati azionari dell'area dell'euro hanno segnato un incremento del 7,7 per cento; in particolare, il sottoindice relativo alle società non finanziarie (SNF) è salito del 7,5 per cento, mentre i prezzi dei titoli

bancari sono aumentati dell'11 per cento. Negli Stati Uniti l'indice generale del mercato azionario è salito del 10 per cento, facendo registrare incrementi rispettivamente del 10,4 e dell'11,5 per cento per le SNF e per le banche. Le società quotate su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno riportato utili elevati, in particolare nel settore tecnologico, rafforzando l'ottimismo in merito al consolidarsi di infrastrutture di IA a livello mondiale. Tuttavia, le ottimistiche prospettive di crescita a lungo termine sugli utili delle imprese che operano nel campo dell'IA negli Stati Uniti hanno sorretto i migliori risultati delle azioni statunitensi rispetto alle controparti dell'area dell'euro.

### Grafico 17

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

(indice: 2 gennaio 2020 = 100)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (19 marzo 2026). Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 giugno 2026.

**Nei mercati delle obbligazioni societarie, i differenziali dei titoli dell'area dell'euro di qualità elevata (investment grade) e ad alto rendimento (high-yield) si sono ridotti nel periodo in esame, riportandosi ai livelli precedenti la guerra.**

La riduzione dei differenziali sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro ha riflesso una maggiore propensione al rischio seguita a un iniziale calo innescato dallo scoppio della guerra. Tale diminuzione è stata più marcata nel segmento ad alto rendimento, in cui i differenziali si sono ridotti di circa 40 punti base.

I differenziali sulle obbligazioni di qualità più elevata si sono ridotti approssimativamente di 10 punti base, sia per le SNF sia per le società finanziarie.

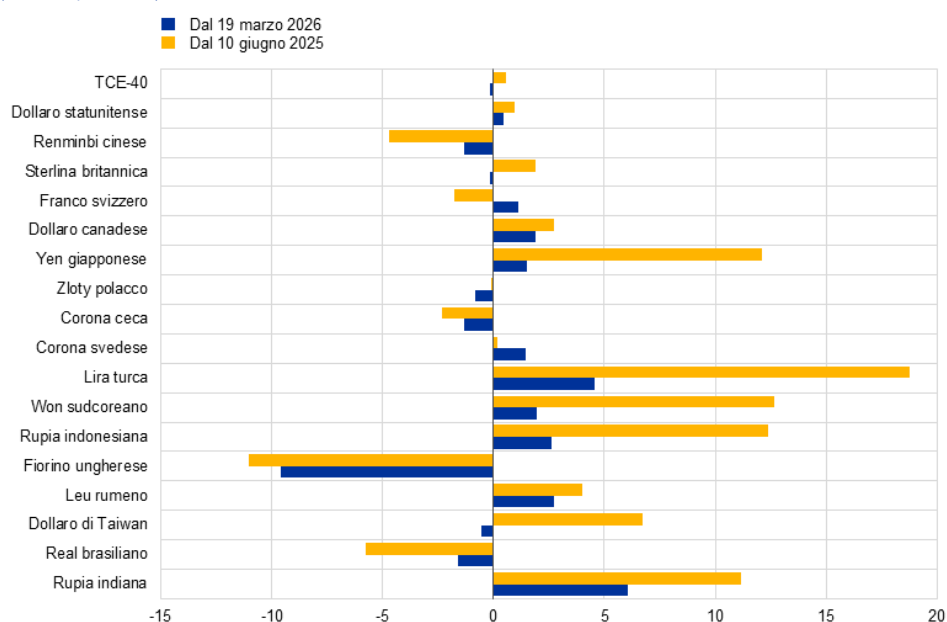
**Sui mercati dei cambi, l'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile nei confronti del dollaro statunitense e su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 18).** Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 40 più importanti partner commerciali dell'area, è rimasto sostanzialmente stabile, al -0,1 per cento. La quotazione dell'euro è rimasta pressoché invariata in rapporto al dollaro statunitense, attestandosi a 1,15 dollari per euro (+0,4 per cento) a fine periodo. Dopo un iniziale deprezzamento nei confronti del dollaro statunitense in seguito allo scoppio della guerra in Medio Oriente, l'euro si è avviato su un percorso di ripresa a partire dal cessate il

fuoco di inizio aprile. In seguito, si è nuovamente indebolito a fronte della persistente incertezza su un potenziale accordo di pace, che ha continuato a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi dell'energia. Da allora, la coppia di valute è stata scambiata all'interno di un ristretto intervallo, compreso tra 1,15 e 1,18 dollari per euro. La valuta dell'area si è apprezzata nei confronti dello yen giapponese (+1,5 per cento), che ha evidenziato un costante indebolimento nell'intero periodo, recuperando solo temporaneamente in seguito a interventi sul mercato dei cambi da parte delle autorità giapponesi. Per contro, l'euro ha perso terreno rispetto al fiorino ungherese (-9,6 per cento) dopo le elezioni parlamentari in Ungheria che hanno fornito sostegno alla valuta nazionale, nonché nei confronti del real brasiliano (-1,6 per cento) e del renminbi cinese (-1,3 per cento).

### Grafico 18

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-40 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 40 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti al 10 giugno 2026.

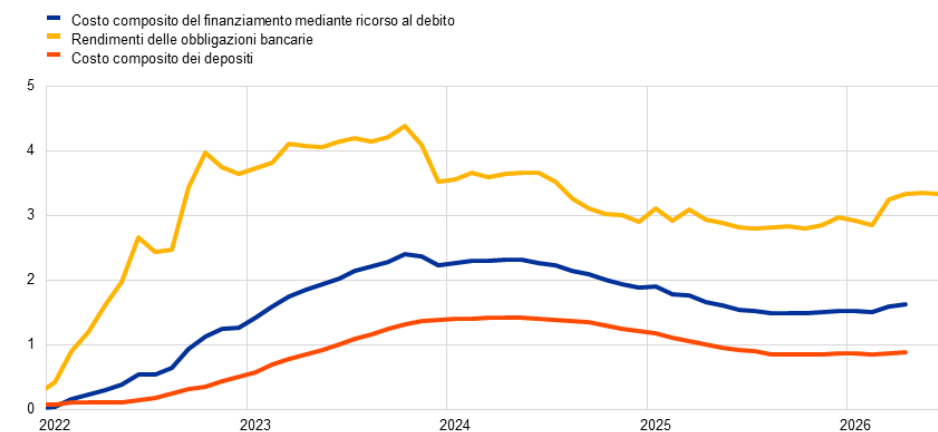
Dopo lo scoppio della guerra in Medio Oriente, le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie si sono inasprite. Ad aprile i tassi sul credito bancario alle imprese si sono mantenuti al 3,6 per cento e quelli sui mutui ipotecari sono rimasti stabili al 3,4 per cento. Nel periodo in esame, compreso tra il 19 marzo e il 10 giugno 2026, il costo del finanziamento delle società non finanziarie tramite emissione di titoli di debito sul mercato ha subito una lieve variazione, mentre il costo del capitale di rischio è aumentato, in virtù sia del rialzo del premio per il rischio azionario sia dei più elevati tassi privi di rischio. Ad aprile la crescita dei prestiti alle imprese è aumentata ulteriormente, portandosi al 3,4 per cento, mentre quella dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile al 3 per cento. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è sceso al 2,7 per cento.

**I costi della provvista bancaria sono lievemente aumentati a seguito dello scoppio della guerra in Medio Oriente.** L'aumento relativamente modesto del costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro, passato all'1,6 per cento ad aprile dall'1,5 di febbraio (cfr. il grafico 19), è stato determinato principalmente dall'andamento dei tassi privi di rischio. Dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente il 28 febbraio, i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono aumentati di circa 70 punti base, stabilizzandosi verso la fine di aprile. Al tempo stesso, ad aprile il tasso composito sui depositi è rimasto stabile, allo 0,9 per cento. I tassi di interesse sui depositi a vista e sui conti di risparmio sono rimasti invariati, così come i tassi interbancari, mentre quelli sui depositi a termine hanno registrato un lieve aumento a partire da marzo.

### Grafico 19

#### Costi compositi della provvista bancaria nell'area dell'euro

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito è calcolato come media dei costi sostenuti dalle banche per le nuove operazioni relative a depositi a vista, depositi rimborsabili con preavviso, depositi a termine, obbligazioni e prestiti interbancari, ponderata per i rispettivi importi in essere. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito e per il costo composito dei depositi, e al 10 giugno 2026 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

**I tassi sui prestiti bancari alle imprese sono nel complesso lievemente aumentati a seguito dello scoppio della guerra in Medio Oriente; anche i tassi**

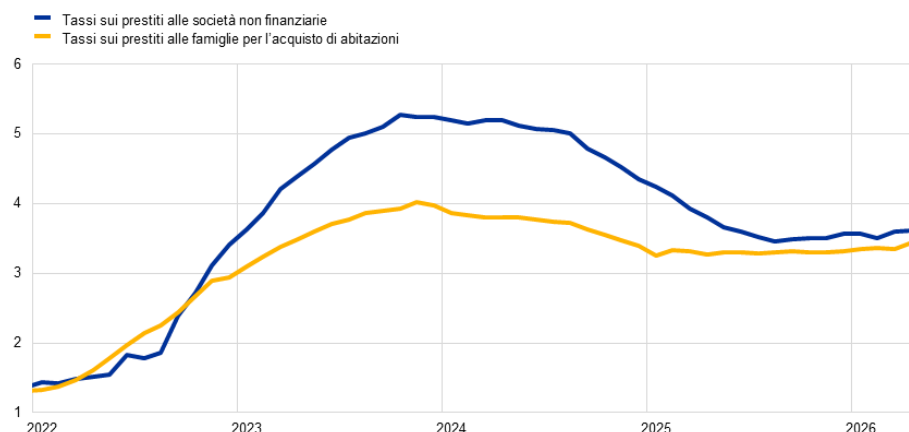
**applicati alle famiglie hanno registrato un lieve incremento (cfr. il grafico 20).**

Il costo dei prestiti bancari alle società non finanziarie è aumentato di 11 punti base da febbraio, collocandosi ad aprile al 3,6 per cento, circa 170 punti base al di sotto del picco registrato a ottobre 2023. Sono aumentati i tassi sui prestiti con periodi di determinazione a medio termine (da uno a cinque anni), mentre sono rimasti sostanzialmente invariati quelli con periodi di determinazione a più breve termine (inferiori a un anno) e a più lungo termine (oltre cinque anni). Il differenziale tra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese è rimasto sostanzialmente stabile e su livelli contenuti. Il costo dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato di 7 punti base rispetto a febbraio, collocandosi al 3,4 per cento ad aprile, circa 60 punti base al di sotto del picco registrato a novembre 2023. Tale andamento riflette un aumento dei tassi per tutti i periodi di determinazione, con un incremento sui prestiti a medio e più lungo termine maggiore rispetto ai prestiti a breve termine.

### Grafico 20

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

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

**Nel periodo in esame, compreso tra il 19 marzo e il 10 giugno 2026, il costo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato da parte delle imprese ha subito lievi variazioni, mentre è aumentato quello del finanziamento mediante capitale di rischio.** Ad aprile 2026 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, si è collocato al 6,2 per cento per il secondo mese consecutivo (cfr. il grafico 21)<sup>10</sup>. Dopo il significativo aumento registrato a marzo, il costo del capitale di rischio è ulteriormente salito ad aprile. L'impatto di tale incremento del costo del capitale di rischio e del contemporaneo aumento del costo dei prestiti bancari a lungo termine sul costo complessivo del finanziamento ad aprile è stato compensato da una diminuzione del costo del debito collocato sul mercato, riconducibile alla contrazione

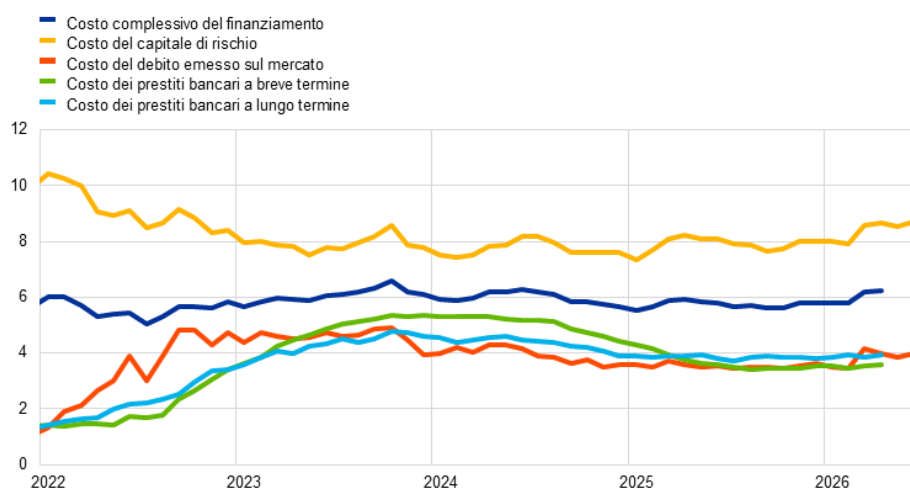
<sup>10</sup> A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie sono disponibili solo fino ad aprile 2026.

dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse da società non finanziarie. Nel complesso del periodo in esame il costo del debito emesso sul mercato è rimasto pressoché invariato grazie ai minori differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie, che hanno compensato l'aumento dei tassi privi di rischio (cfr. la sezione 4 *Andamenti del mercato finanziario*). L'aumento del costo del finanziamento mediante capitale di rischio è principalmente riconducibile a un più elevato premio per il rischio azionario; anche i tassi a lungo termine privi di rischio vi hanno contribuito, sebbene in misura minore.

### Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie si basa su dati mensili ed è calcolato come media dei costi dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili) e dei costi del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), ponderata sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 giugno 2026 per il costo del debito emesso sul mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri) e ad aprile 2026 per i dati sul costo complessivo del finanziamento e su quello dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati mensili).

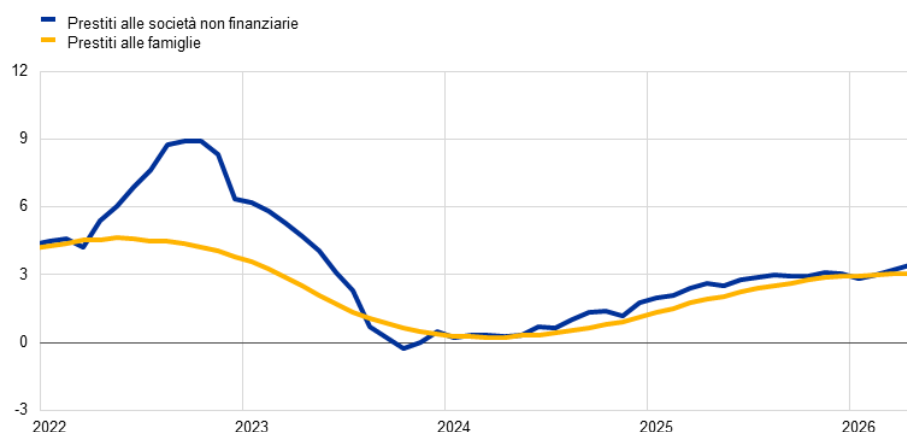
**Ad aprile la crescita dei prestiti alle imprese è aumentata, mentre quella dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile (cfr. il grafico 22).** Il finanziamento esterno delle imprese si è rafforzato dallo scoppio della guerra in Medio Oriente, sospinto dall'indebitamento presso le banche, soprattutto sotto forma di prestiti a breve e medio termine, e da una ripresa delle emissioni nette di titoli di debito. Ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle società non finanziarie è aumentato al 3,4 per cento, dal 3,2 di marzo, mantenendosi ancora al di sotto della sua media storica del 4,3 per cento dall'inizio del 1999. Nello stesso mese il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento delle imprese mediante ricorso al debito è salito al 3,7 per cento dal 3,4 di marzo (a gennaio era al 2,8 per cento). Ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è invece rimasto stabile al 3,0 per cento, collocandosi anch'esso al di sotto della sua media storica del 4,1 per cento dall'inizio del 1999. La crescita dei prestiti alle famiglie è stata sostenuta principalmente dalla forte espansione del credito al consumo e, in misura minore, dei mutui per l'acquisto di abitazioni. La crescita di altre forme di credito alle famiglie, compresi i prestiti ai titolari di imprese individuali, è invece rimasta modesta. Secondo la più recente [indagine sulle aspettative dei consumatori](#)

(Consumer Expectations Survey, CES) di aprile 2026, condotta dalla BCE, la guerra in Medio Oriente ha influito negativamente sulle aspettative delle famiglie riguardo all'accesso al credito, il cui inasprimento aveva raggiunto ad aprile il livello più alto mai segnato dal picco dell'ultimo ciclo di rialzo dei tassi di riferimento, registrato a dicembre 2023.

## Grafico 22

### Prestiti delle IFM nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

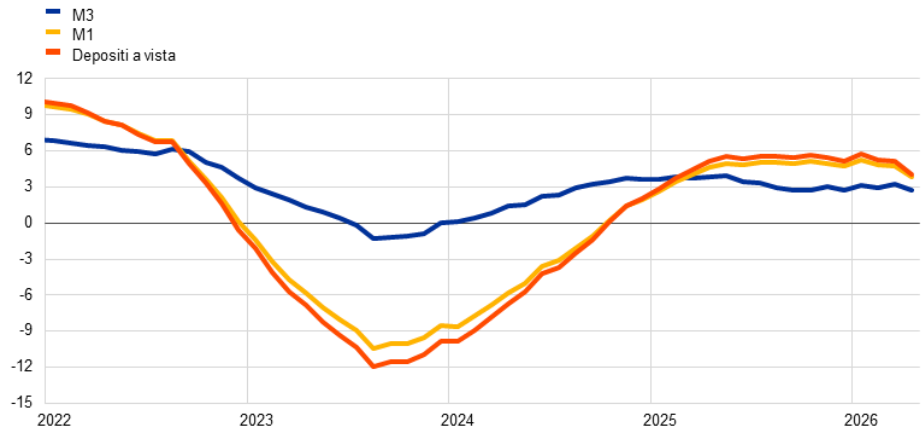
Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026.

**Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è diminuito ad aprile, in presenza di consistenti deflussi di depositi dagli intermediari finanziari non bancari (cfr. il grafico 23).** Ad aprile la crescita sui dodici mesi di M3 è scesa al 2,7 per cento, dal 3,2 di marzo, tornando al livello osservato per gran parte della seconda metà del 2025 e mantenendosi ben al di sotto della sua media storica del 5,2 per cento dall'inizio del 1999. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende gli strumenti più liquidi, ovvero circolante e depositi a vista, è sceso dal 4,7 per cento di marzo al 3,8 ad aprile, in un contesto caratterizzato da consistenti deflussi di depositi da parte degli intermediari finanziari non bancari, in controtendenza rispetto agli afflussi osservati nel mese precedente. Per quanto concerne le contropartite, la creazione di moneta è stata sostenuta dal credito bancario, mentre i deflussi monetari esteri netti dall'area dell'euro e la contrazione del bilancio dell'Eurosistema hanno gravato sulla crescita di M3.

### Grafico 23

#### M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026.

*Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2026 dagli esperti dell'Eurosistema, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche, pari al 2,9 per cento del PIL nel 2025, dovrebbe aumentare in misura significativa e collocarsi al 3,6 per cento del PIL nel 2026, per poi raggiungere un picco del 3,7 nel 2027. L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe allentarsi nel 2026 e in seguito tornare a essere restrittivo nel 2027 e nel 2028. L'allentamento previsto per il 2026 è da attribuire principalmente agli investimenti pubblici e ai trasferimenti di bilancio, con l'aumento degli investimenti che riflette principalmente l'elevata spesa per la difesa e le infrastrutture, nonché progetti finanziati nell'ambito del programma Next Generation EU (NGEU). L'inasprimento nel 2027 e nel 2028 è principalmente riconducibile a fattori non discrezionali. Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro dovrebbe seguire un andamento crescente e raggiungere il 90 per cento del PIL nel 2028, in un contesto in cui i perduranti disavanzi primari e i valori positivi della componente stock-flussi superano gli effetti favorevoli, ancorché in calo, dei differenziali tra tassi di interesse e crescita. Nell'ambito del pacchetto di primavera del semestre europeo 2026, pubblicato il 3 giugno, la Commissione europea osserva che le misure volte a rafforzare la sicurezza energetica e a ridurre la dipendenza dai combustibili fossili potrebbero beneficiare della flessibilità prevista dall'attuale quadro di riferimento.*

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2026 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe deteriorarsi e il disavanzo raggiungere un picco ben al di sopra della soglia del 3 per cento nel 2027 (cfr. il grafico 24)<sup>11</sup>.** Nel recente passato l'indebitamento netto dell'area dell'euro è lievemente sceso, dal 3,0 per cento del PIL nel 2024 al 2,9 nel 2025. In prospettiva, dovrebbe aumentare marcatamente al 3,6 per cento del PIL nel 2026 e raggiungere un picco pari al 3,7 nel 2027, per poi diminuire in misura marginale, al 3,6, nel 2028. Gran parte del deterioramento del saldo di bilancio sull'orizzonte temporale di proiezione riflette il costante aumento della spesa per interessi. In aggiunta, l'incremento più netto del disavanzo di bilancio nel 2026 è riconducibile a un orientamento meno restrittivo delle politiche di bilancio (misurato dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo e al netto delle sovvenzioni del Next Generation EU), e un lieve peggioramento della componente ciclica, che riflette l'andamento dell'output gap<sup>12</sup>. La componente ciclica dovrebbe continuare a subire un leggero deterioramento nel 2027, contribuendo all'aumento del disavanzo, per poi segnare un'inversione di tendenza nel 2028 quando, unitamente al previsto inasprimento fiscale, comporterà un lieve miglioramento della posizione di bilancio. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche

<sup>11</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026](#), pubblicate sul sito Internet della BCE l'11 giugno 2026.

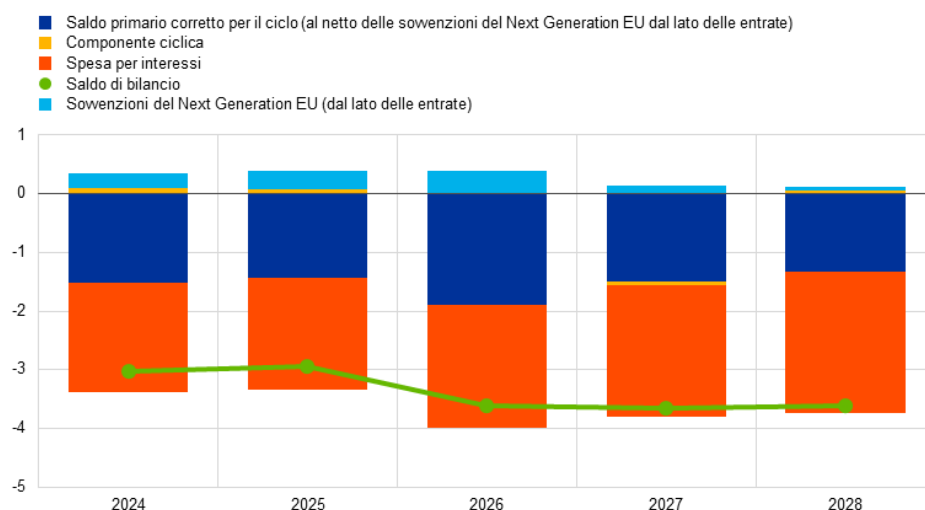
<sup>12</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito da queste all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non esercitano una contrazione della domanda, tale componente delle entrate è esclusa dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

per l'area dell'euro formulate a marzo 2026 dagli esperti della BCE, il rapporto tra disavanzo e PIL nel 2025 è risultato inferiore di 0,1 punti percentuali e dovrebbe essere superiore di 0,2 punti percentuali nel 2026, mentre rimarrebbe sostanzialmente invariato nel 2027 e nel 2028.

## Grafico 24

### Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



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

**Dopo un lieve inasprimento nel 2025, l'orientamento aggregato delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe allentarsi nel 2026 per poi segnare un lieve inasprimento nel 2027 e nel 2028.** L'allentamento del 2026 dovrebbe ammontare a 0,5 punti percentuali del PIL, trainato principalmente dall'incremento degli investimenti pubblici e dei trasferimenti alle famiglie. L'aumento degli investimenti riflette la maggiore spesa per difesa e infrastrutture in Germania e in diversi altri paesi più piccoli, nonché la spesa finanziata nell'ambito del programma Next Generation EU, sebbene quest'ultima dovrebbe in gran parte riassorbirsi negli anni successivi. L'inasprimento dell'orientamento delle politiche di bilancio per il 2027 e il 2028 è principalmente riconducibile a fattori non discrezionali, in particolare il drenaggio fiscale e il disallineamento tra le basi imponibili e il PIL<sup>13</sup>. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2026 dagli esperti della BCE, l'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe essere lievemente più espansivo nel 2026 e, in misura analoga, più restrittivo nel 2027, mentre rimane invariato per il 2028. Le revisioni riflettono principalmente le nuove misure temporanee di sostegno connesse all'incremento dei prezzi dell'energia adottate dai governi dall'inizio della guerra in Medio Oriente (pari a circa lo 0,1 per cento del PIL), nonché l'andamento dei consumi pubblici.

<sup>13</sup> Il drenaggio fiscale si riferisce all'aumento del gettito fiscale che si verifica quando le basi imponibili nominali crescono, ma i parametri di un sistema fiscale progressivo non vengono adeguati di conseguenza.

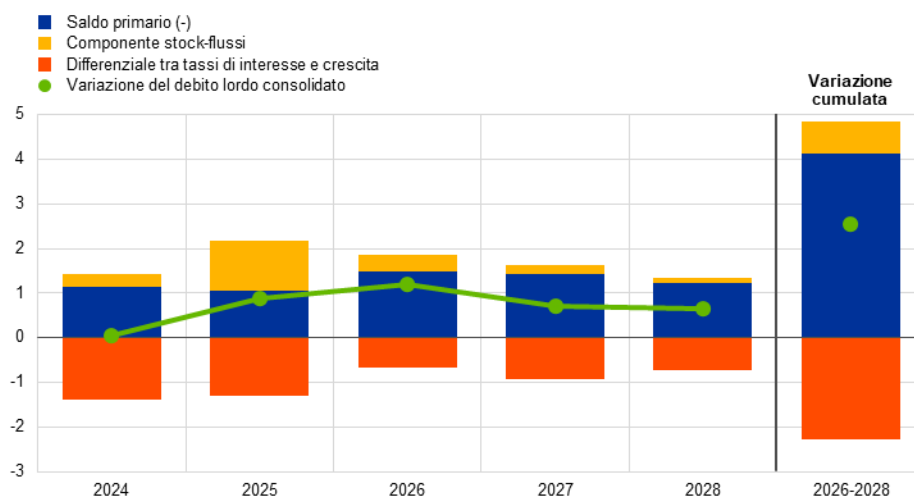
**Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro dovrebbe seguire un andamento crescente lungo l'orizzonte temporale di proiezione, raggiungendo il 90 per cento del PIL nel 2028 (cfr. il grafico 25).**

La significativa riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL osservata tra il 2021 e il 2023, che era stata determinata quasi esclusivamente da differenziali favorevoli tra tassi di interesse e crescita, si è conclusa nel 2024. Ci si attende ora che il rapporto tra debito pubblico e PIL aumenti, dall'87,4 per cento del 2025 al 90,0 per cento nel 2028. Tale aumento riflette i perduranti disavanzi primari e i valori della componente stock-flussi, modesti ma costantemente positivi, compensati solo in parte dai differenziali tra tassi di interesse e crescita ancora favorevoli, seppur in diminuzione. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2026 dagli esperti della BCE, il rapporto fra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL è stato rivisto al rialzo per tutto l'orizzonte temporale della proiezione, principalmente per effetto di differenziali fra tassi di interesse e crescita meno favorevoli e di valori della componente stock-flussi più elevati.

**Grafico 25**

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

(in punti percentuali del PIL, salvo diversa indicazione)



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

**Il 3 giugno la Commissione ha pubblicato il pacchetto di primavera del semestre europeo 2026<sup>14</sup>.**

Finora il Consiglio dell'UE ha approvato l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale per 14 paesi dell'area dell'euro, tra cui la Spagna, la cui richiesta è stata approvata in occasione della riunione del Consiglio del 12 giugno<sup>15</sup>. Il Consiglio ha inoltre abrogato la procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) nei confronti di Malta. Tenuto conto, ove opportuno, della flessibilità prevista dalla clausola di salvaguardia nazionale, la Commissione ritiene che i paesi

<sup>14</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il [pacchetto di primavera del semestre europeo 2026](#).

<sup>15</sup> La clausola di salvaguardia nazionale è stata attivata per Belgio, Bulgaria, Germania, Estonia, Grecia, Spagna, Croazia, Lettonia, Lituania, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia. Ulteriori informazioni sulla [clausola di salvaguardia nazionale per la spesa per la difesa](#) sono disponibili sul sito Internet del Consiglio.

dell'area dell'euro soggetti a una PDE abbiano adottato misure efficaci<sup>16</sup>, mentre è in corso di valutazione l'eventuale avvio di una procedura per la Bulgaria. Inoltre, la Commissione rileva che la flessibilità prevista dall'assetto attuale potrebbe andare a beneficio di misure volte a rafforzare la capacità di tenuta strutturale del sistema energetico europeo e ad accelerare la transizione dai combustibili fossili. Nello specifico, propone di ampliare l'ambito di applicazione della clausola di salvaguardia nazionale per tenere conto di misure temporanee volte a ridurre la dipendenza dai combustibili fossili importati, mantenendo nel contempo la flessibilità esistente per la spesa per la difesa. Nell'ambito dell'attuale massimale previsto dalla clausola di salvaguardia nazionale per la spesa aggiuntiva per la difesa (1,5 per cento del PIL), propone di applicare alle misure volte a ridurre la dipendenza dai combustibili fossili un massimale annuo dedicato dello 0,3 per cento per il periodo 2026-2028, con un massimale annuo cumulativo dello 0,6 per cento del PIL per lo stesso periodo.

---

<sup>16</sup> I paesi dell'area dell'euro attualmente sottoposti a una PDE sono Belgio, Francia, Italia, Austria, Slovacchia e Finlandia. La Commissione si attende che l'Italia corregga il proprio disavanzo eccessivo nel 2026, coerentemente con il termine fissato dal Consiglio.

# Riquadri

## 1 Intelligenza artificiale e mercato del lavoro negli Stati Uniti: effetti sulla crescita dell'occupazione

a cura di Isabella Moder e Til Pommer

**Mentre gli strumenti di intelligenza artificiale (IA) vengono adottati dalle imprese di tutto il mondo, si dibatte ampiamente sull'impatto di tale tecnologia sui mercati del lavoro**<sup>1</sup>. Nonostante le potenziali turbative apportate dall'IA ai mercati del lavoro siano significative, i suoi effetti sull'occupazione aggregata sembrano finora contenuti. Tuttavia, vi sono evidenze crescenti che l'IA stia incidendo negativamente sull'occupazione per specifici sottogruppi professionali, in particolare i lavoratori meno esperti in occupazioni fortemente esposte<sup>2</sup>. Il presente riquadro esamina gli effetti dell'IA sulla crescita dell'occupazione negli ultimi anni, incentrando l'analisi sugli Stati Uniti, paese in cui è probabile che l'impatto si sia manifestato prima rispetto ad altre grandi economie, dato che ospita alcune delle imprese più all'avanguardia nell'adozione di tale tecnologia, e che è dotato di un mercato del lavoro relativamente flessibile.

**L'impatto dell'IA sulla crescita dell'occupazione può essere sia positivo sia negativo, come evidenziato nella letteratura recente sull'argomento.** Un ben noto modello sviluppato da Acemoglu e Restrepo (2018) distingue tra l'effetto positivo che le nuove tecnologie esercitano sulla crescita dell'occupazione, consentendo una maggiore produttività, e l'effetto negativo che esse generano a causa dell'esubero di posti di lavoro, con un impatto netto sull'occupazione di un paese che dipende dalla rilevanza relativa di tali effetti. Valutare empiricamente l'impatto dell'intelligenza artificiale sull'occupazione in questa fase iniziale è difficile (cfr. Lane, 2026). Hampole et al. (2025) dimostrano che, sebbene negli Stati Uniti l'adozione dell'IA a livello di impresa generi effetti positivi sull'occupazione, tali effetti celano una sostanziale eterogeneità tra gruppi occupazionali. Secondo le prime evidenze relative all'Unione europea, le imprese che adottano tecnologie di IA registrano incrementi di produttività maggiori, senza che la tecnologia si sostituisca alla manodopera nel breve periodo (cfr. Aldasoro et al., 2026). Tali rilievi sono in linea con i risultati di recenti indagini condotte dalla BCE, secondo cui a più elevati livelli di adozione dell'IA o di investimenti a essa collegati da parte delle imprese corrisponde una più alta probabilità di impiego di personale aggiuntivo (cfr. Lebastard e Sondermann, 2026).

**Negli Stati Uniti il numero di posti di lavoro in occupazioni con un elevato rischio di sostituzione da parte dell'IA è diminuito negli ultimi anni.**

<sup>1</sup> Il riquadro si concentra sugli effetti dell'adozione dell'IA sul mercato del lavoro dal lato della domanda e non rileva esplicitamente i potenziali incrementi dell'occupazione dal lato dell'offerta, come la creazione di posti di lavoro legati agli investimenti nello sviluppo e nella diffusione di tale tecnologia.

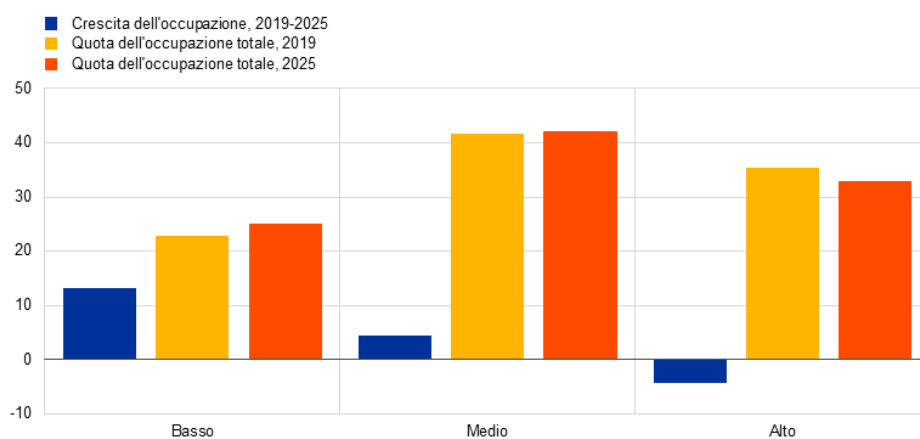
<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, Brynjolfsson et al. (2025) per un'analisi dei dati sull'occupazione dipendente negli Stati Uniti. Si noti che Lambert e Schindler (2026) mettono in discussione il rilievo che l'IA generativa si stia sostituendo ai lavoratori con meno esperienza. I due autori riscontrano che l'esposizione all'IA generativa è fortemente correlata a un altro shock post-pandemico: il lavoro da remoto.

Applicando un indice sviluppato da Pizzinelli et al. (2023) per misurare il rischio di sostituzione da parte dell'IA, ogni occupazione viene classificata in una di tre categorie corrispondenti a diversi livelli di rischio: basso, medio e alto<sup>3</sup>. Dal calcolo della crescita media dell'occupazione per ciascuna di tali categorie negli Stati Uniti emerge che, tra il 2019 e il 2025, l'occupazione in professioni a elevato rischio di sostituzione da parte dell'IA (come economisti e grafici) è diminuita, in media, di oltre il 4 per cento (cfr. il grafico A)<sup>4</sup>. Per contro, l'occupazione in impieghi a basso rischio di sostituzione (come nel caso di elettricisti o insegnanti di scuola superiore) è aumentata del 13 per cento nello stesso periodo. Di conseguenza, la composizione dell'occupazione statunitense si è modificata: nel paese la quota di posti di lavoro a basso rischio di sostituzione sul totale dell'occupazione è aumentata dal 23 al 25 per cento, mentre quella degli impieghi ad alto rischio è scesa dal 35 al 33 per cento.

### Grafico A

Crescita dell'occupazione e quota degli impieghi, raggruppati per rischio di sostituzione da parte dell'IA, sull'occupazione totale - Stati Uniti

(valori percentuali)



Fonti: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

**Un'analisi empirica conferma che l'IA ha già determinato una redistribuzione dei posti di lavoro all'interno del mercato statunitense.** L'impatto del rischio di sostituzione da parte dell'IA sulla crescita dell'occupazione viene stimato utilizzando la stessa classificazione delle professioni per livello di rischio di sostituzione illustrata in precedenza. L'analisi si avvale del metodo della differenza nelle differenze e stima separatamente l'impatto del rischio di sostituzione da parte dell'IA relativo a

<sup>3</sup> Pizzinelli et al. (2023) modificano l'ampio indice utilizzato creato da Felten et al. (2021) in modo che tenga conto della complementarità degli impieghi rispetto all'IA, ipotizzando che una minore complementarità associata a un'elevata esposizione all'IA comporti un rischio più elevato di sostituzione e, quindi, di perdita del posto di lavoro. Ad esempio, secondo questo indice esteso, un programmatore e un insegnante di informatica presentano lo stesso grado di esposizione all'IA ma, poiché le mansioni di un insegnante implicano una maggiore complementarità rispetto all'IA, il suo lavoro è esposto a un rischio di sostituzione inferiore rispetto a quello del programmatore informatico. Pizzinelli e al. chiamano il loro indice "esposizione professionale all'IA corretta per la complementarità". Per facilità di lettura, nel presente riquadro l'indice viene definito "rischio di sostituzione da parte dell'IA". Occorre inoltre precisare che l'IA comprende non soltanto i modelli linguistici di grandi dimensioni, ma anche altre applicazioni, già in precedenza disponibili, come il riconoscimento di immagini e la traduzione automatica.

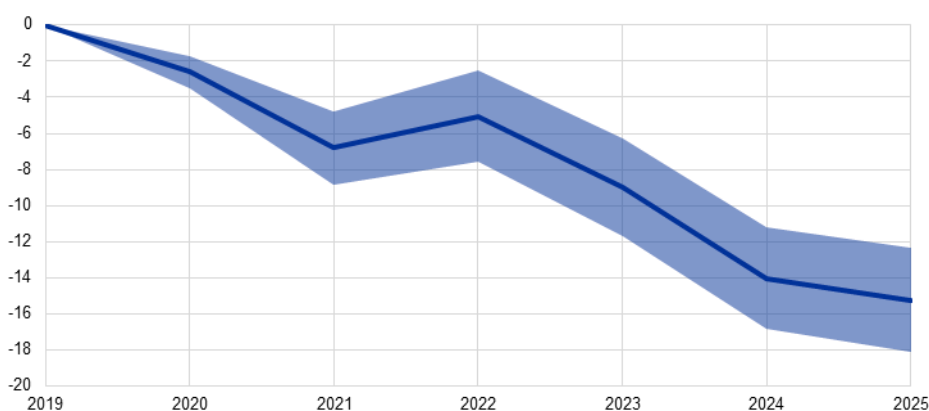
<sup>4</sup> Poiché l'analisi si concentra sugli andamenti recenti, viene considerato come anno base l'ultimo precedente la pandemia (il 2019). Tuttavia è probabile che l'intelligenza artificiale abbia prodotto un impatto sul mercato del lavoro statunitense già prima del 2019.

un'occupazione sulla dinamica di tale impiego per ciascun anno (2020-2025) rispetto all'anno base (2019). Essa include, inoltre, una costante ed effetti fissi settoriali, corrispondenti ai sottosettori industriali identificati secondo la classificazione a tre cifre del sistema adottato nel Nord America (North American Industry Classification System, NAICS), che consentono di tenere conto degli shock (ad esempio, il COVID-19), degli andamenti settoriali specifici e delle eterogeneità non osservate<sup>5</sup>. I risultati indicano un crescente divario nella dinamica dei posti di lavoro tra le occupazioni caratterizzate da un elevato rischio di sostituzione da parte dell'IA e quelle con rischio contenuto (cfr. il grafico B)<sup>6</sup>. A parità di altre condizioni, tra il 2019 e il 2025 i posti di lavoro a elevato rischio di sostituzione sono aumentati a un tasso inferiore di circa 15 punti percentuali rispetto alle posizioni a rischio contenuto. Ciò è coerente con gli studi secondo cui l'IA starebbe incidendo sulla crescita dell'occupazione per specifici sottogruppi professionali. Nel complesso, sebbene a oggi non sia ancora possibile trarre conclusioni sulle conseguenze dell'IA per l'occupazione aggregata, l'analisi rileva che a partire dal 2019 tale tecnologia abbia avuto un impatto relativo sulla crescita dell'occupazione negli Stati Uniti<sup>7</sup>. Questo impatto ha subito un'accelerazione dal lancio di ChatGPT alla fine del 2022.

### Grafico B

Impatto dell'IA sulla crescita dell'occupazione statunitense: differenza tra rischio di sostituzione elevato e contenuto

(punti percentuali)



Fonti: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la linea mostra l'impatto relativo stimato dell'esposizione all'IA sulla crescita dell'occupazione per ciascun anno rispetto al 2019. Il modello si avvale del metodo della differenza nelle differenze e stima separatamente l'impatto del rischio di sostituzione da parte dell'IA relativo a un'occupazione sulla dinamica di tale impiego per ciascun anno (2020-2025) rispetto all'anno base (2019). L'1 per cento superiore e l'1 per cento inferiore della crescita dell'occupazione sono stati winsorizzati per tenere conto dei valori anomali. Il modello include inoltre una costante ed effetti fissi settoriali corrispondenti ai sottosettori identificati secondo la classificazione a tre cifre del sistema NAICS. I risultati sono stati riscaldati per indicare la differenza tra rischio di sostituzione da parte dell'IA elevato e contenuto. Le aree ombreggiate indicano l'intervallo di confidenza del 95 per cento.

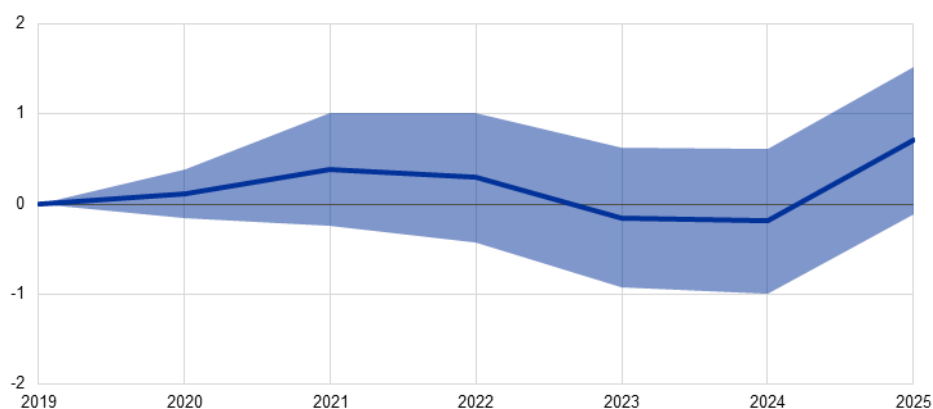
- <sup>5</sup> Ad esempio, un calo dei posti di lavoro nel settore manifatturiero potrebbe non dipendere dall'IA ed essere invece determinato da altri andamenti strutturali, come la delocalizzazione. Poiché in tale settore alcune professioni sono caratterizzate da un elevato rischio di sostituzione da parte dell'IA (ad esempio, quelle coinvolte nella gestione delle scorte o nel prelievo della merce per l'evasione degli ordini), tale calo potrebbe essere erroneamente attribuito all'IA.
- <sup>6</sup> È opportuno precisare che il quadro analitico non tiene conto in modo esplicito dell'adozione dell'IA.
- <sup>7</sup> Massenkoff e McCrory (2026) conducono un'analisi simile per i tassi di disoccupazione statunitensi e non riscontrano un aumento significativo della disoccupazione tra i lavoratori nelle professioni più esposte. Ciò potrebbe anche indicare una riallocazione dei posti di lavoro all'interno del mercato statunitense.

**L'impatto relativo dell'IA sulla dinamica dell'occupazione non si è ancora tradotto in differenze significative in termini di crescita salariale.** Come nel caso degli effetti sull'occupazione, l'impatto dell'IA su salari e disuguaglianze, pur essendo fortemente dibattuto in letteratura, trova scarsi riscontri empirici. Avvalendosi della stessa metodologia descritta in precedenza, un'analisi della crescita mediana della retribuzione oraria per impiego rivela che a partire dal 2019 il rischio di sostituzione da parte dell'IA non ha avuto un impatto significativo sulla dinamica salariale (cfr. il grafico C)<sup>8</sup>. Nel corso del tempo, con il progressivo aggiustamento del mercato del lavoro e l'evoluzione degli strumenti di IA verso maggiori capacità generative, gli effetti di reddito potrebbero essere più pronunciati<sup>9</sup>.

### Grafico C

Impatto dell'IA sulla crescita salariale statunitense: differenza tra rischio di sostituzione elevato e contenuto

(punti percentuali)



Fonti: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la linea mostra l'impatto relativo stimato dell'esposizione all'IA sulla crescita mediana della retribuzione oraria per ciascun anno rispetto al 2019. Il modello si avvale del metodo della differenza nelle differenze e stima separatamente l'impatto del rischio di sostituzione da parte dell'IA relativo a un'occupazione sulla dinamica del suo salario per ciascun anno (2020-2025) rispetto all'anno base (2019). Il modello include inoltre una costante ed effetti fissi settoriali corrispondenti ai sottosettori identificati secondo la classificazione a tre cifre del sistema NAICS. I risultati sono stati riscaldati per indicare la differenza tra rischio di sostituzione da parte dell'IA elevato e contenuto. Le aree ombreggiate indicano l'intervallo di confidenza del 95 per cento.

### Riferimenti bibliografici

Acemoglu, D. e Restrepo, P. (2018), "The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 108(6), pagg. 1488-1542.

Aldasoro, I., Gambacorta, L., Pal, R., Revoltella, D., Weiss, C. e Wolski, M. (2026), "AI Adoption, Productivity and Employment: Evidence from European Firms", *BIS Working Papers*, n. 1325, Banca dei regolamenti internazionali.

<sup>8</sup> L'impatto dell'IA sui salari dipende anche dalla dinamica dell'offerta e della domanda di lavoro, che il quadro analitico qui utilizzato non consente di distinguere.

<sup>9</sup> In uno dei pochi studi empirici disponibili in questo ambito, Hui et al. (2024) valutano l'impatto che dal 2022 i modelli di IA generativa hanno avuto sui freelance iscritti a una grande piattaforma online per la ricerca di personale e riscontrano riduzioni sia dell'occupazione sia dei salari delle professioni maggiormente colpite.

Brynjolfsson, E., Chandar, B. e Chen, R. (2025), "[Canaries in the Coal Mine? Six Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence](#)", Stanford Digital Economy Lab.

Felten, E., Raj, M. e Seamans, R. (2021), "[Occupational, industry, and geographic exposure to artificial intelligence: A novel dataset and its potential uses](#)", *Strategic Management Journal*, 42(12), pagg. 2195-2217.

Hampole, M., Papanikolaou, D., Schmidt, L. D. W. e Seegmiller, B. (2025), "[Artificial Intelligence and the Labor Market](#)", *NBER Working Papers*, n. 33509, National Bureau of Economic Research.

Hui, X., Reshef, O. e Zhou, L. (2023), "[The Short-Term Effects of Generative Artificial Intelligence on Employment: Evidence from an Online Labor Market](#)", *CESifo Working Paper Series*, n. 10601, CESifo.

Lambert, P. e Schindler, Y. (2026), "[The Broken Ladder: AI, Remote Work, and Early-Career Hiring](#)", maggio, SSRN.

Lane, P.R. (2026), "[AI and the euro area economy](#)", intervento di apertura tenuto in occasione della ECB-SAFE-RCEA International Conference on the Climate-Macro-Finance Interface (3CMFI), Banca centrale europea, Francoforte, 23 marzo.

Lebastard, L. e Sondermann, D. (2026), "[Artificial Intelligence: Friend or Foe for Hiring in Europe Today?](#)", *Il Blog della BCE*, Banca centrale europea, 4 marzo.

Massenkoff, M. e McCrory, P. (2026), "[Labor Market Impacts of AI: A New Measure and Early Evidence](#)", Anthropic Economic Research.

Pizzinelli, C., Panton, A.J., Mendes Tavares, M., Cazzaniga, M. e Longji, L. (2023), "[Labor Market Exposure to AI: Cross-country Differences and Distributional Implications](#)", *IMF Working Papers*, n. 2023/216, Fondo monetario internazionale.

## La reazione dei mercati finanziari statunitensi agli shock geopolitici che incidono sull'offerta di petrolio

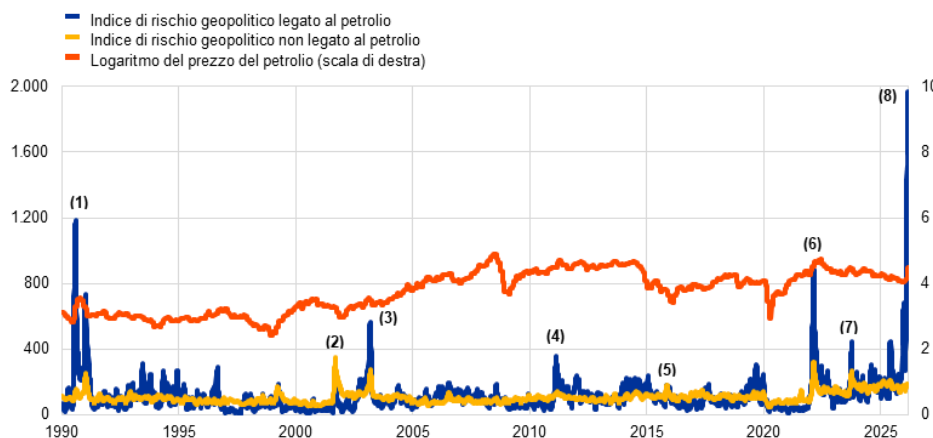
a cura di Massimo Ferrari Minesso, Bruno Lopes Mendes, Arthur Stalla-Bourdillon e Viktória Vidaházy

**I recenti shock geopolitici hanno causato turbative ai mercati mondiali dell'energia.** I due shock geopolitici più gravi degli ultimi anni, l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e il conflitto attualmente in corso in Medio Oriente, hanno provocato bruschi rincari dei beni energetici nelle due settimane successive all'inizio delle ostilità, con un aumento dei prezzi del petrolio di circa il 30 e il 50 per cento, rispettivamente (cfr. il grafico A). Sebbene gli shock geopolitici si ripercuotano generalmente sulla crescita economica (cfr. Caldara e Iacoviello, 2022), i loro effetti inflazionistici sono meno evidenti (cfr. Ferrari Minesso et al., 2023; Brignone et al., 2024)<sup>1</sup>. Tuttavia, quando comportano interruzioni dell'offerta di energia a livello mondiale, come la chiusura dello Stretto di Hormuz, spingono al rialzo i corsi petroliferi. Ciò alimenta l'inflazione, amplificando probabilmente l'effetto di contrazione sulla crescita e influenzando le reazioni dei mercati finanziari. Concentrando l'attenzione sugli Stati Uniti, il presente riquadro esamina tali reazioni tramite l'impiego di una nuova misura degli shock geopolitici legati al petrolio elaborata da Iacoviello e Tong (2026).

### Grafico A

#### Rischio geopolitico e prezzi del petrolio

(scala di sinistra: indice; scala di destra: logaritmo di dollari statunitensi al barile)



Fonti: Iacoviello e Tong (2026), Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i picchi numerati si riferiscono ai seguenti eventi geopolitici: (1) guerra del Golfo; (2) attentati terroristici dell'11 settembre; (3) invasione dell'Iraq; (4) primavera araba e guerra civile in Libia; (5) attentati terroristici a Parigi; (6) invasione russa dell'Ucraina; (7) guerra Israele-Hamas; (8) attuale guerra in Medio Oriente. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2026.

### Un nuovo indice sviluppato con l'ausilio dell'intelligenza artificiale (IA) identifica gli eventi geopolitici legati ai mercati mondiali dell'energia.

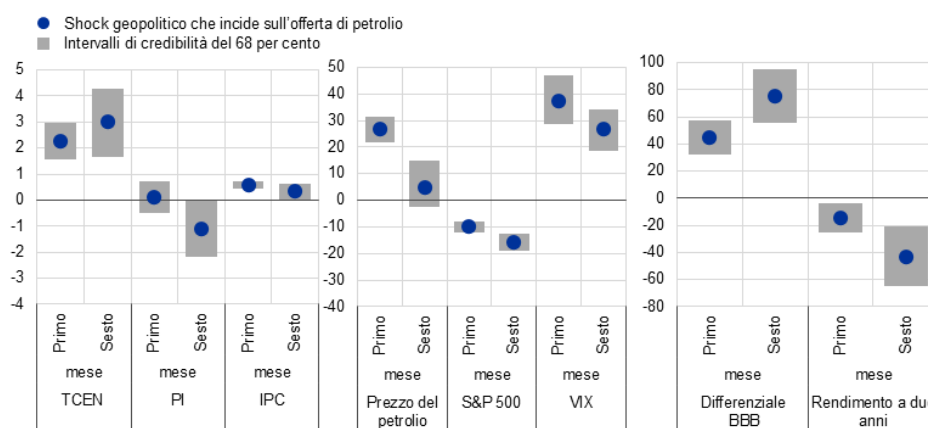
<sup>1</sup> Ferrari Minesso et al. (2023) mettono in luce gli effetti contrastanti del rischio geopolitico sui prezzi del petrolio e sull'inflazione. Brignone et al. (2024) dimostrano che gli shock causati dall'incertezza provocano un aumento dei prezzi del petrolio e dell'inflazione, ma gli eventi negativi che di fatto si verificano hanno un effetto deflazionistico.

Iacoviello e Tong (2026) si avvalgono dell'IA per analizzare oltre cinque milioni di articoli di giornale statunitensi, affinando l'approccio basato su parole chiave utilizzato da Caldara e Iacoviello (2022) per misurare i rischi geopolitici. In questo modo, sono in grado di individuare gli eventi geopolitici che incidono sull'offerta di energia (ad esempio la guerra del Golfo o il conflitto attualmente in corso in Medio Oriente), distinguendoli da quelli che non hanno ripercussioni dirette sul mercato dei beni energetici (ad esempio gli attentati terroristici a Parigi del 2015). L'attuale conflitto in Medio Oriente ha provocato un brusco rialzo dell'indice di rischio geopolitico legato al petrolio, che emerge con chiarezza nel confronto storico. Individuando eventi specifici che provocano interruzioni nella fornitura di energia, il nuovo indice perfeziona i modelli esistenti che collegano gli eventi geopolitici al mercato del petrolio<sup>2,3</sup>. Come in Iacoviello e Tong (2026), l'analisi si concentra sui giorni in cui l'indice è superiore di due deviazioni standard alla sua media. Le somme mensili delle variazioni dei corsi petroliferi registrate in quei giorni sono utilizzate come variabili strumentali per gli shock geopolitici collegati al petrolio in un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (BVAR) dei mercati finanziari statunitensi, ampliato con i principali indicatori macroeconomici.

## Grafico B

### Reazione delle variabili statunitensi agli shock geopolitici che incidono sull'offerta di petrolio

(pannello di sinistra e pannello centrale: valori percentuali; pannello di destra: punti base)



Fonti: Iacoviello e Tong (2026), Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra le reazioni delle variabili indicate a uno shock geopolitico che incide sull'offerta di petrolio, ponderato sulla base di un calo del 10 per cento dell'indice S&P 500 al momento dell'impatto. Il modello BVAR include: l'indice di rischio geopolitico del petrolio (cfr. Iacoviello e Tong, 2026), il prezzo del greggio di qualità Brent, il rendimento delle obbligazioni statunitensi a due anni, l'indice S&P 500, il tasso di cambio effettivo nominale del dollaro statunitense (TCEN), l'indice VIX della volatilità attesa, il differenziale sulle obbligazioni societarie statunitensi con rating BBB, la produzione industriale statunitense (PI) e l'indice dei prezzi al consumo statunitense (IPC). Ad eccezione del rendimento e del differenziale, tutte le variabili sono inserite nel modello in livelli logaritmici mensili. Per individuare gli shock, l'indice è calcolato sommando, per ciascun mese, le variazioni del prezzo del petrolio nei giorni in cui l'indice è superiore di due deviazioni standard alla sua media (cfr. Iacoviello e Tong, 2026). Il modello è stimato per il periodo compreso tra febbraio 1990 e febbraio 2026.

<sup>2</sup> Ad esempio, utilizzando l'indice di rischio geopolitico originale elaborato da Caldara e Iacoviello (2022), Verduzco-Bustos e Zanetti (2026) dimostrano che le tensioni geopolitiche che interessano i mercati del petrolio hanno effetti restrittivi e inflazionistici, dando risalto al ruolo delle scorte. Le considerazioni formulate da Pinchetti (2025) sono in linea con il modello di equilibrio generale di Kilian et al. (2024).

<sup>3</sup> Il nuovo approccio isola gli eventi che provocano una riduzione dell'offerta di petrolio, mentre la letteratura attuale non distingue tra i diversi shock geopolitici. Dato che gli shock non legati al petrolio generalmente ne riducono il prezzo, tale approccio consente di identificare con maggiore precisione l'impatto delle tensioni geopolitiche legate al petrolio.

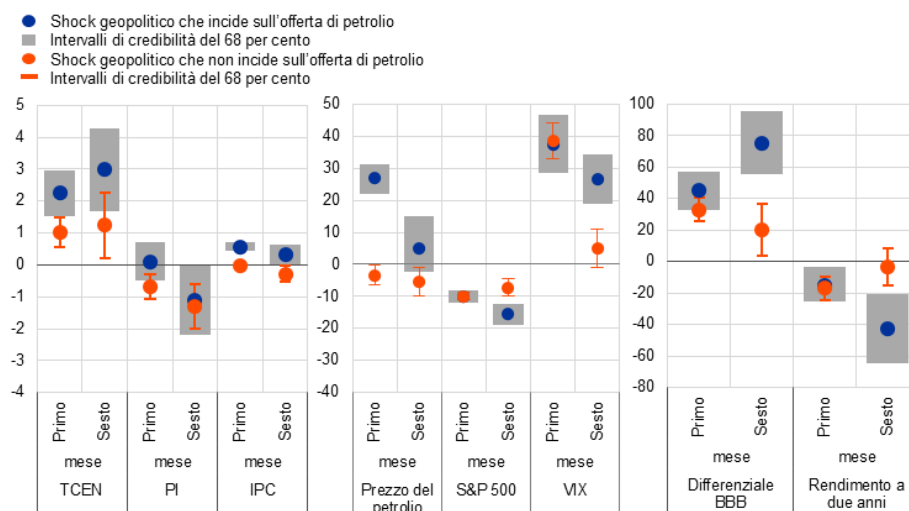
**Gli shock geopolitici che si ripercuotono sull'offerta di petrolio comportano una riduzione dell'attività economica e un aumento dei prezzi, e sono associati a premi per il rischio più elevati.**

A seguito di uno shock geopolitico legato al petrolio, calibrato su un calo del 10 per cento delle quotazioni azionarie statunitensi nel primo mese, i prezzi del petrolio aumentano di circa il 30 per cento e restano al di sopra dei livelli precedenti lo shock per circa due trimestri (cfr. il grafico B). Tale aumento si trasmette ai prezzi al consumo statunitensi, sebbene con un effetto modesto, mentre la produzione industriale si contrae con un certo ritardo (diminuendo fino all'1 per cento dopo sei mesi). Per contro, l'impatto sui mercati finanziari è più marcato. Le quotazioni azionarie rimangono di circa il 20 per cento al di sotto del livello precedente lo shock dopo due trimestri. Il dollaro si apprezza costantemente, di riflesso sia all'aumento dei corsi petroliferi sia alla dinamica di bene rifugio<sup>4</sup>. Si registrano aumenti degli indicatori di rischio, quali l'indice VIX della volatilità attesa e i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie. I tassi privi di rischio diminuiscono, riflettendo considerazioni legate ai beni rifugio o ad aspettative di un allentamento della politica monetaria, a causa di una diminuzione del prodotto più persistente rispetto all'aumento dell'inflazione.

**Grafico C**

**Confronto tra shock geopolitici che incidono e che non incidono sull'offerta di petrolio**

(pannello di sinistra e pannello centrale: valori percentuali; pannello di destra: punti base)



Fonti: Iacoviello e Tong (2026), Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mette a confronto le reazioni delle variabili indicate a uno shock geopolitico che incide sull'offerta di petrolio (in blu) e a shock che non hanno ripercussioni su tale offerta (in rosso), entrambe ponderate sulla base di un calo del 10 per cento dell'indice S&P 500, stimato con lo stesso modello BVAR. Gli shock geopolitici che non condizionano l'offerta di petrolio sono individuati utilizzando l'indice di rischio geopolitico non legato al petrolio elaborato da Iacoviello e Tong (2026), sulla base delle variazioni del prezzo dell'oro (cfr. Georgiadis et al., 2024; Piffer e Podstawski, 2018).

**L'andamento dei prezzi del petrolio è un importante canale di amplificazione degli effetti degli shock geopolitici.**

Le reazioni dei mercati finanziari agli eventi geopolitici sono molto più moderate quando gli shock non hanno ripercussioni sull'offerta di petrolio (cfr. il grafico C). Anziché aumentare, i prezzi del petrolio

<sup>4</sup> Poiché il petrolio è generalmente quotato in dollari, gli aumenti di prezzo comportano automaticamente un incremento della domanda della valuta statunitense, determinandone un apprezzamento. Nei periodi in cui il rischio è più elevato, gli investitori internazionali potrebbero acquistare titoli del Tesoro statunitense, generalmente considerati attività sicure, facendo aumentare anche la domanda di dollari statunitensi.

registrano un lieve calo, in quanto il maggior rischio geopolitico grava sulla produzione industriale e sulla domanda aggregata, riducendo la domanda di petrolio. Ciò sostiene la ripresa economica, giacché la flessione dei prezzi del petrolio si traduce in un aumento dei redditi reali delle famiglie e in una riduzione dei costi di produzione e dell'inflazione, attenuando l'impatto sull'attività economica. Di conseguenza, il calo delle quotazioni azionarie è meno pronunciato nel tempo: i rendimenti statunitensi diminuiscono, ma tale flessione si inverte completamente dopo sei mesi. Il dollaro si apprezza in misura minore, non essendo sospinto dai rincari del petrolio, che generalmente rafforzano tale valuta, dal momento che gli Stati Uniti sono esportatori netti di energia primaria dal 2019 e gran parte dell'interscambio di petrolio viene fatturato in dollari (cfr. Ricci, 2024). Nonostante un temporaneo aumento, anche gli indicatori di rischio diminuiscono dopo due trimestri. Per quanto riguarda l'economia reale, dopo sei mesi la produzione industriale registra una ripresa più rapida e nel medio periodo i prezzi al consumo si riducono anziché aumentare. Tali risultati mostrano come i prezzi del petrolio amplifichino gli shock geopolitici, esercitando, in particolare, pressioni al rialzo sull'inflazione.

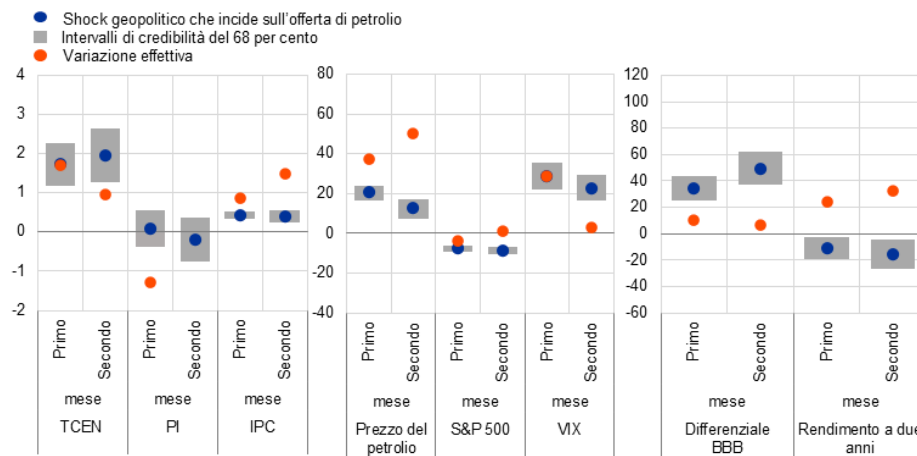
**Le reazioni dei mercati al conflitto in Medio Oriente sono state contenute rispetto agli andamenti storici.** Il grafico D mette a confronto le reazioni dei mercati utilizzando elasticità implicite nel modello<sup>5</sup>. Lo shock associato è stato effettivamente sostanziale. Di norma, circa 20 milioni di barili di petrolio vengono trasportati attraverso lo Stretto di Hormuz ogni giorno e, nonostante l'intervento di alcuni fattori attenuanti (ad esempio il riorientamento dei flussi attraverso reti di condotte), la perdita netta dal lato dell'offerta è stata pari a 10-15 milioni di barili al giorno (pari al 10-15 per cento dell'offerta mondiale). I prezzi del petrolio sono temporaneamente aumentati raggiungendo circa 120 dollari al barile, superando quanto suggerito dagli andamenti storici per uno shock geopolitico legato al petrolio di tale entità. Per contro, la reazione di altre variabili finanziarie è stata contenuta. Le quotazioni azionarie sono diminuite, ma hanno ripreso ad aumentare dopo circa un mese, mentre il dollaro, nonostante l'apprezzamento registrato a marzo, ad aprile era tornato quasi allo stesso livello osservato a inizio anno. I differenziali di rischio si sono lievemente ampliati con l'avvio delle ostilità, raggiungendo circa la metà dei valori suggeriti dagli andamenti storici, per poi tornare sui livelli precedenti il conflitto. Anziché diminuire, i tassi privi di rischio sono aumentati, riflettendo probabilmente i timori legati all'inflazione a seguito di uno shock di tale entità. La reazione complessivamente positiva potrebbe essere riconducibile alla solidità dei fondamentali macroeconomici statunitensi sottostanti, alle esportazioni di petrolio dagli Stati Uniti e ai cospicui investimenti in titoli connessi all'IA. Tuttavia, considerata l'entità dello shock petrolifero, la modesta correzione apportata ai prezzi resta sorprendente. I mercati potrebbero considerare l'interruzione temporanea e, pertanto, non tale da giustificare una costante rivalutazione elevata del rischio. Il protrarsi del conflitto, o una reazione più aggressiva della politica monetaria rispetto a quanto atteso, potrebbe esporre le attività finanziarie a improvvise revisioni dei prezzi e a potenziali ondate di vendite.

<sup>5</sup> Le reazioni a impulso del modello BVAR a uno shock da rischio geopolitico che incide sull'offerta di petrolio vengono adattate in modo da corrispondere alla reazione dell'indice VIX all'inizio del conflitto in Medio Oriente tra febbraio e marzo 2026.

## Grafico D

### Attuale prezzo del rischio geopolitico

(pannello di sinistra e pannello centrale: valori percentuali; pannello di destra: punti base)



Fonti: Iacoviello e Tong (2026), Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra le reazioni delle variabili indicate a uno shock geopolitico implicito nel modello che incide sull'offerta di petrolio (in blu), ponderato in modo da corrispondere alla reazione dell'indice VIX all'inizio del conflitto in Medio Oriente (febbraio 2026).

Le variazioni effettive (in rosso) corrispondono ai cambiamenti delle variabili finanziarie tra febbraio e marzo 2026 (primo mese) e tra febbraio e aprile 2026 (secondo mese). Per quanto riguarda PI e IPC, le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2026.

## Riferimenti bibliografici

Brignone, D., Gambetti, L. e Ricci, M. (2025), "Geopolitical risk shocks: when size matters", *Working Paper Series*, n. 2972, BCE, maggio (versione rivista).

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

Ferrari Minesso, M., Lappe, M.-S. e Rößler, D. (2023), *Rischio geopolitico e prezzi del petrolio*, riquadro 2 nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

Georgiadis, G., Müller, G.J. e Schumann, B. (2024), "Global risk and the dollar", *Journal of Monetary Economics*, vol. 144, 103549.

Iacoviello, M. e Tong, J. (2026), "The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence", *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors.

Kilian, L., Plante, M.D. e Richter, A.W. (2024), "Geopolitical Oil Price Risk and Economic Fluctuations", *Working Paper*, n. 2403, Federal Reserve Bank of Dallas, maggio.

Piffer, M. e Podstawski, M. (2018), "Identifying Uncertainty Shocks Using the Price of Gold", *The Economic Journal*, vol. 128, n. 616, pagg. 3266-3284.

Pinchetti, M. (2025), "Geopolitical Risk and Inflation: The Role of Energy Markets", *Working Paper*, n. 1005, Banque de France.

Ricci, M. (2024), *Il legame tra corsi petroliferi e dollaro statunitense: evidenze e implicazioni economiche*, riquadro 2 nel numero 7/2024 di questo Bollettino.

Verduzco-Bustos, G. e Zanetti, F. (2026), “[The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#)”, *CESifo Working Papers*, 12606, aprile.

## Aiuti di Stato nell'UE: un panorama in evoluzione

a cura di Roberto Bernasconi, Emma Domingo Enrich,  
Vasileios Kostakis, Steffen Osterloh e Lucia Quaglietti

**Negli ultimi anni la spesa per gli aiuti di Stato nell'UE è bruscamente aumentata, sospinta dagli shock economici e dalla ripresa a livello mondiale di politiche industriali interventiste.** Ciò ha innescato un dibattito più ampio, in cui coloro a favore dell'intervento pubblico ne sottolineano la necessità per far fronte ai fallimenti del mercato e alle vulnerabilità strategiche (cfr. Evenett et al., 2024) mentre i critici mettono in guardia dai connessi rischi di inefficienza, ricerca di posizioni di rendita e frammentazione del mercato unico (cfr. Hodge et al., 2024). Dal punto di vista della BCE, gli aiuti di Stato richiedono attenzione in virtù delle loro conseguenze sulle politiche di bilancio, sull'allocazione delle risorse e sulla concorrenza. Nel contesto delle crescenti tensioni geopolitiche e dei nuovi quadri temporanei dell'UE per gli aiuti di Stato, che consentono una maggiore flessibilità nell'erogazione dei fondi (nel caso più recente, a sostegno dei settori colpiti dalla crisi in Medio Oriente), il presente riquadro esamina l'evoluzione del ruolo e della destinazione di tali aiuti.

**Gli aiuti di Stato includono gli interventi pubblici che forniscono sostegno finanziario alle imprese o conferiscono un vantaggio selettivo.** Tali misure sono generalmente vietate dall'articolo 107 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in quanto possono generare distorsioni della concorrenza nel mercato unico. Il Trattato, tuttavia, consente alcune deroghe. Per essere compatibili con il mercato unico, gli aiuti di Stato devono agevolare lo sviluppo di un'attività economica senza alterare le condizioni di scambio tra Stati membri in misura contraria all'interesse comune<sup>1</sup>.

**Malgrado i vincoli giuridici, la portata e l'entità degli aiuti di Stato sono notevolmente cresciute nel corso del tempo.** Tra il 2000 e il 2013 la spesa in aiuti di Stato è rimasta sostanzialmente stabile allo 0,5-0,8 per cento del PIL. A partire dal 2014 le riforme che hanno ampliato le categorie di aiuti dispensate dall'approvazione preventiva da parte della Commissione europea hanno consentito agli Stati membri di fornire sostegno in maniera più flessibile, determinando all'incirca un raddoppio della spesa nel 2019<sup>2</sup>. Gli aiuti sono ulteriormente aumentati nel 2020 e nel 2021, raggiungendo un massimo di 330 miliardi di euro (2-2,5 per cento del PIL), per effetto dei quadri temporanei introdotti durante la pandemia di COVID-19 e prorogati a seguito dell'invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia. Pur essendo scesi all'1 per cento del PIL nel 2024, gli aiuti di Stato sono tuttora al di sopra delle medie storiche (cfr. il pannello a) del grafico A). In tempi più recenti, il conflitto in Medio Oriente ha indotto la Commissione ad adottare un nuovo quadro

<sup>1</sup> Gli articoli dal 107 al 109 del Trattato forniscono la definizione di aiuti di Stato, stabiliscono i divieti ed elencano le possibili deroghe.

<sup>2</sup> Il regolamento generale di esenzione per categoria ha definito le condizioni alle quali gli aiuti di Stato possono essere concessi senza la preventiva approvazione della Commissione. Le revisioni successive ne hanno ampliato l'ambito di applicazione.

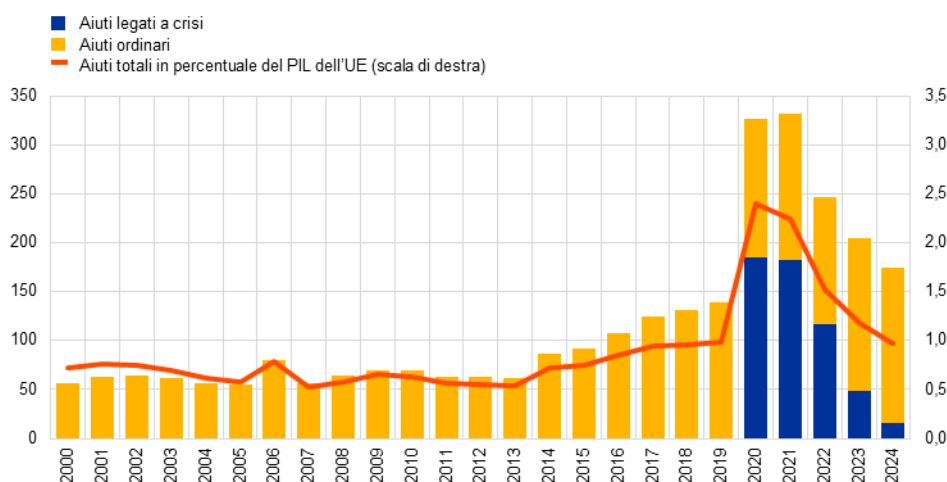
temporaneo, che crea condizioni più agevoli per la concessione, da parte degli Stati membri dell'UE, di aiuti ai settori più gravemente colpiti<sup>3</sup>.

## Grafico A

### Spesa in aiuti di Stato per obiettivo

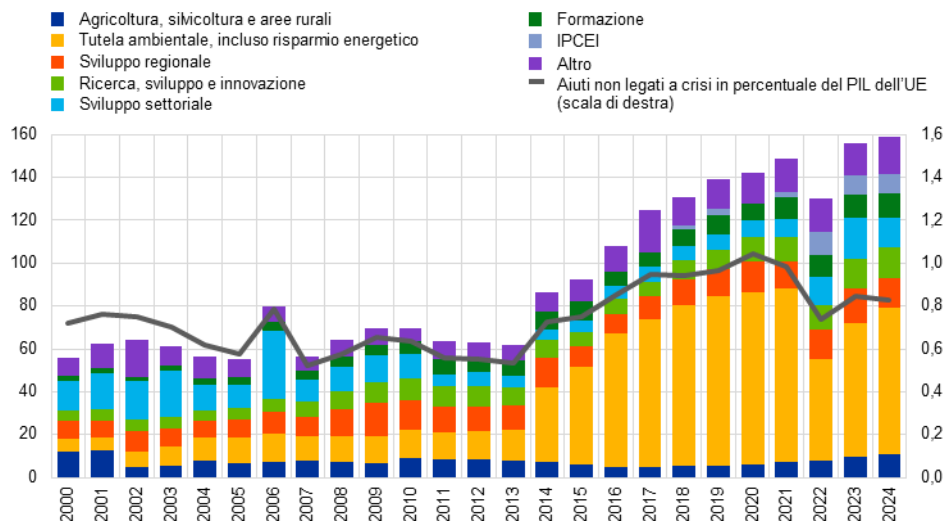
#### a) Aiuti di Stato legati a crisi e ordinari nell'UE

(scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: in percentuale del PIL dell'UE)



#### b) Aiuti ordinari

(scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: in percentuale del PIL dell'UE)



Fonti: quadro di valutazione degli aiuti di Stato (State Aid Scoreboard), Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i pannelli mostrano la spesa nominale in aiuti approvata dalla Commissione europea o concessa in deroga, riflettendo il vantaggio economico conferito ai beneficiari. Il pannello a) presenta una scomposizione degli aiuti di Stato in aiuti legati a crisi e aiuti ordinari. Il pannello b) offre un'ulteriore scomposizione degli aiuti ordinari.

**Anche l'orientamento degli aiuti di Stato è cambiato, spostandosi, tra le altre cose, verso priorità di sviluppo industriale più ampie.** Storicamente, il sostegno si è concentrato sull'innovazione, sulla coesione territoriale e sui vincoli finanziari delle imprese più piccole. Più di recente, è cresciuto il supporto finalizzato a obiettivi

<sup>3</sup> Il [quadro temporaneo per gli aiuti di Stato in risposta alla crisi in Medio Oriente](#) sarà in vigore fino a dicembre 2026. Consente di sostenere l'agricoltura, la pesca e l'acquacoltura, il trasporto terrestre e il trasporto marittimo a corto raggio all'interno dell'UE. Permette l'erogazione di aiuti volti a coprire fino al 70 per cento dei costi extra derivanti dalla crisi.

connessi con la tutela ambientale, inclusa la decarbonizzazione, oltre che con la competitività industriale e la resilienza strategica (cfr. il pannello b) del grafico A). Le iniziative politiche dell'UE come il [regolamento europeo sui chip](#), il [regolamento sull'industria a zero emissioni nette](#) e, più recentemente, il [patto per l'industria pulita](#) e la proposta di [regolamento sull'accelerazione industriale](#), hanno modificato il quadro di riferimento per la concessione degli aiuti di Stato a sostegno della decarbonizzazione, della sicurezza energetica e della competitività. Gli aiuti connessi all'energia sono cresciuti in misura significativa, riflettendone l'importanza strategica nel contesto degli elevati prezzi dei beni energetici e dei gravi shock che hanno colpito l'economia dell'UE<sup>4</sup>.

**La crescita della spesa per gli importanti progetti di comune interesse europeo (Important Projects of Common European Interest, IPCEI) dal 2018 fornisce un esempio dello spostamento verso un uso più strategico degli aiuti di Stato.**

Gli IPCEI consentono agli Stati membri di finanziare progetti transfrontalieri su larga scala volti a compensare i fallimenti del mercato e a ridurre le dipendenze in settori strategici come quelli delle batterie, dell'idrogeno, della microelettronica e delle tecnologie sanitarie<sup>5</sup>. Combinando fondi pubblici e privati, gli IPCEI interessano catene del valore complesse distribuite su più paesi. Considerando che a fine 2024 gli aiuti autorizzati e gli investimenti privati a essi associati ammontavano a circa 90 miliardi di euro (0,45 per cento del PIL), gli IPCEI sono attualmente uno dei più significativi strumenti di politica industriale coordinata dell'UE, mentre la Commissione ha proposto nuovi strumenti finanziari dedicati alle politiche industriali a livello di UE nell'ambito di un [Fondo europeo per la competitività](#) per il [quadro finanziario pluriennale 2028-2034](#).

**Gli aiuti di Stato sono distribuiti in modo disomogeneo tra paesi e settori, di riflesso alle differenti capacità di bilancio, caratteristiche strutturali e priorità politiche.** Durante la pandemia, le disparità tra paesi si sono notevolmente ampliate: nel 2020 e nel 2021 diversi paesi dell'UE hanno erogato aiuti per oltre il 3 per cento del PIL, mentre il sostegno è rimasto più contenuto in altri (cfr. il grafico B). Fino al 2019 i paesi con un livello di debito elevato tendevano a destinare una quota inferiore della propria spesa agli aiuti di Stato, ma da allora le differenze si sono ridotte. Anche la distribuzione settoriale degli aiuti ha evidenziato un'evoluzione: i dati a livello di impresa indicano che, storicamente, la quota prevalente del sostegno era destinata alle aziende del settore energetico (cfr. il pannello a) del grafico C); durante la pandemia si è invece osservato uno spostamento verso i servizi, mentre nel periodo post-pandemico è cresciuto il peso della manifattura. Inoltre, mentre gli aiuti di Stato ordinari raggiungono settori caratterizzati da livelli tecnologici eterogenei, quelli connessi con gli IPCEI si concentrano sui settori riguardanti la fabbricazione di prodotti a tecnologia alta e medio-alta (cfr. il pannello b) del grafico C), a sottolineare il loro ruolo nel rafforzamento delle catene del valore strategiche.

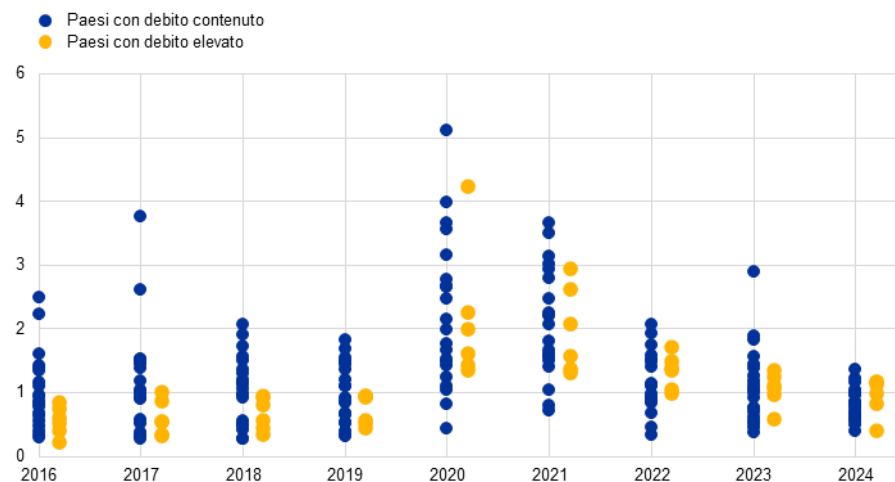
<sup>4</sup> Nel 2025 la Commissione europea ha adottato la [disciplina per gli aiuti di Stato nell'ambito del patto per l'industria pulita](#), che sostituisce il [quadro temporaneo di crisi e transizione](#) del 2022 e proroga la flessibilità nelle norme fino al 2030.

<sup>5</sup> Gli IPCEI devono coinvolgere più Stati membri, generare significative ricadute positive al di là dei soggetti beneficiari e contribuire agli obiettivi definiti a livello di UE.

## Grafico B

### Dispersione della spesa in aiuti di Stato nei paesi dell'UE

(in percentuale del PIL)



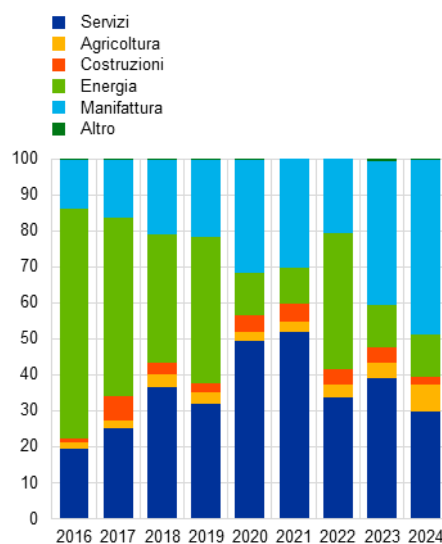
Fonti: quadro di valutazione degli aiuti di Stato (State Aid Scoreboard), Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i paesi con debito elevato sono quelli il cui livello del debito superava il 90 per cento del PIL nel 2024.

## Grafico C

### Spesa in aiuti di Stato per settore e livello tecnologico

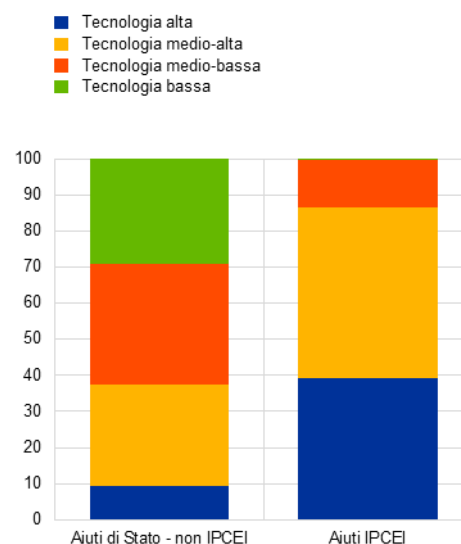
#### a) Spesa in aiuti di Stato per settore

(valori percentuali)



#### b) Spesa in aiuti di Stato per livello tecnologico e tipo di aiuto

(valori percentuali)



Fonti: banca dati per la trasparenza degli aiuti di Stato, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: i valori si basano su dati a livello di impresa e indicano gli aiuti concessi in 23 Stati membri dell'UE (escluse Spagna, Polonia, Romania e Slovenia). La categoria dei servizi non comprende il settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Nel pannello a), i dati si riferiscono a circa il 70 per cento degli aiuti totali riportati nel grafico A. Il pannello b) mostra la composizione per livello tecnologico degli aiuti di Stato non-IPCEI e degli aiuti concessi alle imprese manifatturiere nel contesto degli IPCEI (cfr. la [classificazione high-tech dei settori manifatturieri](#)).

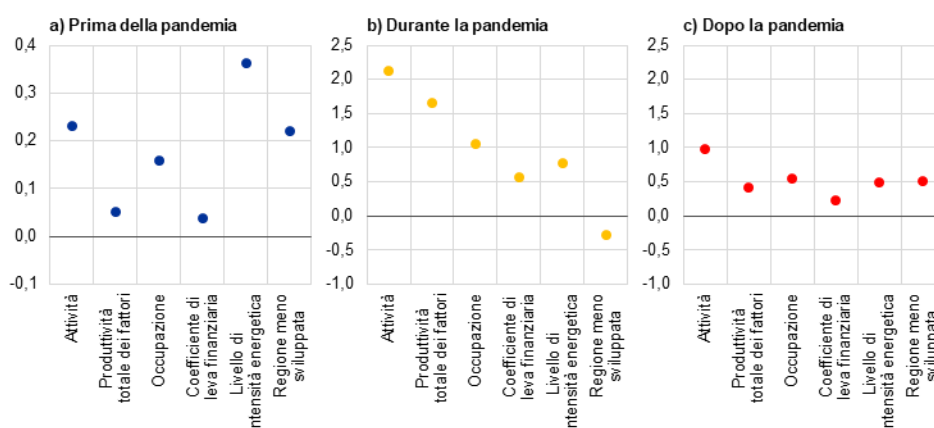
**Dopo la pandemia, gli aiuti di Stato sono passati dall'essere uno strumento di sostegno alla liquidità dettato dalla crisi all'essere caratterizzati da un'allocazione più selettiva e orientata alla competitività.** L'evolvere degli obiettivi degli aiuti di Stato si riflette anche nella composizione delle imprese che ne

beneficiano. Utilizzando un panel di cinque milioni di imprese dell'UE nel periodo 2016-2024, si stima la loro probabilità di ottenere un aiuto in base alle rispettive caratteristiche<sup>6</sup>. Prima della pandemia, le grandi imprese, le imprese attive nei settori energivori e le imprese delle regioni meno sviluppate avevano maggiori probabilità di beneficiare dei sostegni, con aumenti stimati della probabilità compresi tra 0,2 e 0,4 punti percentuali (cfr. il pannello a) del grafico D)<sup>7</sup>. Durante la pandemia, dimensioni e produttività sono rimasti fattori importanti, ma i vincoli finanziari hanno assunto un ruolo chiave: per le imprese con un'elevata leva finanziaria la probabilità di ricevere sostegno è cresciuta in misura significativa. Al tempo stesso, la probabilità di beneficiare di aiuti è diminuita per le imprese situate nelle regioni meno sviluppate (cfr. il pannello b) del grafico D). Dimensioni e produttività hanno continuato a essere determinanti di rilievo per l'allocazione degli aiuti nel periodo successivo alla pandemia. Per contro, il ruolo della leva finanziaria è diventato meno centrale rispetto al periodo pandemico, mentre per le imprese ubicate in regioni a minore sviluppo è nuovamente aumentata la probabilità di accedere ai sostegni (cfr. il pannello c) del grafico D).

## Grafico D

### Probabilità di ricevere aiuti di Stato in base alle caratteristiche dell'impresa

(punti percentuali)



Fonti: banca dati per la trasparenza degli aiuti di Stato, banca dati Orbis ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra gli effetti marginali stimati sulla base di un modello di probabilità lineare. I coefficienti sono variazioni in punti percentuali della probabilità di ricevere un aiuto rispetto ai non beneficiari. Ogni punto rappresenta l'effetto stimato della variazione di una data caratteristica dell'impresa in misura pari a una deviazione standard. Gli intervalli di confidenza hanno dimensioni ridotte e pertanto non sono indicati.

**Nell'UE gli aiuti di Stato sono aumentati, diventando sempre più flessibili e allineati alle mutate priorità politiche europee.** In una fase in cui la politica industriale acquista rilevanza a livello mondiale e l'UE negozia il proprio quadro

<sup>6</sup> I dati sulle imprese provenienti da Orbis sono combinati con quelli ricavati dalla banca dati per la trasparenza degli aiuti di Stato. La quota di imprese beneficiarie di aiuti di Stato varia nel tempo (0,2 per cento nel periodo 2016-2019, 2,5 per cento nel biennio 2020-2021 e 1,2 per cento dopo il 2021). Viene utilizzato un modello di probabilità lineare. Per cogliere l'evolvere degli andamenti dell'allocazione si introduce un'interazione tra le caratteristiche delle imprese e variabili dummy per ciascun periodo. Il modello include effetti fissi per paese-anno e settore-anno, con errori standard raggruppati a livello di impresa.

<sup>7</sup> Le attività (definite come somma di attività correnti, immobilizzazioni e beni immateriali) e l'occupazione (misurata dal numero di dipendenti) sono utilizzate come proxy della dimensione dell'impresa. Il coefficiente di leva finanziaria è calcolato come rapporto tra il debito a lungo termine e il totale delle attività. Le regioni meno sviluppate sono definite secondo le classificazioni della Commissione europea per i periodi 2014-2020 e 2021-2027.

finanziario pluriennale per il periodo 2028-2034, tali andamenti sollevano interrogativi cruciali su come gli aiuti di Stato possano efficacemente contribuire agli obiettivi condivisi dell'UE e alle nuove priorità politiche, tutelando nel contempo la concorrenza all'interno del mercato unico e la sostenibilità dei conti pubblici. Un esame approfondito di tali questioni richiede ulteriori analisi.

## Riferimenti bibliografici

Evenett, S., Jakubik, A., Martin, F. e Ruta, M. (2024), "[The Return of Industrial Policy in Data](#)", *IMF Working Papers*, vol. 2024, n. 001, Fondo monetario internazionale, gennaio.

Hodge, A., Piazza, R., Hasanov, F., Li, X., Vaziri, M., Weller, A. e Wong, Y.C. (2024), "[Industrial Policy in Europe: A Single Market Perspective](#)", *IMF Working Papers*, vol. 2024, n. 249, Fondo monetario internazionale, dicembre.

## 4 Il rincaro del petrolio dovuto alla guerra in Medio Oriente: valutazione dei fattori che ostacolano la crescita nell'area dell'euro

a cura di Johannes Gareis

**Il conflitto in Medio Oriente ha determinato un brusco aumento dei prezzi del petrolio, suscettibile di gravare pesantemente sull'attività economica nell'area dell'euro.** In seguito allo scoppio della guerra a fine febbraio 2026 le quotazioni del greggio di qualità Brent sono aumentate notevolmente, di riflesso alle interruzioni dei flussi petroliferi attraverso lo Stretto di Hormuz e al calo della produzione di petrolio in Medio Oriente. Rispetto alle gravi turbative nell'offerta di petrolio di natura geopolitica registrate in passato, lo shock attuale sembra essere di entità intermedia (cfr. il grafico A). Sebbene i livelli massimi delle quotazioni petrolifere siano stati sostanzialmente analoghi a quelli registrati dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia agli inizi del 2022, l'aumento dei corsi petroliferi innescato dall'attuale shock è stato finora superiore a quello osservato in seguito all'invasione russa. Tale shock ha riflesso le interruzioni dell'offerta e l'accresciuta incertezza riguardo alle esportazioni russe di petrolio, in un contesto caratterizzato dal persistere di una domanda di petrolio elevata all'indomani della pandemia di COVID-19 e da un aumento molto più marcato dei prezzi del gas naturale<sup>1</sup>. Tuttavia, l'aumento delle quotazioni petrolifere in seguito allo shock attuale è inferiore a quello osservato durante la Guerra del Golfo all'inizio degli anni '90, quando l'invasione del Kuwait da parte dell'Iraq causò una significativa riduzione dell'offerta di petrolio sul mercato.

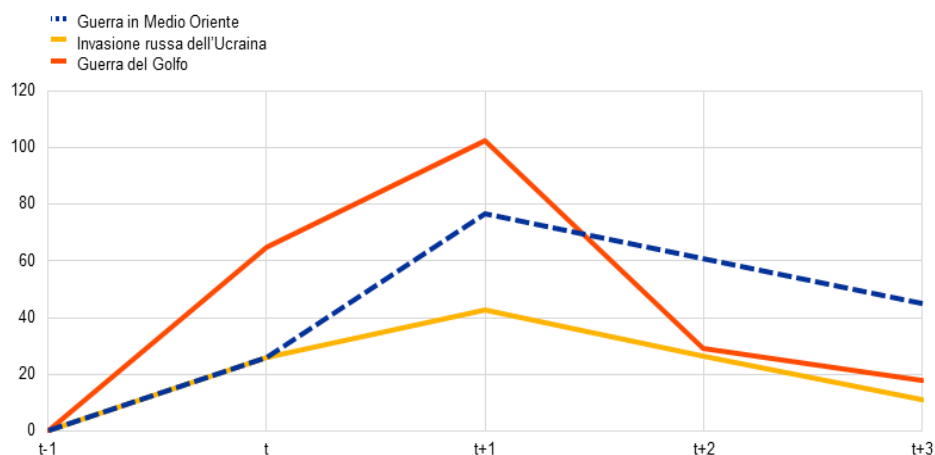
---

<sup>1</sup> Per un confronto tra lo shock attuale e quello innescato dall'invasione russa dell'Ucraina e una trattazione della probabile propagazione all'inflazione, cfr. Arce et al. (2026).

## Grafico A

### Andamento del prezzo del greggio di qualità Brent in prossimità delle turbative dell'offerta di petrolio di natura geopolitica

(variazione percentuale rispetto al trimestre precedente lo shock)



Fonti: U.S. Energy Information Administration (EIA) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la variazione percentuale del prezzo del greggio di qualità Brent, basata sulle medie trimestrali dei prezzi mensili in dollari statunitensi. Con riferimento agli eventi bellici, t corrisponde: al primo trimestre del 2026 per la guerra in Medio Oriente, al primo trimestre del 2022 per l'invasione russa dell'Ucraina e al terzo trimestre del 1990 per la Guerra del Golfo. La linea blu tratteggiata rappresenta l'andamento dei corsi petroliferi implicito nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2026, che sono basate sui prezzi dei contratti future sul petrolio alla data di ultimo aggiornamento del 21 maggio 2026.

**La fonte di tali oscillazioni dei corsi petroliferi è fondamentale per valutarne gli effetti macroeconomici.** A differenza degli aumenti dei prezzi determinati dalla domanda, che in genere riflettono una crescita mondiale più vigorosa e sostengono l'attività economica, i rincari determinati dall'offerta incidono negativamente sull'attività delle economie importatrici di petrolio, come quella dell'area dell'euro. Ciò si traduce in un aumento dei costi di produzione, in un calo dei redditi reali delle famiglie, in un indebolimento della domanda mondiale e in un'elevata incertezza; quest'ultimo fattore è tipicamente più pronunciato quando gli shock sono di natura geopolitica<sup>2</sup>. Il presente riquadro quantifica l'impatto macroeconomico sull'area dell'euro del recente aumento dei prezzi del petrolio, utilizzando un modello empirico che tiene conto di shock geopolitici identificati dal lato dell'offerta di petrolio per valutare le turbative dell'approvvigionamento petrolifero passate e presenti<sup>3</sup>.

**Gli effetti macroeconomici degli shock geopolitici dal lato dell'offerta di petrolio nell'area dell'euro possono essere valutati utilizzando un modello autoregressivo vettoriale bayesiano (BVAR).** Tale modello include una serie di shock geopolitici identificati dal lato dell'offerta petrolifera, unitamente al prezzo reale mondiale del petrolio, a un indicatore dell'attività economica mondiale, al PIL in termini reali dell'area dell'euro, ai consumi privati, agli investimenti, ai prezzi al

<sup>2</sup> Verduzco-Bustos e Zanetti (2026) mostrano che gli andamenti dei corsi petroliferi associati ai rischi geopolitici presentano dinamiche e conseguenze macroeconomiche distinte, indotte in parte da comportamenti lungimiranti e da un aumento marcato e persistente dell'incertezza sia macroeconomica sia finanziaria, che amplifica gli effetti negativi sull'attività economica rispetto agli shock convenzionali dal lato dell'offerta di petrolio. Tale meccanismo è strettamente connesso alle evidenze presentate da Brignone et al. (2025), i quali mostrano che i grandi shock da rischio geopolitico innescano aumenti sproporzionati dell'incertezza e delle tensioni finanziarie.

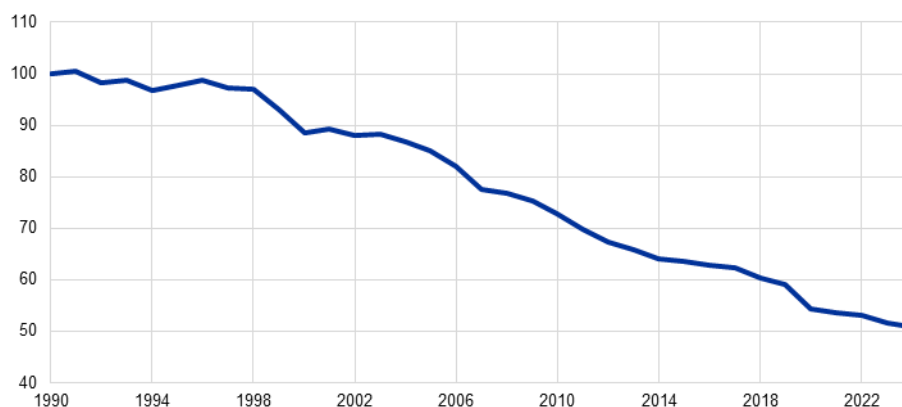
<sup>3</sup> Per un'analisi di come gli shock geopolitici associati alle interruzioni dell'offerta di energia si trasmettano ai mercati finanziari statunitensi, cfr. il riquadro 2 *La reazione dei mercati finanziari statunitensi agli shock geopolitici che incidono sull'offerta di petrolio* in questo numero del Bollettino.

consumo e ai tassi di interesse a breve e lungo termine. Gli shock sono ricavati da Verduzco-Bustos e Zanetti (2026) e sono costruiti utilizzando una variabile strumentale ad alta frequenza che isola le oscillazioni dei corsi petroliferi in prossimità delle turbative dell'offerta di natura geopolitica<sup>4</sup>. Tali shock sono tipicamente associati a bruschi rincari del petrolio e a persistenti cali della produzione petrolifera, il che li rende adatti all'analisi dell'impatto della guerra in Medio Oriente<sup>5</sup>. Il modello è stimato per il periodo compreso tra il primo trimestre del 1985 e il quarto trimestre del 2023<sup>6</sup>. Poiché il peso del petrolio nell'economia dell'area dell'euro è diminuito costantemente dall'inizio degli anni '90 (cfr. il grafico B), il modello viene nuovamente stimato su un campione più ristretto a partire dal terzo trimestre del 2003, dopo la fase iniziale della guerra in Iraq, per verificare se la trasmissione degli shock dal lato dell'offerta di petrolio sia cambiata<sup>7</sup>.

### Grafico B

#### Intensità petrolifera del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel tempo

(indice: 1990 = 100)



Fonti: Eurostat, banca dati New Area-Wide Model ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'intensità petrolifera è misurata in chilogrammi equivalenti di petrolio per euro di PIL in termini reali e indicizzata a 100 nel 1990. L'ultima osservazione si riferisce al 2024.

**Uno shock geopolitico avverso dal lato dell'offerta di petrolio ha un effetto negativo persistente sulla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro, agendo sia sui consumi privati sia sugli investimenti.** A seguito di uno shock di natura geopolitica dal lato dell'offerta petrolifera che al momento dell'impatto provochi un aumento del prezzo reale del petrolio pari al 10 per cento, si stima che la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro sia inferiore di circa 0,2-0,3 punti

<sup>4</sup> Lo strumento misura nello specifico la variazione delle quotazioni di West Texas Intermediate (WTI) a un mese dei contratti future sul greggio nei giorni in cui si osservano picchi nell'indice di rischio geopolitico dell'offerta di petrolio elaborato da Iacoviello e Tong (2026). Ciò limita gli eventi individuati a quelli direttamente connessi alle interruzioni nell'approvvigionamento di petrolio.

<sup>5</sup> Il prezzo reale del petrolio a livello mondiale è il prezzo del greggio WTI deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo statunitense; l'attività economica mondiale è misurata dall'indice della produzione industriale sviluppato da Baumeister e Hamilton (2019). Entrambi sono coerenti con le scelte variabili utilizzate per individuare gli shock geopolitici dell'offerta di petrolio secondo Verduzco-Bustos e Zanetti (2026).

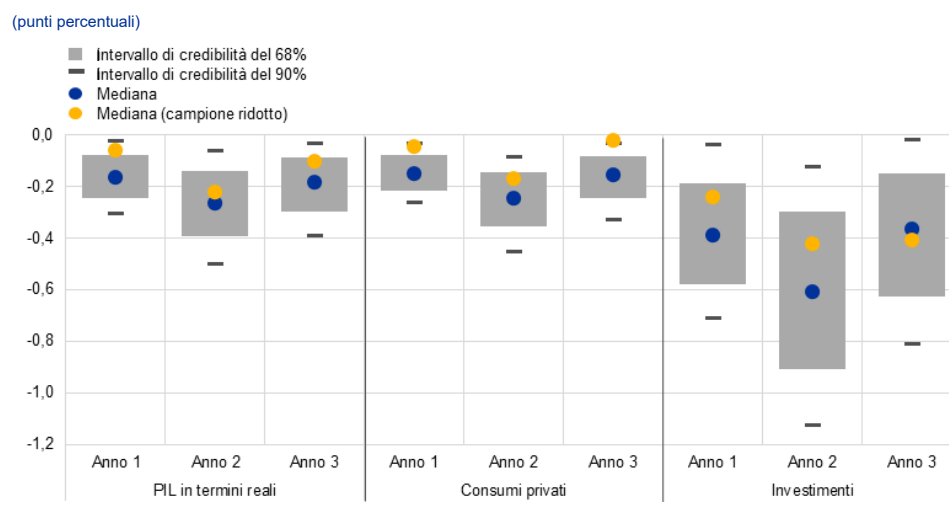
<sup>6</sup> Gli shock di natura geopolitica dal lato dell'offerta di petrolio sono aggregati con frequenza trimestrale come medie semplici delle osservazioni mensili. Per rintracciare i loro effetti dinamici, sono ordinati per primi nel modello BVAR secondo uno schema di identificazione ricorsivo.

<sup>7</sup> Per garantire che i risultati delle stime non siano influenzati dall'elevata volatilità durante la pandemia di COVID-19, il modello include dummy associate all'evento pandemico.

percentuali in ciascuno dei primi tre anni successivi a tale shock (cfr. il grafico C)<sup>8</sup>. Sia la crescita dei consumi privati sia quella degli investimenti sono frenate, sebbene gli effetti su questi ultimi siano più pronunciati, in quanto generalmente più sensibili all'elevata incertezza che segue le turbative di natura geopolitica dal lato dell'offerta di petrolio. Le stime relative al sottocampione per il periodo a partire dal 2003 suggeriscono che gli effetti potrebbero essersi lievemente indeboliti nel tempo, in particolare grazie a una reazione più contenuta dei consumi privati. Per contro, la risposta degli investimenti è sostanzialmente stabile tra i diversi sottocampioni, con stime relative ai campioni più ridotti che rientrano nell'intervallo di credibilità della risposta del campione completo. Ciò potrebbe riflettere un indebolimento meno pronunciato del canale relativo all'intensità petrolifera per gli investimenti oppure un rafforzamento compensativo di altri canali, in particolare attraverso l'accresciuta incertezza provocata dagli shock di natura geopolitica dal lato dell'offerta di petrolio.

### Grafico C

Impatto sulla crescita annuale di uno shock avverso di natura geopolitica dal lato dell'offerta di petrolio



Fonti: Verduzco-Bustos e Zanetti (2026), Baumeister e Hamilton (2019), EIA, Bureau of Labor Statistics (BLS), Eurostat, banca dati New Area-Wide Model, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra l'impatto stimato di uno shock temporaneo di natura geopolitica dal lato dell'offerta di petrolio, che determina un aumento del 10 per cento del prezzo reale del petrolio, sulla crescita annua del PIL in termini reali, sui consumi privati e sugli investimenti nell'area dell'euro, nei primi tre anni successivi allo shock. Le stime sono riportate per il campione completo (dal primo trimestre del 1985 al quarto trimestre del 2023) e per un campione ridotto a partire dal terzo trimestre del 2003.

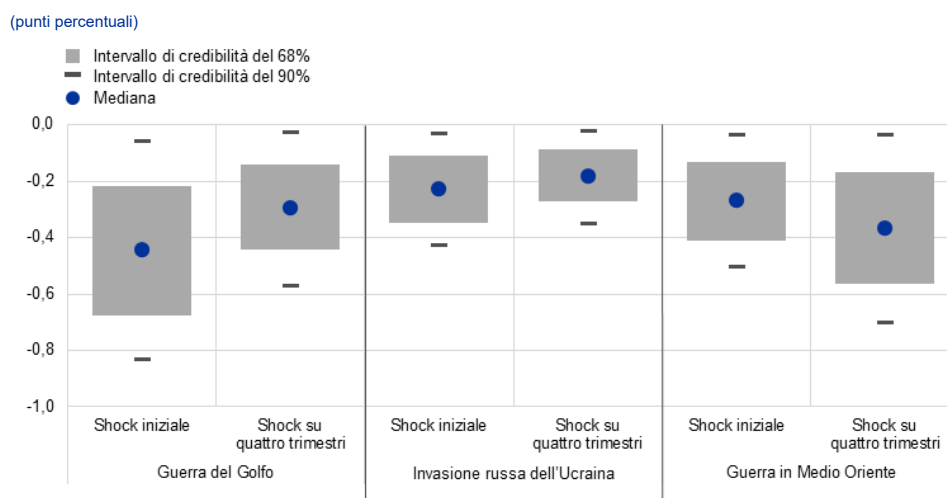
**Nel primo anno gli effetti delle passate strozzature di natura geopolitica dal lato dell'offerta di petrolio, in particolare la guerra del Golfo e l'invasione russa dell'Ucraina, sono stati considerevoli; si stima che quest'anno la guerra in Medio Oriente avrà un impatto sostanzialmente analogo sulla crescita dell'area dell'euro.** Combinando le reazioni all'impulso stimate e gli shock stimati è possibile quantificare gli effetti macroeconomici delle passate turbative dell'offerta petrolifera e valutare l'impatto dello shock attuale. Durante la guerra del Golfo e la guerra russa in Ucraina si stima che gli shock di natura geopolitica dal lato dell'offerta di petrolio

<sup>8</sup> I risultati sono qualitativamente robusti rispetto all'utilizzo della più ampia serie di shock dal lato dell'offerta petrolifera di Mori e Peersman (2026). Questa serie più ampia affina gli shock stimati da Känzig (2021), che si basano sugli annunci effettuati dall'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC). Gli effetti quantitativi sono lievemente inferiori se si utilizza la serie più ampia, in linea con l'approccio più generale che rileva gli shock dal lato dell'offerta di petrolio oltre a quelli di origine geopolitica.

abbiano determinato gran parte delle variazioni dei corsi petroliferi in termini reali nel primo anno. In base alle stime per il campione completo, che probabilmente rappresentano un limite superiore per i recenti episodi (compreso lo shock attuale) a causa della minore intensità petrolifera, il risultante rallentamento netto della crescita del PIL nel primo anno è stato di circa 0,3 punti percentuali durante la guerra del Golfo e di 0,2 durante la guerra russa in Ucraina (cfr. le colonne relative agli shock su quattro trimestri nel grafico D). Il freno esercitato dal solo shock iniziale era maggiore. Tuttavia, le quotazioni petrolifere hanno invertito la tendenza in tempi relativamente rapidi e il successivo calo ha in parte compensato l'iniziale impatto negativo sul PIL (cfr. le colonne relative agli shock iniziali nel grafico D). Utilizzando l'attuale curva dei contratti future sul petrolio e ipotizzando che gli shock di natura geopolitica dal lato dell'offerta petrolifera spieghino gran parte delle variazioni implicite dei corsi petroliferi nel 2026, si stima che la guerra in Medio Oriente ridurrà la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro di circa 0,4 punti percentuali nel primo anno. A differenza degli altri episodi, è probabile che l'impatto si accumuli gradualmente nel corso dell'anno. Ciò riflette l'ulteriore sostanziale aumento dei corsi petroliferi atteso nel secondo trimestre del 2026 e l'andamento più persistente suggerito dalla curva dei contratti future.

### Grafico D

Impatto stimato nel primo anno degli shock di natura geopolitica dal lato dell'offerta di petrolio sulla crescita del PIL in termini reali



Fonti: Verduzco-Bustos e Zanetti (2026), Baumeister e Hamilton (2019), EIA, BLS, Eurostat, banca dati New Area-Wide Model, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra l'impatto stimato sulla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel primo anno successivo all'evento in due scenari: lo shock iniziale, che rileva solo lo shock di natura geopolitica dal lato dell'offerta di petrolio all'inizio dell'evento, e una sequenza di shock su quattro trimestri, che rileva gli shock che si sono concretizzati nel primo anno completo successivo all'inizio dell'evento. Per la guerra del Golfo e per l'invasione russa dell'Ucraina, gli shock sono ricavati dalle serie di shock storici individuate. Per la guerra in Medio Oriente essi sono ricavati dall'andamento effettivo dei corsi petroliferi e dalla curva dei contratti future sul petrolio.

**Nel complesso, la portata dell'impatto dello shock attuale è ancora molto incerta e dipenderà dall'entità e dalla persistenza dell'aumento dei corsi petroliferi.** Gli effetti sull'attività economica tendono a persistere anche dopo l'inversione di tendenza dei corsi petroliferi, per cui anche un loro rapido calo comporterebbe comunque perdite non trascurabili di prodotto nell'area dell'euro. Se lo shock dovesse rivelarsi più persistente, il rallentamento cumulato sulla crescita potrebbe essere maggiore delle stime qui presentate. Inoltre, le più ampie

interruzioni lungo le catene di approvvigionamento e gli effetti di propagazione sul mercato del gas potrebbero amplificare ulteriormente l'impatto, a un livello superiore rispetto a quello colto dalle stime storiche. Finora, tuttavia, i prezzi del gas hanno mostrato una relativa tenuta, probabilmente di riflesso alla limitata dipendenza dell'Europa dal gas naturale proveniente dal Medio Oriente.

## Riferimenti bibliografici

Arce, Ó., Battistini, N., Bouabdallah, O., Lis, E. e Mohr, M. (2026), "[A tale of two energy crises – initial conditions matter](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 3 giugno.

Baumeister, C. e Hamilton, J.D. (2019), "[Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks](#)", *American Economic Review*, vol. 109, n. 5, maggio, pagg. 1873-1910.

Brignone, D., Gambetti, L. e Ricci, M. (2025), "[Geopolitical risk shocks: when size matters](#)", *Working Paper Series*, n. 2972, BCE, maggio (versione rivista).

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

Iacoviello, M. e Tong, J. (2026), "[The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#)", *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors.

Känzig, D.R. (2021), "[The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements](#)", *American Economic Review*, vol. 111, n. 4, aprile, pagg. 1092-1125.

Mori, L. e Peersman, G. (2026), "[Estimating the Macroeconomic Effects of Oil Supply News](#)", mimeo.

Verduzco-Bustos, G. e Zanetti, F. (2026), "[The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#)", *CESifo Working Papers*, n. 12606, aprile.

## 5 Monitoraggio degli andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro attraverso gli annunci di ristrutturazioni aziendali

a cura di Claudia Foroni e Nikolaos Papadatos

**Il presente riquadro esamina in quale misura gli annunci di ristrutturazioni aziendali riportati dai mezzi di informazione e riguardanti sia la riduzione sia la creazione di posti di lavoro possano fornire segnali più tempestivi sulla dinamica del mercato del lavoro nell'area dell'euro, rispetto alle misure statistiche standard.** L'analisi si basa sui dati dell'osservatorio sulla ristrutturazione in Europa (European Restructuring Monitor, ERM), un dataset a livello di impresa compilato dalla Fondazione europea per il miglioramento delle condizioni di vita e di lavoro (Eurofound) che, dal 2002, monitora quotidianamente i mezzi di informazione nazionali sull'imprenditoria e i siti Internet aziendali in tutti gli Stati membri dell'UE e in Norvegia. L'osservatorio registra un evento ogniqualvolta la ristrutturazione riguarda almeno 100 posti di lavoro o una quota di forza lavoro pari ad almeno il 10 per cento di una compagine aziendale con più di 250 dipendenti<sup>1</sup>. Gli eventi devono concretizzarsi entro nove mesi dall'annuncio e sono classificati per tipo (ad esempio, ristrutturazione interna, ampliamento, delocalizzazione, fusione o fallimento), fornendo così anche un'informazione sulla natura degli shock da cui hanno origine, che solitamente non è disponibile nei dati statistici aggregati standard. L'ERM è pertanto in grado di fornire indicazioni tempestive e a elevata frequenza sugli andamenti del mercato del lavoro prima della pubblicazione dei dati ufficiali.

**Per loro stessa natura, gli annunci di ristrutturazioni riportati nei mezzi di informazione tendono a privilegiare le imprese più grandi, riflettendo sia le soglie di segnalazione sia l'attenzione mediatica.** A causa di tale distorsione, l'ERM non è rappresentativo dell'occupazione totale, in particolare nei paesi in cui l'attività economica si concentra nelle imprese più piccole. Nell'area dell'euro le imprese con almeno 250 dipendenti sono meno dell'1 per cento del totale, ma rappresentano il 36 per cento circa dell'occupazione complessiva. Se si estende la soglia alle imprese con almeno 50 dipendenti, tale quota sale al 50 per cento circa (cfr. il grafico A). Di conseguenza, l'ERM rileva annunci di ristrutturazione di imprese che impiegano una quota delle forze di lavoro dell'area dell'euro compresa fra un terzo e la metà del totale, ma che di fatto interessano direttamente un numero di lavoratori molto più ristretto. La copertura varia anche da paese a paese, di riflesso alle differenze nel tessuto industriale e nella distribuzione dell'occupazione tra aziende di dimensioni diverse. Insieme, Germania e Francia rappresentano circa il 40 per cento di tutti gli eventi di ristrutturazione registrati dall'ERM annunciati nell'area dell'euro. Il numero relativamente più contenuto di eventi rilevati per Spagna e Italia riflette in larga misura la loro minore quota di occupazione nelle imprese più grandi. Pertanto, l'ERM registra solo le ristrutturazioni che riguardano i datori di lavoro più grandi, ignorando quasi del tutto le dinamiche occupazionali

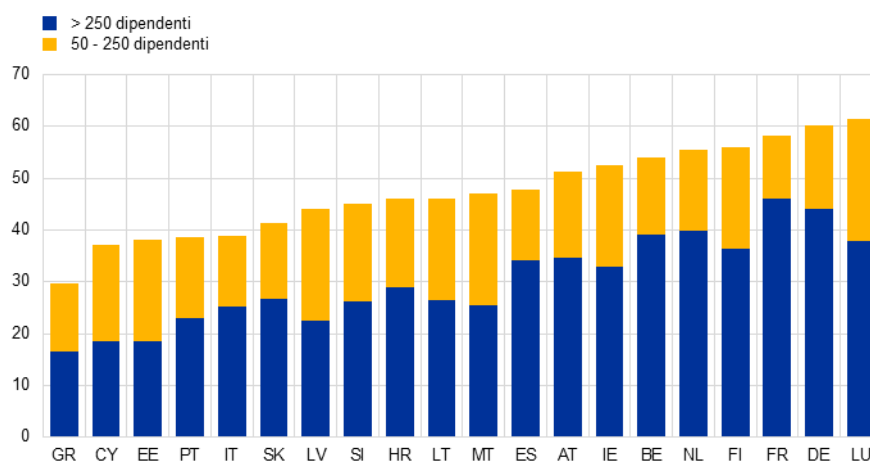
<sup>1</sup> Per una descrizione del dataset e della metodologia impiegata, cfr. Litardi e Brattlund (2025).

relative alle piccole imprese, nonché aspetti quali la partecipazione al mercato del lavoro e le ore lavorate. Va quindi interpretato come un indicatore complementare, e non esaustivo, delle condizioni del mercato del lavoro.

### Grafico A

#### Quota di occupazione nelle imprese di grandi dimensioni nei paesi dell'area dell'euro

(quota percentuale dell'occupazione totale)



Fonte: statistiche strutturali dell'Eurostat sulle imprese.

Note: il grafico mostra la quota di occupazione nelle imprese con più di 250 dipendenti e in quelle con un numero di dipendenti compreso tra 50 e 250, per paese dell'area dell'euro. I valori si riferiscono alla media del periodo compreso tra il 2021 e il 2024. I paesi sono ordinati per quota totale.

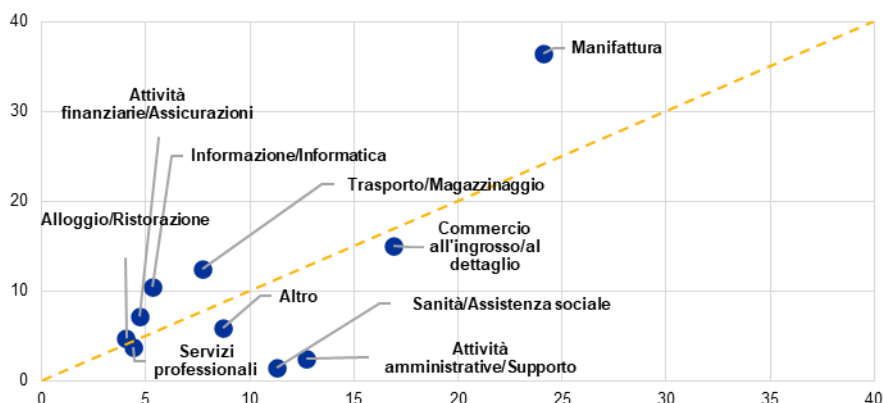
**La distribuzione settoriale degli eventi registrati dall'ERM fornisce informazioni sui comparti in cui si concentrano maggiormente le ristrutturazioni su ampia scala all'interno del segmento dell'economia considerato nel dataset, offrendo una dimensione descrittiva che integra le usuali statistiche aggregate sul mercato del lavoro (cfr. il grafico B).**

Utilizzando come riferimento le statistiche strutturali dell'Eurostat sulle imprese in merito alla composizione settoriale dell'occupazione nelle imprese più grandi, il settore manifatturiero emerge come quello in cui si concentra la maggior parte delle ristrutturazioni. Esso rappresenta il 37 per cento dei posti di lavoro totali interessati da eventi di ristrutturazione, a fronte di una quota di occupazione del 24 per cento nelle imprese con almeno 50 dipendenti<sup>2</sup>. Per contro, i servizi sanitari, sociali e amministrativi rappresentano una quota notevolmente inferiore dei posti di lavoro interessati da casi di ristrutturazioni registrati dall'ERM in confronto alla rispettiva percentuale di occupazione nelle imprese più grandi. Poiché si basa su eventi comunicati dai mezzi di informazione, l'ERM potrebbe dare la priorità a casi di ristrutturazione ampi e visibili e a forme di ridimensionamento più repentine. Dato che tali distorsioni possono variare da un settore all'altro, queste differenze vanno interpretate con cautela.

<sup>2</sup> La soglia di 50 dipendenti è utilizzata come migliore approssimazione disponibile nei dati Eurostat, in quanto non vengono pubblicati dati disaggregati a livello di imprese con soglia di 100 dipendenti. L'ERM si estende a tutte le imprese con oltre 250 dipendenti e copre anche un sottoinsieme di aziende con numero di dipendenti compreso tra 50 e 250.

## Grafico B

Distribuzione settoriale degli eventi di ristrutturazione annunciati e occupazione nelle imprese di grandi dimensioni



Fonti: Eurofound, statistiche strutturali dell'Eurostat sulle imprese ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'asse delle ordinate mostra la distribuzione settoriale dei posti di lavoro interessati dagli eventi di ristrutturazione registrati dall'ERM, includendo tutte le tipologie di ristrutturazione. L'asse delle ascisse mostra la distribuzione settoriale dell'occupazione nelle imprese con almeno 50 dipendenti. Sono riportati i dieci principali settori; tutti gli altri sono raggruppati nella voce "Altro". La linea tratteggiata inclinata a 45° indica il punto in cui la quota di eventi di ristrutturazione che interessano un determinato settore corrisponde alla relativa quota di occupazione nelle imprese di grandi dimensioni; i settori al di sopra della linea sono sovrarappresentati nell'attività di ristrutturazione in rapporto alla rispettiva quota di occupazione. I dati si riferiscono ai valori medi nel periodo dal 2021 al 2024, il più recente per cui sono disponibili informazioni sull'occupazione settoriale coerenti e comparabili tra paesi e settori, ricavati dalle statistiche strutturali dell'Eurostat sulle imprese, a seguito di variazioni nelle classificazioni statistiche e nella copertura intervenute negli anni precedenti.

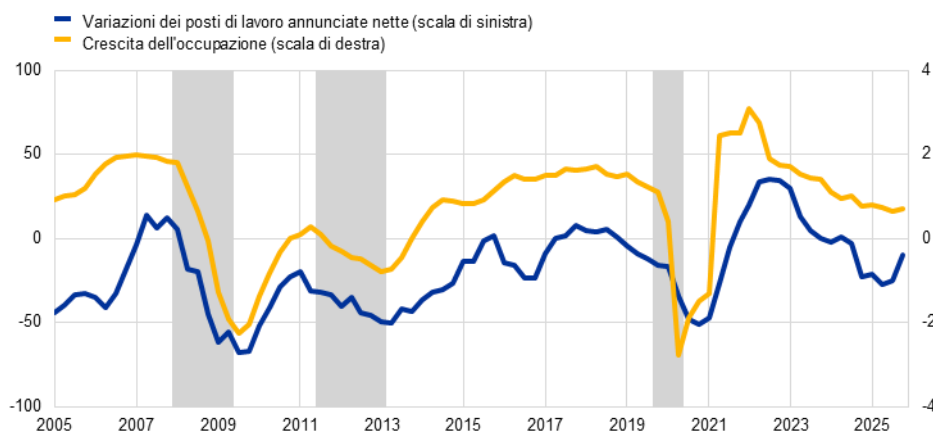
**Partendo dalla differenza tra posti di lavoro creati e distrutti, è possibile ricavare un indicatore delle variazioni nette dei posti di lavoro (net job changes, NJC) annunciate, che si muove sostanzialmente in linea con la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro.** Il valore dell'indicatore NJC è dato

dalla differenza destagionalizzata tra gli annunci dei posti di lavoro creati e gli annunci dei posti di lavoro terminati registrati dall'ERM. Utilizzando i dati a partire dal 2005, il campione contiene, in media, circa 190 osservazioni per trimestre, corrispondenti a circa 52.000 perdite di posti di lavoro annunciate e 33.000 nuovi posti di lavoro annunciati. Le perdite di posti di lavoro superano, in media, i nuovi posti creati, nonostante l'aumento dell'occupazione in termini aggregati nel periodo campione. Tale dinamica riflette la composizione della banca dati, dal momento che le riduzioni dei posti di lavoro su ampia scala tendono ad assumere la forma di eventi ben distinti e pubblicizzati, che superano agevolmente le soglie di segnalazione definite dall'ERM, mentre le assunzioni, in genere, avvengono in maniera più graduale e si qualificano meno frequentemente come eventi rilevanti o in grado di attrarre l'attenzione dei mezzi di informazione. Tuttavia, se espresso come media mobile di quattro trimestri, l'indicatore NJC segue sostanzialmente l'andamento della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro e, cosa più importante, riproduce i suoi principali punti di svolta nell'arco del periodo campione (cfr. il grafico C).

### Grafico C

#### Crescita dell'occupazione e variazioni nette dei posti di lavoro annunciate nell'area dell'euro

(scala di sinistra: migliaia di posti di lavoro; scala di destra: valori percentuali)



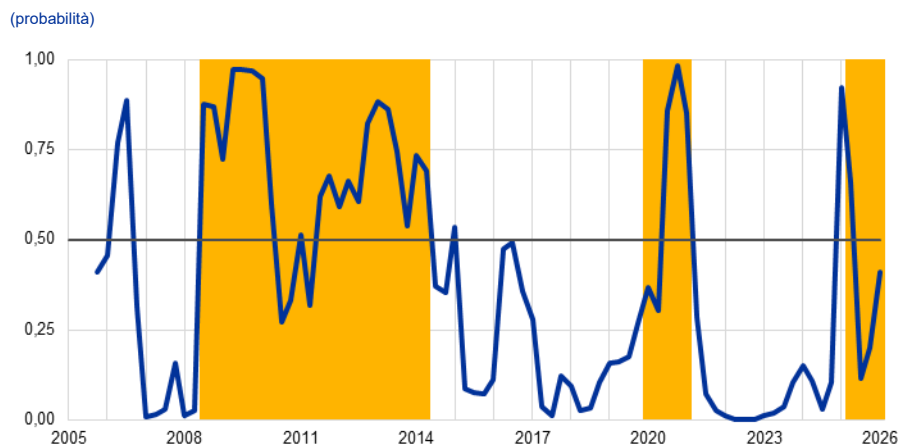
Fonti: Eurofound, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le variazioni nette dei posti di lavoro destagionalizzate registrate dall'ERM sono rappresentate come media mobile retrospettiva di quattro trimestri. La crescita dell'occupazione nell'area dell'euro è indicata sul periodo corrispondente. Le aree grigie indicano le recessioni individuate dall'Euro Area Business Cycle Network del Centre for Economic Policy Research. I dati si riferiscono al periodo dal primo trimestre del 2005 al primo trimestre del 2026.

**Un'analisi basata su modelli statistici mostra che gli annunci di ristrutturazioni societarie contengono significative anticipazioni sull'andamento della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro.** Per stimare la probabilità che la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro sul periodo corrispondente scenda al di sotto della media storica del campione, viene applicato un modello probit che utilizza le variazioni nette dei posti di lavoro annunciate. Incorporando i valori ritardati dell'indicatore NJC, tale modello fornisce dati tempestivi sulle condizioni del mercato del lavoro che si integrano con le statistiche ufficiali sull'occupazione e contribuisce a monitorare l'inversione di tendenza della crescita dell'occupazione fino a livelli superiori alla media (cfr. il grafico D).

## Grafico D

Probabilità stimata di crescita dell'occupazione al di sotto della media nell'area dell'euro



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

Note: il grafico mostra la probabilità che la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro si collochi al di sotto della media, stimata in base a un modello probit che utilizza le variazioni nette dei posti di lavoro annunciate unitamente ai ritardi dell'indicatore. Per crescita inferiore alla media si intende una crescita dell'occupazione sul periodo corrispondente inferiore allo 0,7 per cento, media storica del campione. Le aree in giallo indicano i trimestri in cui la crescita dell'occupazione si è effettivamente collocata al di sotto di tale media. La linea orizzontale denota una soglia di probabilità pari a 0,5. I dati si riferiscono al periodo compreso tra il primo trimestre del 2005 e il primo trimestre del 2026.

**I recenti annunci di ristrutturazioni societarie suggeriscono che la crescita dell'occupazione potrebbe mantenersi al di sotto della sua media storica nella prima metà del 2026.** Dalla metà del 2025, la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro è scesa a valori prossimi o inferiori alla sua media storica, e nel corso dell'anno sono aumentate anche le probabilità basate su modelli di una crescita dell'occupazione inferiore a tale media. Anche se soggette a una certa volatilità, queste probabilità indicano l'eventualità di una crescita che proseguirà al di sotto della media nel primo trimestre del 2026, in linea con il tasso di crescita sui dodici mesi dell'occupazione effettiva, pari allo 0,6 per cento. I dati di aprile e maggio segnalano la probabilità che la crescita dell'occupazione si mantenga debole nel secondo trimestre, sebbene con un saldo degli annunci di ristrutturazione lievemente più positivo. A livello di singoli paesi, Francia e Spagna costituiscono le principali determinanti di questo miglioramento, con variazioni positive dei posti di lavoro in entrambe le economie. In Germania, le perdite di posti di lavoro continuano a superare i nuovi posti creati. Quanto alla scomposizione settoriale, seguitano a fornire un contributo positivo le tecnologie dell'informazione e dell'informatica, pubblica amministrazione e difesa. Per contro, il settore manifatturiero si sta muovendo in direzione di una posizione netta più negativa: i posti di lavoro persi superano in misura crescente quelli creati, rispetto al saldo sostanzialmente neutro osservato nel primo trimestre.

## Riferimenti bibliografici

Commissione europea, DG Occupazione, affari sociali e inclusione (2025), "[Labour Market and Wage Developments in Europe 2025](#)", Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, Lussemburgo.

Fondazione europea per il miglioramento delle condizioni di vita e di lavoro (Eurofound) (2025), "[European Restructuring Monitor \(ERM\)](#)".

Litardi, C. e Brattlund, E. (2025), "[European Restructuring Monitor: The database and its methodology](#)", *Working Paper*, n. WPEF25058, Fondazione europea per il miglioramento delle condizioni di vita e di lavoro (Eurofound), 18 settembre.

## Cosa ha mantenuto bassa l'inflazione dei beni? Il ruolo dell'esposizione alle importazioni dalla Cina

a cura di Pablo Anaya Longaric, Claudia Esposito, Vanessa Gunnella, Noémie Lecourt, Catalina Martínez Hernández e Giacomo Pongetti

**Dalla seconda metà del 2025 i prezzi delle importazioni dalla Cina si sono mostrati in calo sul periodo corrispondente dell'anno precedente, esercitando pressioni al ribasso sull'inflazione dei beni nell'area dell'euro.** A marzo 2026

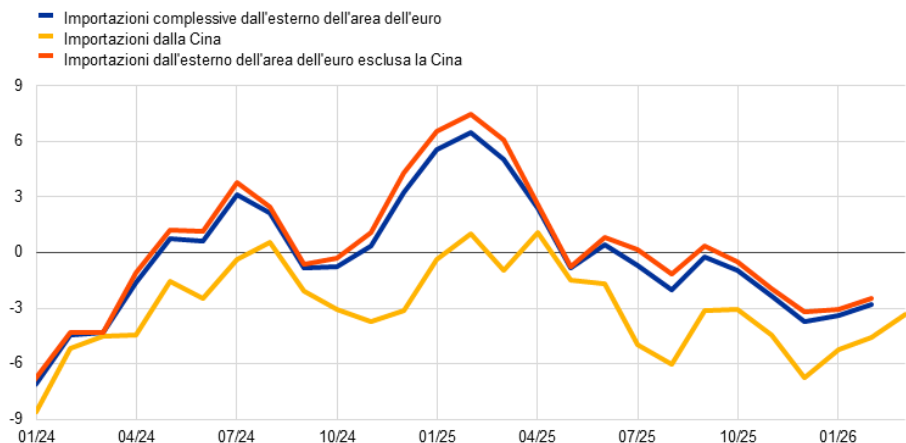
i prezzi delle importazioni dalla Cina sono diminuiti del 3,3 per cento su base annua, dopo un calo del 4,6 a febbraio. Tale contrazione è stata di gran lunga superiore a quella dei prezzi delle importazioni complessive dall'esterno dell'area dell'euro e delle importazioni da paesi diversi dalla Cina; i prezzi di queste ultime a febbraio 2026 sono scesi del 2,4 per cento sui dodici mesi (cfr. il grafico A).

Nel contempo, dal 2024 la quota della Cina nelle importazioni dall'esterno dell'area è aumentata dal 14 al 17 per cento, sostenuta dalla crescente competitività dei prodotti cinesi. L'elevata esposizione alle importazioni dalla Cina e il calo dei prezzi di alcuni beni di consumo hanno contribuito a mantenere su livelli contenuti l'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) nell'area dell'euro. Il presente riquadro analizza come l'inflazione dei beni dell'area stia subendo gli effetti dell'aumento delle importazioni dalla Cina, nonché dei loro prezzi relativamente bassi e in calo<sup>1</sup>.

### Grafico A

#### Prezzi delle importazioni nell'area dell'euro

(punti percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2026 per le voci "Importazioni complessive dall'esterno dell'area dell'euro" e "Importazioni dall'esterno dell'area dell'euro esclusa la Cina" e a marzo 2026 per la voce "Importazioni dalla Cina".

**I beni di consumo dell'area dell'euro che dipendono fortemente dalle importazioni dalla Cina di recente hanno mostrato una dinamica dei prezzi relativamente modesta.** Tale andamento contenuto si riflette in un sottoindice dei NEIG incentrato sulle voci con un'esposizione relativamente elevata alle importazioni

<sup>1</sup> Cfr. Di Sano et al. (2023), Boeckelmann et al. (2025) e Al-Haschimi et al. (2025).

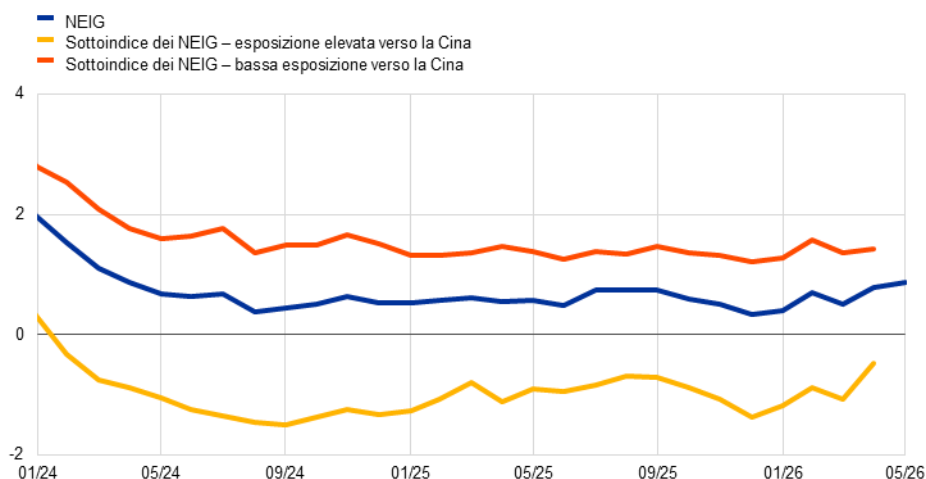
dalla Cina, ossia quelle con una quota di contenuto di importazioni cinesi superiore alla mediana. L'inflazione di questi beni esposti alla Cina è stata costantemente inferiore all'inflazione complessiva dei beni, contrastando con la più elevata dinamica di inflazione osservata nel sottoindice dei NEIG che rileva i beni con bassa esposizione verso la Cina (cfr. il pannello a) del grafico B). Nel 2025 le voci per le quali è aumentata la quota delle importazioni cinesi, come biciclette, utensili, elettrodomestici, mobili, tessili e apparecchiature per l'informazione e la comunicazione, hanno registrato cali dei prezzi all'importazione particolarmente pronunciati. Queste voci (punti gialli nel pannello b) del grafico B) hanno registrato, in media, tassi di inflazione inferiori rispetto agli altri beni e, nella maggior parte dei casi, alle rispettive medie storiche. Tuttavia, per tutte le categorie di beni, non esiste una correlazione contemporanea chiara tra la crescita dei prezzi delle importazioni dalla Cina e l'inflazione dei NEIG, probabilmente a causa di frizioni quali effetti ritardati del tasso di cambio, adeguamenti dei margini, prezzi regolamentati e rigidità della domanda, che influenzano i mercati dei beni e servizi in modi diversi. Per tenere conto di questa eterogeneità, l'analisi adotta un approccio granulare, voce per voce, modellando separatamente il tasso di inflazione dei beni di ciascuna voce dei NEIG.

## Grafico B

### Correlazione tra inflazione dei beni dell'area dell'euro e importazioni dalla Cina

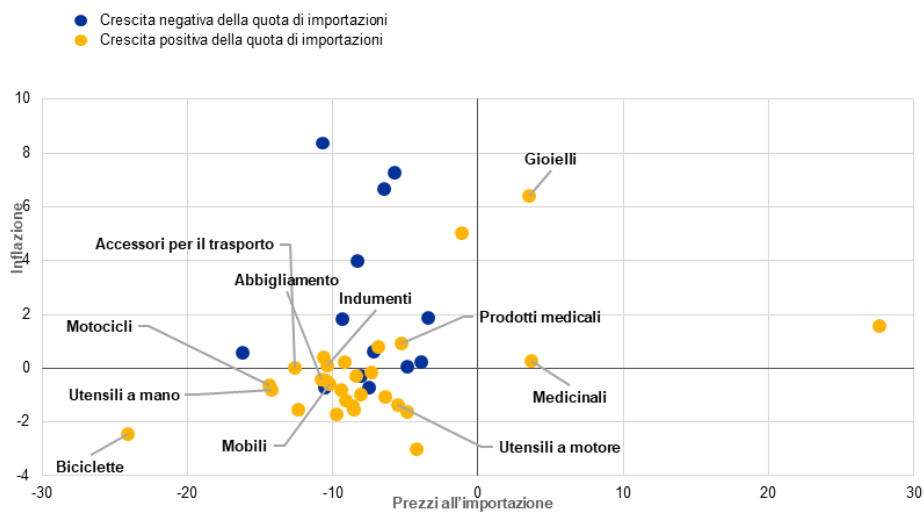
#### a) Inflazione dei NEIG e voci con elevata esposizione verso la Cina

(tassi di crescita sui dodici mesi)



#### b) Inflazione dei NEIG, quote delle importazioni e inflazione all'importazione

(valori percentuali)



Fonti: pannello a): Eurostat, Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE. Pannello b): Trade Data Monitor, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) i sottoindici dei NEIG rappresentano la somma ponderata dell'inflazione dei beni nelle voci con un'esposizione, rispettivamente, elevata o bassa alle importazioni dalla Cina (al di sopra/al di sotto della mediana). Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026. Nel pannello b) entrambi gli assi mostrano la deviazione sul periodo corrispondente dalla tendenza di lungo periodo, precedente la pandemia. Il grafico include tutte le voci corrispondenti all'inflazione dei NEIG, ad eccezione della distribuzione di acqua, per la quale non vi sono importazioni. Le variazioni della quota di importazioni dalla Cina sono calcolate sulla base degli ultimi 12 mesi rispetto al 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2026 (stima preliminare) per l'inflazione dei NEIG, ad aprile 2026 per i sottoindici dei NEIG e a febbraio 2026 per le quote delle importazioni e i prezzi all'importazione.

### Riscontri empirici indicano che la trasmissione dei prezzi delle importazioni dalla Cina è molto eterogenea tra le voci incluse nell'inflazione dei NEIG.

Si utilizza un modello di autoregressione vettoriale bayesiano per 39 voci dei NEIG per le quali sono disponibili dati sui prezzi delle importazioni dalla Cina; il modello individua gli shock ai prezzi all'importazione specifici per settore per le corrispondenti

voci dei NEIG<sup>2</sup>. I settori sono classificati come “sensibili alla Cina” laddove i tassi di inflazione dei NEIG reagiscono in misura significativa a tali shock. La figura A mostra gli effetti per 21 voci di beni, su 39, che reagiscono in misura significativa agli shock ai prezzi delle importazioni dalla Cina, vale a dire circa la metà dell'intero paniere dei NEIG, sulla base dei pesi dello IAPC per il 2026. I risultati suggeriscono che un calo del 10 per cento della crescita dei prezzi a livello di settore delle importazioni dalla Cina è associato a un effetto massimo pari a un calo di 0,1-0,7 punti percentuali dell'inflazione dei beni nei comparti più sensibili (voci sottolineate nella figura A), ossia mobili, piccoli apparecchi elettrici, prodotti tessili per la casa, oggetti di vetro e stoviglie e grandi elettrodomestici. Molte di queste sono voci con un'esposizione relativamente elevata al contenuto di importazioni dalla Cina. Tuttavia, vi sono altre voci con un'esposizione inferiore che sono comunque sensibili agli shock ai prezzi di tali importazioni, suggerendo che la Cina potrebbe influenzare il processo di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro attraverso canali indiretti, come diminuzioni indotte dal riorientamento commerciale da altri paesi, o da una maggiore concorrenza da parte dei produttori cinesi nei mercati mondiali. Il limite superiore di queste stime è sostanzialmente in linea con una valutazione approssimativa dell'impatto dell'andamento dei prezzi all'importazione in Cina, data la sua quota di importazioni nel paniere dei NEIG e ipotizzando la piena trasmissione<sup>3</sup>. La velocità di aggiustamento varia a seconda delle voci: le risposte si accumulano gradualmente e l'impatto negativo maggiore si manifesta dopo 9-18 mesi.

---

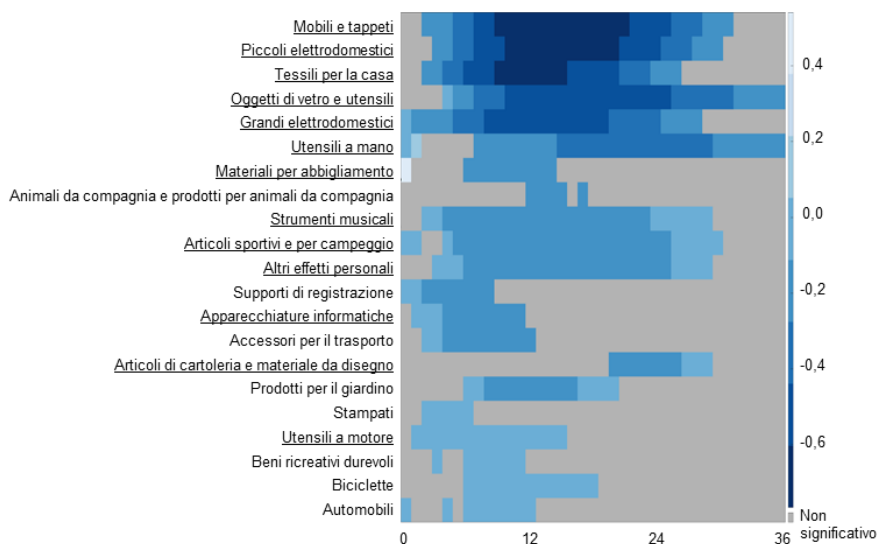
<sup>2</sup> Ciascun modello di autoregressione vettoriale bayesiano granulare, con una distribuzione a priori di tipo Minnesota e code pesanti, include i prezzi del petrolio in euro, le condizioni economiche mondiali (da [Baumeister et al. 2022](#)), il tasso di cambio euro/dollaro statunitense, gli indici di valore unitario delle importazioni granulari dalla Cina, la produzione industriale e i NEIG granulari. Lo shock granulare ai prezzi all'importazione è individuato mediante un sistema ricorsivo secondo l'ordine precedentemente illustrato. Sono utilizzate solo 39 delle 44 voci dei NEIG, a livello di COICOP4, in quanto i valori unitari delle importazioni dalla Cina non sono disponibili per distribuzione di acqua, apparecchi per la telefonia mobile, media audiovisivi, giornali e periodici, o articoli religiosi. Insieme, queste voci escluse rappresentano il 4,6 per cento del paniere dei NEIG.

<sup>3</sup> Il 18 per cento circa del paniere complessivo dei NEIG (circa il 32 per cento se si considerano i contributi diretti e indiretti) è riconducibile alle importazioni complessive dall'esterno dell'area dell'euro, mentre le importazioni dalla Cina rappresentano circa il 24 per cento dei NEIG esterni all'area; pertanto, un calo del 10 per cento dei prezzi delle importazioni dalla Cina si tradurrebbe in un calo di 0,4-0,7 punti percentuali dell'inflazione dei NEIG.

## Figura A

Diagramma heatmap delle risposte a impulso delle voci dei NEIG sensibili agli shock granulari ai prezzi delle importazioni dalla Cina

(punti percentuali)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, Eurostat, Statistical Data Warehouse, Trade Data Monitor, Baumeister et al. (2022) per l'indicatore delle condizioni economiche mondiali.

Note: il diagramma heatmap mostra le risposte a impulso mediane delle voci dei NEIG sensibili agli shock ai prezzi dei beni importati dalla Cina nello stesso settore delle voci dei NEIG, per un orizzonte fino a tre anni. Le risposte sono normalizzate a un calo dell'1 per cento dell'inflazione all'importazione sui dodici mesi della corrispondente voce dei NEIG. I numeri negativi sono riportati nella scala di blu e i segmenti non significativi delle risposte a impulso sono mostrati in grigio, sulla base di intervalli di credibilità del 68 per cento. Le voci sottolineate sono quelle che presentano un elevato contenuto di importazioni dalla Cina.

### Le stime dell'impatto degli shock ai prezzi delle importazioni dalla Cina rilevate in questa analisi granulare indicano un contributo sempre più negativo, benché contenuto, all'inflazione dei NEIG nel 2025 e nel periodo iniziale del 2026.

La scomposizione storica dell'inflazione totale dei NEIG è costruita aggregando l'impatto stimato di tali shock ai prezzi all'importazione sull'inflazione dei singoli beni e applicando i pesi dello IAPC. L'effetto stimato degli shock ai prezzi delle importazioni dalla Cina è stato persistentemente negativo e sembra aver sostenuto il calo dell'inflazione dei NEIG nella seconda metà del 2025 e nel primo trimestre del 2026 (cfr. il grafico C). Ciò è in linea con il fatto che i prezzi dei beni importati dalla Cina siano rimasti al di sotto di quelli importati da altri paesi e che le voci dei NEIG esposte alla Cina abbiano registrato un'inflazione negativa per gran parte del 2025 (cfr. i grafici A e B). La scomposizione storica mostra che gli shock ai prezzi delle importazioni dalla Cina hanno ridotto l'inflazione dei NEIG di circa 0,27 punti percentuali ad aprile 2026<sup>4</sup>. Per contro, tali shock hanno fornito un contributo positivo modesto, pari a circa 0,01 punti percentuali, a gennaio 2024<sup>5</sup>. Un motivo di cautela di questo esercizio consiste nella possibilità che gli shock ai prezzi dei beni importati dalla Cina riflettano in parte le oscillazioni del tasso di cambio. Il modello riduce questo rischio di misurazione ordinando il tasso di cambio dollaro

<sup>4</sup> Mentre i dati granulari dello IAPC sono disponibili fino ad aprile 2026, i dati granulari sui prezzi all'importazione per la Cina sono disponibili solo fino a febbraio 2026. Per colmare questa lacuna, sono state estrapolate le osservazioni di febbraio e marzo 2026 mancanti, utilizzando un filtro di Kalman incorporato in ciascuno dei modelli granulari (cfr. la nota 2 a piè di pagina).

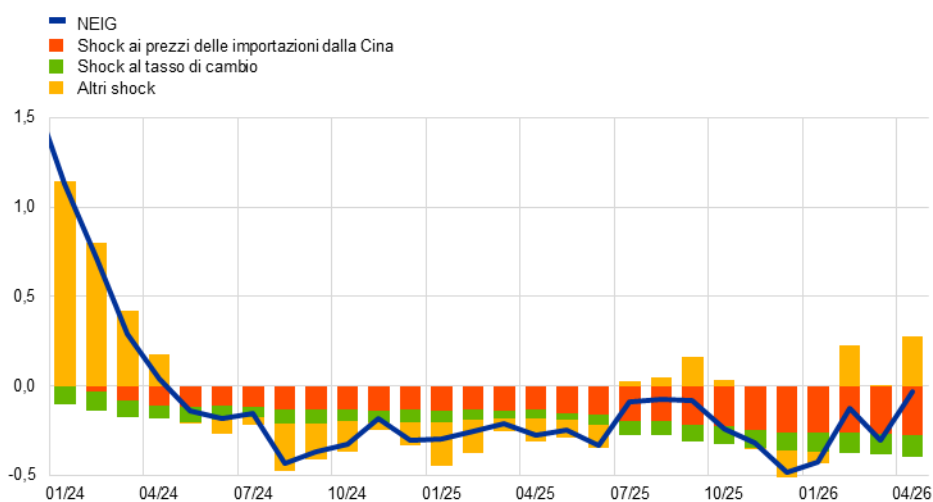
<sup>5</sup> Altri shock includono: quelli ai prezzi del petrolio, alle condizioni economiche mondiali, alla produzione industriale e all'inflazione dei NEIG, tutti individuati utilizzando una scomposizione di Cholesky. Il termine "costante" riflette il contributo all'inflazione dei NEIG apportato dal suo valore di equilibrio.

statunitense/euro prima dei prezzi delle importazioni dalla Cina; in questo modo, le variazioni dei prezzi all'importazione legate ai movimenti del dollaro sono rilevate in primo luogo dallo specifico shock al tasso di cambio. Ciò è importante, perché un'ampia quota delle importazioni dell'area dell'euro dalla Cina viene fatturata in dollari statunitensi. Lo shock al tasso di cambio stimato dovrebbe assorbire gli effetti del tasso di cambio derivanti dagli andamenti del dollaro nei confronti dell'euro. Il rimanente shock ai prezzi delle importazioni dalla Cina coglie pertanto le variazioni dei prezzi non riconducibili alle oscillazioni di tale tasso<sup>6</sup>.

### Grafico C

#### Scomposizione storica dell'inflazione complessiva dei NEIG

(variazioni percentuali sui dodici mesi, contributo in punti percentuali in deviazione dalla media e dalle condizioni iniziali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su modelli autoregressivi vettoriali bayesiani granulari per le componenti dei NEIG. Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026.

**Nel complesso, i prezzi delle importazioni dalla Cina rimangono un'importante fonte di pressioni esterne sui prezzi nell'area dell'euro, anche se il loro effetto stimato sull'inflazione dei beni di consumo è limitato.** Tali prezzi all'importazione hanno frenato l'inflazione dei NEIG in misura crescente, soprattutto a partire dal 2025. Diversi fattori suggeriscono che questa pressione disinflazionistica potrebbe persistere. I prezzi delle importazioni dalla Cina potrebbero mantenersi relativamente contenuti, a causa del perdurante eccesso di capacità produttiva, della debole domanda interna e del deprezzamento del renminbi. Potrebbe inoltre persistere un certo riorientamento delle esportazioni provenienti dalla Cina verso paesi diversi dagli Stati Uniti, con il potenziale aumento dell'offerta di beni cinesi ad altri mercati, inclusa l'area dell'euro. Emergono tuttavia segnali di pressioni al rialzo derivanti dal rincaro del petrolio e dall'aumento dei prezzi alla produzione in Cina, che potrebbero sostenere una certa ripresa dell'inflazione.

<sup>6</sup> Secondo i dati doganali francesi a livello di singola impresa, la quota di importazioni dalla Cina fatturata in renminbi è relativamente esigua (11 per cento nel 2024).

## 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.

Baumeister, C., Korobilis, D. e Lee, T. K. (2022), “Energy Markets and Global Economic Conditions”, *The Review of Economics and Statistics*, 104(4), pagg. 828-848.

Boeckelmann, L., Emter, L., Gunnella, V., Klieber K. e Spital T. (2025), “China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe”, *Il Blog della BCE*, BCE, 30 luglio.

Di Sano, M., Pongetti, G., Schuler, T. e Toh, S. G. (2023), *Effetti di propagazione all’area dell’euro della recente inflazione negativa in Cina*, riquadro 3 nel numero 7/2023 di questo Bollettino.

## Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dall'11 febbraio al 5 maggio 2026

a cura di Samuel Bieber e Christelle Puyo

**Il presente riquadro illustra le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il primo e il secondo periodo di mantenimento delle riserve del 2026.** Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dall'11 febbraio al 5 maggio 2026 ("periodo di riferimento").

**La liquidità media in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a diminuire.** Nel periodo di riferimento l'offerta di liquidità si è ridotta, principalmente a causa delle minori consistenze detenute dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), a seguito della cessazione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA all'inizio di luglio 2023 e di quelli nell'ambito del PEPP a fine dicembre 2024. Tale calo è stato in parte compensato da una diminuzione dei fattori autonomi netti, che hanno determinato un aumento di liquidità nel sistema bancario.

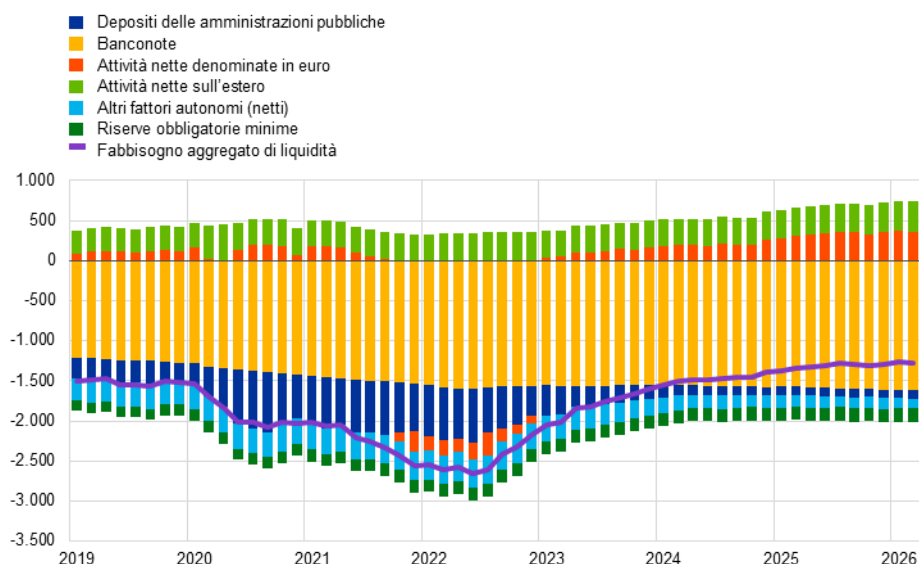
### Fabbisogno di liquidità

**Nel periodo di riferimento il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro, definito come somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 33 miliardi di euro, scendendo a 1.273 miliardi (cfr. la tavola A).** Tale calo è stato determinato dalla diminuzione dei fattori autonomi netti, dovuta a un aumento dei fattori autonomi di immissione di liquidità associato alla stabilità di quelli di assorbimento (cfr. il grafico A). Tuttavia, un aumento di 3 miliardi delle riserve obbligatorie minime, che hanno così raggiunto i 172 miliardi di euro, ha lievemente ridotto l'impatto sul fabbisogno di liquidità.

## Grafico A

### Fabbisogno aggregato di liquidità, per periodo di mantenimento delle riserve

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: ogni barra mostra le medie di ciascun periodo di mantenimento. Vi sono otto periodi di mantenimento all'anno; l'ottavo si protrae fino all'anno solare successivo. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo periodo di mantenimento del 2026.

**Nel periodo di riferimento, i fattori autonomi di immissione di liquidità sono aumentati di 35 miliardi di euro, principalmente per effetto di un incremento di 28 miliardi di euro delle attività nette denominate in euro.** Tale aumento è riconducibile a una diminuzione dei depositi denominati in euro destinati a finalità diverse dalla politica monetaria, che assorbono liquidità, e a un aumento degli investimenti denominati in euro svincolati da finalità di politica monetaria, che immettono liquidità. Inoltre, le attività nette sull'estero sono aumentate di 8 miliardi di euro.

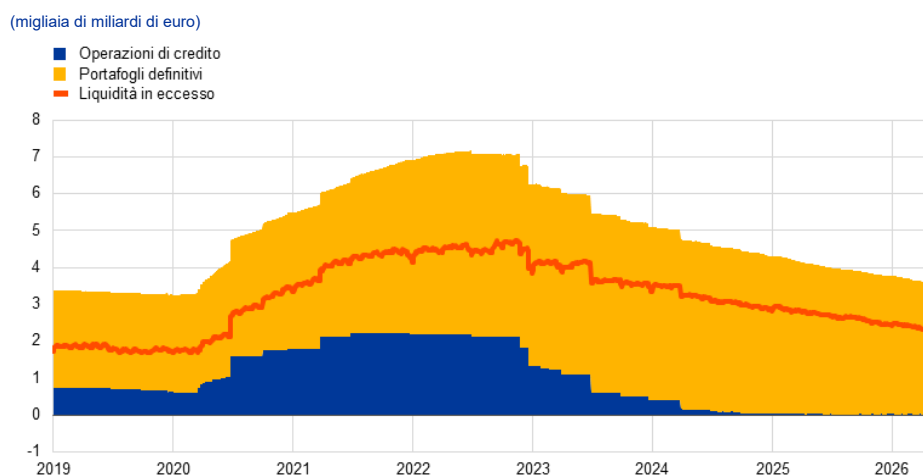
**Nel periodo in esame i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono rimasti stabili.** Il lieve aumento del valore medio delle banconote in circolazione (5 miliardi di euro) e dei depositi delle amministrazioni pubbliche detenuti presso l'Eurosistema (2 miliardi di euro) è stato compensato da un calo di 8 miliardi di euro degli altri fattori autonomi netti.

## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**Nel periodo di riferimento, l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 145 miliardi di euro, collocandosi a 3.632 miliardi (cfr. il grafico B).** Tale flessione è riconducibile quasi esclusivamente alla riduzione di 144 miliardi di euro delle consistenze detenute nei portafogli definitivi di politica monetaria dell'Eurosistema, per effetto del protratto rimborso dei titoli detenuti nell'ambito del PAA e del PEPP, in assenza di reinvestimenti. Ciò ha fatto scendere la liquidità fornita da questi portafogli a 3.608 miliardi di euro nel periodo in esame.

## Grafico B

### Liquidità offerta attraverso operazioni di mercato aperto e liquidità in eccesso



Fonte: BCE.

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

**Nel periodo di riferimento, l'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è rimasto stabile a 24 miliardi di euro.** Gli importi medi in essere delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) sono rimasti invariati, rispettivamente a 13 e 11 miliardi di euro. La partecipazione a queste operazioni regolari rimane limitata, riflettendo le adeguate posizioni di liquidità delle banche e la buona disponibilità di fonti alternative di finanziamento sul mercato. Tuttavia, nel 2026 è cresciuto il numero di banche che stanno testando la fattibilità della propria partecipazione: ciò indica che gli enti creditizi stanno consolidando la loro prontezza operativa a ricorrere a tali operazioni, man mano che il bilancio dell'Eurosistema continua a contrarsi.

## Liquidità in eccesso

**Nel periodo in esame, la liquidità in eccesso è diminuita di 112 miliardi di euro, portandosi a 2.358 miliardi (cfr. il grafico B).** La liquidità in eccesso è data dalla somma tra le disponibilità che le banche detengono nei propri conti correnti oltre i requisiti minimi di riserva e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario mediante strumenti di politica monetaria e il fabbisogno di liquidità delle banche a copertura delle riserve obbligatorie. Dopo aver raggiunto un massimo di 4.748 miliardi di euro a novembre 2022, la liquidità in eccesso è diminuita costantemente.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Nel periodo in esame, il Consiglio direttivo ha mantenuto invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, incluso il tasso sui depositi presso la banca**

**centrale, attraverso il quale orienta la politica monetaria.** I tassi sui depositi presso la banca centrale, sulle ORP e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono rimasti, rispettivamente, al 2,00, al 2,15 e al 2,40 per cento (cfr. la tavola B).

**Nel periodo di riferimento, la media dell'€STR (euro short-term rate) è lievemente aumentata, determinando una leggera riduzione del differenziale con il tasso sui depositi presso la banca centrale.** In media, nel periodo di riferimento l'€STR si è collocato 6,8 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, rispetto ai 7,0 punti base durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento del 2025.

**Nel periodo di riferimento, il tasso medio sui pronti contro termine per l'area dell'euro, misurato dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index), si è mantenuto più vicino al tasso sui depositi presso la banca centrale rispetto all'€STR.** In media, il tasso sui pronti contro termine ha superato quello sui depositi presso la banca centrale di 0,7 punti base, un livello lievemente superiore a quello registrato nel periodo di riferimento precedente.

## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 11 febbraio - 5 maggio 2026						Periodo di riferimento precedente: 5 novembre 2025 - 10 febbraio 2026	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: 11 febbraio - 24 marzo 2026		Secondo periodo di mantenimento: 25 marzo - 5 maggio 2026		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
<b>Fattori di immissione della liquidità</b>								
Fattori autonomi	740	(+35)	746	(+23)	735	(-11)	705	(-8)
- Attività nette sull'estero	371	(+8)	369	(+4)	374	(+5)	364	(+8)
- Attività nette denominate in euro	369	(+28)	377	(+19)	361	(-16)	341	(-16)
Operazioni di politica monetaria	3.632	(-145)	3.671	(-86)	3.592	(-79)	3.776	(-125)
- ORP	13	(-0)	11	(-4)	14	(+4)	13	(+4)
- ORLT	11	(+0)	11	(-1)	12	(+1)	11	(-1)
- Portafogli definitivi	3.608	(-144)	3.650	(-81)	3.566	(-84)	3.752	(-128)
- Altri fattori di immissione della liquidità	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
<b>Fattori di assorbimento della liquidità</b>								
Fattori autonomi	1.842	(-0)	1.844	(-9)	1.840	(-4)	1.842	(+9)
- Banconote in circolazione	1.612	(+5)	1.607	(-8)	1.616	(+9)	1.607	(+15)
- Depositi delle amministrazioni pubbliche	104	(+2)	105	(+3)	103	(-3)	102	(-9)
- Altri fattori autonomi (netti)	126	(-8)	132	(-4)	121	(-11)	134	(+2)
Operazioni di politica monetaria								
- Altri fattori di assorbimento della liquidità	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
<b>Liquidità e operazioni attivabili su iniziativa delle controparti</b>								
- Conti correnti degli enti creditizi	177	(+3)	176	(+1)	178	(+2)	174	(+0)
- Riserve obbligatorie minime <sup>1)</sup>	172	(+3)	171	(+2)	172	(+0)	169	(+1)
- Operazioni di rifinanziamento marginale	0	(-0)	0	(-0)	0	(+0)	0	(+0)
- Depositi presso la banca centrale	2.353	(-112)	2.397	(-56)	2.308	(-89)	2.465	(-143)
- Liquidità in eccesso <sup>2)</sup>	2.358	(-112)	2.402	(-56)	2.315	(-87)	2.470	(-143)
<b>Altre informazioni basate sulla liquidità</b>								
- Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>3)</sup>	1.273	(-33)	1.269	(-30)	1.277	(+8)	1.306	(+18)
- Fattori autonomi netti <sup>4)</sup>	1.102	(-35)	1.098	(-32)	1.105	(+7)	1.137	(+17)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al miliardo più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Per ORP si intendono le operazioni di rifinanziamento principali e per ORLT le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. Le serie storiche sulle condizioni di liquidità dell'Eurosistema sono disponibili sul portale dei dati della BCE nella [sezione dedicata alle tavole del rapporto sulla liquidità](#).

1) Voce per memoria che non compare nel bilancio dell'Eurosistema e non dovrebbe quindi essere inclusa nel calcolo delle passività totali.

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

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

4) Calcolata come differenza tra fattori autonomi di liquidità dal lato delle passività e fattori autonomi di liquidità dal lato delle attività.

## Tavola B

### Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 11 febbraio - 5 maggio 2026				Periodo di riferimento precedente: 5 novembre 2025 - 10 febbraio 2026			
	Primo periodo di mantenimento: 11 febbraio - 24 marzo 2026		Secondo periodo di mantenimento: 25 marzo - 5 maggio 2026		Settimo periodo di mantenimento: 5 novembre - 22 dicembre 2025		Ottavo periodo di mantenimento: 23 dicembre 2025 - 10 febbraio 2026	
<b>ORP</b>	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
<b>Operazioni di rifinanziamento marginale</b>	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
<b>Depositi presso la banca centrale</b>	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
<b>€STR</b>	1,93	(+0,00)	1,93	(-0,00)	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)
<b>Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)</b>	2,01	(+0,01)	2,01	(-0,00)	2,00	(+0,01)	2,00	(-0,00)

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

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

## La contrazione del saldo di conto corrente dell'area dell'euro nel 2025

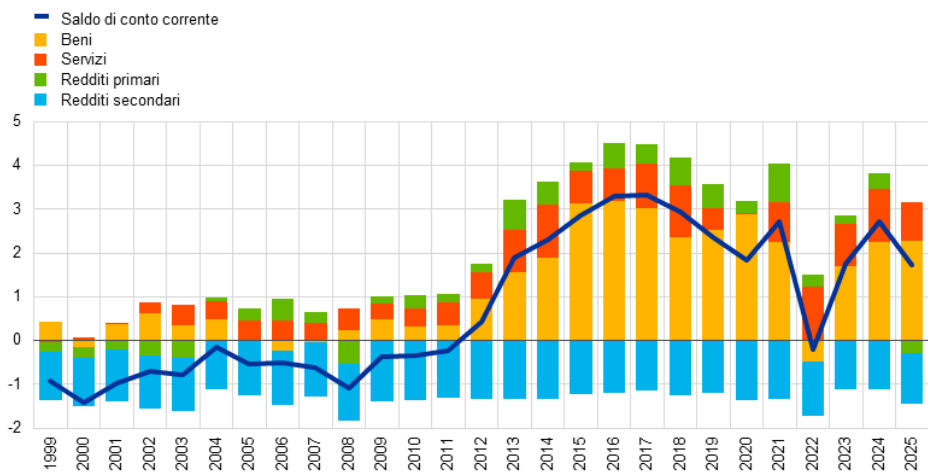
a cura di Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris e Martin Schmitz

L'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro si è notevolmente ridotto nel 2025 per effetto dei dazi commerciali statunitensi, delle attività delle imprese multinazionali (multinational enterprises, MNE) statunitensi, dei cambiamenti strutturali nel commercio mondiale di beni e dell'aumento degli investimenti legati al digitale e all'intelligenza artificiale (IA). Nel 2025 l'avanzo è sceso all'1,7 per cento del PIL, dal 2,7 del 2024 (cfr. il grafico A). Se si esclude il periodo 2022-2023, caratterizzato dallo shock energetico seguito all'invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia, si è trattato dell'avanzo più basso dal 2012, quando il saldo di conto corrente dell'area dell'euro era passato da un disavanzo a un avanzo sulla scia della crisi del debito sovrano<sup>1</sup>. Il presente riquadro esamina le determinanti principali della contrazione dell'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro nel 2025.

### Grafico A

Saldo di conto corrente dell'area dell'euro e sue componenti

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

La riduzione dell'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro nel 2025 è stata determinata principalmente dall'andamento dell'interscambio di servizi e dei flussi di reddito, piuttosto che dal commercio di beni. L'avanzo nei beni è aumentato leggermente, passando dal 2,2 per cento del PIL nel 2024 al 2,3 nel 2025. La contrazione dell'avanzo di conto corrente è stata in larga misura determinata dalle variazioni nelle componenti diverse dai beni, in particolare dal saldo dei redditi primari, passato da un avanzo dello 0,4 per cento del PIL a un

<sup>1</sup> Cfr. Emter et al. (2023).

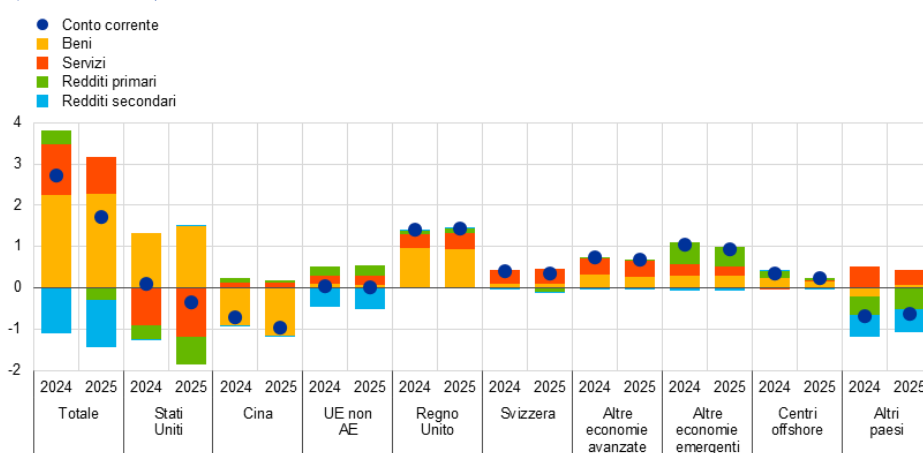
disavanzo dello 0,3 per cento, e dalla riduzione dell'avanzo relativo ai servizi, sceso dall'1,2 allo 0,9 per cento del PIL.

**Alla riduzione dell'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro nel 2025 hanno contribuito principalmente gli andamenti nei confronti degli Stati Uniti e della Cina (cfr. il grafico B).** Il saldo di conto corrente bilaterale con gli Stati Uniti ha subito una variazione significativa, passando da un avanzo dello 0,1 per cento del PIL nel 2024 a un disavanzo dello 0,4 nel 2025, nonostante un maggiore surplus nella componente dei beni, riflettendo il maggiore disavanzo dell'area dell'euro nei servizi e nei redditi primari. Il disavanzo di conto corrente dell'area dell'euro nei confronti della Cina è aumentato dallo 0,7 per cento del PIL nel 2024 all'1,0 nel 2025, in linea con l'aumento del disavanzo nei beni.

### Grafico B

Saldo di conto corrente dell'area dell'euro: scomposizione per area geografica

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

Note: la voce "UE non AE" comprende gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e le istituzioni e gli organi dell'UE che sono considerati esterni all'area, come la Commissione europea e la Banca europea per gli investimenti. La voce "Altre economie avanzate" comprende Australia, Canada, Giappone, Norvegia e Corea del Sud. La voce "Altre economie emergenti" comprende Argentina, Brasile, India, Indonesia, Messico, Russia, Arabia Saudita, Sud Africa e Turchia. La voce "Altri paesi" comprende tutti gli Stati non altrimenti inclusi nel grafico, nonché le transazioni non allocate.

**Il passaggio da avanzo a disavanzo del saldo di conto corrente dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti nel 2025 è legato alle attività delle MNE statunitensi, le cui affiliate residenti nell'area hanno contribuito a un incremento delle esportazioni nette di beni, ma anche generato un aumento dei disavanzi relativi ai servizi e ai redditi.**

L'aumento dell'avanzo mercantile con gli Stati Uniti è riconducibile soprattutto alle esportazioni di prodotti farmaceutici (cfr. il grafico C), una parte considerevole delle quali è collegata alle affiliate di MNE statunitensi residenti nell'area dell'euro, specialmente in Irlanda<sup>2</sup>. Va inoltre rilevato che una parte della crescita delle esportazioni è riconducibile ad accordi di produzione su commessa (contract manufacturing); i relativi beni, pur non essendo fisicamente prodotti nell'area dell'euro, sono comunque registrati come esportazioni dell'area nelle statistiche di bilancia dei pagamenti, in conformità con gli standard statistici internazionali. Le strutture produttive delle imprese affiliate nell'area dell'euro di multinazionali statunitensi, sia nel settore farmaceutico sia in quello

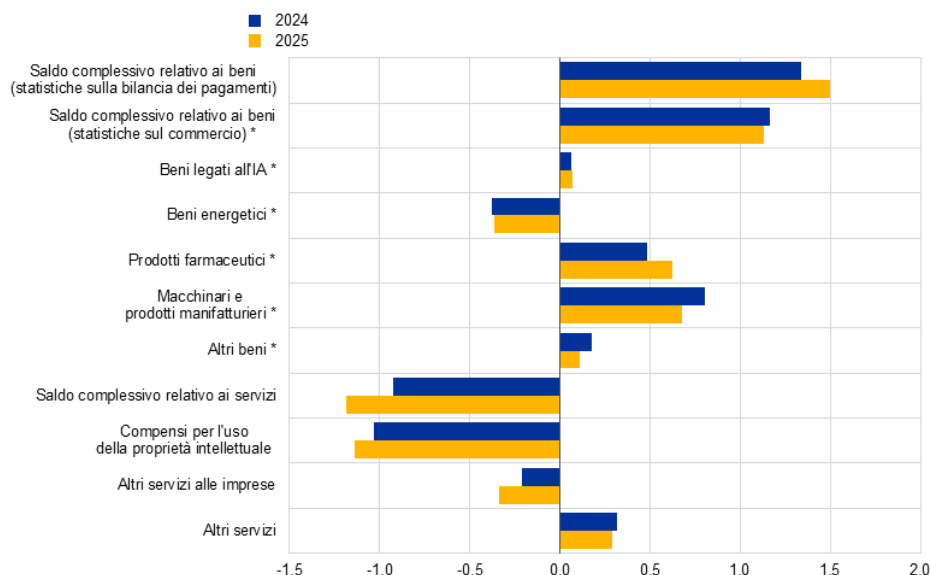
<sup>2</sup> Cfr. Emter et al. (2025).

tecnologico, si avvalgono spesso di proprietà intellettuale detenuta dalle capogruppo statunitensi. I relativi compensi d'uso sono registrati come importazioni di servizi dell'area dell'euro dagli Stati Uniti, mentre gli utili generati dalle affiliate contribuiscono ai pagamenti per redditi primari (da investimenti diretti esteri). Le stime basate sui dati di Emter et al. (2025) indicano che nel 2025 circa il 40 per cento dell'avanzo commerciale dell'area dell'euro nei confronti degli Stati Uniti era riconducibile agli scambi effettuati da imprese residenti nell'area affiliate a multinazionali statunitensi; le stesse imprese rappresentavano quasi il 90 per cento del disavanzo dell'area dell'euro nell'interscambio dei servizi. Di fatto l'Irlanda, a cui fa capo una quota elevata dell'attività delle MNE statunitensi, ha contribuito per 0,3 punti percentuali di PIL alla riduzione dell'avanzo dell'area tra il 2024 e il 2025, in ragione del fatto che i suoi disavanzi verso l'esterno dell'area dell'euro nei servizi e nei redditi primari si sono ampliati più del suo avanzo nei beni. Nel contempo, nel 2025 le esportazioni dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti di macchinari e prodotti manifatturieri sono diminuite, riflettendo in parte l'impatto dei dazi commerciali statunitensi annunciati ad aprile dello stesso anno<sup>3</sup>. Nel complesso, tali andamenti mostrano che l'impatto dei dazi e delle politiche commerciali sul conto corrente dell'area dell'euro non può essere valutato sulla base del solo commercio di beni, specialmente quando l'interscambio è influenzato dalle catene di approvvigionamento e dagli accordi sulla proprietà intellettuale delle MNE.

### Grafico C

#### Saldi commerciali dell'area dell'euro nei confronti degli Stati Uniti

(in percentuale del PIL)



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

Note: le serie di dati contrassegnate da un asterisco (\*) si riferiscono alle statistiche sul commercio internazionale, mentre le altre fanno riferimento alle statistiche sulla bilancia dei pagamenti. La scomposizione del saldo dell'interscambio di beni per categoria di prodotto segue la Classificazione tipo per il commercio internazionale (Standard International Trade Classification), terza revisione. La voce "Beni legati all'IA" riflette un paniere di beni relativi alla costruzione e al funzionamento dell'infrastruttura dei centri dati per l'IA il cui valore è stimato dagli esperti della BCE utilizzando i dati COMEXT di Eurostat classificati secondo la nomenclatura combinata a 8 cifre (Combined Nomenclature, CN8), seguendo la metodologia descritta in Waugh (2026).

### Il secondo principale fattore alla base della riduzione dell'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro è legato alla crescente concorrenza da parte

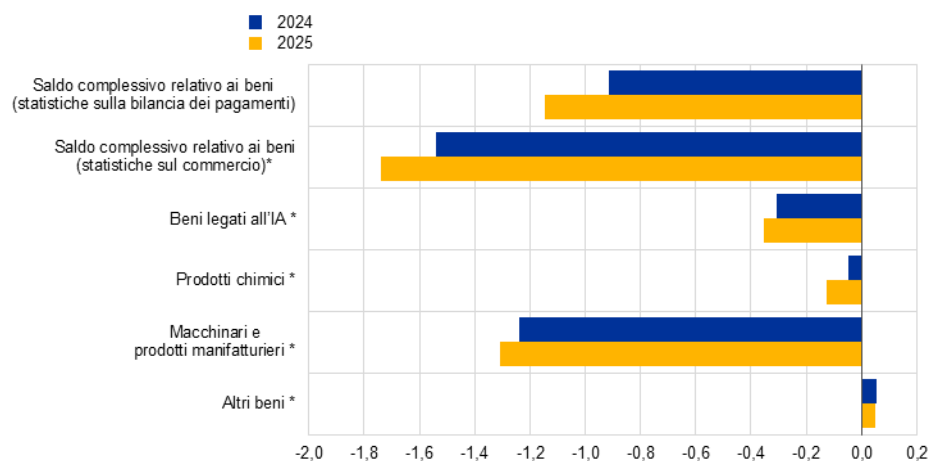
<sup>3</sup> Cfr. Schaefer et al. (2026).

**della Cina.** L'ampliamento del disavanzo di conto corrente dell'area dell'euro nei confronti della Cina è stato determinato principalmente da un maggiore deficit commerciale nei settori dei macchinari e dei prodotti manifatturieri (cfr. il grafico D). Tale dinamica è in linea con il forte posizionamento della Cina nelle catene di approvvigionamento mondiali, con il suo eccesso di capacità produttiva a fronte di una debole domanda interna e con le sue politiche industriali non di mercato<sup>4</sup>. Questi fattori hanno compresso i prezzi alla produzione della Cina, accrescendone così la competitività sui mercati europei, con un aumento dei volumi delle importazioni, nel 2025, di quasi il 10 per cento. Le crescenti pressioni concorrenziali, tra cui quelle derivanti dalle politiche strutturali cinesi volte a promuovere l'autosufficienza, in particolare nei settori a media e alta tecnologia, hanno pesato anche sulla competitività delle esportazioni dell'area dell'euro verso la Cina, diminuite di 0,3 punti percentuali del PIL dell'area, nonché verso mercati terzi, in cui l'area dell'euro sta perdendo quote di mercato a favore delle imprese cinesi, in particolare nei settori a medio contenuto tecnologico<sup>5</sup>.

### Grafico D

#### Saldo dell'interscambio di beni dell'area dell'euro nei confronti della Cina

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: cfr. le note del grafico C.

**Il commercio di beni connessi all'IA ha avuto un impatto relativamente limitato sul saldo dei beni dell'area, mentre è probabile che la maggiore diffusione di soluzioni basate sull'IA da parte degli utilizzatori dell'area dell'euro abbia contribuito all'aumento delle importazioni di servizi.** L'area dell'euro è un importatore netto di beni necessari alla produzione e al funzionamento dell'infrastruttura dei centri dati per l'IA, con un disavanzo relativo a tali prodotti che nel 2025 è salito a quasi lo 0,3 per cento, dallo 0,2 del 2024, in parte per le più elevate importazioni dalla Cina (cfr. il grafico D)<sup>6</sup>. I prodotti legati all'IA hanno rappresentato circa il 13 per cento delle importazioni di beni dell'area dell'euro e circa il 9 per cento delle esportazioni nel 2025, con un aumento graduale della

<sup>4</sup> Cfr. Amicucci et al. (2026).

<sup>5</sup> Cfr. Al-Haschimi

<sup>6</sup> I prodotti connessi all'IA sono identificati in base a quanto definito in Waugh (2026).

rilevanza di tali prodotti negli ultimi anni<sup>7</sup>. L'adozione di tecnologie di IA incide sul conto corrente anche attraverso le importazioni di servizi digitali, soprattutto dagli Stati Uniti, poiché la diffusione dei sistemi di IA richiede anche software, cloud computing, elaborazione dei dati, accesso ai modelli e proprietà intellettuale. I crescenti disavanzi nei confronti degli Stati Uniti nei compensi per l'utilizzo della proprietà intellettuale e negli altri servizi alle imprese sono coerenti con l'aumento dei pagamenti per i servizi digitali che consentono l'accesso a tecnologie di IA<sup>8</sup>. Cina e Taiwan, per contro, sono i principali fornitori di hardware per l'IA.

**Dal punto di vista del risparmio e degli investimenti, la riduzione del saldo con l'estero dell'area dell'euro ha riflesso un calo dell'accreditamento netto delle società non finanziarie, in linea con l'aumento del fabbisogno di investimenti interni (cfr. il grafico E).** Il risparmio lordo delle imprese è sceso dal 12,3 per cento del PIL nel 2024 all'11,7 nel 2025, a fronte di un aumento degli investimenti lordi dal 12,0 al 12,3 per cento. Tale andamento ha ridotto l'accreditamento netto del settore delle società non finanziarie<sup>9</sup>. In parte, questo segnala un maggiore impiego del risparmio dell'area dell'euro negli investimenti interni. Con l'accelerazione degli investimenti digitali nell'area dell'euro nel 2025, è probabile che gli investimenti legati all'IA abbiano un ruolo in questo cambiamento<sup>10</sup>. Una parte della spesa per IA delle imprese dell'area dell'euro è registrata come investimento interno, andando ad accrescere gli investimenti lordi e a ridurre l'accreditamento netto. Altri pagamenti, come i canoni periodici per l'accesso ai modelli, il cloud computing e le licenze software, possono invece essere considerati consumi intermedi, che riducono sia i profitti delle imprese sia i risparmi.

---

<sup>7</sup> Waugh (2026) stima che nel 2025 i beni legati all'intelligenza artificiale abbiano rappresentato il 23 per cento delle importazioni totali di beni negli Stati Uniti, mentre secondo le stime di Rice e Scally (2026), nello stesso anno tali beni hanno rappresentato il 13 per cento delle importazioni totali di beni in Irlanda.

<sup>8</sup> Cfr. Lane (2026).

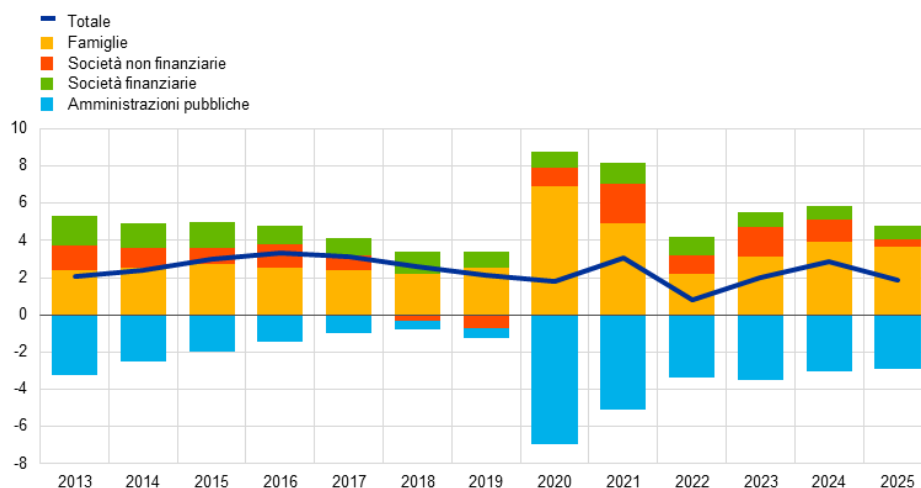
<sup>9</sup> Nonostante nel 2025 gli investimenti fissi abbiano superato il risparmio lordo, le società non finanziarie dell'area dell'euro sono rimaste creditrici nette nello stesso anno a causa di trasferimenti netti di capitale pari allo 0,9 per cento del PIL e di vendite nette di attività non finanziarie e non prodotte pari allo 0,1 per cento del PIL.

<sup>10</sup> Cfr. Andersson et al. (2026).

## Grafico E

### Accreditamento/indebitamento netto dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: la voce "Famiglie" include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

### L'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro dovrebbe rimanere al di sotto del livello segnato nel 2024 nel medio termine.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2026 per l'area dell'euro, l'avanzo dovrebbe ridursi ulteriormente nel 2026, intorno all'1,3 per cento del PIL, sulla scia di più elevati prezzi all'importazione dell'energia in conseguenza della guerra in Medio Oriente, per poi recuperare, portandosi all'1,5 per cento circa nel 2028. Ci si attende che il perdurante fabbisogno di investimenti, come quelli connessi alla digitalizzazione, all'IA, alla difesa e alla transizione energetica, gravi sul saldo con l'estero. L'incertezza sulle politiche commerciali, anche in relazione ai dazi statunitensi e le perduranti pressioni concorrenziali provenienti dalla Cina, continuerà probabilmente a esercitare un importante effetto frenante sul conto corrente dell'area dell'euro.

## 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.

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

Andersson, M., Colombo, S., Jarvis, V. e Morris, R. (2026), *Dal mattone al mouse: una valutazione degli investimenti digitali nell'area dell'euro*, riquadro 5 nel numero 2/2026 di questo Bollettino.

Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F. e Schmitz, M. (2023), *Il conto corrente dell'area dell'euro in seguito allo shock pandemico ed energetico*, articolo 1 nel numero 6/2023 di questo Bollettino.

Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F., Schmitz, M. e Schuler, T. (2025), *Le politiche commerciali degli Stati Uniti e le attività delle imprese multinazionali statunitensi nell'area dell'euro*, riquadro 2 nel numero 4/2025 di questo Bollettino.

Lane, P.R. (2026), *“AI and the euro area economy”*, intervento di apertura tenuto in occasione dell'ECB-SAFE-RCEA International Conference on the Climate-Macro-Finance Interface (3CMFI), 23 marzo.

Rice, J. e Scally, J. (2026), *“AI-related imports, modified investment and the data centre build-out”*, *Quarterly Bulletin*, n. 2, Central Bank of Ireland.

Schaefer, S., Gerland, L. e Tirpák, M. (2026), *Su chi ricadono i costi dell'aumento dei dazi statunitensi?*, riquadro 1 nel numero 2/2026 di questo Bollettino.

Waugh, M.E. (2026), *“Trade in AI-Related Products”*, *NBER Working Paper*, n. 35053, aprile.

# Articolo

## 1 Cinque anni dell'indagine della BCE presso gli analisti monetari: evoluzione e approfondimenti

a cura di Felix Hammermann e Martin Strukat

### 1 Introduzione

**L'indagine presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) condotta dalla BCE è una preziosa raccolta di informazioni che consente di monitorare le aspettative degli operatori dei mercati finanziari riguardo alla politica monetaria e alle prospettive macroeconomiche nell'area dell'euro.**

Dopo la fase pilota, avviata ad aprile 2019, l'indagine SMA fu resa pienamente operativa a giugno 2021 e viene condotta prima di ogni riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo. Fornisce informazioni strutturate riguardo alle valutazioni espresse da un campione rappresentativo di istituzioni dei mercati finanziari<sup>1</sup>.

**Negli ultimi cinque anni l'indagine SMA ha contribuito a far comprendere alla BCE come gli operatori di mercato interpretino gli andamenti macroeconomici, finanziari e geopolitici.** Le informazioni ricavate dall'indagine SMA si sono rivelate particolarmente preziose durante l'impennata dell'inflazione in seguito alla pandemia e la successiva fase di disinflazione. La raccolta sistematica di previsioni per l'economia, il tasso di riferimento della BCE e il bilancio della BCE su diversi orizzonti temporali, unitamente a domande sulla probabilità di risultati e valutazioni qualitative dei rischi, ha attribuito all'indagine un ruolo centrale nell'analisi delle aspettative, al fine di fornire un contributo alla valutazione periodica della politica monetaria. Il questionario e i risultati aggregati per ciascuna edizione sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

**Il presente articolo fa il punto sull'evoluzione dell'indagine SMA negli ultimi cinque anni e sulle relative modalità di utilizzo presso la BCE.** In primo luogo, esso documenta l'evoluzione del campione di indagine e del questionario. Inoltre, delinea l'uso analitico delle informazioni ricavate dall'indagine, sia per l'ordinaria analisi economica e delle politiche sia in una prospettiva più strutturale, volta a migliorare la comprensione della formazione delle aspettative. Infine, valuta l'accuratezza delle previsioni, il disaccordo tra gli interpellati e la dispersione delle aspettative per le principali variabili macroeconomiche.

---

<sup>1</sup> Per una descrizione della configurazione e della governance dell'indagine SMA e dell'esperienza iniziale durante la fase pilota, cfr. Brand e Hutchinson (2021).

## 2 Evoluzione del campione dell'indagine SMA

**Il campione dell'indagine SMA è progettato per intercettare le aspettative di un gruppo rappresentativo di operatori dei mercati finanziari.** Tramite l'indagine SMA, la BCE raccoglie informazioni circa le prospettive di mercato in modo sistematico, analogamente alle indagini condotte da altre importanti banche centrali, come la [Bank of Canada](#), la [Bank of England](#) e la [Federal Reserve Bank of New York](#). A partire dal quadro di indagine iniziale, le successive correzioni si sono concentrate sul rafforzamento della rappresentatività, sul mantenimento del coinvolgimento degli intervistati e sulla maggiore solidità delle indicazioni basate sulle indagini. La figura 1 riassume le tappe fondamentali di sviluppo dall'avvio dell'indagine.

**Figura 1**  
Tappe dell'indagine SMA



Fonte: BCE.

Nota: il nuovo campione diviene operativo a gennaio dell'anno successivo alla sua revisione.

### **Assicurare che il campione continui a riflettere le valutazioni degli operatori dei mercati finanziari è fondamentale in fase di definizione dell'indagine SMA.**

In pratica, ciò comporta la scelta di un campione rappresentativo da un ampio insieme di istituzioni finanziarie sulla base di criteri prestabiliti che ne colgano la rilevanza nel mercato e l'impegno attivo nei settori oggetto di rilevazione, mantenendo nel contempo una continuità tale da consentire la comparabilità tra le varie edizioni dell'indagine.

### **Mantenere una partecipazione ampia e costante da parte degli intervistati è essenziale per l'affidabilità dei risultati dell'indagine.**

Quale meccanismo di governance di base, la revisione annuale del campione monitora i profili di partecipazione e di risposta, al fine di agevolare gli opportuni adeguamenti alla composizione del campione stesso. Come mostra il pannello a) del grafico 1, il tasso di risposta (quota di membri del campione partecipanti a singole edizioni) e quello di completezza dell'indagine (percentuale di risposte fornite dagli intervistati) hanno raggiunto livelli costantemente elevati: entrambi si erano collocati a circa il 90 per cento nel 2025, a fronte rispettivamente dell'85 e del 76 per cento nel 2021<sup>2</sup>.

### **Le dimensioni del campione contribuiscono alla robustezza statistica e al valore analitico dell'indagine.**

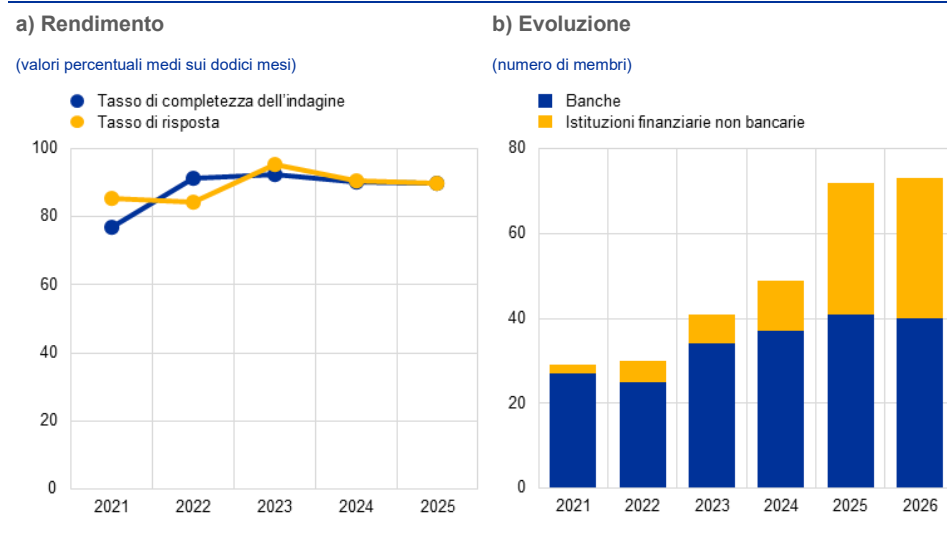
Il numero dei membri è aumentato da 30 nel 2021 a 75 nel 2026 (cfr. il pannello b) del grafico 1). Con l'ampliamento del campione,

<sup>2</sup> La partecipazione al campione dell'indagine non è permanente: i membri potrebbero dimettersi o essere rimossi per una serie di motivi, tra cui mancate risposte, fusioni tra enti o vincoli di risorse.

l'influenza relativa delle risposte singole diminuisce, migliorando l'accuratezza delle statistiche aggregate. Un campione più ampio consente inoltre un'analisi più approfondita dell'eterogeneità tra i partecipanti, compresi il disaccordo tra gli intervistati e le differenze tra le varie tipologie di istituzione.

## Grafico 1

### Rendimento ed evoluzione del campione dell'indagine SMA



Fonti: SMA ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) il tasso di risposta è la quota di intervistati invitati a partecipare a una data edizione dell'indagine, mentre quello di completezza è la percentuale di domande a cui gli intervistati partecipanti hanno risposto. I tassi di risposta e di completezza sono calcolati retroattivamente per ciascun anno calcolando prima la media tra gli intervistati all'interno di ciascuna edizione dell'indagine e poi tra le varie edizioni. Nel pannello b) la revisione annuale del campione si svolge tra settembre e dicembre e la nuova composizione entrerà in vigore a partire dal gennaio dell'anno successivo.

**La composizione del campione è stata gradualmente ampliata per riflettere meglio la diversità degli operatori dei mercati finanziari.** Sebbene le banche abbiano costituito il nucleo iniziale, l'estensione della partecipazione ha rafforzato la rappresentatività. La maggiore copertura delle istituzioni finanziarie non bancarie, come i gestori patrimoniali (inclusi quelli facenti parte di banche), le compagnie assicurative, i fondi pensione e gli hedge fund fornisce un'analisi trasversale più equilibrata delle prospettive di mercato. Tali istituzioni, che svolgono un ruolo centrale anche nella trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, rappresentano attualmente il 47 per cento dei membri del campione, mentre le banche ne rappresentano il 53 per cento.

**Il questionario è stato perfezionato per garantire una maggiore chiarezza e coerenza delle risposte.** A giugno 2022 una revisione complessiva ha razionalizzato la formulazione delle domande e semplificato l'aspetto grafico, riducendo l'ambiguità e l'onere gravante sugli intervistati e preservando, nel contempo, la struttura complessiva dell'indagine. Uno dei principali vantaggi del fatto che la BCE conduca una propria indagine presso gli analisti di mercato è che le domande sono formulate in un'ottica di politica monetaria.

**Tali sviluppi hanno consolidato l'indagine SMA quale fonte affidabile di informazioni sulle aspettative dei mercati finanziari e garantito che essa fornisca approfondimenti complementari rispetto a indagini analoghe condotte da fornitori privati di dati (cfr. il riquadro 1).** I sondaggi privati offrono istantanee

tempestive e flessibili delle valutazioni di mercato a breve termine tratte da un'ampia base di intervistati, mentre l'indagine SMA offre informazioni sistematiche e complete basate su un campione rappresentativo di istituzioni fondamentali per la trasmissione della politica monetaria della BCE.

## Riquadro 1

### L'indagine SMA e i sondaggi condotti da fornitori privati di dati: confronto tra composizione del campione e configurazione dell'indagine

---

a cura di **Martin Strukat**

L'indagine SMA e i sondaggi condotti da fornitori privati di dati svolgono un ruolo complementare, ancorché metodologicamente distinto, nel raccogliere informazioni sulle aspettative del settore finanziario riguardo alla politica monetaria e agli andamenti macroeconomici. Sia Bloomberg sia Thomson Reuters svolgono sondaggi periodici presso gli operatori di mercato in vista delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo e i loro risultati sono ampiamente utilizzati a fini analitici e di confronto. Sebbene l'indagine SMA e i sondaggi privati condividano l'obiettivo di valutare il clima di fiducia e le aspettative degli operatori di mercato, essi differiscono sotto tre importanti profili: la tempistica della raccolta dei dati, l'ambito del questionario e la composizione del campione.

Per quanto riguarda la tempistica, l'indagine SMA segue un calendario fisso in linea con le riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo, in base al quale il periodo di risposta termina due settimane prima di ciascuna riunione e i risultati sono pubblicati il lunedì successivo alla stessa. Per contro, i sondaggi privati sono generalmente condotti una settimana prima della riunione e i risultati sono pubblicati nella stessa settimana.

Per quanto riguarda l'ambito di applicazione, il questionario dell'indagine SMA si distingue per ampiezza, standardizzazione e progettazione analitica a lungo termine, che comprende gli strumenti di politica monetaria, le condizioni finanziarie e le prospettive macroeconomiche in un quadro coerente e integrato. Le domande sono formulate in modo da garantire coerenza e comparabilità tra le varie edizioni dell'indagine, consentendo così di tener traccia delle dinamiche delle aspettative nel tempo. Di conseguenza, i dati dell'SMA facilitano lo studio dell'interazione tra singole aspettative, macroeconomiche da un lato e di politica monetaria dall'altro. I sondaggi privati contengono di solito solo una domanda sulle aspettative sui tassi di riferimento, integrata da quesiti ad hoc su argomenti e andamenti attuali.

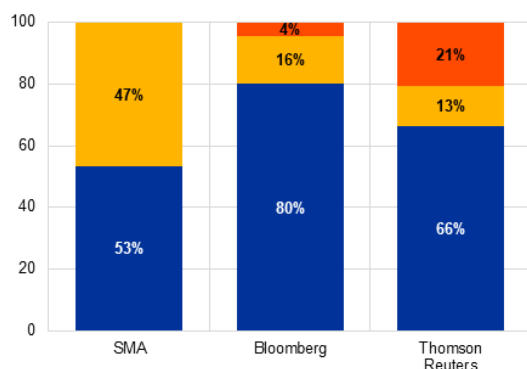
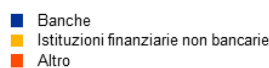
La composizione del campione dell'indagine SMA è specificamente concepita per cogliere le valutazioni delle istituzioni finanziarie attive nell'area dell'euro, con una quota maggiore di istituzioni finanziarie non bancarie rispetto a quella registrata in entrambi i sondaggi privati (cfr. il pannello a) del grafico A). Le banche costituiscono il gruppo più ampio di intervistati in tutte e tre le indagini. Tuttavia, secondo i sondaggi di Bloomberg e Thomson Reuters, le istituzioni finanziarie non bancarie rappresentano in media, rispettivamente, solo il 16 e il 13 per cento degli intervistati, a fronte del 47 per cento risultante dall'SMA. A differenza di quest'ultima indagine, i due sondaggi privati includono anche broker e istituti di ricerca o di consulenza raggruppati nella voce "Altro". In termini di copertura geografica, il campione dell'indagine SMA è maggiormente incentrato sulle istituzioni con sede nell'area dell'euro e in Europa, integrate da una selezione rappresentativa delle istituzioni finanziarie mondiali (cfr. il pannello b) del grafico A). Tale composizione riflette la scelta deliberata di concentrarsi sulle istituzioni che hanno l'esposizione più diretta alla politica monetaria dell'area dell'euro e che ne hanno una conoscenza più approfondita.

## Grafico A

### Composizione del campione per tipologia e area geografica

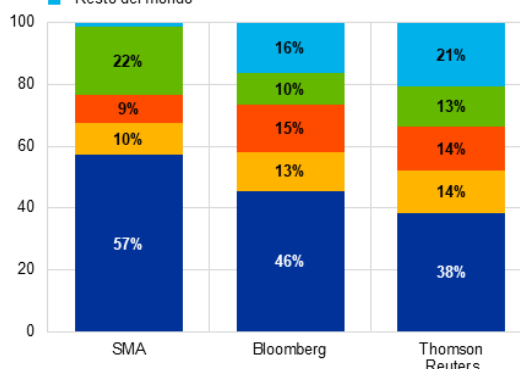
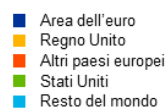
a) Composizione per tipologia

(valori percentuali)



b) Composizione per area geografica

(valori percentuali)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: le colonne di Bloomberg e Thomson Reuters riflettono la composizione media nel 2025. Pannello a): la voce "Altro" indica gli istituti di ricerca, nonché consulenti o advisor economici. Pannello b): nella voce "Altri paesi europei" sono comprese la Repubblica Ceca, la Danimarca, la Svezia, il Liechtenstein, la Norvegia e la Svizzera.

### 3 Cosa rivela l'indagine SMA sulle aspettative di politica monetaria

**L'indagine SMA fa il punto sulle prospettive di mercato per supportare l'analisi della politica monetaria, anche attraverso la comprensione della formazione delle aspettative.** Le valutazioni degli operatori di mercato sono rilevanti perché le loro aspettative svolgono un ruolo fondamentale nella trasmissione della politica monetaria. L'indagine SMA persegue due scopi principali. In primo luogo, fornisce un'indicazione delle opinioni di un campione rappresentativo di operatori dei mercati finanziari in merito all'economia e alle prospettive di politica monetaria; tali informazioni vengono utilizzate per orientare il lavoro di analisi su cui si basa la preparazione delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo. L'attenzione si concentra in genere sul confronto dei risultati con la precedente edizione dell'indagine. In secondo luogo, utilizzando più edizioni, l'indagine SMA consente alla BCE di analizzare e individuare linee di tendenza strutturali nel modo in cui gli operatori dei mercati finanziari valutano l'evoluzione del contesto finanziario, macroeconomico e di politica monetaria, nonché i fattori che determinano le revisioni delle loro valutazioni. Tale prospettiva migliora, a un livello più strutturale, la comprensione delle aspettative e il ruolo che esse svolgono nella trasmissione della politica monetaria.

### 3.1 Indicazioni desunte dall'indagine SMA sulle aspettative di politica monetaria

**I dati dell'indagine SMA forniscono informazioni preziose che fungono da input analitici per le riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo.**

La prima lettura dei dati più recenti dell'indagine SMA è incentrata sulle mediane delle previsioni sui tassi di interesse e sulle principali variabili macroeconomiche. Le evidenze ricavate dall'indagine integrano le informazioni desunte dagli strumenti dei mercati finanziari e fungono da prezioso controllo incrociato con le [proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE](#). Le variazioni rilevanti della mediana rispetto alla precedente edizione dell'indagine hanno fatto luce sull'evoluzione delle valutazioni degli operatori di mercato riguardo alle prospettive economiche e alla politica monetaria.

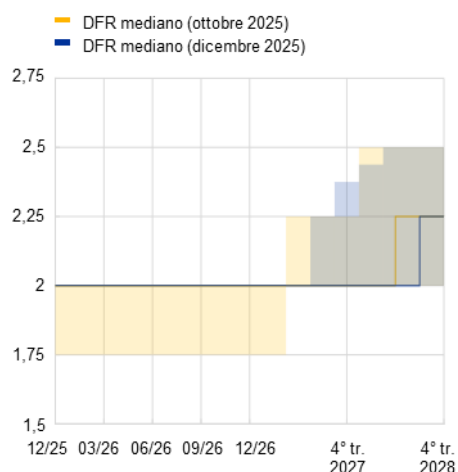
**Inoltre, la distribuzione delle aspettative può fornire informazioni importanti al di là delle variazioni della mediana.** L'indagine SMA di dicembre 2025 è un esempio utile. Mentre l'andamento mediano del tasso atteso sui depositi presso la banca centrale (deposit facility rate, DFR) è rimasto sostanzialmente invariato rispetto all'edizione precedente, di ottobre 2025, la distribuzione circostante si è ridotta (cfr. il pannello a) del grafico 2). L'intervallo interquartile (tra il 25° e il 75° percentile), che funge da misura del disaccordo nelle valutazioni, si è ridotto, collocandosi sulla mediana nel breve periodo, a indicare una sostanziale diminuzione del disaccordo tra gli intervistati. Nel loro insieme, la combinazione di una mediana stabile e di una distribuzione più ristretta indica un maggiore consenso sulle aspettative di politica monetaria, evidenziando come la misurazione della distribuzione possa arricchire l'interpretazione dei dati statistici aggregati.

## Grafico 2

### Evoluzione delle aspettative riguardanti il DFR

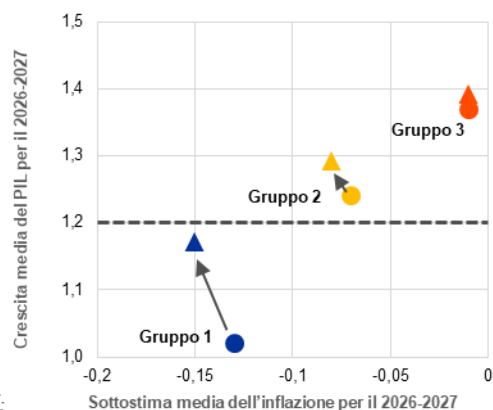
a) Aspettative mediane sul DFR ricavate dalle edizioni dell'SMA consecutive di ottobre e dicembre 2025

(valori percentuali in ragione d'anno)



b) Deviazione attesa dell'inflazione dall'obiettivo e crescita attesa del PIL in base all'evoluzione dell'aspettativa sul DFR fra luglio e dicembre 2025

(asse delle ascisse: punti percentuali; asse delle ordinate: valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) le aree ombreggiate indicano l'intervallo interquartile (l'area ombreggiata blu indica l'edizione di dicembre e quella gialla l'edizione di ottobre). L'andamento atteso del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale (DFR) è illustrato con frequenza legata alle riunioni del Consiglio direttivo fino alla fine del 2026 e, successivamente, con frequenza trimestrale. Nel pannello b) i punti e i triangoli colorati rappresentano le posizioni rispettivamente nelle edizioni di luglio 2025 e dicembre 2025 dell'indagine SMA per tre gruppi di intervistati: quelli che hanno previsto riduzioni del DFR in entrambe le edizioni (gruppo 1, in blu); quelli che hanno previsto riduzioni nell'edizione di luglio 2025, ma non in quella di dicembre 2025 (gruppo 2, in giallo); quelli che non hanno previsto riduzioni dei tassi in nessuna delle due edizioni (gruppo 3, in rosso). La linea grigia tratteggiata rappresenta la crescita media del PIL nel lungo periodo.

### Per ottenere indicazioni più approfondite sulle determinanti di fondo delle singole aspettative circa i tassi di interesse, l'edizione di dicembre 2025 dell'indagine SMA può essere confrontata con quella di luglio 2025.

Esaminando l'evoluzione delle aspettative su un arco temporale più lungo, ad esempio un semestre anziché l'intervallo che separa dall'indagine immediatamente precedente, è possibile far emergere i cambiamenti nelle valutazioni degli analisti di mercato. Sebbene i risultati aggregati dell'indagine SMA di dicembre 2025 suggerissero un consenso sull'andamento del tasso sui depositi presso la banca centrale, un'analisi dettagliata che collega le aspettative sui tassi di riferimento alle previsioni economiche dei singoli intervistati ha rivelato notevoli differenze tra tre gruppi (cfr. il pannello b) del grafico 2). Gli intervistati che prevedevano ancora una riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale nell'orizzonte di previsione (gruppo 1, indicatori blu) si aspettavano un'inflazione più debole e prospettive di crescita del PIL modeste, nonostante le loro previsioni di crescita fossero migliorate in misura molto maggiore rispetto a quelle degli altri due gruppi. Gli intervistati che non si aspettavano riduzioni dei tassi a dicembre 2025, ma che li avevano previsti sei mesi prima, a luglio 2025 (gruppo 2, indicatori gialli), hanno assunto una posizione intermedia: hanno mantenuto le prospettive di inflazione lievemente contenute, mentre hanno rivisto leggermente al rialzo le loro prospettive di crescita. Infine, gli intervistati che hanno mantenuto le aspettative di assenza di ulteriori riduzioni dei tassi (gruppo 3, indicatori rossi) hanno previsto un'inflazione sostanzialmente in linea con l'obiettivo e una crescita ben al di sopra della media di

lungo periodo. Nel complesso, questi gruppi sono stati divergenti nelle loro aspettative su inflazione, crescita del PIL e tassi di riferimento, evidenziando come l'indagine SMA possa mettere in luce l'eterogeneità delle valutazioni macroeconomiche che determinano le aspettative sulle politiche economiche, anche quando gli indicatori aggregati suggeriscono prospettive sostanzialmente stabili.

**L'andamento congiunto di inflazione, crescita e tassi di riferimento incorporato nelle aspettative dell'indagine SMA può essere parametrato con semplici funzioni di reazione della politica monetaria, come le regole di Taylor, per valutare se gli operatori di mercato maturino aspettative coerenti con la politica monetaria di sistema.** Il riquadro 2 effettua questo confronto, mostrando che le aspettative mediane nell'indagine SMA interagiscono nella direzione che le regole tipiche di politica monetaria suggerirebbero, in particolare, che le aspettative sui tassi di riferimento aumentano in linea con le aspettative di inflazione. Tuttavia, l'intensità di questa relazione varia nel tempo, riflettendo l'entità e la natura degli shock di cui tengono conto le aspettative emerse dall'indagine.

## Riquadro 2

### Aspettative di politica monetaria basate sull'indagine SMA alla luce delle regole di Taylor

---

a cura di Michael Dobrew e Martin Strukat

Le regole di Taylor forniscono un quadro di riferimento semplice e ampiamente utilizzato per la sintesi delle relazioni stilizzate tra i tassi di riferimento e le condizioni macroeconomiche. Nella loro formulazione standard, descrivono il livello dei tassi di riferimento come funzione della deviazione dell'inflazione dal suo obiettivo e dell'attività economica dal suo potenziale, codificando così i principali compromessi che le banche centrali si trovano ad affrontare (cfr. Taylor, 1993). Nella letteratura empirica tali regole sono spesso utilizzate come semplici parametri analitici per l'esame del comovimento degli andamenti attesi dei tassi di riferimento e delle condizioni macroeconomiche.

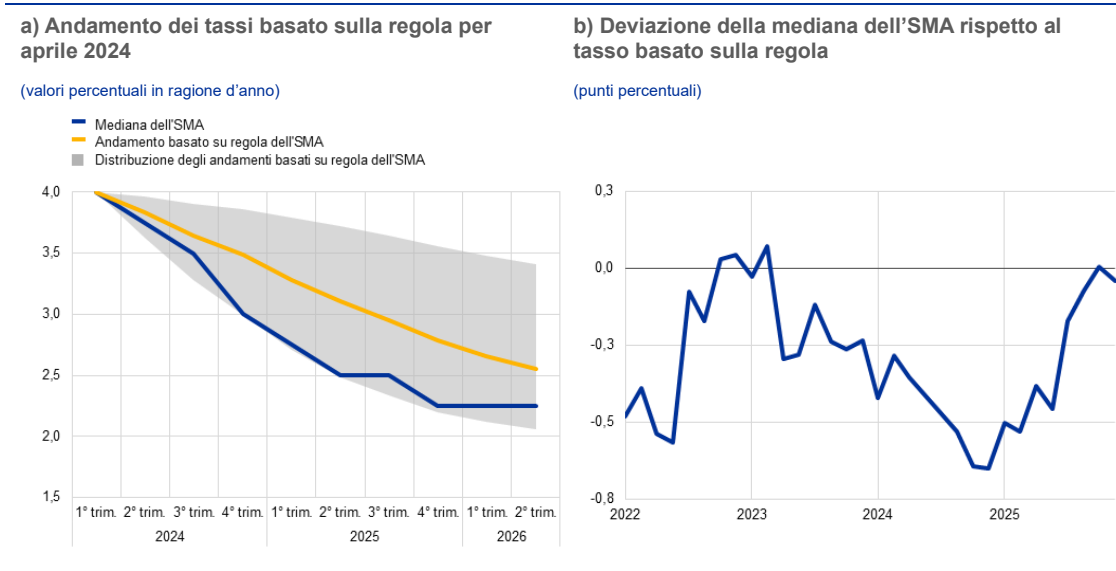
Il confronto delle aspettative di politica monetaria desunte dai dati dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) con regole di Taylor calibrate fornisce indicazioni sul modo in cui gli intervistati nell'ambito dell'indagine traspongono le loro previsioni macroeconomiche in aspettative sui tassi di riferimento. Utilizzando un quadro di modellizzazione densa creato calibrando una serie di regole di Taylor come in Bernardini e Lin (2024), è possibile ricavare un intervallo di profili dei tassi di riferimento impliciti nelle aspettative macroeconomiche mediane desunte dall'SMA e confrontarli con l'andamento dei tassi mediani attesi dell'indagine<sup>3</sup>. Come mostra l'esempio riportato nel pannello a) del grafico A per l'edizione di aprile 2024 dell'SMA, l'andamento mediano del tasso sui depositi presso la banca centrale atteso può essere confrontato con un intervallo di previsioni basate su regole calibrate a partire dai profili mediani attesi per l'inflazione e la capacità produttiva inutilizzata. Questo confronto offre una semplice disamina di come si formano le aspettative: quando i due elementi sono fortemente correlati, le aspettative sono sostanzialmente coerenti con una funzione di reazione stilizzata, assimilabile a una regola; quando divergono, è probabile che le aspettative riflettano ulteriori considerazioni, come l'analisi dei rischi, le opinioni sulle prospettive di politica monetaria o

<sup>3</sup> L'approccio di modellizzazione densa calcola un insieme di profili dei tassi di interesse impliciti nella regola di Taylor sulla base delle aspettative mediane dell'inflazione di fondo e della disoccupazione ricavate dall'SMA, variando i coefficienti di risposta della regola di Taylor mediante un ampio intervallo di valori considerati standard in letteratura.

l'interpretazione delle comunicazioni della banca centrale, al di là di quanto si possa desumere da una semplice regola.

## Grafico A

Andamento dei tassi di riferimento basato sulla regola di Taylor per aprile 2024 e deviazione nel tempo delle aspettative desunte dall'SMA rispetto al tasso di riferimento contemporaneo basato sulla regola



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra l'intervallo di tutte le regole di Taylor implicite calibrate insieme all'aspettativa mediana per l'orizzonte a otto trimestri per l'edizione di aprile 2024 dell'SMA. Il pannello b) mostra la deviazione media dell'aspettativa mediana dell'SMA rispetto al tasso basato su regola su un orizzonte di otto trimestri per ciascuna edizione dell'indagine, dal 2022 alla fine del 2025.

In passato le aspettative mediane sui tassi di riferimento ricavate dall'SMA si mostravano fortemente in linea con gli andamenti dei tassi impliciti della regola di Taylor sulla base delle aspettative macroeconomiche mediane dell'SMA durante la fase di rialzo, ma indicavano una traiettoria di politica monetaria più accomodante durante la successiva fase di taglio. Per ciascuna edizione dell'indagine, dal 2022 alla fine del 2025, il pannello b) del grafico A mostra la deviazione media dell'aspettativa mediana dell'SMA rispetto all'andamento del tasso basato sulla regola su un orizzonte di otto trimestri. Nella fase di restrizione della politica monetaria, fino al 2023, le aspettative basate sull'indagine e sulla regola si sono mosse sostanzialmente di pari passo, suggerendo che gli operatori di mercato stavano essenzialmente delineando le proprie aspettative sui tassi di riferimento in maniera analoga a quella suggerita dalla regola, in linea con l'andamento dell'inflazione e dell'attività economica. Dalla fine del 2023 alla metà del 2025, tuttavia, il tasso di riferimento mediano desunto dall'SMA è sceso al di sotto del tasso mediano derivato dal quadro della regola di Taylor.

Tale divario indica aspettative di un calo dei tassi di riferimento più rapido di quanto dedotto dalle sole prospettive macroeconomiche mediane desunte dall'SMA. All'epoca il processo di disinflazione stava rallentando, con l'approssimarsi dell'inflazione all'obiettivo perseguito dalla BCE, mentre le aspettative di inflazione su orizzonti superiori a un anno si erano temporaneamente spostate al di sotto dell'obiettivo e i rischi complessivi segnalati dai partecipanti all'SMA erano orientati verso il basso sia per l'inflazione sia per la crescita. È probabile che tali fattori abbiano contribuito a indurre gli operatori di mercato a prevedere un calo dei tassi più marcato di quanto suggerito da un semplice schema basato su regole.

Nella seconda metà del 2025, in particolare, le valutazioni del mercato riguardavano in misura crescente la possibilità di un'“inversione dei tassi”, in base alla quale i tassi di riferimento non solo sarebbero tornati a livelli coerenti con il tasso a lungo termine implicito nell'indagine (circa il 2 per cento), ma avrebbero anche registrato un temporaneo calo al di sotto di tale livello, per poi tornare a salire. Secondo alcuni analisti tale profilo presentava delle “riduzioni precauzionali dei tassi”, cioè dei tagli preventivi motivati dai rischi al ribasso per l'inflazione e la crescita. Tali rischi non si riflettono necessariamente nelle previsioni degli analisti e pertanto non sono rilevati nell'andamento dei tassi basato sulla regola di Taylor.

Nel complesso, la mediana dell'SMA, le aspettative macroeconomiche e di politica economica interagiscono nella direzione suggerita dalle regole tipiche di politica monetaria; in particolare, le aspettative sui tassi di riferimento aumentano con quelle relative all'inflazione. Tuttavia, la forza di questa relazione può variare nel tempo, a seconda dell'entità e della natura degli shock considerati nelle aspettative ricavate dall'indagine.

---

**I dati ricavati dall'indagine SMA sono stati utilizzati anche per analizzare fattori trainanti e determinanti delle aspettative e le loro revisioni nelle diverse edizioni dell'indagine.**

Il lavoro analitico basato su singole risposte dell'SMA mostra che gli errori e le revisioni delle aspettative sui tassi di riferimento possono essere collegati sia alle variazioni delle prospettive macroeconomiche sia a diverse percezioni da parte degli intervistati dell'SMA riguardo alla funzione di reazione della BCE, ossia a come la BCE reagirebbe in un dato contesto economico. In altre parole, i dati consentono una scomposizione degli errori di previsione in componenti legate a errate percezioni delle politiche e dell'evoluzione delle condizioni economiche (cfr. Akkaya, Bitter et al., 2024). Più in generale, le aspettative basate sulle indagini forniscono un quadro di riferimento utile per valutare come i dati più recenti e le comunicazioni di politica monetaria siano incorporati nelle aspettative nel tempo, anche attraverso la loro interazione con il clima di mercato e con gli andamenti macroeconomici più ampi (cfr. Akkaya e Ilieva, 2024). In tale contesto, l'analisi congiunta dell'indagine SMA e delle aspettative ricavate dai prezzi nei mercati finanziari può aiutare la BCE ad allineare la propria comunicazione con gli operatori di mercato, individuando e chiarendo possibili errate percezioni della sua funzione di reazione.

**Nel loro insieme, le scomposizioni degli errori di previsione dei singoli intervistati e le regole di Taylor calibrate nel riquadro 2 rivelano che la formazione delle aspettative nell'SMA è determinata in larga misura dal contesto macroeconomico.** Durante periodi di maggiore calma i segnali provenienti dai prezzi di mercato e dalle comunicazioni ufficiali della BCE influiscono maggiormente, dimostrando che, in generale, la formazione delle aspettative dell'SMA è coerente con la funzione di reazione della BCE. Tuttavia, quando nell'economia prevale l'incertezza, come in periodi di elevata volatilità, è difficile prevedere accuratamente l'inflazione e la crescita, con ripercussioni sulle aspettative circa i tassi di riferimento. Sulla base di tali considerazioni, la prossima sezione si occupa dell'accuratezza previsiva delle aspettative desunte dall'indagine SMA.

### 3.2 Accuratezza delle previsioni, disaccordo e percezione dei rischi

**L'accuratezza delle previsioni, il disaccordo e la percezione dei rischi, considerati insieme, forniscono un quadro multidimensionale del panorama delle aspettative, che rende l'indagine SMA uno strumento più efficace per la valutazione della politica monetaria.** L'accuratezza delle previsioni rappresenta un parametro di riferimento naturale per l'SMA: errori contenuti e non affetti da distorsione segnalano che i partecipanti trattano le informazioni disponibili in modo efficiente, avvalorando le proprie aspettative quali input affidabili per la valutazione della politica monetaria della BCE insieme ad altre fonti, tra cui le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE, nonché ulteriori indagini e segnali basati sul mercato, come i contratti inflation fixing swap. Oltre all'accuratezza, la dispersione tra le previsioni puntuali fornite dagli intervistati (una misura del disaccordo) rileva il grado di eterogeneità delle valutazioni tra gli operatori di mercato informati. Infine, il quadro complessivo dell'analisi dei rischi contenuto nell'indagine offre indicazioni sul fatto che gli analisti percepiscano i rischi come sostanzialmente simmetrici o, al contrario, sbilanciati verso una particolare direzione. Prendendo in considerazione congiuntamente tali tre dimensioni, ossia accuratezza delle previsioni, disaccordo e percezione dei rischi, si ottiene una caratterizzazione delle aspettative più ricca e granulare rispetto alle sole stime puntuali, fornendo alla valutazione della politica monetaria una rappresentazione più completa del panorama delle aspettative.

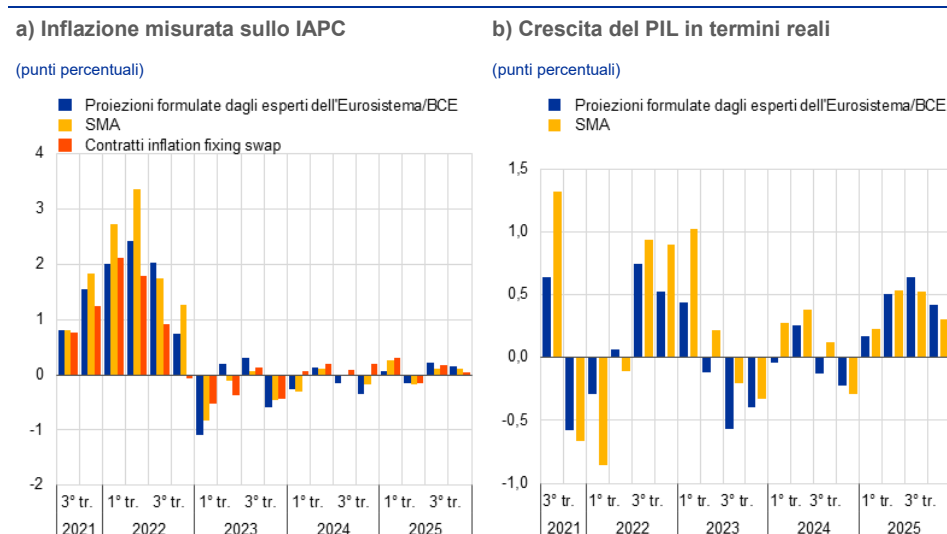
**Gli errori di previsione dell'inflazione rilevati nell'indagine SMA sono stati caratterizzati da due fasi chiaramente distinte, di natura nettamente differenziata, separate da una discontinuità strutturale che si colloca intorno alla metà del 2023.** Per quanto riguarda l'accuratezza delle previsioni per l'inflazione complessiva nel periodo in esame, compreso tra la metà del 2021 e la fine del 2025, il pannello a) del grafico 3 mostra errori di previsione a un trimestre. Emergono due fasi distinte: prima del picco dell'inflazione a metà del 2023 la mediana dell'SMA mostrava errori di previsione consistenti e prevalentemente positivi. Le proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e i contratti inflation fixing swap hanno registrato errori di entità simile all'SMA, ancorché con alcune variazioni tra indicatori ed edizioni delle indagini. Questa mancanza di efficacia delle previsioni è stata riscontrata sia per i previsori istituzionali sia per quelli basati sulle indagini (cfr. Chahad et al., 2023; FMI, 2023). Per gli errori di previsione nelle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE, Chahad et al. (2023) hanno individuato come determinante principale la sequenza senza precedenti di shock sui prezzi, derivanti dagli squilibri tra domanda e offerta connessi alla pandemia e dall'invasione russa dell'Ucraina.

**Durante la successiva fase di normalizzazione il contesto è mutato profondamente, in quanto gli errori di previsione si sono notevolmente ridotti.** Con l'esaurirsi delle pressioni sui prezzi dell'energia e il ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo, gli errori di previsione di tutti e tre gli indicatori hanno mostrato una convergenza verso lo zero, riflettendo un miglioramento della capacità predittiva, dovuto allo stabilizzarsi delle condizioni macroeconomiche. Durante questo periodo gli errori di previsione nell'SMA sono stati spesso leggermente più contenuti, in termini assoluti, rispetto a quelli delle proiezioni elaborate dagli esperti

dell'Eurosistema e della BCE e dei contratti inflation fixing swap; ciò suggerisce che l'aggregazione della valutazione degli analisti informati regge bene il confronto con le proiezioni istituzionali e con le indicazioni fornite dai mercati in condizioni più normali, un risultato coerente con l'evidenza più ampia esaminata dalla BCE (2025). Come riportato in Ploj (2025), questo schema resta valido su tutti gli orizzonti, dal trimestre in corso ai quattro trimestri successivi.

### Grafico 3

Confronto tra gli errori di previsione nell'indagine SMA e nelle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE a un trimestre



Fonti: SMA ed elaborazioni della BCE.

Note: gli errori di previsione sono definiti come differenza tra la mediana dei valori puntuali previsti nell'SMA e i risultati effettivi. Errori positivi (negativi) indicano che la mediana ha sottostimato (sovrastimato) l'inflazione effettiva. Nel pannello a) gli inflation fixing swap sono contratti swap collegati a determinate pubblicazioni dei dati mensili relativi all'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro, al netto dei tabacchi, disponibili del mese in corso fino a 23 mesi in avanti.

**Per la crescita del PIL in termini reali il panorama è più contrastante (cfr. il pannello b) del grafico 3).** Sia l'SMA sia le proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE hanno registrato notevoli errori di previsione nel periodo intorno allo shock pandemico e al successivo recupero, con errori che si sono alternati nel segno nelle varie edizioni dell'indagine e nessuno degli indicatori che ha sistematicamente superato l'altro in accuratezza per l'intero campione. L'assenza di una chiara gerarchia nella capacità predittiva del PIL non sorprende, data la difficoltà intrinseca di anticipare contestualmente i punti di svolta dell'attività effettiva in tempo reale, e mette in evidenza l'importanza di monitorare l'intera distribuzione delle risposte dell'indagine SMA, compresi il disaccordo e la percezione dei rischi, piuttosto che affidarsi alle sole previsioni puntuali.

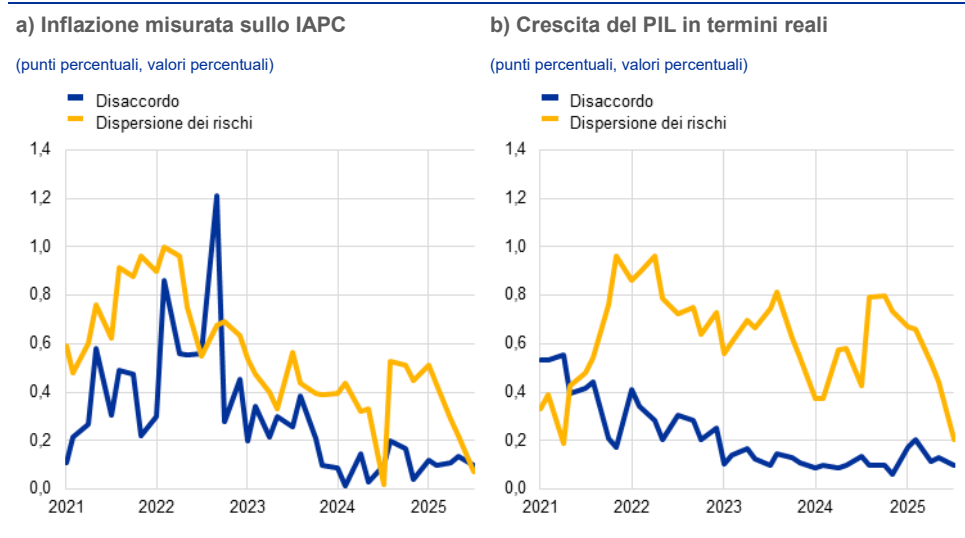
**Al di là dell'accuratezza delle previsioni, il vantaggio informativo dell'SMA risiede nella sua capacità di caratterizzare l'intera distribuzione delle aspettative tra gli operatori di mercato, rilevando non solo la direzione dell'economia attesa dagli analisti, ma anche la misura del loro disaccordo e l'eventuale sbilanciamento dei rischi percepiti.** Per cogliere tali dimensioni, dall'indagine è possibile ricavare due indicatori complementari: disaccordo e dispersione dei rischi. Il disaccordo è misurato dall'intervallo interquartile delle singole previsioni puntuali, che riflette l'ampiezza delle differenze tra le aspettative

centrali degli intervistati, mentre la dispersione dei rischi rispecchia il saldo netto della quota di intervistati che nella domanda relativa alla valutazione qualitativa dei rischi segnalano rischi al rialzo e al ribasso rispetto allo scenario di base. Considerati nel loro insieme, questi indicatori rimandano a caratteristiche distinte della distribuzione implicita delle aspettative: il disaccordo ne coglie l'ampiezza, mentre la dispersione dei rischi individua l'asimmetria dei rischi di coda percepiti attorno alla tendenza centrale.

**Per quanto riguarda l'inflazione, il disaccordo e la dispersione dei rischi tra i partecipanti all'indagine SMA sono aumentati in misura pronunciata durante l'impennata inflazionistica e sono diminuiti rapidamente con il progredire della successiva disinflazione.** Per l'inflazione misurata sullo IAPC, il disaccordo e la dispersione dei rischi hanno raggiunto un massimo di circa 1,2 e 1,0 punti percentuali, rispettivamente, prima di tornare su livelli bassi alla metà del 2023 (cfr. il pannello a) del grafico 4). Per quanto concerne la crescita del PIL, il disaccordo è diminuito gradualmente nel periodo in esame (cfr. il pannello b) del grafico 4). Per contro, la dispersione dei rischi è rimasta più elevata, a indicazione del fatto che, sebbene le valutazioni di base abbiano mostrato una convergenza, permangono differenze nella valutazione dei rischi.

#### Grafico 4

Disaccordo e dispersione dei rischi nell'indagine SMA relativamente a inflazione misurata sullo IAPC e crescita del PIL in termini reali



Fonti: SMA ed elaborazioni della BCE.

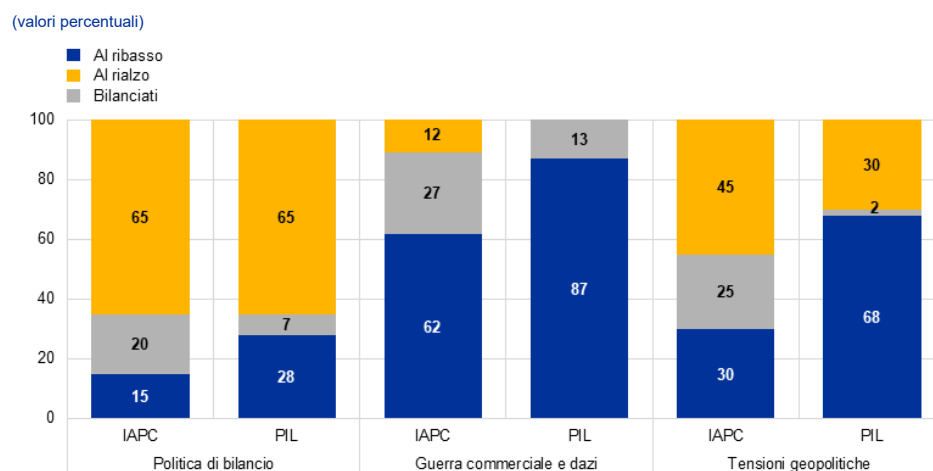
Note: il disaccordo, misurato come ampiezza dell'intervallo interquartile, è mostrato per le aspettative a un trimestre. La dispersione dei rischi si basa sulle aspettative annuali per la variabile corrispondente desunte dalla domanda sul quadro complessivo dei rischi contenuta nell'SMA. La dispersione dei rischi è definita come saldo netto tra la quota di intervistati che si attende rischi al rialzo e quella che prevede rischi al ribasso.

**Infine, le indicazioni fornite dai partecipanti all'SMA in merito ai rischi per le loro previsioni macroeconomiche sono utilizzate per valutare se uno shock economico abbia un effetto maggiore dal lato dell'offerta o da quello della domanda.** Nell'edizione di dicembre 2025 dell'indagine, dopo aver raggruppato le singole risposte, le prime tre categorie sono state: "politica di bilancio", "guerra commerciale e dazi" e "tensioni geopolitiche" (cfr. il grafico 5). Per quanto riguarda la "politica di bilancio", molti intervistati hanno fatto riferimento al pacchetto di misure di

bilancio tedesco e agli annunciati aumenti della spesa per la difesa e le infrastrutture, per cui lo shock è stato per lo più considerato con effetti positivi sulla domanda, creando rischi al rialzo sia per l'inflazione sia per la crescita. La voce "guerra commerciale e dazi" è stata chiaramente ritenuta un rischio al ribasso per la crescita, con effetti per lo più frenanti sui prezzi, qualificandosi come uno shock dal lato della domanda potenzialmente negativo. Anche le "tensioni geopolitiche" sono ritenute responsabili di un effetto ampiamente negativo sulla crescita, ma con implicazioni meno chiare per i prezzi. Tali rischi potrebbero concretizzarsi dal lato della domanda o dell'offerta. La natura dei rischi per le prospettive economiche è importante, giacché la politica monetaria può assorbire più efficacemente gli shock dal lato della domanda, mentre la risposta di politica monetaria agli shock dal lato dell'offerta tende a essere meno aggressiva, al fine di limitare eventuali effetti avversi sull'economia.

### Grafico 5

Classificazione dei rischi nell'edizione di dicembre 2025 dell'SMA



Fonti: SMA ed elaborazioni della BCE.

Note: eventuali mancate quadrature dei valori percentuali sono dovute ad arrotondamenti. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

## 4 Osservazioni conclusive

**A cinque anni pieni dal suo avvio, l'indagine SMA è divenuta uno strumento fondamentale per monitorare e analizzare le previsioni macroeconomiche e le aspettative di politica monetaria degli operatori dei mercati finanziari.**

L'allargamento e il riequilibrio sistematici del campione, unitamente agli affinamenti apportati al questionario e a un quadro di governance strutturato, hanno rafforzato le basi statistiche dell'indagine, migliorandone la stabilità, la copertura e la rappresentatività.

**Le informazioni ricavate dall'indagine SMA vengono utilizzate sistematicamente a fini di politica monetaria, sia per la preparazione delle riunioni del Consiglio direttivo, sia per gestire questioni di politica monetaria più strutturali.** L'indagine fornisce un parametro di riferimento per le aspettative di mercato prevalenti, facilita la valutazione di come le notizie e le comunicazioni della

BCE siano recepite nelle valutazioni sulle prospettive macroeconomiche e sulla traiettoria di politica monetaria e contribuisce ad analizzare l'elaborazione, la revisione e la dispersione delle aspettative degli operatori di mercato al di là dei prezzi. L'analisi condotta in questo articolo mostra che le aspettative dell'SMA sono sostanzialmente coerenti con i fondamentali macroeconomici e i semplici parametri di riferimento per le politiche economiche e, se considerate come uno strumento di previsione, forniscono un'accuratezza complessiva essenzialmente comparabile alle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE.

## Riferimenti bibliografici

Akkaya, Y. e Ilieva, B. (2024), [Decodificare le revisioni delle aspettative sui tassi di riferimento: indicazioni dall'indagine presso gli analisti monetari](#), riquadro 7 nel numero 7/2024 di questo Bollettino.

Akkaya, Y., Bitter, L., Brand, C. e Sá, D. (2024), [Errori nelle previsioni di politica monetaria durante il recente ciclo di inasprimento: evidenze dall'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari](#), riquadro 6 nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

Banca centrale europea (BCE) (2025), ["A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area"](#), *Occasional Paper Series*, n. 371, giugno.

Bernardini, M. e Lin, A. (2024), "Out of the ELB: Expected ECB policy rates and the Taylor rule", *Economics Letters*, vol. 235, febbraio.

Brand, C. e Hutchinson, J. (2021), [Introduzione all'indagine della BCE presso gli analisti monetari](#), articolo 1 nel numero 8/2021 di questo Bollettino.

Chahad, M., Hofmann-Drahonsky, A.-C., Page, A. e Tirpák, M. (2023), [Una valutazione aggiornata delle proiezioni di inflazione a breve termine formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE](#), riquadro 6 nel numero 1/2023 di questo Bollettino.

Fondo monetario internazionale (FMI) (2023), [World Economic Outlook: Navigating Global Divergences](#), Washington D.C., ottobre.

Ploj, G. (2025), ["SMA vs. ECB inflation forecasts: Which forecasts drive interest rate expectations in the euro area?"](#), *Short economic and financial analyses*, Banka Slovenije, ottobre.

Taylor, J.B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, dicembre, pagg. 195-214.

# Statistiche

## Indice

1 Contesto esterno	2
2 Attività economica	3
3 Prezzi e costi	9
4 Andamenti del mercato finanziario	13
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	18
6 Andamenti della finanza pubblica	23

## 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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (IAPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3,3	2,9	0,3	0,7	5,4	0,5	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2024	3,2	2,8	1,0	-0,2	5,0	1,0	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2025	3,3	2,2	1,4	1,1	5,0	1,4	.	3,4	3,2	0,1	2,1
2025 2° trim.	0,9	0,9	0,1	0,3	1,1	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
3° trim.	0,9	1,1	0,2	-0,6	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
4° trim.	0,7	0,1	0,2	0,2	1,2	0,2	.	3,4	2,7	0,6	2,1
2026 1° trim.	.	0,4	0,6	0,5	1,3	-0,2	2,7	3,1	1,4	0,8	2,0
2025 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.	-	-	-	-	-	-	3,8	2,8	1,4	1,2	3,0
mag.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	3,2

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 <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
	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	14.765,3	14.236,4	7.807,8	3.115,2	3.239,2	1.650,8	942,9	639,0	74,2	-528,9	7.437,9	6.909,0
2024	15.353,3	14.686,2	8.100,4	3.279,3	3.223,3	1.640,2	941,7	635,2	83,2	-667,1	7.553,1	6.886,1
2025	15.951,9	15.334,8	8.388,9	3.430,4	3.384,8	1.698,1	972,9	707,1	130,8	-617,1	7.750,9	7.133,8
2025 2° trim.	3.970,5	3.810,0	2.087,9	851,5	835,6	421,8	241,3	170,8	35,0	-160,5	1.929,1	1.768,6
3° trim.	4.002,0	3.851,5	2.102,8	861,5	849,9	426,7	245,3	176,2	37,3	-150,5	1.938,1	1.787,6
4° trim.	4.042,5	3.900,5	2.125,9	876,9	862,7	434,5	249,3	177,1	35,0	-142,1	1.934,8	1.792,7
2026 1° trim.	4.055,0	3.918,9	2.147,6	879,7	863,9	432,3	250,2	179,7	27,6	-136,2	1.952,9	1.816,8
<i>in percentuale del PIL</i>												
2025	100,0	96,1	52,6	21,5	21,2	10,6	6,1	4,4	0,8	-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	0,4	-1,4	0,2	1,0	-8,2	-	-	-0,7	-0,2
3° trim.	0,3	0,6	0,2	0,7	1,2	0,4	1,3	3,1	-	-	0,7	1,4
4° trim.	0,2	0,6	0,4	0,6	0,8	1,2	1,2	-0,6	-	-	-0,6	0,3
2026 1° trim.	-0,2	0,1	0,2	0,5	-0,3	-1,2	0,1	1,4	-	-	-0,2	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2023	0,5	0,1	0,5	1,5	2,6	1,1	3,0	6,2	-	-	-1,2	-2,0
2024	1,0	0,7	1,3	2,3	-2,4	-2,6	-1,7	-3,1	-	-	0,6	0,0
2025	1,4	2,0	1,4	1,4	3,0	1,2	2,0	9,3	-	-	2,1	3,5
2025 2° trim.	1,6	2,5	1,7	1,2	3,6	1,0	0,6	16,1	-	-	0,8	2,7
3° trim.	1,4	1,8	1,3	1,3	3,3	2,1	3,7	5,7	-	-	2,9	3,8
4° trim.	1,2	2,0	1,3	1,5	3,3	2,6	3,6	4,5	-	-	2,1	3,8
2026 1° trim.	0,3	1,7	1,1	2,3	0,3	0,6	3,6	-4,7	-	-	-0,9	1,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2025 2° trim.	0,1	0,4	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,5	-0,3	-	-
3° trim.	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,3	-	-
4° trim.	0,2	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,4	-	-
2026 1° trim.	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2023	0,5	0,1	0,3	0,3	0,6	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	1,0	0,7	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,3	-	-
2025	1,4	1,9	0,8	0,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,5	-	-
2025 2° trim.	1,6	2,4	0,9	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6	0,5	-0,8	-	-
3° trim.	1,4	1,7	0,7	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,3	-	-
4° trim.	1,2	1,9	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,7	-	-
2026 1° trim.	0,3	1,6	0,6	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	-1,3	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Incluse 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
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2023	13.356,4	225,3	2.638,9	713,6	2.489,7	705,2	605,0	1.482,7	1.613,1	2.469,4	413,5	1.408,9
2024	13.823,0	235,3	2.621,8	729,6	2.581,4	741,6	642,0	1.535,8	1.685,6	2.614,2	435,7	1.530,3
2025	14.332,5	246,4	2.712,4	761,5	2.660,2	776,3	664,4	1.569,1	1.744,8	2.745,5	452,0	1.619,4
2025 2° trim.	3.569,4	62,2	676,9	190,2	663,7	192,3	163,8	391,1	433,5	682,8	112,9	401,1
3° trim.	3.592,8	62,6	672,7	191,7	667,7	195,1	167,4	393,4	439,5	689,0	113,7	409,2
4° trim.	3.633,3	60,8	682,8	194,0	673,2	198,3	169,4	397,5	443,3	699,8	114,3	409,2
2026 1° trim.	3.637,9	59,3	672,7	194,4	679,3	198,4	172,6	399,4	445,6	701,0	115,1	417,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2025	100,0	1,7	18,9	5,3	18,6	5,4	4,6	10,9	12,2	19,2	3,2	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2025 2° trim.	0,1	-0,5	0,2	0,1	0,4	0,4	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1
3° trim.	0,3	0,6	-0,1	0,2	0,3	1,3	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,1
4° trim.	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,8	0,7	0,3	0,0	0,2	0,0	0,5
2026 1° trim.	-0,3	0,0	-2,5	-0,5	0,3	0,4	-0,4	0,5	0,4	0,2	0,5	0,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2023	0,7	-2,9	-1,6	1,8	-0,2	7,1	-2,9	2,2	1,8	1,1	3,7	-1,7
2024	1,0	0,1	-0,2	-1,3	1,1	2,8	1,6	1,0	1,5	1,8	1,9	0,9
2025	1,4	2,1	2,3	0,6	1,5	3,3	0,1	0,9	0,8	1,1	0,3	1,5
2025 2° trim.	1,5	2,2	3,1	0,5	1,6	3,5	-0,5	1,0	0,4	1,1	0,7	2,6
3° trim.	1,5	2,6	2,4	1,3	1,6	3,3	0,2	1,0	0,8	1,1	-0,6	1,0
4° trim.	1,3	2,0	1,9	1,6	1,4	3,3	0,7	0,9	1,0	0,8	0,5	0,0
2026 1° trim.	0,3	0,2	-2,6	0,1	1,1	2,8	-0,2	1,1	1,1	0,8	0,7	0,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2025 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.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2026 1° trim.	-0,3	0,0	-0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	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	0,2	0,2	0,1	-
2024	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,4	0,0	0,4	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 2° trim.	1,5	0,0	0,6	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	-
3° trim.	1,5	0,0	0,5	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
4° trim.	1,3	0,0	0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2026 1° trim.	0,3	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 2 Attività economica

### 2.3 Occupazione <sup>1)</sup>

(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
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	85,9	14,1	3,0	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,9	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,5	2,0	3,8	0,8	1,9	1,8	1,3	1,8
2024	1,0	1,0	0,6	-1,6	0,3	1,1	1,0	2,2	1,5	-0,5	0,7	1,5	1,3
2025	0,8	0,7	0,8	-1,6	-0,5	1,2	0,7	-0,1	1,4	2,3	1,0	1,3	1,4
2025 2° trim.	0,8	0,7	1,0	-1,9	-0,5	1,1	1,0	0,2	1,3	3,0	0,9	1,3	1,1
3° trim.	0,7	0,7	0,9	-1,5	-0,4	1,4	0,6	-0,5	1,5	2,4	0,9	1,2	1,3
4° trim.	0,7	0,7	1,1	-0,8	-0,5	1,5	0,6	-1,1	1,4	0,8	1,4	1,2	1,4
2026 1° trim.	0,5	0,4	1,5	-1,0	-0,2	1,9	0,4	-1,8	1,1	0,9	0,9	1,0	0,7
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2023	100,0	81,9	18,1	3,9	14,7	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,1	21,9	5,9
2024	100,0	81,9	18,1	3,8	14,5	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
2025	100,0	82,0	18,0	3,7	14,4	7,3	25,0	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	6,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2023	1,7	2,0	0,4	-1,9	1,0	1,5	2,1	4,0	0,9	1,7	2,2	1,8	2,5
2024	1,1	1,2	0,6	-0,9	0,2	1,0	1,0	2,4	1,6	0,1	1,4	1,8	1,7
2025	0,4	0,5	0,0	-2,4	-0,8	1,0	0,1	-0,2	1,0	1,7	0,7	1,1	1,9
2025 2° trim.	0,3	0,4	0,0	-2,6	-1,1	1,3	0,2	-0,1	0,9	2,3	0,6	0,9	1,8
3° trim.	0,7	0,7	0,7	-2,3	-0,2	1,4	0,5	-0,6	1,2	3,4	1,0	1,3	2,0
4° trim.	0,7	0,8	0,4	-1,7	-0,2	1,5	0,2	-0,6	1,7	-0,9	1,4	1,5	2,0
2026 1° trim.	0,5	0,5	0,8	-1,3	0,1	1,1	0,3	-1,8	0,6	0,7	0,8	1,2	0,7
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2023	0,2	0,4	-0,6	-0,8	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,4	0,5	0,7
2024	0,2	0,2	0,0	0,7	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,6	0,6	0,3	0,4
2025	-0,4	-0,3	-0,8	-0,8	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-0,2	0,5
2025 2° trim.	-0,5	-0,3	-1,0	-0,7	-0,6	0,2	-0,8	-0,3	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4	0,7
3° trim.	0,0	0,0	-0,2	-0,8	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	1,0	0,2	0,1	0,7
4° trim.	0,0	0,1	-0,7	-0,9	0,3	0,0	-0,3	0,5	0,3	-1,6	0,0	0,3	0,6
2026 1° trim.	0,0	0,1	-0,7	-0,3	0,2	-0,8	0,0	0,0	-0,5	-0,3	-0,1	0,3	0,0

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 <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	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	2,3
2025 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	2,3
2026 1° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,2
2025 nov.	-	-	11,083	6,3	-	8,686	5,4	2,397	15,1	5,759	6,1	5,325	6,5	-
dic.	-	-	11,082	6,3	-	8,688	5,4	2,394	15,1	5,734	6,1	5,349	6,5	-
2026 gen.	-	-	11,055	6,3	-	8,666	5,4	2,388	15,1	5,704	6,1	5,350	6,5	-
feb.	-	-	11,221	6,4	-	8,818	5,5	2,403	15,1	5,764	6,2	5,457	6,6	-
mar.	-	-	11,159	6,3	-	8,772	5,5	2,387	15,1	5,711	6,1	5,448	6,6	-
apr.	-	-	11,075	6,3	-	8,738	5,4	2,338	14,7	5,669	6,0	5,407	6,5	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Non destagionalizzati.

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

### 2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi <sup>1)</sup>	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	1,4	3,2	2,3	2,1	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	2,2	-1,9
3° trim.	1,5	1,6	-0,6	1,1	5,0	0,5	2,5	2,0	0,9	2,9	1,5	2,5	6,4
4° trim.	2,0	2,1	0,6	3,0	2,5	1,3	2,4	2,3	1,3	3,1	1,8	1,0	3,9
2026 1° trim.	-1,2	-1,7	-1,4	2,2	-7,7	3,2	-2,5	1,9	1,2	2,7	0,7	1,2	3,5
2025 nov.	2,1	2,2	0,1	3,5	2,9	0,5	0,9	2,5	1,1	3,8	1,2	0,3	6,3
dic.	1,9	2,5	1,3	5,2	-0,1	-1,0	1,2	2,1	1,4	2,4	2,0	0,7	0,4
2026 gen.	-0,6	-1,6	-1,7	1,3	-5,5	6,4	-4,4	2,2	1,8	2,8	0,7	1,3	1,3
feb.	-0,8	-0,9	-1,5	2,3	-5,3	1,7	-3,0	1,3	1,0	1,7	0,4	1,4	2,1
mar.	-2,1	-2,4	-1,2	2,9	-11,7	1,2	-1,2	2,1	0,8	3,5	1,0	0,9	7,2
apr.	-	-	-	-	-	-	-	1,0	0,6	2,0	-3,5	-	4,5
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2025 nov.	0,2	0,6	0,0	2,6	-2,0	-2,5	-1,4	0,1	-0,4	0,4	-0,3	-0,6	3,8
dic.	-0,7	-0,8	-0,1	-1,0	0,6	-0,4	0,5	0,2	0,5	-0,1	0,5	0,3	-5,7
2026 gen.	-0,7	-1,5	-1,4	-1,5	-4,4	5,3	-1,1	0,0	0,5	-0,3	-1,1	0,9	-0,4
feb.	0,2	0,7	0,2	0,8	1,3	-2,1	-0,8	-0,5	-0,6	-0,3	0,3	-0,3	2,0
mar.	0,2	0,4	0,9	1,1	-3,9	-1,5	0,8	0,8	-0,2	1,7	0,9	0,2	2,3
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-0,4	0,9	-0,9	-2,7	-	-0,1

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

## 2 Attività economica

### 2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)							
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi	
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-2022	118,3	14,3	60,0	-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	3,9	89,9
4° trim.	97,1	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,5	4,9	89,9
2026 1° trim.	97,7	-7,1	78,0	-13,8	-1,9	-6,4	5,2	89,7
2° trim.	.	.	78,2	.	.	.	.	89,8
2025 dic.	96,8	-8,6	.	-13,3	-1,1	-7,0	5,1	.
2026 gen.	99,0	-6,9	78,0	-12,5	-1,3	-6,1	6,4	89,7
feb.	97,9	-7,3	.	-12,4	-2,2	-5,4	4,5	.
mar.	96,3	-7,1	.	-16,4	-2,2	-7,7	4,5	.
apr.	93,2	-7,7	78,2	-20,6	-2,8	-10,0	1,4	89,8
mag.	93,5	-8,0	.	-19,0	-3,6	-10,9	2,2	.

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

### 2.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie (prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	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 <sup>1)</sup>	
	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 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
2026 1° trim.	1.540,4	1.459,8	80,6	717,8	641,7	413,5	368,0	358,2	354,0	50,8	96,0	36,7	25,7
2025 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.	514,1	473,9	40,2	238,3	202,8	138,0	121,8	120,7	117,1	17,1	32,2	15,4	13,3
feb.	520,4	494,8	25,6	243,6	217,3	139,4	124,2	120,1	121,7	17,3	31,6	10,4	7,9
mar.	505,9	491,1	14,9	235,9	221,6	136,1	122,1	117,5	115,2	16,4	32,2	10,9	4,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2026 mar.	6.006,5	5.731,2	275,3	2.869,7	2.540,7	1.580,3	1.422,6	1.364,0	1.383,0	192,4	384,8	123,4	88,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2026 mar.	37,4	35,7	1,7	17,9	15,8	9,8	8,9	8,5	8,6	1,2	2,4	0,8	0,5

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 <sup>1)</sup>, in valore e in volume per categoria di prodotti <sup>2)</sup>

(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 2° trim.	-0,1	1,7	724,2	338,1	139,0	229,1	602,7	694,5	383,5	118,8	177,3	507,2	60,0
3° trim.	1,4	2,2	724,1	339,9	145,8	222,9	601,1	694,6	379,7	121,2	177,4	511,1	64,1
4° trim.	0,3	0,0	718,6	331,7	144,7	223,9	592,6	689,2	373,2	122,7	173,1	512,3	58,3
2026 1° trim.	-6,5	-1,5	721,3	.	.	.	584,4	700,3	.	.	.	509,0	.
2025 ott.	1,1	-3,2	237,4	109,7	48,3	74,0	195,6	225,1	121,6	40,4	55,7	167,6	19,0
nov.	-3,3	-0,4	239,5	111,1	47,4	75,0	197,5	232,1	126,4	40,8	58,6	171,3	19,5
dic.	3,3	4,2	241,7	110,9	49,1	74,8	199,5	232,0	125,2	41,5	58,8	173,4	19,8
2026 gen.	-7,2	-6,9	237,8	111,9	47,3	73,2	194,8	226,8	122,0	41,0	57,5	168,6	19,0
feb.	-6,9	-2,3	239,2	112,3	47,5	72,8	195,6	232,7	128,6	40,8	58,1	171,4	19,3
mar.	-5,5	4,4	244,3	.	.	.	194,0	240,8	.	.	.	169,0	.
<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	97,3	93,1	94,0	106,8	96,8	100,2	95,5	98,4	110,3	100,9	130,3
2° trim.	-2,9	1,1	93,5	86,9	89,7	108,6	94,1	100,7	95,3	101,7	110,9	101,1	135,5
3° trim.	0,1	3,2	94,4	87,8	94,9	105,7	94,4	101,8	96,5	104,2	111,0	102,5	139,5
4° trim.	-0,9	2,3	92,2	83,8	91,7	105,6	92,1	101,8	95,3	105,6	109,3	103,1	141,8
2025 set.	6,0	7,1	96,4	92,8	93,3	105,0	95,5	102,6	97,1	105,1	112,4	103,4	142,6
ott.	-0,2	-2,3	92,3	84,1	92,1	105,8	92,8	98,9	93,0	104,0	105,4	100,3	134,4
nov.	-4,7	1,9	93,7	85,3	92,0	106,7	92,5	104,0	97,1	107,5	112,3	104,4	144,8
dic.	2,6	8,3	90,7	82,1	91,1	104,2	90,9	102,4	95,8	105,2	110,2	104,7	146,2
2026 gen.	-7,0	-3,7	91,1	82,4	91,9	105,0	91,1	98,8	90,7	102,3	108,2	100,2	139,4
feb.	-5,3	0,5	92,6	85,1	92,7	104,4	91,2	101,4	95,4	104,0	109,1	102,5	144,5

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) <sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

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

	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 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.	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.	2,4	1,6	4,6	3,5	0,8	10,8	3,1	2,7	2,7	0,9	3,2	3,1
mag. <sup>3)</sup>	2,0	1,1	4,2	.	0,9	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)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	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	-1,0	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,1	2,2	-4,7
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	5,3	2,3
2025 2° trim.	123,5	0,6	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,3	2,1	1,4	-0,4	0,6	5,3	3,3
3° trim.	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,1	5,2	1,7
4° trim.	124,6	-1,2	0,6	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,8	-6,0	1,8	5,2	1,9
2026 1° trim.	126,5	-1,1	1,4	1,2	1,6	1,6	1,3	-0,2	1,7	-5,7	1,9	.	.
2025 nov.	125,1	-1,3	0,8	1,0	0,5	1,8	2,0	0,9	1,9	-6,0	-	-	-
dic.	124,7	-2,0	0,3	1,0	0,8	1,7	1,9	0,6	1,8	-8,4	-	-	-
2026 gen.	125,6	-2,1	0,2	1,2	1,5	1,6	1,4	0,1	1,6	-8,9	-	-	-
feb.	124,8	-3,0	0,3	1,1	1,3	1,6	1,2	-0,2	1,7	-11,7	-	-	-
mar.	129,0	2,0	3,7	1,4	2,0	1,7	1,1	-0,5	1,7	4,0	-	-	-
apr.	129,8	4,9	6,1	2,3	3,9	2,1	0,8	-0,8	1,9	12,3	-	-	-

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

Nota: i dati per l'area dell'euro nelle colonne dalla 1 alla 12 includono la Bulgaria.

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

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			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	-2,1	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	2,1	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.	119,9	2,4	2,3	1,9	3,1	2,1	0,3	-0,2	68,9	-6,1	-2,9	-8,7	-5,6	-2,8	-8,4
3° trim.	120,6	2,5	2,4	2,1	2,9	1,8	-0,1	-0,5	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
4° trim.	121,6	2,6	2,4	2,3	3,5	2,0	-0,3	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,6	-2,8
2026 1° trim.	122,2	2,3	1,8	2,2	2,3	2,2	0,6	-0,6	82,9	-6,7	-17,3	2,8	-8,0	-14,5	-0,9
2025 dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-6,5	-14,8	0,8	-9,3	-16,1	-1,9
2026 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,2	-18,6	8,8	-6,7	-16,9	4,5
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,4	-21,6	-4,1	-13,3	-18,4	-7,9
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	105,7	-3,2	-11,5	4,0	-3,6	-7,7	0,8
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,4	-8,4	15,9	3,9	-4,5	13,0
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,6	-6,9	18,6	5,9	-3,4	15,9

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

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

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

## 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	45,6	45,9	23,1	37,6	62,1
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.	7,3	15,6	13,4	3,2	49,2
3° trim.	7,7	16,6	13,3	2,9	48,0
4° trim.	10,1	17,7	13,5	7,9	48,4
2026 1° trim.	14,6	18,5	14,4	8,9	46,7
2025 dic.	11,6	18,3	14,6	8,9	49,1
2026 gen.	11,2	17,1	14,2	8,7	46,9
feb.	12,5	17,8	14,0	6,7	45,8
mar.	20,1	20,6	14,8	11,2	47,5
apr.	30,2	28,0	17,3	19,3	56,5
mag.	27,4	27,4	16,2	17,3	57,4

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

### 3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			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	110,8	4,8	4,6	5,2	5,1	4,1	4,3
2024	116,1	4,8	4,8	4,6	4,8	4,6	4,6
2025	120,2	3,6	3,5	3,9	3,8	3,1	2,8
2025 2° trim.	124,8	4,0	4,0	4,0	4,5	3,1	4,0
3° trim.	116,3	3,5	3,3	3,9	3,5	3,3	1,9
4° trim.	127,2	3,4	3,1	4,2	3,3	3,5	2,9
2026 1° trim.	116,5	3,4	3,6	3,0	3,2	3,7	2,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

<sup>1)</sup> 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](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
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2023	109,5	6,5	6,7	8,3	4,7	7,8	1,3	10,7	3,3	6,1	5,1	3,5
2024	114,4	4,5	3,4	4,8	6,7	4,1	3,4	4,1	2,0	4,0	4,5	4,4
2025	118,1	3,2	0,2	0,9	4,6	3,1	0,8	4,7	4,5	4,0	4,4	4,7
2025 2° trim.	117,4	3,1	0,0	0,2	5,4	3,0	0,8	5,8	4,8	5,0	4,3	4,7
3° trim.	118,4	3,2	-0,3	1,2	3,9	2,9	0,9	4,6	5,2	3,9	4,1	6,1
4° trim.	119,3	3,2	0,2	1,1	3,2	2,8	-0,4	4,2	4,1	3,1	4,9	4,0
2026 1° trim.	120,5	3,7	2,5	5,8	4,7	3,0	-0,5	5,3	3,8	3,3	3,5	4,0
<b>Redditi per occupato</b>												
2023	115,0	5,4	4,7	5,8	5,0	5,6	4,5	6,6	3,7	6,1	4,9	5,5
2024	120,2	4,5	5,2	4,4	4,2	4,3	3,9	4,2	3,5	4,8	4,8	5,0
2025	124,9	3,9	3,9	3,7	3,9	3,8	4,2	3,3	3,1	3,8	4,2	3,6
2025 2° trim.	124,4	4,0	4,2	3,9	4,8	3,6	4,1	3,9	2,7	4,4	4,1	4,2
3° trim.	125,5	4,0	3,9	4,1	3,9	3,9	4,7	3,2	3,8	3,9	4,0	4,1
4° trim.	126,5	3,7	3,0	3,5	3,3	3,7	4,0	3,6	4,2	2,8	4,5	3,1
2026 1° trim.	127,4	3,5	3,7	3,2	2,8	3,7	4,2	3,9	4,0	3,5	3,3	4,1
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2023	105,0	-1,0	-1,8	-2,3	0,2	-2,1	3,1	-3,7	0,3	0,0	-0,3	1,9
2024	105,1	0,0	1,7	-0,5	-2,4	0,1	0,5	0,0	1,5	0,7	0,3	0,6
2025	105,8	0,6	3,7	2,8	-0,6	0,7	3,3	-1,3	-1,3	-0,2	-0,2	-1,0
2025 2° trim.	105,9	0,8	4,2	3,7	-0,6	0,6	3,2	-1,8	-2,0	-0,5	-0,2	-0,5
3° trim.	106,0	0,7	4,2	2,8	0,0	1,0	3,8	-1,3	-1,3	0,0	-0,1	-1,9
4° trim.	106,0	0,5	2,8	2,4	0,1	0,9	4,4	-0,6	0,1	-0,4	-0,4	-0,9
2026 1° trim.	105,7	-0,2	1,1	-2,4	-1,8	0,7	4,7	-1,4	0,2	0,2	-0,1	0,0
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2023	108,7	4,9	4,4	5,5	4,6	5,2	4,3	6,4	3,7	5,5	4,3	4,6
2024	113,4	4,3	4,9	4,4	4,3	4,1	3,8	4,0	3,0	3,8	4,5	4,8
2025	118,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,4	3,8	4,5	4,1	4,4	3,0
2025 2° trim.	117,4	4,3	4,0	4,4	4,4	4,0	4,2	4,3	4,0	4,9	4,6	3,5
3° trim.	118,3	3,9	4,8	3,9	3,9	3,7	5,1	3,8	4,4	3,9	3,9	3,6
4° trim.	118,7	3,5	3,0	3,1	3,4	3,9	3,5	3,3	6,2	2,6	4,2	2,1
2026 1° trim.	119,9	3,4	4,1	3,0	3,7	3,7	4,4	4,3	4,4	3,3	3,0	3,9
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2023	99,1	-1,2	-1,0	-2,6	0,3	-2,2	2,9	-3,8	0,5	-0,4	-0,7	1,2
2024	98,9	-0,1	1,1	-0,4	-2,3	0,1	0,3	-0,1	0,9	0,1	0,0	0,2
2025	100,0	1,0	4,6	3,2	-0,4	1,4	3,5	-0,9	-0,8	0,1	0,0	-1,5
2025 2° trim.	99,9	1,3	4,9	4,3	-0,8	1,4	3,5	-1,5	-1,3	-0,2	0,2	-1,1
3° trim.	99,9	0,7	5,1	2,6	-0,1	1,1	3,9	-0,9	-2,3	-0,2	-0,2	-2,5
4° trim.	99,5	0,5	3,7	2,1	0,1	1,2	3,9	-0,9	1,8	-0,4	-0,7	-1,5
2026 1° trim.	99,5	-0,2	1,4	-2,7	-1,1	0,7	4,7	-0,9	0,5	0,3	-0,4	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					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 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
apr.	1,93	1,97	2,18	2,45	2,75	3,64	0,73
mag.	1,93	1,96	2,23	2,54	2,80	3,59	0,73

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 <sup>1),2)</sup>					Area dell'euro <sup>1),2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>			
	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 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
apr.	2,20	2,51	2,61	2,73	3,09	0,59	0,72	1,40	2,72	2,68	3,05	3,77
mag.	2,20	2,41	2,50	2,65	3,02	0,60	0,72	1,54	2,57	2,59	2,99	3,69

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 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
apr.	629,5	5.880,4	1.051,6	239,5	154,3	214,2	382,8	1.235,8	1.252,9	584,3	400,3	829,5	6.957,0	57.245,8
mag.	638,1	5.942,2	1.048,2	237,5	155,1	217,8	384,9	1.246,4	1.374,0	569,6	426,2	786,0	7.412,6	62.773,7

Fonte: LSEG.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

(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 <sup>3)</sup>		Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2025 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	6,75	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
ott.	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31
nov.	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,19	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
dic.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 gen.	0,25	1,23	1,79	2,30	7,27	16,49	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,37	3,51	3,23	3,65	3,35
feb.	0,25	1,17	1,80	2,24	7,26	16,42	6,83	7,59	8,27	4,20	3,48	3,37	3,55	3,26	3,66	3,37
mar.	0,26	1,17	1,84	2,27	7,30	16,47	7,02	7,50	8,16	4,12	3,50	3,35	3,52	3,24	3,64	3,35
apr.	0,26	1,17	1,88	2,41	7,23	16,44	7,09	7,65	8,32	4,30	3,56	3,43	3,61	3,31	3,72	3,44

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 (TAE<sup>3)</sup>).

### 4.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

(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 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	3,61
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	3,14	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	3,33	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	3,31	3,54	3,60	3,57
2026 gen.	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,58	3,40	3,71	3,30	3,45	3,57	3,57
feb.	0,52	1,90	2,36	3,66	3,66	4,14	4,80	3,55	3,42	3,70	3,19	3,16	3,62	3,51
mar.	0,54	1,95	2,52	3,67	3,64	4,30	4,83	3,55	3,52	3,71	3,29	3,61	3,59	3,59
apr.	0,53	1,99	2,71	3,71	3,70	4,33	4,84	3,60	3,59	3,81	3,31	3,50	3,68	3,62

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>2)</sup>						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF						Totale	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A breve termine</b>														
2023	1.579,6	628,5	164,1	104,6	85,2	701,8	659,1	537,2	242,2	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1.604,7	586,7	205,5	121,2	70,7	741,8	674,7	517,5	206,8	133,5	104,2	40,1	137,2	110,1
2025	1.616,9	580,1	213,8	132,6	77,2	745,8	662,7	555,8	227,6	151,6	123,4	42,0	134,6	107,8
2025 nov.	1.683,0	619,1	210,8	120,5	95,1	757,9	670,3	548,8	221,7	146,4	122,3	40,1	140,6	114,3
dic.	1.616,9	580,1	213,8	132,6	77,2	745,8	662,7	484,9	175,0	158,9	139,3	28,7	122,3	93,2
2026 gen.	1.681,7	614,6	203,9	113,7	88,6	774,6	672,7	628,5	256,7	159,1	123,3	45,3	167,4	138,7
feb.	1.683,2	630,7	207,1	114,1	92,1	753,2	659,4	556,9	231,5	151,9	123,3	41,4	132,1	99,8
mar.	1.653,4	590,0	198,8	107,7	90,9	773,7	682,6	618,6	237,1	163,9	133,7	48,5	169,1	144,3
apr.	1.663,1	592,7	193,1	99,3	97,5	779,8	697,3	619,7	224,5	167,4	131,5	59,4	168,4	142,2
<b>A lungo termine</b>														
2023	19.430,8	4.456,3	3.241,3	1.434,3	1.544,3	10.188,9	9.449,7	322,1	93,4	68,2	31,0	21,2	139,2	130,8
2024	20.535,5	4.774,9	3.509,0	1.528,6	1.644,3	10.607,2	9.835,4	351,1	89,3	86,1	35,2	27,0	148,7	138,1
2025	21.410,7	4.895,2	3.757,0	1.694,9	1.745,6	11.013,0	10.220,4	384,6	92,9	102,9	44,7	31,0	157,8	146,7
2025 nov.	21.578,0	4.927,6	3.768,1	1.687,8	1.755,0	11.127,3	10.325,3	385,0	83,6	130,9	55,7	43,6	127,0	117,8
dic.	21.410,7	4.895,2	3.757,0	1.694,9	1.745,6	11.013,0	10.220,4	265,1	75,1	111,8	57,4	16,9	61,4	54,7
2026 gen.	21.715,5	4.946,7	3.757,0	1.686,6	1.767,7	11.244,0	10.430,4	537,0	147,4	90,2	27,6	36,3	263,1	236,0
feb.	21.975,3	4.992,4	3.786,6	1.693,9	1.779,6	11.416,7	10.590,2	392,0	88,5	92,0	35,4	23,2	188,3	174,5
mar.	21.695,9	4.941,1	3.801,6	1.731,0	1.736,1	11.217,1	10.400,8	448,6	114,5	131,1	64,0	21,7	181,2	163,9
apr.	21.782,8	5.007,9	3.827,3	1.732,1	1.755,3	11.192,3	10.376,3	425,3	133,7	87,5	33,8	34,7	169,3	159,6

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 <sup>1)</sup>

(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	
<b>Consistenze</b>											
2023	21.010,4	5.084,9	3.405,4	1.538,9	1.629,5	10.890,6	10.108,8	9.667,1	625,3	1.415,4	7.625,8
2024	22.140,2	5.361,6	3.714,6	1.649,8	1.715,0	11.349,0	10.510,1	10.145,8	755,1	1.585,0	7.805,2
2025	23.027,6	5.475,3	3.970,7	1.827,6	1.822,7	11.758,8	10.883,1	11.697,4	1.315,7	1.850,0	8.531,3
2025 nov.	23.261,0	5.546,7	3.978,9	1.808,3	1.850,2	11.885,2	10.995,6	11.491,0	1.204,0	1.856,2	8.430,3
dic.	23.027,6	5.475,3	3.970,7	1.827,6	1.822,7	11.758,8	10.883,1	11.697,4	1.315,7	1.850,0	8.531,3
2026 gen.	23.397,2	5.561,4	3.961,0	1.800,4	1.856,3	12.018,6	11.103,1	11.946,9	1.363,8	1.829,2	8.753,4
feb.	23.658,5	5.623,2	3.993,7	1.808,0	1.871,7	12.169,9	11.249,5	12.302,3	1.320,4	1.878,7	9.102,8
mar.	23.349,3	5.531,1	4.000,4	1.838,7	1.827,0	11.990,7	11.083,4	11.333,5	1.177,3	1.774,1	8.381,6
apr.	23.445,8	5.600,6	4.020,3	1.831,3	1.852,9	11.972,0	11.073,6	11.932,3	1.269,2	1.856,2	8.806,4
<b>Tasso di crescita <sup>2)</sup></b>											
2025 set.	4,8	3,1	8,6	10,7	3,4	4,7	4,6	0,1	0,7	-0,8	0,1
ott.	4,9	3,3	9,3	10,4	3,2	4,6	4,6	0,0	0,6	-0,9	0,1
nov.	5,5	4,0	9,8	11,0	4,0	5,0	4,8	0,0	0,4	-0,9	0,0
dic.	5,3	3,3	10,3	12,1	4,0	4,9	4,8	0,0	2,9	-1,9	0,1
2026 gen.	5,5	3,4	9,7	10,3	4,7	5,3	5,0	0,1	2,6	-0,8	0,0
feb.	5,4	3,9	9,2	9,6	4,9	5,0	4,8	0,2	2,3	-0,7	0,1
mar.	5,5	3,1	9,7	10,2	4,4	5,5	5,5	0,3	2,3	-0,3	0,2
apr.	5,7	5,5	9,2	8,8	4,9	4,8	4,7	0,3	1,6	-0,2	0,3

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 <sup>1)</sup>

(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	98,3	89,5	64,8	88,1	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	100,4	91,9	62,8	90,3	128,3	96,1
2025 2° trim.	100,4	96,1	100,7	92,0	62,9	90,4	128,4	96,2
3° trim.	102,1	97,7	102,1	93,5	63,9	92,0	130,8	97,9
4° trim.	101,9	97,4	101,9	93,5	63,2	91,9	130,7	97,5
2026 1° trim.	101,4	97,2	101,8	-	-	-	130,3	97,2
2025 dic.	102,2	97,7	102,0	-	-	-	131,1	97,8
2026 gen.	101,8	97,5	101,9	-	-	-	130,7	97,4
feb.	101,8	97,4	101,7	-	-	-	130,7	97,3
mar.	100,8	96,9	101,8	-	-	-	129,6	96,8
apr.	101,3	97,5	102,3	-	-	-	130,2	97,3
mag.	100,8	97,3	101,9	-	-	-	129,7	97,0
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2026 mag.	-0,4	-0,3	-0,3	-	-	-	-0,4	-0,4
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2026 mag.	0,9	1,8	1,7	-	-	-	1,6	1,4

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 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
apr.	8,000	24,381	7,473	368,960	186,206	4,250	0,869	5,0991	10,835	0,921	1,171
mag.	7,935	24,313	7,473	358,231	184,710	4,241	0,866	5,2296	10,861	0,915	1,167
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2026 mag.	-0,8	-0,3	0,0	-2,9	-0,8	-0,2	-0,4	2,6	0,2	-0,7	-0,3
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>										
2026 mag.	-2,5	-2,4	0,2	-11,3	13,2	-0,3	2,6	3,1	-0,2	-2,2	3,5

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 <sup>1)</sup>			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.	235,7	224,6	11,0	80,2	61,4	96,9	112,8	0,0	47,4	50,5	11,1	106,6
<i>Transazioni</i>												
2025 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	-
2026 1° trim.	600,0	571,0	28,9	105,0	57,1	160,0	313,6	-10,7	339,9	200,2	5,7	-
2025 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.	385,2	380,4	4,9	25,3	16,4	129,6	138,9	-10,1	238,9	225,1	1,5	-
feb.	290,9	261,9	29,0	25,1	19,2	107,2	143,6	-0,4	157,5	99,1	1,6	-
mar.	-76,2	-71,3	-4,9	54,6	21,5	-76,8	31,1	-0,1	-56,4	-123,9	2,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2026 mar.	1.618,9	1.384,0	234,9	272,4	41,9	778,7	980,9	-56,6	595,5	361,1	28,9	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2026 mar.	10,1	8,6	1,5	1,7	0,3	4,8	6,1	-0,4	3,7	2,2	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 monetari<sup>1)</sup>

(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		
<b>Consistenze</b>													
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	258,4	855,7	11,9	1.126,0	17.203,3	
2025 2° trim.	1.563,9	9.242,9	10.806,8	2.401,6	2.514,5	4.916,2	15.723,0	257,5	918,6	28,1	1.204,2	16.927,2	
3° trim.	1.574,9	9.321,2	10.896,2	2.348,8	2.543,7	4.892,6	15.788,7	258,6	922,6	12,3	1.193,5	16.982,2	
4° trim.	1.587,5	9.505,0	11.092,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.077,2	258,4	855,7	11,9	1.126,0	17.203,3	
2026 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.602,1	9.683,8	11.285,9	2.422,6	2.574,0	4.996,5	16.282,4	223,3	900,9	40,9	1.165,0	17.447,4	
2025 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	258,4	855,7	11,9	1.126,0	17.203,3	
2026 gen.	1.597,0	9.625,9	11.222,9	2.411,0	2.569,2	4.980,2	16.203,1	231,7	858,8	38,3	1.128,8	17.331,9	
feb.	1.598,0	9.636,8	11.234,8	2.435,5	2.574,5	5.010,0	16.244,9	207,6	884,1	18,6	1.110,2	17.355,1	
mar.	1.602,1	9.683,8	11.285,9	2.422,6	2.574,0	4.996,5	16.282,4	223,3	900,9	40,9	1.165,0	17.447,4	
apr. <sup>(p)</sup>	1.602,9	9.662,2	11.265,1	2.445,3	2.579,4	5.024,8	16.289,9	200,8	900,0	43,2	1.144,1	17.433,9	
<b>Transazioni</b>													
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	476,6	9,2	-5,2	-13,2	-9,2	467,4	
2025 2° trim.	5,7	141,3	147,0	-75,8	26,1	-49,7	97,3	18,3	19,2	-13,1	24,5	121,8	
3° trim.	11,0	80,4	91,4	-52,6	29,2	-23,4	68,1	1,4	1,4	-13,3	-10,5	57,5	
4° trim.	12,6	149,3	161,9	56,6	21,1	77,7	239,6	-0,1	-34,2	2,3	-31,9	207,7	
2026 1° trim. <sup>(p)</sup>	7,0	95,5	102,5	-18,5	8,7	-9,8	92,7	-8,9	43,2	29,8	64,2	156,9	
2025 nov.	6,3	58,1	64,4	52,1	7,2	59,2	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	7,4	-11,8	-8,4	-12,8	49,1	
2026 gen.	2,0	47,2	49,1	-25,6	4,2	-21,4	27,7	0,4	2,3	25,4	28,2	55,9	
feb.	1,0	8,8	9,8	23,5	5,2	28,7	38,5	-24,5	24,8	-19,1	-18,8	19,7	
mar.	4,1	39,5	43,6	-16,4	-0,7	-17,1	26,5	15,1	16,1	23,5	54,7	81,2	
apr. <sup>(p)</sup>	0,8	-27,7	-26,9	24,9	5,5	30,4	3,5	-21,8	-1,7	3,1	-20,4	-16,9	
<b>Variazioni percentuali</b>													
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	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	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	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8	
2026 1° trim. <sup>(p)</sup>	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	3,9	3,5	28,8	4,2	3,2	
2025 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	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8	
2026 gen.	2,2	5,8	5,3	-5,1	4,0	-0,6	3,4	0,7	0,5	10,4	0,6	3,2	
feb.	2,0	5,3	4,8	-3,4	3,8	0,2	3,3	-10,4	0,5	-27,7	-2,4	2,9	
mar.	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	3,9	3,5	28,8	4,2	3,2	
apr. <sup>(p)</sup>	2,3	4,1	3,8	-1,7	3,3	0,8	2,9	-11,8	3,3	41,1	1,1	2,7	

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	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
<b>Consistenze</b>													
2023	3.318,2	2.403,6	772,2	130,9	11,6	8.406,2	5.105,6	1.014,1	2.285,3	1,3	1.268,0	226,7	542,4
2024	3.417,1	2.479,2	793,5	133,3	11,1	8.733,8	5.188,4	1.255,1	2.289,0	1,3	1.372,2	231,6	548,3
2025	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.474,9	224,2	553,2
2025 2° trim.	3.438,0	2.506,4	778,5	143,8	9,3	8.844,8	5.334,0	1.174,5	2.335,2	1,1	1.356,2	233,3	544,1
3° trim.	3.468,6	2.538,4	778,4	145,7	6,0	8.903,2	5.400,7	1.138,3	2.363,0	1,1	1.334,0	229,4	537,2
4° trim.	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.474,9	224,2	553,2
2026 1° trim. <sup>(p)</sup>	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.101,2	5.564,3	1.150,8	2.385,4	0,7	1.435,8	244,0	554,5
2025 nov.	3.492,9	2.565,1	773,4	148,8	5,7	8.963,9	5.452,1	1.136,0	2.375,0	0,9	1.442,1	221,8	570,1
dic.	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.474,9	224,2	553,2
2026 gen.	3.536,1	2.600,5	778,3	152,7	4,5	9.080,2	5.552,9	1.144,7	2.381,6	1,0	1.403,4	239,5	578,6
feb.	3.557,7	2.610,2	790,3	152,5	4,6	9.105,5	5.572,1	1.147,6	2.384,9	0,9	1.380,4	244,2	566,6
mar.	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.101,2	5.564,3	1.150,8	2.385,4	0,7	1.435,8	244,0	554,5
apr. <sup>(p)</sup>	3.572,7	2.612,4	801,4	153,6	5,3	9.136,4	5.585,3	1.159,4	2.390,8	0,8	1.386,8	236,8	555,0
<b>Transazioni</b>													
2023	-38,3	-313,8	271,4	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,7	-98,9	0,5	-47,9	-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	3,8	3,2
2025	115,8	111,9	-12,3	17,0	-0,8	262,4	295,0	-116,4	83,9	-0,1	75,9	-4,9	3,4
2025 2° trim.	33,3	34,4	-5,2	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,6	20,8	0,0	12,0	6,5	4,7
3° trim.	35,2	32,6	0,2	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,9	27,8	0,0	-24,8	-3,8	-7,2
4° trim.	39,6	38,7	-3,6	4,6	-0,2	86,4	71,6	-2,6	17,2	0,2	90,8	-5,0	15,1
2026 1° trim. <sup>(p)</sup>	34,7	26,5	9,0	2,0	-2,8	54,0	49,8	-0,2	5,0	-0,6	-23,6	12,7	-1,0
2025 nov.	16,4	8,9	7,1	0,9	-0,4	31,4	29,2	-2,7	5,0	-0,1	62,3	-2,1	24,1
dic.	15,9	12,2	1,9	1,6	0,2	26,3	20,7	0,0	5,3	0,4	39,3	2,7	-17,1
2026 gen.	9,3	5,5	2,7	2,4	-1,3	33,6	38,3	-5,6	1,1	-0,3	-48,6	8,8	23,2
feb.	20,5	9,0	11,6	-0,2	0,1	24,7	18,8	2,7	3,3	-0,1	-24,6	4,5	-12,0
mar.	5,0	12,0	-5,3	-0,1	-1,5	-4,3	-7,3	2,7	0,5	-0,2	49,7	-0,6	-12,1
apr. <sup>(p)</sup>	6,6	-12,4	15,6	1,2	2,2	26,0	11,4	9,0	5,4	0,2	-45,3	-6,9	0,5
<b>Variazioni percentuali</b>													
2023	-1,1	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,1	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,4	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-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	2,0
3° trim.	3,1	5,5	-5,6	15,4	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
4° trim.	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2026 1° trim. <sup>(p)</sup>	4,2	5,3	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	3,9	4,6	2,2
2025 nov.	3,5	5,4	-3,7	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	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-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	4,2	3,2	4,8
feb.	3,9	5,2	-1,1	11,9	-37,1	3,2	5,8	-8,0	3,3	-19,1	1,8	4,0	3,4
mar.	4,2	5,3	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	3,9	4,6	2,2
apr. <sup>(p)</sup>	3,8	4,4	1,3	9,4	-24,6	2,9	4,7	-5,1	3,0	-8,2	-0,2	-3,6	2,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.3 Crediti nei confronti di residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Crediti nei confronti delle amministrazioni pubbliche			Crediti nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>			A imprese di assicurazione e fondi pensione
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
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	6.251,1	986,9	5.238,3	15.788,1	13.258,0	13.502,0	5.189,5	6.678,6	1.250,9	139,0	1.578,8	951,2
2025	6.294,5	1.020,5	5.247,8	16.247,7	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,1	1.045,3
2025 2° trim.	6.274,4	1.007,9	5.240,6	15.955,8	13.410,2	13.679,7	5.214,8	6.767,1	1.283,8	144,5	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	16.247,7	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,1	1.045,3
2026 1° trim.	6.307,5	1.047,7	5.233,6	16.437,9	13.815,9	14.086,8	5.356,8	6.933,3	1.373,4	152,4	1.571,8	1.050,2
2025 nov.	6.310,4	1.026,4	5.257,9	16.209,2	13.578,5	13.847,1	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	16.247,7	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,1	1.045,3
2026 gen.	6.371,7	1.039,7	5.305,7	16.359,0	13.711,5	13.983,7	5.310,8	6.898,5	1.350,9	151,2	1.588,3	1.059,2
feb.	6.328,5	1.045,0	5.257,3	16.407,9	13.758,8	14.022,5	5.335,7	6.918,8	1.351,8	152,5	1.585,5	1.063,6
mar.	6.307,5	1.047,7	5.233,6	16.437,9	13.815,9	14.086,8	5.356,8	6.933,3	1.373,4	152,4	1.571,8	1.050,2
apr.	6.270,8	1.048,8	5.195,6	16.430,2	13.844,9	14.116,6	5.381,2	6.940,2	1.375,4	148,1	1.530,3	1.054,9
<b>Transazioni</b>												
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	274,3	76,6	45,2	106,2	0,9	10,9	47,1
2025	49,9	33,4	16,2	455,4	406,1	440,4	144,4	187,4	65,5	8,7	-4,7	54,0
2025 2° trim.	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,9	26,7	45,8	15,2	7,8	9,9	-0,4
3° trim.	19,1	8,3	10,7	65,5	45,2	47,5	32,3	44,7	-23,4	-8,4	-6,7	26,9
4° trim.	10,2	4,7	5,4	181,9	167,1	176,9	57,6	48,4	49,8	11,2	5,8	9,1
2026 1° trim.	14,4	24,8	-10,5	158,3	153,2	149,6	48,2	57,2	47,4	0,5	0,5	4,6
2025 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.	-3,5	-4,6	1,1	40,9	55,3	62,4	32,2	19,3	-6,2	10,0	-16,2	1,7
2026 gen.	49,4	17,3	32,0	75,1	49,6	47,6	-0,7	17,4	33,4	-0,6	15,2	10,3
feb.	-60,6	5,2	-65,8	39,9	47,3	37,7	29,4	20,7	-4,0	1,3	-5,2	-2,3
mar.	25,6	2,3	23,3	43,3	56,3	64,2	19,5	19,0	17,9	-0,2	-9,5	-3,4
apr.	-40,7	1,2	-41,9	2,2	45,6	43,4	26,7	19,5	3,5	-4,2	-41,9	-1,5
<b>Variazioni percentuali</b>												
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2025 2° trim.	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,4	2,1	7,5	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	5,6
2026 1° trim.	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,5	3,5	3,2	2,9	6,9	8,1	0,6	4,1
2025 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	5,6
2026 gen.	0,9	4,3	0,3	3,1	3,2	3,4	2,7	2,8	6,9	7,0	0,8	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	3,5	3,5	3,2	2,9	6,9	8,1	0,6	4,1
apr.	-0,4	4,8	-1,4	3,0	3,5	3,5	3,5	2,9	6,3	5,2	-2,2	5,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	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 <sup>4)</sup>				2	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2023	5.130,8	5.135,7	915,6	1.089,6	3.125,7	6.649,1	6.867,2	731,1	5.229,1	688,9
2024	5.189,5	5.200,3	930,7	1.097,9	3.160,9	6.678,6	6.929,4	744,8	5.255,6	678,2
2025	5.294,8	5.324,3	950,2	1.121,7	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2025 2° trim.	5.214,8	5.250,8	929,9	1.115,0	3.169,9	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	5.324,3	950,2	1.121,7	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2026 1° trim.	5.356,8	5.383,3	966,6	1.141,4	3.248,7	6.933,3	7.188,7	796,3	5.465,3	671,7
2025 nov.	5.266,9	5.300,8	938,5	1.123,4	3.204,9	6.836,2	7.093,4	775,3	5.386,8	674,1
dic.	5.294,8	5.324,3	950,2	1.121,7	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2026 gen.	5.310,8	5.341,2	953,7	1.122,6	3.234,4	6.898,5	7.156,3	789,3	5.436,1	673,1
feb.	5.335,7	5.356,7	953,3	1.129,5	3.253,0	6.918,8	7.175,0	791,5	5.453,9	673,4
mar.	5.356,8	5.383,3	966,6	1.141,4	3.248,7	6.933,3	7.188,7	796,3	5.465,3	671,7
apr.	5.381,2	5.409,7	969,7	1.148,2	3.263,2	6.940,2	7.193,5	798,3	5.480,8	661,0
<b>Transazioni</b>										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,6	88,0	21,8	14,7	40,1	45,2	77,6	26,6	28,3	-9,7
2025	144,4	156,7	31,9	35,2	77,4	187,4	205,0	38,8	148,3	0,3
2025 2° trim.	26,7	37,7	9,3	8,3	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,1
3° trim.	32,3	33,6	-1,5	11,6	22,2	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
4° trim.	57,6	49,4	26,4	-4,4	35,6	48,4	61,7	12,0	34,5	2,0
2026 1° trim.	48,2	45,3	10,7	20,3	17,2	57,2	53,2	9,3	45,8	2,1
2025 nov.	11,9	12,3	4,6	-2,0	9,3	19,2	20,8	5,0	13,1	1,1
dic.	32,2	28,3	13,6	-0,4	19,1	19,3	20,8	2,7	16,7	-0,1
2026 gen.	-0,7	-0,4	-6,0	0,4	4,9	17,4	16,5	1,2	16,0	0,2
feb.	29,4	19,0	3,7	7,7	18,0	20,7	18,9	2,6	17,8	0,3
mar.	19,5	26,7	13,0	12,1	-5,7	19,0	17,9	5,4	12,0	1,6
apr.	26,7	24,2	4,5	9,4	12,8	19,5	18,3	3,2	15,8	0,5
<b>Variazioni percentuali</b>										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,4	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,5	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	3,5	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 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	3,5	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
apr.	3,5	3,4	4,8	4,2	2,8	2,9	3,0	5,2	2,9	0,5

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 <sup>1)</sup>

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Passività nei confronti delle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
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	8.372,3	1.872,6	131,7	2.621,5	3.746,5	3.241,2	190,5	323,3	235,1
2025 2° trim.	410,9	7.908,1	1.833,7	129,6	2.562,0	3.382,8	2.829,8	186,1	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	8.372,3	1.872,6	131,7	2.621,5	3.746,5	3.241,2	190,5	323,3	235,1
2026 1° trim. <sup>(p)</sup>	427,7	8.547,3	1.890,9	133,2	2.650,3	3.873,0	3.532,7	144,3	396,2	257,3
2025 nov.	423,1	8.325,1	1.874,9	131,8	2.617,1	3.701,3	3.257,5	171,7	407,6	266,9
dic.	398,3	8.372,3	1.872,6	131,7	2.621,5	3.746,5	3.241,2	190,5	323,3	235,1
2026 gen.	481,5	8.590,0	1.883,6	131,5	2.613,7	3.961,2	3.530,0	142,7	400,5	250,3
feb.	426,4	8.697,7	1.885,0	132,1	2.626,2	4.054,4	3.615,7	127,0	404,5	250,2
mar.	427,7	8.547,3	1.890,9	133,2	2.650,3	3.873,0	3.532,7	144,3	396,2	257,3
apr. <sup>(p)</sup>	426,0	8.514,2	1.850,0	132,9	2.667,3	3.864,1	3.511,7	161,6	386,6	275,0
<b>Transazioni</b>										
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	192,9	33,2	16,3	104,8	38,5	298,0	-141,1	17,7	29,2
2025 2° trim.	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,6	-5,0	4,7
3° trim.	19,2	38,1	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-33,4	-9,6	2,3
4° trim.	-32,8	108,4	24,0	-0,8	32,8	52,4	84,0	7,2	-10,2	-3,0
2026 1° trim. <sup>(p)</sup>	19,0	43,7	14,3	1,3	20,0	8,2	139,2	-92,3	71,2	21,0
2025 nov.	-18,4	47,2	22,0	-0,6	-0,1	25,8	36,3	41,2	1,9	7,5
dic.	-24,8	40,7	-4,1	0,0	12,3	32,5	16,7	10,8	-84,3	-31,8
2026 gen.	73,5	-15,1	9,4	-0,3	3,0	-27,1	59,3	-69,4	76,0	13,5
feb.	-55,1	32,0	0,9	0,6	8,4	22,1	23,4	-6,1	4,0	0,4
mar.	0,6	26,8	4,0	1,0	8,5	13,2	56,5	-16,8	-8,8	7,0
apr. <sup>(p)</sup>	-1,7	-14,7	-39,2	-0,3	25,2	-0,4	-19,4	24,7	-9,6	17,7
<b>Variazioni percentuali</b>										
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	1,0	-	-	36,6	26,4
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	1,0	-	-	36,6	26,4
2026 1° trim. <sup>(p)</sup>	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	28,0	16,1
2025 nov.	0,1	2,7	2,1	15,2	3,8	1,8	-	-	36,8	19,0
dic.	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2026 gen.	15,1	2,2	2,5	11,8	4,1	0,3	-	-	45,1	24,1
feb.	0,2	2,5	2,4	11,3	4,2	1,0	-	-	22,0	14,0
mar.	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	28,0	16,1
apr. <sup>(p)</sup>	-3,7	2,8	0,7	7,7	5,7	1,5	-	-	17,3	15,4

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	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.

### 6.5 Titoli del debito pubblico <sup>1)</sup>

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

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Bulgaria	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Croazia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>											
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
<b>Debito pubblico</b>											
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
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>										
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
<b>Debito pubblico</b>										
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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 10 giugno 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-01-26-050-IT-N (online)