



BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 5 / 2026



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Sintesi	3
1 Contesto esterno	7
2 Attività economica	13
3 Prezzi e costi	22
4 Andamenti del mercato finanziario	29
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	33
Riquadri	42
1 Il divario dell'Europa nel settore dei capitali di rischio e il finanziamento delle imprese ad alto potenziale di crescita	42
2 Analisi degli effetti di propagazione della guerra in Medio Oriente sui consumi nell'area dell'euro	50
3 La percezione del caldo non è uguale per tutti: prezzi dell'energia e consumi delle famiglie	56
4 L'occupazione giovanile in un contesto di raffreddamento della domanda di lavoro	64
5 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	70
6 Valutazione del (dis)ancoraggio delle aspettative di inflazione e indicazioni desunte dalle misure basate sulle indagini	76
7 L'indice ECB-BIG: un indicatore delle condizioni del credito nell'area dell'euro	82
8 Il margine per misure di bilancio a contrasto del recente shock energetico: una valutazione	89
Articolo	96
1 Quanto costa l'ignoto: il peso dell'incertezza sull'economia dell'area dell'euro	96
Riquadro 1 Gli effetti dell'incertezza sugli investimenti delle imprese in beni materiali e immateriali sono differenti?	107
Riquadro 2 L'impatto dell'incertezza sulla spesa delle famiglie fa differenza tra beni e servizi?	109

Andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Nella riunione del 23 luglio 2026 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Le prospettive per i prezzi dell'energia, benché altamente variabili, si collocano al momento su livelli prossimi allo scenario di base delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2026 e ben al di sopra di quelli registrati prima del conflitto in Medio Oriente. L'incertezza resta elevata e l'impatto inflazionistico dello shock energetico deve ancora manifestarsi appieno. Il Consiglio direttivo segue pertanto con attenzione l'intensità e la durata dello shock, nonché i suoi effetti indiretti e di secondo impatto e 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.

Con la decisione del 23 luglio il Consiglio direttivo mantiene una posizione favorevole che consente di affrontare l'incertezza causata dal conflitto. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, il Consiglio seguirà un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione delle prospettive di inflazione e dei rischi a esse associati, considerati i nuovi dati economici e finanziari, nonché della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

Attività economica

Le informazioni recenti indicano un lieve miglioramento dell'attività economica nel secondo trimestre del 2026, nonostante il conflitto in Medio Oriente continui a rappresentare un fattore di freno. Le indagini suggeriscono che l'attività nel settore dei servizi si è in parte ripresa, dopo il marcato indebolimento registrato nel periodo immediatamente successivo allo shock energetico. Il settore dei servizi digitali ha mantenuto un andamento sostenuto, anche grazie al crescente contributo delle attività legate all'intelligenza artificiale. Il manifatturiero ha continuato a evidenziare una buona tenuta, sostenuto dall'accumulo di scorte da parte delle imprese per fronteggiare i rischi connessi alle catene di approvvigionamento, nonché dall'aumento della spesa per la difesa. La disoccupazione si è collocata al 6,2 per cento a maggio, in prossimità dei minimi storici. Al tempo stesso, le offerte di lavoro hanno continuato a diminuire e imprese e famiglie si attendono che il mercato del lavoro rimanga più debole rispetto al periodo precedente il conflitto.

Gli indicatori prospettici segnalano che la crescita economica rimarrà modesta a breve termine, frenata dallo shock energetico e dalle incertezze a esso associate.

Permangono tuttavia invariate le determinanti fondamentali della crescita nel medio periodo. I consumi privati, gli investimenti nelle nuove tecnologie digitali, la spesa pubblica per la difesa e le infrastrutture, nonché una certa ripresa delle esportazioni, dovrebbero contribuire alla dinamica complessiva della crescita.

Il Consiglio direttivo ha rinnovato l'appello a intervenire con urgenza per rafforzare l'economia dell'area dell'euro, preservando al tempo stesso la solidità delle finanze pubbliche. La semplificazione e l'armonizzazione delle regole nel mercato unico dell'UE, l'accelerazione della transizione energetica e il completamento dell'Unione dei risparmi e degli investimenti sono essenziali in tal senso. Le manovre di bilancio in risposta allo shock energetico dovrebbero essere temporanee, mirate e modulate. Il voto favorevole espresso dal Parlamento europeo a luglio 2026 ha segnato una tappa significativa del percorso verso l'introduzione dell'euro digitale. Il Consiglio direttivo guarda con favore all'obiettivo condiviso dal Parlamento europeo, dal Consiglio dell'UE e dalla Commissione europea di raggiungere entro la fine del 2026 un accordo in merito al pacchetto sulla moneta unica. L'euro digitale si affiancherà al contante fisico quale equivalente digitale, offrendo un mezzo di pagamento per le operazioni digitali in tutta l'area dell'euro.

Inflazione

A giugno 2026 l'inflazione è scesa al 2,8 per cento, dal 3,2 di maggio; la componente energetica è diminuita all'8,5 per cento, dal 10,8 di maggio, mentre quella dei beni alimentari è scesa dall'1,9 all'1,5 per cento. Al netto di queste due componenti, l'inflazione si è moderata, portandosi al 2,4 per cento, dal 2,6 di maggio; quella dei beni si è ridotta dallo 0,9 allo 0,7 per cento e quella dei servizi dal 3,5 al 3,2.

Lo shock energetico continua a tradursi in prezzi più elevati. Le imprese sostengono costi maggiori per l'approvvigionamento degli input e prevedono pertanto di incrementare i prezzi di vendita. Benché l'andamento dell'inflazione di fondo sia rimasto contenuto, gli effetti dello shock energetico devono ancora manifestarsi appieno. L'indice salariale della BCE e i risultati delle indagini sulle aspettative salariali continuano a segnalare una crescita moderata delle retribuzioni nei prossimi trimestri. L'aumento della produttività del lavoro ha inoltre contribuito a contenere la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Le aspettative di inflazione sugli orizzonti più brevi rimangono su livelli elevati. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano prevalentemente al 2 per cento circa, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo nel medio periodo.

Sebbene l'inflazione della componente energetica sia diminuita a giugno, il suo incremento dall'inizio del conflitto, con il relativo impatto sull'aumento dei prezzi degli alimentari, dei beni e dei servizi, manterrà probabilmente l'inflazione ben al di sopra dell'obiettivo fino alla prima metà del 2027. In seguito l'inflazione si ridurrebbe, poiché le quotazioni dell'energia dovrebbero scendere e gli altri prezzi decelerare secondo le attese. Tuttavia, il conflitto continua a rappresentare una delle principali fonti di incertezza. Il Consiglio direttivo segue pertanto con attenzione l'entità e la persistenza dei rincari dell'energia, nonché le modalità di trasmissione ai prezzi e ai salari, alle aspettative di inflazione e alla dinamica economica complessiva.

Valutazione dei rischi

Le prospettive di crescita sono soggette a rischi al ribasso. Nonostante il protocollo di intesa concordato lo scorso giugno fra gli Stati Uniti e l'Iran, primo tentativo di risoluzione del conflitto, nelle settimane precedenti la riunione del Consiglio direttivo del 23 luglio si sono registrate nuove battute d'arresto e la situazione geopolitica rimane fragile. Nuove interruzioni nelle forniture di beni energetici potrebbero determinare un ulteriore aumento delle quotazioni dell'energia per un periodo più lungo di quanto attualmente atteso. Ciò graverebbe sui redditi reali, sulla spesa e sugli investimenti. Un deterioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari mondiali o un irrigidimento dell'offerta di credito potrebbero frenare la domanda. Maggiori frizioni nel commercio internazionale potrebbero inoltre causare ulteriori 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 dal conflitto in Medio Oriente o se tale conflitto si resolvesse in modo duraturo. Inoltre, la spesa programmata per difesa e infrastrutture, le riforme volte a migliorare la produttività e a completare il mercato unico, nonché l'adozione di nuove tecnologie da parte delle imprese dell'area dell'euro potrebbero sospingere la crescita oltre le previsioni.

I rischi per le prospettive di inflazione sono orientati al rialzo. Lo shock energetico potrebbe intensificarsi ancora e gli effetti sugli altri prezzi e sui salari potrebbero risultare più pronunciati rispetto alle attese correnti. Il protrarsi di prezzi elevati dell'energia renderebbe più probabile un aumento generalizzato dell'inflazione attraverso effetti indiretti e di secondo impatto. Le attuali tensioni commerciali potrebbero determinare una maggiore frammentazione delle catene di approvvigionamento mondiali, ridurre l'offerta delle materie prime critiche e inasprire i vincoli di capacità produttiva nell'economia dell'area dell'euro. Eventi meteorologici estremi, come dimostrano le attuali ondate di calore, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica e ambientale, potrebbero determinare aumenti dei prezzi dei beni alimentari superiori alle attese. Per contro, l'inflazione potrebbe risultare inferiore se il conflitto in Medio Oriente si resolvesse in modo duraturo, oppure se gli effetti indiretti o di secondo impatto si dimostrassero meno pronunciati di quanto anticipato. Mercati finanziari più volatili e avversi al rischio potrebbero gravare sulla domanda e ridurre quindi anche l'inflazione.

Condizioni finanziarie e monetarie

Nel complesso le condizioni finanziarie si sono lievemente inasprite dalla riunione del Consiglio direttivo tenutasi l'11 giugno 2026, in linea con l'aumento dei tassi di interesse di riferimento della BCE. A maggio i tassi di interesse sui prestiti bancari alle imprese e il costo del debito emesso sul mercato sono rimasti invariati, rispettivamente al 3,6 e al 4,0 per cento. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è salito al 4,0 per cento dal 3,4 di aprile, ma questo

andamento è stato in parte compensato dalla minore crescita dell'emissione di obbligazioni societarie, che è scesa dal 4,5 al 3,4 per cento. Come rilevato nell'edizione di luglio 2026 dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, i criteri di concessione dei prestiti alle imprese hanno registrato un certo irrigidimento nel secondo trimestre. La domanda è aumentata lievemente, sulla scorta del maggiore fabbisogno di capitale circolante, ma anche dell'indebitamento delle grandi imprese per investimenti fissi.

I tassi sui mutui ipotecari sono aumentati al 3,5 per cento a maggio, dopo il 3,4 di aprile, mentre la crescita dei mutui ha registrato un lieve incremento al 3,1 per cento. Nel secondo trimestre i criteri di concessione dei mutui si sono inaspriti, a causa dei maggiori timori delle banche circa i rischi economici cui è esposta la clientela e della loro minore disponibilità ad assumere rischi. La domanda di mutui ha registrato una contrazione, a causa della minore fiducia dei consumatori e dei più elevati tassi di interesse.

Decisioni di politica monetaria

Nella riunione del 23 luglio 2026 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Pertanto, i tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale, sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale si confermano invariati, rispettivamente al 2,25, al 2,40 e al 2,65 per cento.

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

Conclusioni

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 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.

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

L'attività economica mondiale ha mostrato una buona capacità di tenuta nella prima metà del 2026, dato il sostegno fornito alla crescita dal boom in atto dell'intelligenza artificiale (IA) e della tecnologia, nonché dagli acquisti a fini precauzionali. La nuova escalation del conflitto in Medio Oriente, tuttavia, offusca le prospettive a breve termine. La vigorosa domanda di prodotti ad alta tecnologia continua a sostenere gli investimenti e l'interscambio, in particolare negli Stati Uniti, mentre l'anticipazione degli acquisti di prodotti e beni energetici potenzialmente interessati da carenze dal lato dell'offerta ha temporaneamente rafforzato l'attività. L'inflazione alla produzione nel settore manifatturiero ha subito una significativa accelerazione con il propagarsi nell'economia mondiale dello shock ai prezzi dell'energia; le maggiori pressioni inflazionistiche si sono registrate tra gli esportatori di hardware per l'IA.

L'attività economica mondiale è rimasta sostenuta nella prima metà del 2026 e gli indicatori qualitativi segnalano il protrarsi della sua tenuta nel breve periodo.

A giugno l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, si è mantenuto sostanzialmente stabile a 52,2, permanendo saldamente in territorio espansivo. Il vigore della produzione manifatturiera ha fornito un sostegno fondamentale all'attività, di riflesso alla vivace domanda di prodotti ad alta tecnologia e all'anticipazione degli acquisti di beni energetici e prodotti connessi con l'energia, volta ad attenuare l'impatto delle interruzioni provocate dal conflitto in Medio Oriente. Sebbene non ci si attenda che l'impulso fornito all'interscambio e all'attività da questi ultimi due fattori persista nel medio periodo, si prevede che l'impatto del boom tecnologico sia più duraturo, in virtù degli ingenti investimenti pianificati nelle infrastrutture di IA e nella sua adozione.

L'interscambio mondiale continua a essere sostenuto dall'elevata domanda di prodotti ad alta tecnologia, benché permangano pressioni dal lato dell'offerta.

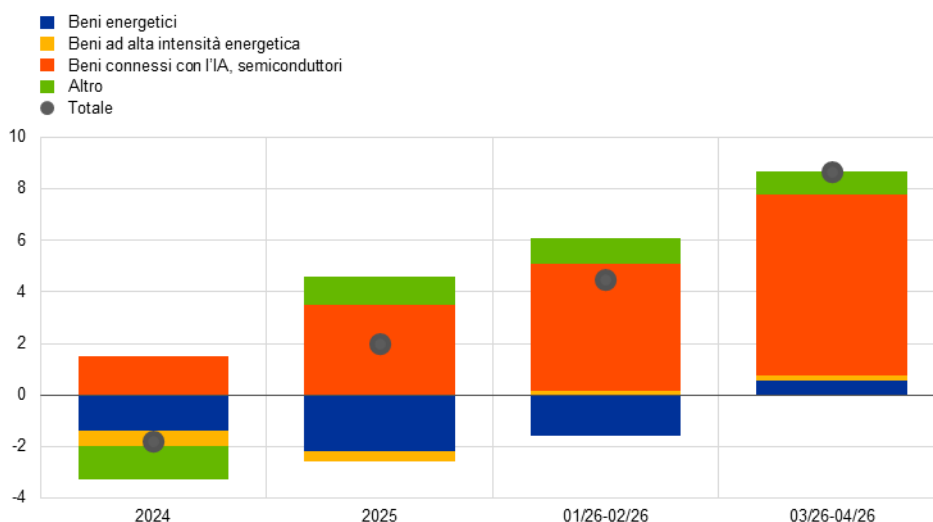
Nel primo trimestre del 2026 la crescita delle importazioni mondiali in termini reali, esclusa l'area dell'euro, si è collocata all'1,8 per cento sul periodo precedente, in aumento dall'1,1 del quarto trimestre del 2025. I dati sull'interscambio nominale (disponibili fino ad aprile) confermano che dall'inizio dell'anno le importazioni mondiali, esclusa l'area dell'euro, si sono rafforzate, forse anche per effetto degli aumenti dei prezzi. Le importazioni mondiali di beni legati all'IA e semiconduttori sono aumentate in misura significativa dall'inizio dell'anno e restano la principale determinante della robusta crescita del commercio osservata finora (cfr. il grafico 1). Il contributo delle importazioni di beni energetici è diventato positivo dall'inizio del conflitto in Medio Oriente, rispecchiando in larga misura il marcato aumento dei prezzi di tali beni. Anche il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi nel settore manifatturiero, esclusa l'area dell'euro, è rimasto in territorio espansivo a giugno, di riflesso alla vigorosa domanda di beni connessi con l'IA e all'anticipazione degli acquisti di beni di consumo che potrebbero essere soggetti a ulteriori dazi statunitensi, una volta scaduti, il 24 luglio, quelli temporanei introdotti a febbraio 2026. Dopo la riunione del Consiglio direttivo di giugno 2026 le pressioni lungo le catene di approvvigionamento si sono in qualche misura attenuate, ma restano al di sopra dei livelli normali e la recente nuova escalation del conflitto tra Stati Uniti e Iran potrebbe in parte invertire tale tendenza. Verso la fine di giugno il

traffico attraverso lo Stretto di Hormuz è migliorato, ma si è successivamente ridotto a causa del riaccutizzarsi del conflitto, che ha accresciuto l'incertezza circa le prospettive a breve termine per l'attività economica e il commercio a livello mondiale.

Grafico 1

Valore delle importazioni mondiali di beni (esclusa l'area dell'euro) per categoria

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, contributi in punti percentuali, dati depurati dalla media)



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

Note: dati sulle importazioni in valori nominali. Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente e i contributi per le categorie di beni riportate sono calcolati come deviazioni dalle rispettive medie del periodo 2019-2023. La voce "Beni connessi con l'IA, semiconduttori" comprende beni legati all'IA, semiconduttori (a valle e a monte) e altre sottocategorie di prodotti ad alta tecnologia. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026.

In seguito all'accordo sul protocollo di intesa tra Stati Uniti e Iran i prezzi del petrolio sono diminuiti, ma i nuovi attacchi rendono la situazione estremamente instabile.

Dopo la firma del protocollo di intesa tra Stati Uniti e Iran, in base al quale entrambe le parti si impegnavano a ripristinare il libero transito attraverso lo Stretto di Hormuz, il prezzo del greggio di qualità Brent ha inizialmente registrato un brusco calo. Più di recente, tuttavia, a seguito dei nuovi attacchi militari e dopo che il presidente Trump ha dichiarato la fine del cessate il fuoco, è tornato ad aumentare, collocandosi su un livello inferiore dell'1 per cento, nel complesso, rispetto a quello segnato l'11 giugno, inizio del periodo in esame. Anche i prezzi europei del gas sono diminuiti dopo la firma del protocollo di intesa, ma hanno più che riassorbito tale calo in seguito alla ripresa degli attacchi, raggiungendo un valore che supera del 24 per cento quello registrato all'inizio del periodo in esame. La divergenza tra i prezzi di petrolio e gas è riconducibile a due fattori principali. In primo luogo, in Europa i livelli di stoccaggio del gas rimangono storicamente contenuti per il periodo dell'anno, esercitando pressioni al rialzo sui suoi prezzi. In secondo luogo, sebbene la maggiore debolezza della domanda asiatica abbia in qualche misura allentato le pressioni, nel mercato del gas gli effetti sono stati meno pronunciati rispetto a quelli osservati sul mercato del petrolio. Di conseguenza, gli andamenti dei prezzi delle due materie prime differiscono notevolmente in termini relativi: se, rispetto al livello precedente il conflitto, i corsi petroliferi sono attualmente superiori del 30 per cento, quelli del gas sono più elevati del 97 per cento. Nel periodo in esame i prezzi delle materie prime alimentari sono aumentati del 19 per cento, trainati da un rialzo del 42 per cento dei prezzi del cacao, dato il timore

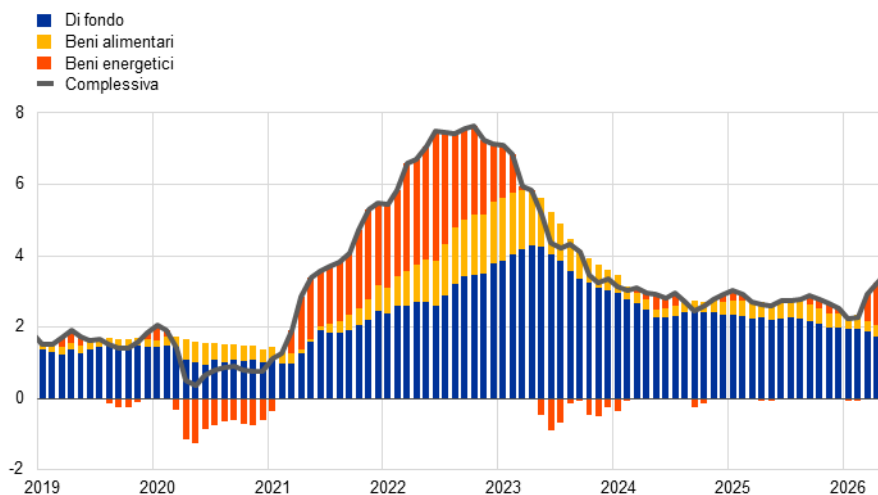
che le condizioni di El Niño emerse a giugno (e, secondo le previsioni, destinate a intensificarsi) provochino interruzioni dell'offerta nei prossimi mesi. Per contro, i rischi al rialzo derivanti dai prezzi dei fertilizzanti si sono attenuati: i prezzi sono tornati sui livelli precedenti il conflitto, in un contesto caratterizzato dal precedente calo dei costi di input del gas naturale. I prezzi dei metalli sono diminuiti del 3 per cento, in quanto le aspettative di normalizzazione delle forniture di alluminio dal Medio Oriente, dopo il riavvio di un impianto per la produzione di allumina ad Abu Dhabi danneggiato nelle fasi iniziali del conflitto, hanno ampiamente compensato le preoccupazioni riguardanti la recente ripresa degli attacchi.

Le pressioni inflazionistiche sono ulteriormente aumentate ma, finora, restano in larga misura limitate ai prezzi dei beni energetici. L'inflazione complessiva a livello mondiale nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), esclusa la Turchia, a maggio è salita al 3,5 per cento dal 3,3 del mese precedente (cfr. il grafico 2). Tale aumento è stato in prevalenza determinato dalla maggiore inflazione dei beni energetici. L'inflazione di fondo (al netto dei prezzi dei beni alimentari ed energetici), pur essendo a sua volta lievemente aumentata a maggio (di 0,1 punti percentuali), continua a mostrare una tendenza decrescente. Permangono, tuttavia, rischi al rialzo. L'inflazione alla produzione ha subito una significativa accelerazione, a seguito dello shock ai prezzi dei beni energetici: l'incremento maggiore si è osservato tra gli esportatori asiatici di hardware per l'IA, tra cui Corea del Sud, Malesia, Taiwan e Thailandia. In questi paesi la produzione è energivora e dipende dalle importazioni di beni energetici dalla regione del Golfo, mentre la forte domanda mondiale di prodotti connessi con l'IA sta facilitando la trasmissione dello shock sui prezzi dell'energia ai prezzi dell'hardware per l'IA. Ulteriori pressioni sui prezzi potrebbero altresì derivare dal brusco rialzo dei costi del trasporto marittimo a livello mondiale, in particolare per le rotte verso l'Asia, in un contesto caratterizzato da una maggiore domanda di navi da carico, che riflette la robusta dinamica degli scambi commerciali. Nel complesso, i rischi per l'inflazione mondiale nel breve periodo rimangono orientati verso l'alto.

Grafico 2

Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

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

Negli Stati Uniti l'attività economica ha continuato a mostrare una buona capacità di tenuta, mentre l'inflazione è rimasta elevata.

I dati macroeconomici statunitensi hanno di recente sorpreso al rialzo, sostenuti dal boom dell'IA e dalla maggiore capacità di tenuta agli shock dal lato dell'offerta di petrolio, dovuta all'aumento di quella interna di petrolio di scisto. I rincari dei beni energetici al dettaglio hanno ridotto quasi a zero la crescita annua del reddito disponibile reale, nonostante gli elevati rimborsi fiscali erogati nella prima parte dell'anno. L'espansione dei consumi si conferma robusta, ma è sempre più sostenuta da una riduzione del risparmio, il cui tasso è sceso fino al 3 per cento a maggio, e da un aumento del credito al consumo. La crescente dipendenza della spesa dal decumulo del risparmio e dall'indebitamento, unitamente alla bassa crescita del reddito reale, limita in prospettiva la possibilità di un'ulteriore robusta espansione dei consumi. La crescita degli investimenti continua a essere trainata dalla spesa connessa con l'IA, che rimane altamente concentrata tra poche grandi imprese, esponendo l'economia al rischio idiosincratICO in caso di inversione del ciclo degli investimenti. Il boom dell'IA, dato l'elevato contenuto di input importati che caratterizza tale tecnologia, continua a sostenere anche le importazioni statunitensi, che, nel secondo trimestre, potrebbero registrare un nuovo aumento superiore alle attese. A maggio l'inflazione ha sorpreso al rialzo, ma ha registrato un rallentamento a giugno. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 3,5 per cento a giugno, dal 4,2 di maggio, principalmente per effetto del calo dei prezzi dei beni energetici, mentre l'inflazione di fondo misurata sull'IPC è diminuita in misura più modesta, portandosi al 2,6 per cento. Tale decelerazione, tuttavia, potrebbe rivelarsi di breve durata, in quanto la nuova escalation del conflitto in Medio Oriente ha nuovamente spinto al rialzo i prezzi dell'energia. A giugno, nella sua prima riunione sotto la guida del nuovo Presidente Kevin Warsh, il Federal Open Market Committee ha mantenuto i tassi invariati, ma ne ha rivisto al rialzo la traiettoria della proiezione

mediana: attualmente nove dei 18 partecipanti si attendono un rialzo dei tassi nell'anno in corso, mentre non vi è stato rialzo per nessun partecipante a marzo.

In Cina l'attività economica si è notevolmente indebolita nel secondo trimestre del 2026, in un contesto in cui il rallentamento della domanda interna ha gravato sulla crescita complessiva. L'espansione del PIL in termini reali ha subito un brusco rallentamento, scendendo dal 5,0 al 4,3 per cento sul periodo corrispondente tra il primo e il secondo trimestre, dato inferiore alle aspettative di mercato. I dati mensili indicano un ulteriore deterioramento della domanda interna: la crescita delle vendite al dettaglio sul periodo corrispondente è scesa su valori prossimi allo zero nel secondo trimestre e gli investimenti hanno subito un'ulteriore contrazione, evidenziando una debolezza che, in Cina, non ha precedenti al di fuori del periodo pandemico. Il calo delle vendite al dettaglio è principalmente ascrivibile agli acquisti di beni, che hanno risentito del ridimensionamento dei programmi del Governo che sovvenzionano l'acquisto di beni di consumo, mentre la debolezza degli investimenti riflette in parte un nuovo deterioramento del settore immobiliare. Inoltre, nel secondo trimestre il governo ha intensificato la propria campagna "contro l'involuzione", per contrastare la sovracapacità produttiva e l'eccessiva concorrenza sui prezzi, fattori che probabilmente esercitano un ulteriore freno sugli investimenti. A giugno le esportazioni nominali di beni (in dollari statunitensi) sono aumentate del 27 per cento sul periodo corrispondente, trainate dalla domanda legata all'IA, mentre le importazioni sono aumentate in misura ancora maggiore, del 36 per cento, per effetto dei rincari dei beni energetici e della domanda connessa con l'IA. Allo stesso tempo, nel secondo trimestre i prezzi all'esportazione, trainati principalmente dai settori interessati dalla domanda di IA e dai prezzi dell'energia, sono usciti dal territorio negativo, in linea con i prezzi alla produzione, ponendo fine a un periodo pluriennale di deflazione all'esportazione.

Nel Regno Unito l'attività economica appare in rallentamento, dopo il parziale recupero registrato all'inizio dell'anno. Il PIL è diminuito dello 0,1 per cento su base mensile ad aprile e l'indice PMI composito è ulteriormente sceso al di sotto della soglia neutra, portandosi a 49,3 a giugno (dal 49,7 di maggio e dal 52,6 di aprile), in quanto la debolezza dell'attività nel settore dei servizi ha inciso più del rafforzamento della produzione manifatturiera. Nel secondo trimestre del 2026, pertanto, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe rallentare rispetto al primo. A maggio l'inflazione complessiva si è collocata al 2,8 per cento, invariata rispetto ad aprile, ma inferiore al 3,3 per cento registrato a marzo. L'inflazione complessiva continua a sorprendere al ribasso, rispecchiando soprattutto la decelerazione dell'inflazione dei prodotti alimentari e dei beni diversi da quelli alimentari ed energetici, mentre l'inflazione dei servizi è lievemente aumentata. L'inflazione dei beni energetici ha registrato un ulteriore incremento, sostenuta dal rincaro dei carburanti. Un più elevato massimale per i prezzi dell'energia annunciato per il periodo da luglio a settembre dovrebbe esercitare pressioni al rialzo aggiuntive nel corso dell'estate. In questa fase le evidenze di effetti indiretti e di secondo impatto derivanti dai rincari del petrolio restano limitate. Le misure delle aspettative di inflazione sono significativamente aumentate nel periodo appena successivo allo shock ai prezzi dell'energia, per poi ridursi in qualche misura. La crescita salariale nel settore privato ha continuato a segnare una moderazione, in presenza di segnali di un ulteriore allentamento delle tensioni sul mercato del lavoro, che dovrebbero

contribuire a contenere gli effetti di secondo impatto. Nella riunione di giugno del Monetary Policy Committee la Bank of England ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 3,75 per cento.

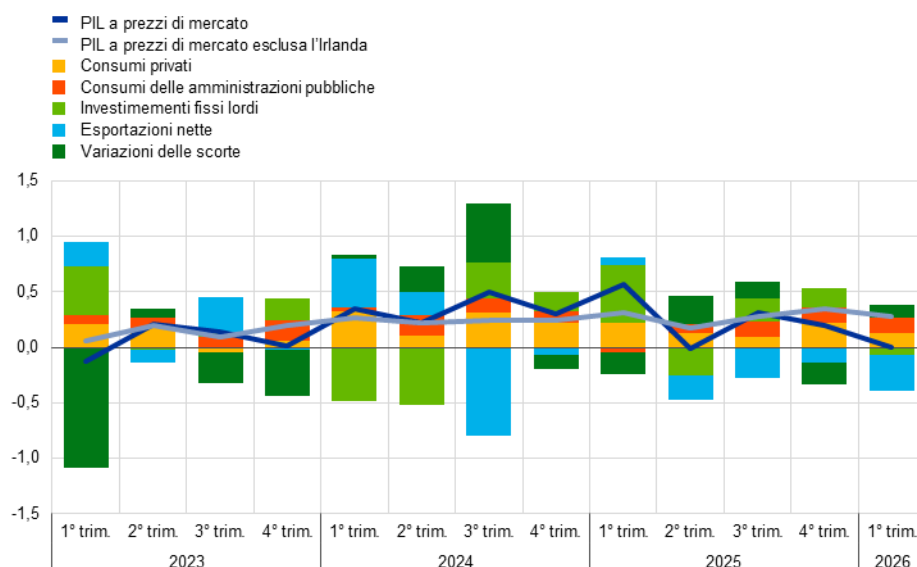
Nel primo trimestre del 2026 la crescita del PIL dell'area dell'euro è rimasta invariata ma, se si escludono i dati volatili relativi all'Irlanda, è stata dello 0,3 per cento sul trimestre precedente. La domanda interna si è indebolita nel primo trimestre, in presenza di un lieve rallentamento dei consumi privati e di una flessione degli investimenti, soprattutto quelli nelle costruzioni. I dati più recenti suggeriscono che nel secondo trimestre la guerra in Medio Oriente ha avuto effetti contenuti ma disomogenei sull'attività, con notevoli differenze tra settori. I servizi relativi ai consumatori sono stati i più colpiti, sebbene i risultati delle indagini indichino una parziale ripresa dopo lo shock iniziale. Per contro, il settore manifatturiero e quello dei servizi digitali hanno continuato a evidenziare una buona tenuta nonostante i rincari dell'energia e l'elevata incertezza. Tale tenuta riflette in parte un aumento degli investimenti connessi all'intelligenza artificiale (IA) e all'accumulo di scorte da parte delle imprese volti ad attenuare i rischi lungo le catene di approvvigionamento, nonché una maggiore spesa per la difesa. Il mercato del lavoro ha continuato a evidenziare nel complesso una buona tenuta, ma ha perso slancio: gli indicatori di breve periodo segnalano per il secondo trimestre del 2026 un indebolimento della dinamica dell'occupazione. Gli indicatori prospettici suggeriscono che nel breve periodo la crescita rimarrà probabilmente modesta. L'incertezza rimane elevata in un contesto di ritorno alle operazioni militari in Medio Oriente che fa seguito al temporaneo cessate il fuoco. Al tempo stesso, un contesto geopolitico mondiale estremamente instabile continua a contribuire alla volatilità dei corsi petroliferi e a gravare sulle prospettive. Nondimeno, nel medio periodo la domanda interna dovrebbe essere sostenuta da una ripresa dei redditi reali, in virtù della prevista normalizzazione dei prezzi dell'energia, della tenuta del mercato del lavoro e dell'aumento della spesa pubblica per infrastrutture e difesa. Tali fattori dovrebbero essere integrati da maggiori investimenti connessi all'IA e alla transizione energetica.

Nel primo trimestre del 2026 il PIL reale dell'area dell'euro è rimasto invariato, ma è cresciuto dello 0,3 per cento se si escludono i dati irlandesi, caratterizzati da volatilità, come risulta dalla terza edizione dei conti nazionali pubblicati dall'Eurostat dal 15 luglio. La scomposizione della domanda mostra che nel primo trimestre la crescita dei consumi privati si è lievemente indebolita e gli investimenti si sono contratti, mentre la variazione delle scorte ha fornito un contributo marginalmente positivo alla crescita del PIL (cfr. il grafico 3). Sebbene l'interscambio netto sia risultato negativo nei dati relativi al complesso dell'area, esso è diventato positivo se si escludono i flussi commerciali irlandesi, caratterizzati da forte volatilità. La scomposizione del valore aggiunto mostra che la crescita è stata sostenuta sia dai servizi sia dal settore manifatturiero, al netto dei dati volatili irlandesi. Per contro, il settore delle costruzioni ha frenato la crescita.

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.

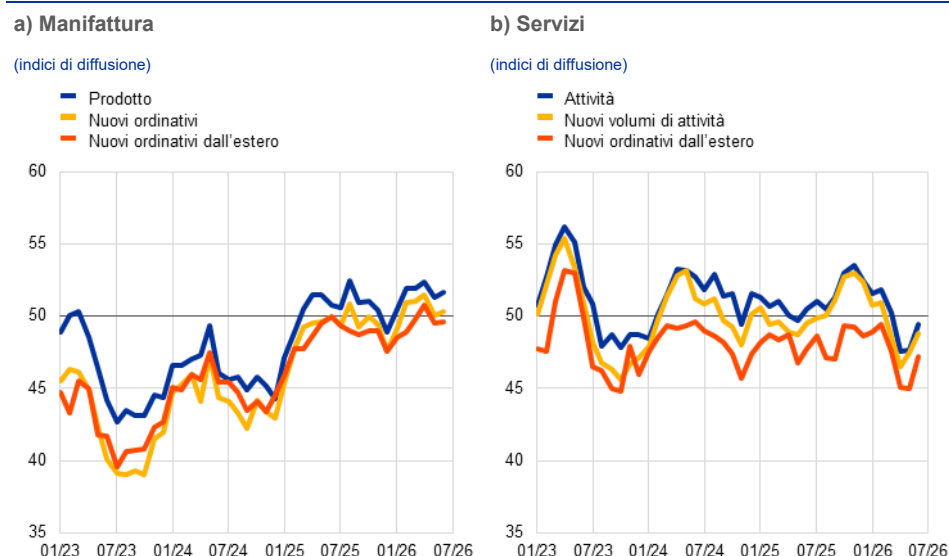
Gli indicatori disponibili segnalano una modesta espansione dell'attività economica nel secondo trimestre, con andamenti disomogenei tra i vari settori, nonostante l'impatto negativo derivante dal conflitto in Medio Oriente¹.

Ad aprile la produzione totale di mercato si è collocata su un livello superiore dello 0,3 per cento alla media del primo trimestre, riflettendo un'attività più intensa nella produzione di beni intermedi e di investimento, in particolare nei settori ad alta tecnologia e correlati alla difesa, nonché nel settore delle costruzioni e, in misura minore, nei servizi digitali. Tali incrementi sono stati in parte compensati dal calo della produzione di beni di consumo, che ha rispecchiato la perdurante debolezza del settore farmaceutico, e dalla minore attività in quello dei servizi al consumo, che ha risentito dei rincari dei beni energetici e dell'elevata incertezza connessa al conflitto in Medio Oriente. I dati sulla produzione industriale di maggio hanno sostanzialmente confermato questo quadro. Per quanto riguarda le indagini, nel secondo trimestre l'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo al prodotto è sceso lievemente in territorio di contrazione, principalmente a causa della debolezza nel settore dei servizi, mentre ha segnato un lieve recupero alla fine del trimestre (cfr. il grafico 4). Analogamente, a giugno, l'indice del clima economico della Commissione europea è aumentato ulteriormente, pur rimanendo ben al di sotto del livello precedente al conflitto, osservato a febbraio.

¹ In base alla stima rapida preliminare diffusa dall'Eurostat il 30 luglio, nel secondo trimestre dell'anno il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,4 per cento sul trimestre precedente e dello 0,3 per cento ove si escludano i dati irlandesi, caratterizzati da una forte volatilità. Tale stima non era disponibile al momento della riunione del Consiglio direttivo di luglio.

Grafico 4

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2026.

Gli indicatori prospettici segnalano il protrarsi di una crescita moderata nel breve periodo. Il PMI relativo alle aspettative di attività e l'indice delle aspettative delle imprese della Commissione europea, entrambi indicatori che avevano registrato un netto calo dopo l'inizio della guerra in Medio Oriente, hanno parzialmente recuperato alla fine del secondo trimestre. Ciò indica una certa capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro, sostenuta in parte da un'inversione di tendenza dei prezzi dell'energia e da ulteriori miglioramenti nei tempi di consegna dei fornitori. Al tempo stesso, tali aspettative restano al di sotto dei livelli precedenti il conflitto, di riflesso all'elevata incertezza. Le società interpellate nell'ambito dell'indagine telefonica presso le imprese condotta dalla BCE si attendono una crescita modesta anche nel terzo trimestre, con una dinamica ancora disomogenea tra i vari settori (cfr. il riquadro 5). Il settore manifatturiero dovrebbe beneficiare della sostenuta domanda nei settori ad alta tecnologia e in quelli connessi alla difesa, ma anche della ridotta concorrenza da parte asiatica (a cui hanno concorso i maggiori costi o le interruzioni temporanee dell'offerta), nonché degli acquisti precauzionali in vista degli aumenti dei prezzi attesi. Per contro, il settore dei servizi dovrebbe crescere a un ritmo più lento, frenato dalla debolezza dei servizi al consumo, in quanto l'attività legata ai viaggi continua a risentire dell'incertezza geopolitica.

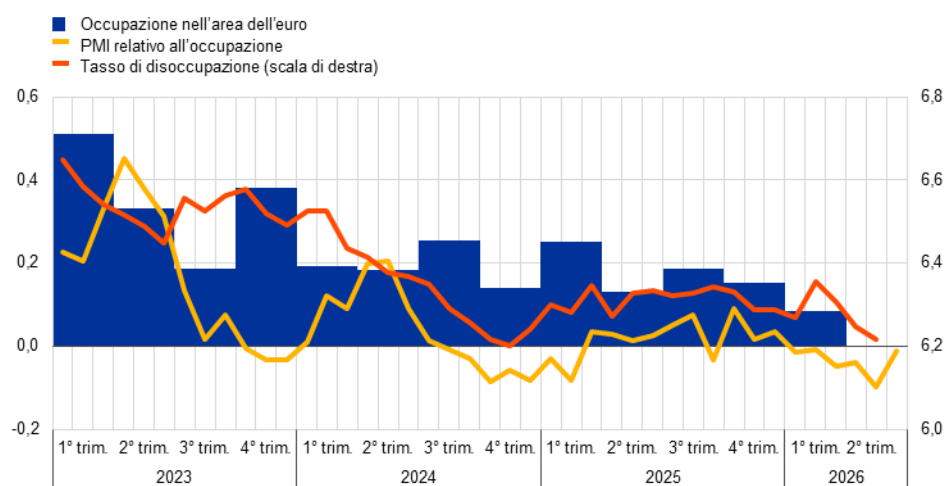
Il tasso di disoccupazione resta basso, ma la creazione di posti di lavoro è rallentata e la domanda di lavoro continua ad attenuarsi. A maggio il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,2 per cento, livello a cui si era sostanzialmente attestato dalla metà del 2024 (cfr. il grafico 5). Nel primo trimestre del 2026 l'occupazione ha continuato a crescere rispetto al periodo precedente, sostenuta dall'espansione della forza lavoro, mentre il totale delle ore lavorate è diminuito dello 0,2 per cento. Agli inizi del 2026 il ritmo di creazione di posti di lavoro è ulteriormente diminuito, portandosi allo 0,1 per cento sul trimestre precedente e allo 0,4 per cento

sui dodici mesi, dopo aumenti dello 0,8 per cento nel 2025, dell'1,0 nel 2024 e dell'1,5 nel 2023. Il graduale rallentamento della crescita dell'occupazione riflette in parte la protratta attenuazione della domanda di lavoro. Il tasso di posti vacanti ha proseguito una tendenza al ribasso in atto dalla seconda metà del 2022. Dopo essere lievemente salito al 2,3 per cento alla fine del 2025, sospinto dall'andamento nel settore delle costruzioni, è nuovamente sceso al 2,2 per cento nel primo trimestre del 2026. Nello scorso anno le tendenze settoriali sono state divergenti, con un aumento dei posti vacanti nel comparto delle costruzioni a fronte del proseguire di una diminuzione di quelli nei settori dei servizi di mercato e dell'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 giugno 2026 per il PMI relativo all'occupazione e a maggio 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. All'inizio dell'anno il PMI composito mensile relativo all'occupazione è sceso al di sotto della soglia neutra di 50. A giugno l'indice ha mostrato segnali di ripresa, salendo a 49,9 dal 49,0 di maggio, lasciando intendere che l'occupazione è rimasta sostanzialmente invariata nel secondo trimestre dell'anno. Il PMI relativo all'occupazione nel settore dei servizi è tornato in territorio di espansione a giugno 2026, portandosi a 50,4, mentre il PMI relativo all'occupazione nel settore manifatturiero, pari a 48,2, è rimasto saldamente in territorio di contrazione. Dopo un forte aumento a seguito dello scoppio della guerra in Medio Oriente, a giugno le aspettative di disoccupazione a un anno riportate dagli intervistati nell'indagine sulle aspettative dei consumatori e nelle indagini condotte dalla Commissione europea (DG ECFIN) sulle imprese e sui consumatori si sono mantenute stabilmente su livelli elevati.

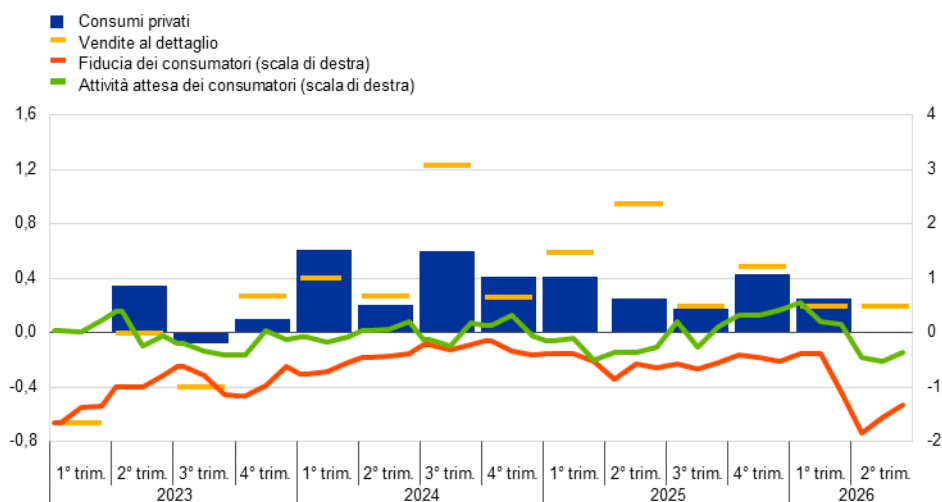
Nel secondo trimestre i consumi privati hanno verosimilmente subito un ulteriore rallentamento dopo la crescita dello 0,3 per cento in termini

congiunturali, registrata nei primi tre mesi dell'anno. I volumi del commercio al dettaglio sono aumentati dello 0,2 per cento rispetto al trimestre precedente (media del bimestre aprile-maggio), con un calo delle vendite di carburante sostanzialmente compensato dal miglioramento di altre componenti, in particolare dei beni alimentari (cfr. il grafico 6). Gli andamenti della produzione dei servizi al consumo sono stati contrastanti. Ad aprile il prodotto nel settore dei servizi di alloggio e ristorazione è diminuito rispetto al primo trimestre, mentre è aumentato il prodotto nel settore dei trasporti aerei e dei viaggi. Nel terzo trimestre gli indicatori ad alta frequenza segnalano una crescita contenuta dei consumi man mano che si dispiegano gli effetti economici della guerra in Medio Oriente. A giugno l'incertezza dei consumatori si è ulteriormente ridotta. Nello stesso mese l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea ha continuato a migliorare, pur rimanendo ben al di sotto del livello registrato a febbraio. Anche l'indicatore della Commissione europea relativo all'attività attesa ponderato per i consumi è migliorato a giugno, pur rimanendo al di sotto sia della sua media di lungo periodo sia del dato di febbraio. È probabile che gli elevati prezzi dell'energia e l'incertezza innescata dalla guerra in Medio Oriente continuino a gravare sui consumi privati nei prossimi trimestri. Mentre il protocollo di intesa stipulato tra Stati Uniti e Iran ha inizialmente corroborato le prospettive di un'inversione durevole dei corsi petroliferi, gli sviluppi successivi hanno reso tale scenario meno probabile, suggerendo che i prezzi dell'energia più elevati possano essere un fattore più persistente di freno al potere d'acquisto e alla spesa delle famiglie. L'impatto dovrebbe essere in parte attutito dalla robustezza dei bilanci delle famiglie. Restano, tuttavia, particolarmente esposte le famiglie a più basso reddito, che destinano alla spesa per l'energia una quota maggiore dei loro bilanci, e hanno altresì una capacità di distribuire i consumi nel tempo più ridotta (cfr. il riquadro 3). Inoltre, l'elevata incertezza sembra frenare i consumi in virtù dei suoi effetti sul clima di fiducia dei consumatori. Finora, il peggioramento del clima di fiducia ha indotto principalmente le famiglie a più alto reddito a ridurre la spesa discrezionale (cfr. il riquadro 2).

Grafico 6

Consumi privati e indicatori ad alta frequenza

(consumi privati e vendite al dettaglio: variazioni percentuali sul trimestre precedente; clima di fiducia dei consumatori e attività attesa: saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "attività attesa dei consumatori" si riferisce a una media ponderata delle aspettative delle imprese per i tre mesi successivi con riguardo alla produzione per il settore manifatturiero, all'occupazione nel settore delle costruzioni, all'attività commerciale e alla domanda di servizi desunte dall'indagine della Commissione europea presso le imprese, ponderata in base alle quote settoriali dei consumi privati dell'area dell'euro ricavate dalle tavole input-output di FIGARO per il 2023. Tutte le serie sono standardizzate per l'intero campione a partire da gennaio 1999. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2026 per i consumi privati, al secondo trimestre del 2026 (sulla base del bimestre aprile-maggio 2026) per le vendite al dettaglio e a giugno 2026 per tutte le altre voci.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero aver subito un rallentamento nel secondo trimestre del 2026, in un contesto caratterizzato dal rincaro dell'energia e dall'elevata incertezza.

Dopo un periodo di forte crescita nella seconda metà del 2025, gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (esclusa la componente volatile relativa ai prodotti di proprietà intellettuale irlandesi) sono aumentati dello 0,6 per cento sul periodo precedente, nel primo trimestre dell'anno, segnando una moderazione della dinamica degli investimenti (cfr. il pannello a) del grafico 7). Le informazioni più recenti per il secondo trimestre presentano un quadro contrastante. Da un lato, ad aprile e maggio, la produzione industriale di beni di investimento è aumentata dell'1,1 per cento sul periodo corrispondente, riflettendo probabilmente un'anticipazione della spesa per investimenti, come suggerito anche dagli intervistati nell'edizione di luglio dell'indagine telefonica condotta presso le imprese. Dall'altro, a giugno gli indicatori PMI relativi al prodotto dei beni di investimento e alle nuove attività sono rimasti al di sotto della soglia di espansione (a 49,8 per il prodotto e a 49,7 per le nuove attività), suggerendo una perdurante debolezza degli investimenti in beni materiali, quali macchinari e attrezzature. In prospettiva, nei prossimi trimestri è altresì probabile che l'aumento dei costi di finanziamento e la perdurante incertezza geopolitica gravino sugli investimenti in capitale fisico. Per contro, le evidenze disponibili suggeriscono che gli investimenti in attività immateriali potrebbero mantenere una maggiore capacità di tenuta. I risultati dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento ([Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE](#)) mostrano che, finora, il conflitto in Medio Oriente ha avuto un impatto limitato sulle aspettative delle imprese circa gli investimenti nei prossimi dodici mesi. Inoltre, i partecipanti all'indagine telefonica presso le imprese hanno identificato le tecnologie legate all'IA come una determinante fondamentale

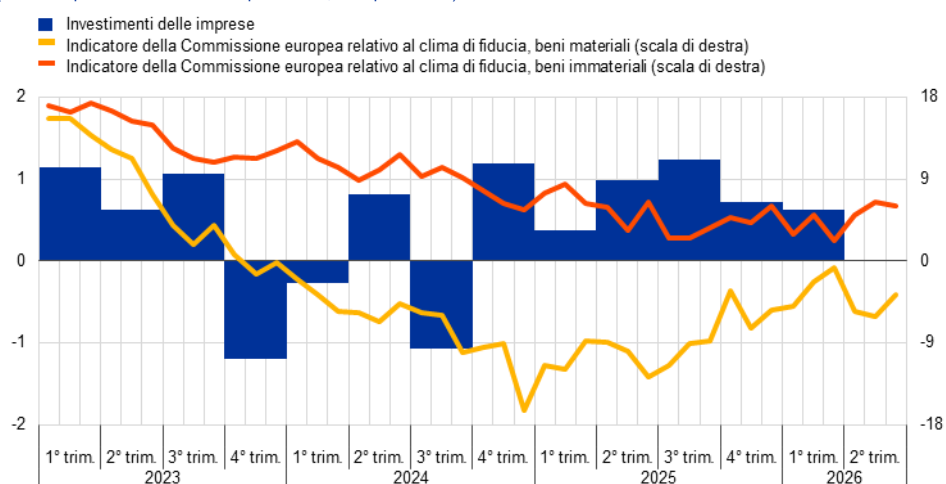
degli investimenti attuali e programmati, pur segnalando un rinnovato interesse per gli investimenti nelle energie rinnovabili e nell'elettrificazione, innescati dalla guerra. Coerentemente con l'evidenza secondo cui l'incertezza tende a gravare maggiormente sugli investimenti in capitale fisico rispetto alle attività immateriali, a causa delle loro diverse strutture di finanziamento e dei costi di adeguamento, gli investimenti immateriali appaiono meno vulnerabili all'attuale contesto di accresciuta incertezza².

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini

a) Investimenti delle imprese

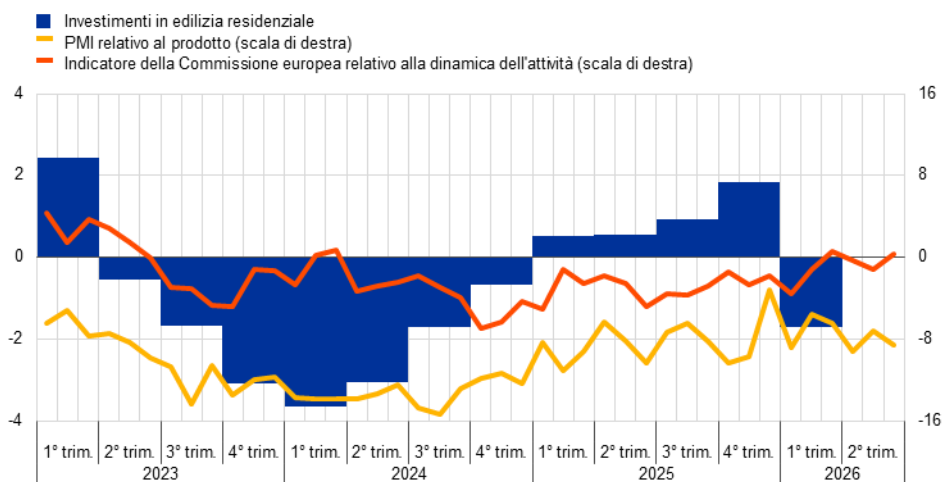
(variazioni percentuali sul trimestre precedente; saldi percentuali)



² Cfr. l'articolo 1 *Quanto costa l'ignoto: il peso dell'incertezza sull'economia dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

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 "beni immateriali" si riferisce a una media ponderata dei sottosettori che forniscono investimenti legati a prodotti di proprietà intellettuale, ovvero attività editoriali (NACE J58); programmazione e consulenza informatica (NACE J62); 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 per ottenere la medesima deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2026 per gli investimenti e a giugno 2026 per il PMI relativo al prodotto e per gli indicatori della Commissione europea.

Gli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbero aver nuovamente intrapreso un percorso di ripresa nel secondo trimestre del 2026, dopo il netto calo del primo.

Nel primo trimestre gli investimenti nell'edilizia residenziale sono diminuiti dell'1,7 per cento sul periodo precedente (cfr. il pannello b) del grafico 7), in parte a causa delle avverse condizioni meteorologiche. Allo stesso tempo, i costi di costruzione persistentemente elevati hanno continuato a gravare sull'attività del settore dell'edilizia residenziale. A seguito dello scoppio del conflitto in Medio Oriente, i prezzi degli input e le aspettative sui prezzi di vendita di input ad alta intensità energetica per le costruzioni, come cemento e calcestruzzo, sono ulteriormente aumentati rispetto a livelli già elevati. Dopo la firma del protocollo di intesa tra Stati Uniti e Iran, a giugno, il clima di fiducia ha iniziato a normalizzarsi. Coerentemente, l'indicatore della Commissione europea relativo alle tendenze recenti delle attività nei settori delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione è tornato su livelli positivi. Inoltre, i livelli degli ordinativi delle imprese di costruzione sono migliorati, in linea con il numero crescente di permessi di costruire nel primo trimestre del 2026, che hanno segnalato una robusta domanda sottostante. Nel complesso, tali condizioni favorevoli della domanda suggeriscono che gli investimenti nell'edilizia residenziale stiano continuando la loro graduale ripresa dopo il calo del primo trimestre, nonostante le persistenti pressioni dal lato dei costi e gli indicatori dell'attività ancora modesti.

Il recente miglioramento delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro appare fragile, con indicatori anticipatori che segnalano una rinnovata debolezza e, in prospettiva, crescenti pressioni sui prezzi all'importazione.

Il volume delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area è aumentato dell'1,8 per cento nei tre mesi fino ad aprile rispetto al precedente trimestre, mentre

i volumi delle importazioni sono aumentati dello 0,3 per cento. Tuttavia, l'aumento delle esportazioni riflette in larga misura un effetto base a seguito di esportazioni particolarmente deboli alla fine del 2025 e non indica ancora un rafforzamento generalizzato della dinamica delle stesse. In prospettiva, gli indicatori di breve periodo segnalano una rinnovata debolezza. A maggio e giugno gli indicatori PMI sono rimasti in territorio di contrazione, con un indebolimento più pronunciato nei servizi rispetto al settore manifatturiero. Le esportazioni continuano a essere sostenute dalla costituzione di scorte a fini precauzionali, in un contesto caratterizzato dai timori riguardo alla disponibilità dell'offerta e alle pressioni sui prezzi. Il calo dei prezzi all'importazione nell'area dell'euro, che è iniziato ad aprile 2025 e ha interessato tutti i partner commerciali, sembra essersi arrestato, soprattutto a causa dei rincari dei beni energetici. Le pressioni sui prezzi all'importazione dovrebbero ampliarsi nel prossimo futuro, determinate in parte dall'aumento dei prezzi delle importazioni cinesi, sebbene questi ultimi rimangano ancora al di sotto dei livelli registrati alla fine del 2024.

Le prospettive per l'area dell'euro restano fortemente incerte a causa delle tensioni geopolitiche in atto e dell'accresciuta volatilità dei corsi petroliferi.

Una prolungata interruzione delle forniture energetiche potrebbe mantenere più elevati i corsi petroliferi più a lungo, erodendo ulteriormente i redditi reali e aumentando i costi di produzione, gravando sui consumi e sugli investimenti. L'intensificarsi delle interruzioni commerciali potrebbe ulteriormente indebolire la crescita. La guerra della Russia contro l'Ucraina resta un'altra importante fonte di incertezza. Per contro, la crescita potrebbe rivelarsi superiore rispetto alle attese se i mercati dell'energia si adeguassero più rapidamente di quanto attualmente atteso. Gli aumenti pianificati della spesa per difesa e infrastrutture, le riforme volte a migliorare la produttività e a completare il mercato unico, nonché l'adozione da parte delle imprese dell'area dell'euro di nuove tecnologie, potrebbero altresì fornire un ulteriore sostegno all'attività economica.

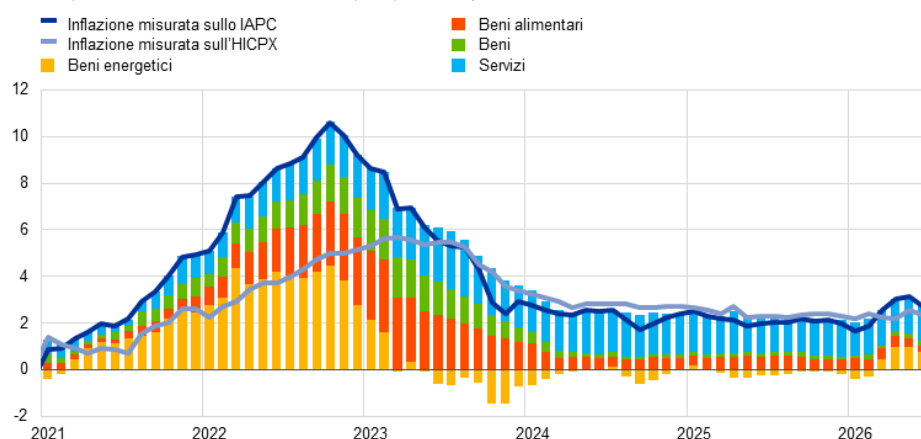
A giugno 2026 l'inflazione complessiva sui dodici mesi nell'area dell'euro è scesa al 2,8 per cento, dal 3,2 di maggio, a causa di decrementi in tutte le sue componenti. Sebbene l'andamento dell'inflazione di fondo sia rimasto contenuto, gli effetti dello shock energetico devono ancora manifestarsi appieno. Nel primo trimestre del 2026 il tasso di incremento su base annua del costo del lavoro per dipendente è sceso al 3,5 per cento, dal 3,8 del trimestre precedente. Gli indicatori della crescita delle retribuzioni contrattuali e quelli prospettici, come l'indice salariale della BCE e le indagini sulle aspettative relative ai salari, continuano a segnalare una crescita moderata delle retribuzioni nei prossimi trimestri. Le aspettative di inflazione sugli orizzonti più brevi rimangono su livelli elevati. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano prevalentemente intorno al 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo nel medio periodo.

A giugno 2026, nell'area dell'euro, l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa al 2,8 per cento, dal 3,2 di maggio (cfr. il grafico 8). Tale flessione riflette il brusco calo dell'inflazione dei beni energetici, nonché i decrementi osservati per la componente dei beni alimentari e per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX). Nel secondo trimestre del 2026 l'inflazione complessiva dell'area si è collocata al 3,0 per cento, 0,2 punti percentuali al di sotto di quanto indicato nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema lo scorso giugno.

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 giugno 2026.

L'inflazione dei beni energetici è diminuita sensibilmente a giugno, scendendo all'8,5 per cento dal 10,8 di maggio. Il calo riflette principalmente una riduzione dei prezzi dei beni energetici rispetto al mese precedente (dell'1,8 per cento).

Tale andamento è riconducibile a una diminuzione dei prezzi dei carburanti per il trasporto, in un contesto di più bassi prezzi del petrolio dovuti alle migliori prospettive

di risoluzione della guerra in Medio Oriente rilevate a giugno. La flessione del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei carburanti per il trasporto è stata solo parzialmente compensata da un aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi di gas ed elettricità. È diminuita anche l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici, collocandosi a giugno al 2,2 per cento, dopo il 2,4 di maggio.

L'inflazione dei beni alimentari è scesa all'1,5 per cento a giugno, dall'1,9 di maggio.

Tale flessione incorpora un calo dell'inflazione sia dei beni alimentari trasformati sia di quelli non trasformati: a giugno, l'inflazione relativa a questi ultimi è scesa al 3,1 per cento, dal 4,0 di maggio, mentre per la componente dei prodotti alimentari trasformati nello stesso periodo si è osservata una diminuzione dall'1,1 allo 0,9 per cento. Nel complesso, gli effetti indiretti del recente shock ai prezzi dei beni energetici sull'inflazione dei beni alimentari appaiono finora contenuti, mentre le attuali condizioni meteorologiche avverse caratterizzate da forti ondate di calore estive e dalla presenza di El Niño (fenomeno climatico ricorrente che altera le condizioni meteorologiche in tutto il pianeta, accrescendo le probabilità di alluvioni, siccità e ondate di calore) potrebbero comportare rischi al rialzo per le prospettive di inflazione.

A giugno l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è scesa al 2,4 per cento, dal 2,6 di maggio.

Tale dinamica riflette i minori tassi di inflazione per i servizi (scesi al 3,2 per cento a giugno, dal 3,5 di maggio) e per i beni industriali non energetici (0,7 per cento a giugno, dallo 0,9 di maggio). Il calo dell'inflazione relativa ai servizi è stato determinato principalmente da una flessione nella componente dei servizi di trasporto e ricreativi dovuta all'attenuazione della dinamica dei prezzi a giugno, dopo l'impennata del costo del carburante per aviogetti e lo slancio nel settore turistico osservati a maggio grazie al maggior numero di festività nazionali. Il modesto tasso di inflazione dei beni industriali non energetici registrato a giugno rispecchia per lo più un forte calo dell'inflazione dei beni semidurevoli e, in misura minore, di quella dei beni durevoli.

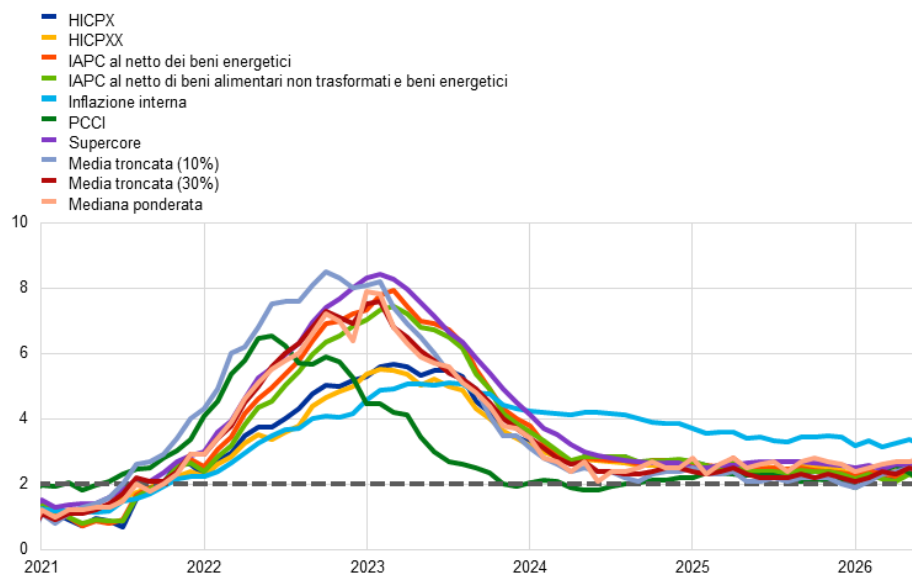
Rispetto al mese precedente, a giugno sono diminuite quasi tutte le misure dell'inflazione di fondo (cfr. il grafico 9).

A giugno queste misure hanno oscillato in un intervallo compreso tra il 2,1 e il 2,5 per cento. La maggior parte delle misure basate sull'esclusione di alcune componenti ha subito cali compresi tra 0,1 e 0,2 punti percentuali, ad eccezione dello IAPC al netto di energia e alimentari, voci legate ai viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX), che è rimasto invariato al 2,4 per cento, e della mediana ponderata, che ha registrato un lieve incremento. In merito alle misure basate sui modelli, la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) è scesa al 2,1 per cento a giugno, dal 2,3 di maggio, mentre l'indicatore Supercore, che comprende voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è sceso al 2,5 per cento, dal 2,6. Anche l'inflazione interna, che include voci a basso contenuto di importazioni, si è attenuata a giugno, portandosi al 3,2 per cento, dal 3,4 di maggio. Nel complesso, i dati recenti sulle misure dell'inflazione di fondo indicano una sostanziale stabilizzazione delle pressioni di fondo sui prezzi.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Le pressioni inflazionistiche negli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi sono aumentate ulteriormente, mentre rimangono contenute negli stadi successivi (cfr. il grafico 10). Agli stadi iniziali della catena di formazione dei

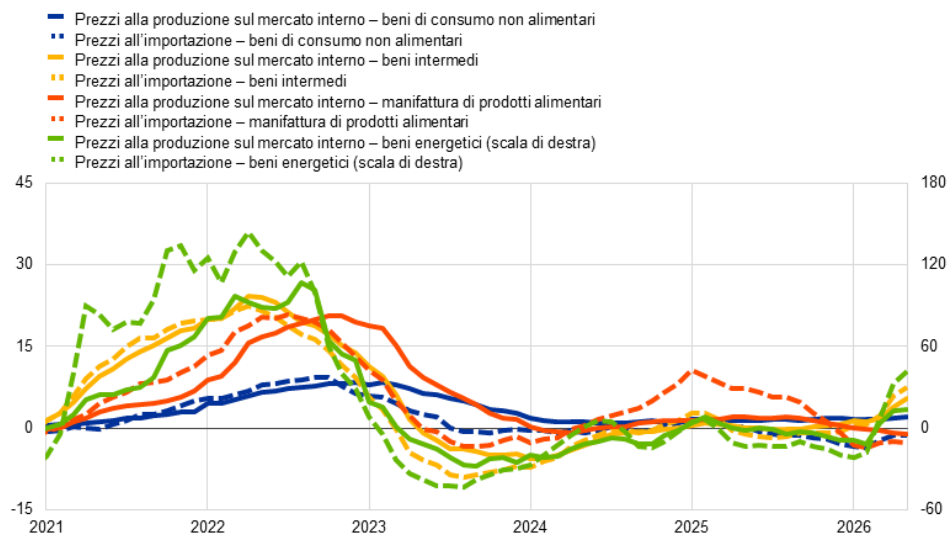
prezzi, a maggio l'inflazione alla produzione dei beni energetici è aumentata di 1,5 punti percentuali, portandosi al 14,0 per cento sui dodici mesi. Analogamente, l'inflazione relativa ai prezzi all'importazione dei beni energetici è aumentata di 8,5 punti percentuali, salendo al 41,6 per cento sui dodici mesi.

Sebbene considerevoli, tali incrementi sono stati inferiori a quelli registrati ad aprile, quando l'inflazione alla produzione e all'importazione dei beni energetici è aumentata, rispettivamente, di 8,5 e 25,8 punti percentuali. Per quanto riguarda i beni intermedi, a maggio sono aumentate sia l'inflazione alla produzione sul mercato interno sia quella all'importazione, collocandosi rispettivamente al 5,5 e al 7,4 per cento. Negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, le pressioni inflazionistiche per i beni di consumo non alimentari sono rimaste sostanzialmente invariate: l'inflazione alla produzione sul mercato interno è salita lievemente, al 2,1 per cento, mentre quella all'importazione si è mantenuta negativa, al -1,2 per cento. Anche l'inflazione alla produzione dei beni alimentari processati è rimasta in territorio negativo (-1,0 per cento), così come quella all'importazione di tali beni, che a maggio si è collocata al -2,6 per cento. Dal momento che gli ultimi dati disponibili sono anteriori al protocollo di intesa tra Stati Uniti e Iran di giugno 2026 e al successivo nuovo inasprimento del conflitto, gli andamenti dei prezzi alla produzione e all'importazione restano caratterizzati da elevata incertezza.

Grafico 10

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2026.

Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono scese al 2,4 per cento (2,5 escludendo i dati volatili irlandesi) nel primo trimestre del 2026 (cfr. il grafico 11). Il calo del deflatore del PIL riflette un minore contributo dei profitti per unità di prodotto, soltanto parzialmente compensato dai più elevati apporti del costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il contributo delle imposte per unità di prodotto è rimasto invariato. Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato del 3,6 per cento nel primo trimestre del 2026: in rialzo rispetto al 3,4 del quarto trimestre dello scorso anno. Questo andamento va ricondotto a un calo del tasso di crescita della produttività del lavoro sui dodici mesi, che è divenuto negativo (passando dallo 0,3 al -0,1 per cento), in qualche misura attenuato dal minore tasso di incremento del costo del lavoro per dipendente sul periodo corrispondente (sceso dal 3,8 al 3,5 per cento). Il calo del tasso di crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per dipendente deriva dal minore contributo della dinamica delle retribuzioni contrattuali, scesa al 2,5 per cento nel primo trimestre del 2026, dal 2,9 del quarto trimestre del 2025, mentre nello stesso periodo la componente eccedente i minimi contrattuali si è portata da 1,3 a 1,5 punti percentuali. Al netto dei dati irlandesi, caratterizzati da forte volatilità, tuttavia, il contributo degli utili unitari è rimasto invariato, mentre quello del costo del lavoro per unità di prodotto è diminuito (dal 2,0 all'1,7 per cento). L'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto al netto dei dati irlandesi si è ridimensionato (dal 3,4 al 2,9 per cento), sulla scia di un lieve incremento della crescita della produttività del lavoro (dallo 0,4 allo 0,5 per cento) e di un calo del costo del lavoro per dipendente (dal 3,8 al 3,4 per cento). In prospettiva, l'indice salariale della BCE, aggiornato con i dati sugli accordi salariali negoziati fino alla prima settimana di luglio 2026, indica pressioni sostanzialmente stabili sulle retribuzioni contrattuali, pari

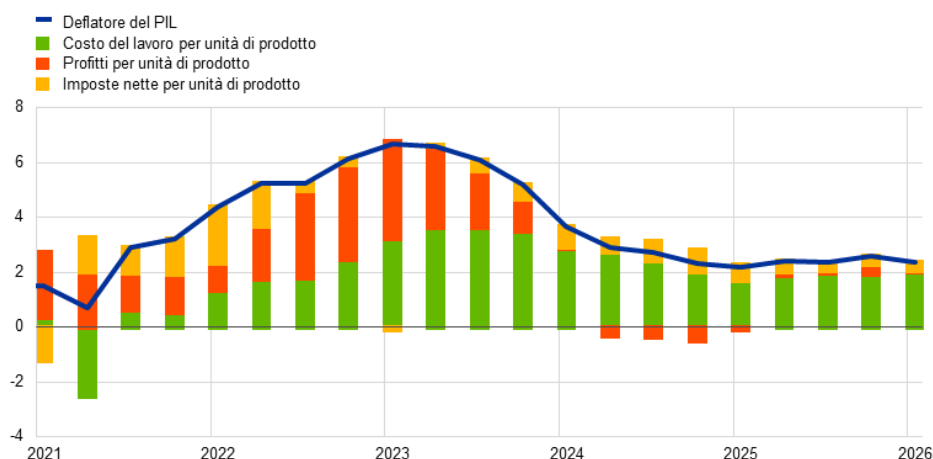
al 2,6 per cento nel 2026 e al 2,7 per cento nel primo trimestre del 2027³.

Altri indicatori desunti dalle indagini segnalano una moderazione della crescita salariale. Le società interpellate nell'ambito dell'indagine telefonica presso le imprese condotta dalla BCE segnalano aspettative di un rallentamento della crescita salariale dal 3,1 per cento nel 2025 al 2,5 nel 2026 e al 2,4 nel 2027⁴.

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.

A giugno 2026 le aspettative di inflazione a più breve termine dei previsori professionali, degli analisti monetari e dei consumatori sono per lo più diminuite, mentre quelle a più lungo termine desunte dalle indagini sono rimaste invariate. Le aspettative di inflazione a breve termine per il 2026 si sono

collocate al 2,7 per cento sia nell'edizione di luglio 2026 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA), in calo dal 2,9 per cento di giugno 2026, sia nell'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativa al terzo trimestre del 2026, in cui la stima è rimasta invariata rispetto al trimestre precedente. Entrambe le indagini segnalano un ulteriore calo nel 2027, al 2,2 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 12). Riguardo alle percezioni e alle aspettative di inflazione a breve termine dei consumatori, l'indagine di giugno 2026 sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE indica una riduzione al 3,6 per cento del tasso mediano di inflazione percepita nei dodici mesi precedenti (cfr. il pannello b) del grafico 12), dal 4,0 di maggio. Le aspettative mediane di inflazione su un orizzonte di uno e tre anni sono scese rispettivamente al 3,0 e al 2,8 per cento, dal 3,5 e dal 2,9 di maggio; quelle su un orizzonte di cinque anni, invece, sono rimaste invariate al 2,4 per cento. Quanto alle aspettative di inflazione

³ Per ulteriori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB wage tracker at 2.7% in Q1 2027, indicating stable negotiated wage pressures](#) del 29 luglio 2026.

⁴ Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 5 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* in questo numero del Bollettino.

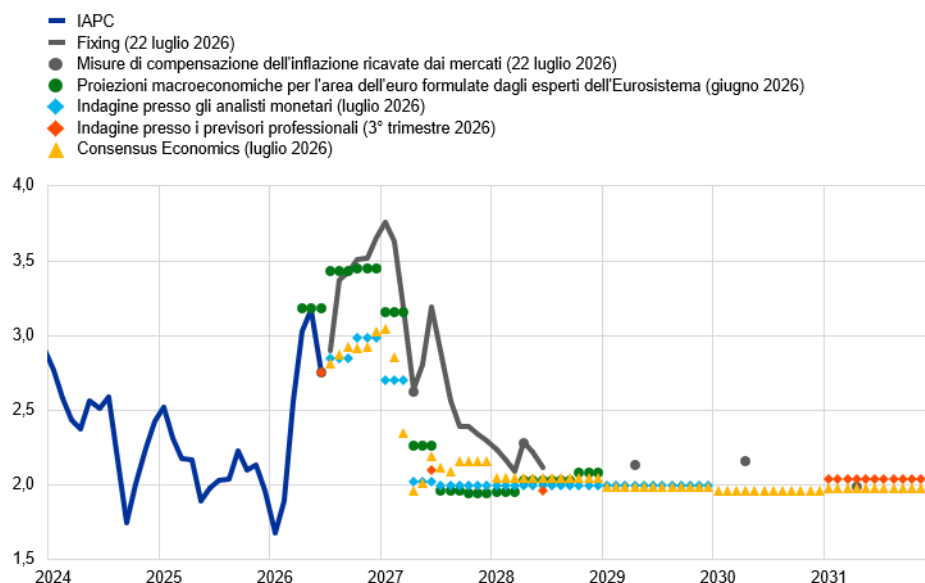
a più lungo termine, i tassi mediani rilevati dalle indagini SMA e SPF sono rimasti invariati al 2 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 12).

Grafico 12

Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

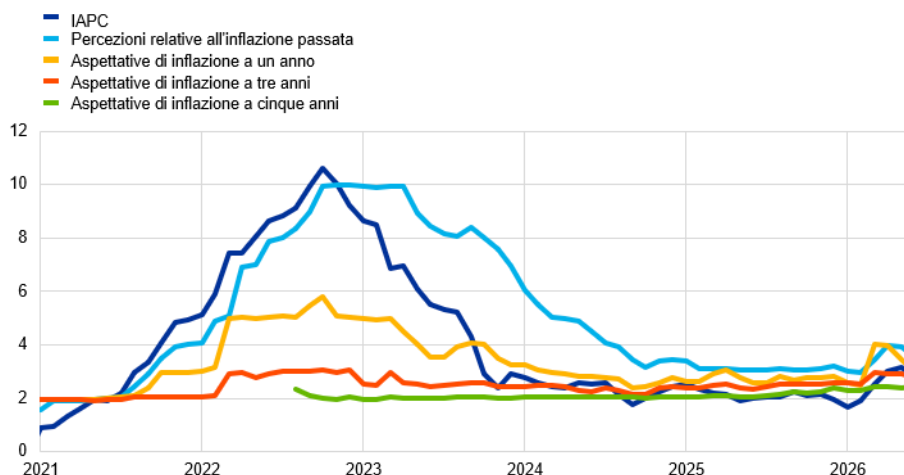
a) Inflazione complessiva, misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, proiezioni di inflazione e misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: nel pannello a) la serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso swap a pronti a un anno indicizzato all'inflazione e sui seguenti tassi a termine: a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per le serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati e per i fixing le ultime osservazioni si riferiscono al 22 luglio 2026. Gli inflation fixing sono contratti swap collegati a determinate pubblicazioni dei dati mensili relativi all'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro, al netto dei tabacchi. L'indagine presso gli analisti monetari (SMA) di luglio 2026 è stata condotta tra il 6 e l'8 luglio 2026. L'indagine presso i previsori professionali (SPF) relativa al terzo trimestre del 2026 si è svolta tra il 1° e il 6 luglio 2026. Le previsioni di Consensus Economics sono aggiornate al 13 luglio 2026. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2026 dagli esperti dell'Eurosistema sono state ultimate il 27 maggio 2026 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 21 maggio 2026. Nel pannello b) le linee relative all'indagine sulle aspettative dei consumatori (CES) indicano i tassi mediani. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2026.

Nel periodo in esame, compreso tra l'11 giugno e il 22 luglio, le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati sono diminuite, mentre le aspettative a più lungo termine ricavate dai mercati sono rimaste ben ancorate (cfr. il pannello a) del grafico 12). A causa degli sviluppi del conflitto in Medio Oriente i prezzi dell'energia sono stati soggetti a forti oscillazioni, determinando la volatilità delle prospettive di inflazione incorporate nei prezzi. Su un orizzonte a breve termine, gli inflation fixing, ossia i contratti swap legati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei tabacchi, sono scesi, pur continuando a segnalare attese da parte degli investitori di un'inflazione ancora elevata nell'anno a venire, ma che dovrebbe poi scendere a livelli prossimi all'obiettivo della BCE del 2 per cento entro la metà del 2027. Oltre il breve termine, il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte di un anno è salito di 8 punti base, collocandosi intorno al 2,28 per cento alla fine del periodo in esame. Se corretta per i premi per il rischio di inflazione, tuttavia, la stessa misura risulta diminuita di 3 punti base, collocandosi all'1,99 per cento alla fine del periodo in esame. Le aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati, come evidenzia il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale, sono rimaste saldamente ancorate intorno al 2,0 per cento, una volta corrette per i premi per il rischio di inflazione.

Nel periodo in esame, compreso tra l'11 giugno e il 22 luglio 2026, i mercati finanziari dell'area dell'euro hanno reagito positivamente alla stipula del protocollo di intesa tra Stati Uniti e Iran, per poi invertire la tendenza in seguito al riacutizzarsi delle tensioni tra i due paesi. L'aumento dei tassi di riferimento della BCE annunciato dal Consiglio direttivo l'11 giugno è stato ampiamente anticipato e si è trasmesso appieno attraverso i mercati monetari e i più ampi mercati dei capitali. Alla fine del periodo in esame la curva a termine dello euro short-term rate (€STR) incorporava circa 40 punti base di aumenti cumulati dei tassi di riferimento entro la fine del 2026, un livello analogo a quello considerato all'inizio del periodo. I tassi di interesse a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato sono rimasti nel complesso invariati, lasciando sostanzialmente stabili anche i tassi reali a termine e i differenziali di rendimento sui titoli di Stato rispetto ai tassi privi di rischio. Nel periodo in esame gli indici generali del mercato azionario dell'area dell'euro sono aumentati per effetto di prospettive favorevoli per gli utili a lungo termine, nonostante una certa volatilità all'interno del periodo causata dalle oscillazioni del clima di fiducia nei confronti dell'intelligenza artificiale (IA). I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie hanno segnato una lieve contrazione sia nel segmento di qualità elevata (investment grade) sia in quello ad alto rendimento (high yield). Sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (-1,1 per cento), rimanendo sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio (-0,4 per cento).

Nel corso del periodo in esame i tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati, mentre quelli a più lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati.

A seguito della decisione di aumentare i tre tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base, adottata dal Consiglio direttivo in occasione della riunione dell'11 giugno 2026, il tasso di riferimento a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) si è collocato al 2,2 per cento al termine del periodo in esame. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 55 miliardi di euro, portandosi a 2.161 miliardi, riflettendo principalmente la costante riduzione dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria. Dopo il calo registrato nel periodo compreso tra le riunioni del Consiglio direttivo di aprile e di giugno, causato dall'attenuarsi delle tensioni in Medio Oriente, i tassi a termine sulle scadenze di breve periodo hanno continuato a diminuire a seguito della firma del protocollo di intesa tra Stati Uniti e Iran il 17 giugno. Tuttavia, sono poi tornati nuovamente ad aumentare alla ripresa delle ostilità. Alla fine del periodo in esame, la curva a termine dell'€STR incorporava circa 40 punti base di aumenti cumulati dei tassi di riferimento entro la fine del 2026, un livello analogo a quello considerato all'inizio del periodo. Guardando oltre l'orizzonte temporale della fine dell'anno, i tassi a termine dell'€STR a fine periodo erano lievemente aumentati rispetto all'inizio del periodo in esame. Il tasso nominale degli overnight index swap (OIS) a dieci anni è salito di 12 punti base nel periodo considerato, portandosi al 3,0 per cento.

Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono lievemente aumentati nel periodo in rassegna, con variazioni minime dei differenziali rispetto ai tassi privi di rischio (cfr. il grafico 13).

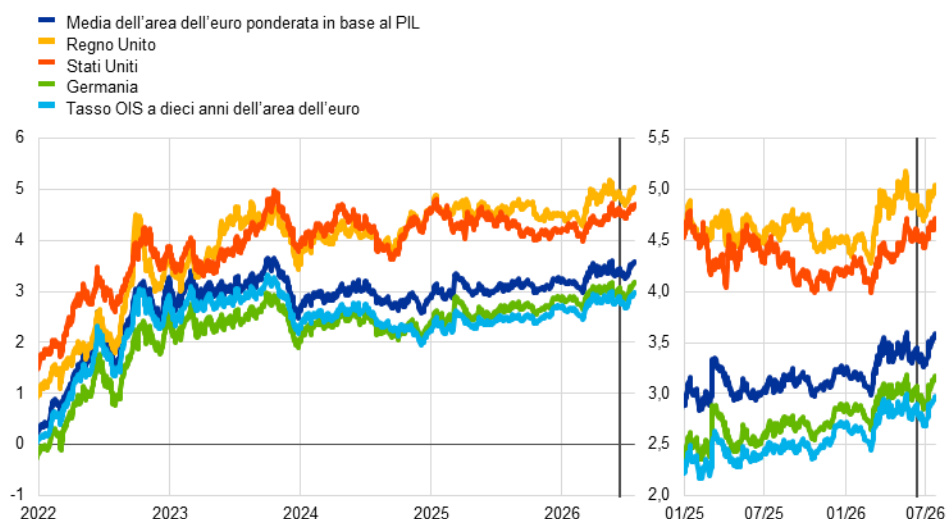
Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è

aumentato di 18 punti base, chiudendo il periodo considerato intorno al 3,6 per cento. I rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro hanno in larga misura ricalcato l'andamento del tasso OIS privo di rischio e la dispersione tra paesi dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto ai tassi privi di rischio si è mantenuta su livelli storicamente bassi nonostante il contesto di incertezza. Il rendimento dei titoli del Tesoro statunitense a dieci anni è salito di circa 20 punti base, collocandosi al 4,7 per cento. Nel Regno Unito i rendimenti dei titoli di Stato decennali (gilt) hanno evidenziato qualche lieve oscillazione nel periodo in esame, per poi collocarsi, a fine periodo, a un livello di circa 5 punti base più elevato, pari al 5,0 per cento.

Grafico 13

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 giugno 2026). Le ultime osservazioni si riferiscono al 22 luglio 2026.

Gli indici generali del mercato azionario dell'area dell'euro hanno evidenziato un aumento nel periodo considerato riconducibile alle prospettive favorevoli per gli utili, nonostante una certa volatilità all'interno del periodo dovuta alle oscillazioni del clima di fiducia nei confronti dell'intelligenza artificiale (IA).

Nel complesso, i mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato un incremento del 3,3 per cento nel periodo in esame, con aumenti dello 0,4 per cento del sottoindice relativo alle società non finanziarie (SNF) e del 14,7 per cento delle quotazioni azionarie bancarie. L'aumento dei tassi di riferimento del Consiglio direttivo dell'11 giugno ha spinto al rialzo i titoli azionari bancari, che sono stati successivamente sostenuti dalle condizioni favorevoli determinate dalla firma del protocollo di intesa tra Stati Uniti e Iran e dai solidi risultati positivi, desunti dai rapporti sugli utili del secondo trimestre, registrati dalle banche statunitensi sulla scia di una vivace attività di scambio. Negli Stati Uniti l'indice generale del mercato azionario è salito dell'1,4 per cento, con incrementi degli indici relativi alle SNF e alle banche pari, rispettivamente, allo 0,7 e all'8,1 per cento. Oltre agli effetti macroeconomici legati alle aspettative più favorevoli di inflazione a breve termine e di politica monetaria, il clima di fiducia nei confronti dell'IA ha rappresentato la

principale determinante della volatilità dei mercati azionari su entrambe le sponde dell'Atlantico. Le analisi di mercato mettono sempre più in evidenza i rischi speculativi associati agli ingenti investimenti nell'IA, dal momento che i potenziali guadagni si realizzerebbero nel lungo periodo.

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.

Tale compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro ha riflesso un miglioramento della propensione al rischio, seguito al deterioramento innescato dallo scoppio della guerra in Medio Oriente. La riduzione è stata più marcata nel segmento ad alto rendimento, in cui i differenziali si sono contratti approssimativamente di 20 punti base. I differenziali sulle obbligazioni di qualità più elevata si sono ridotti di circa 2 e 3 punti base, rispettivamente, per le SNF e per le società finanziarie.

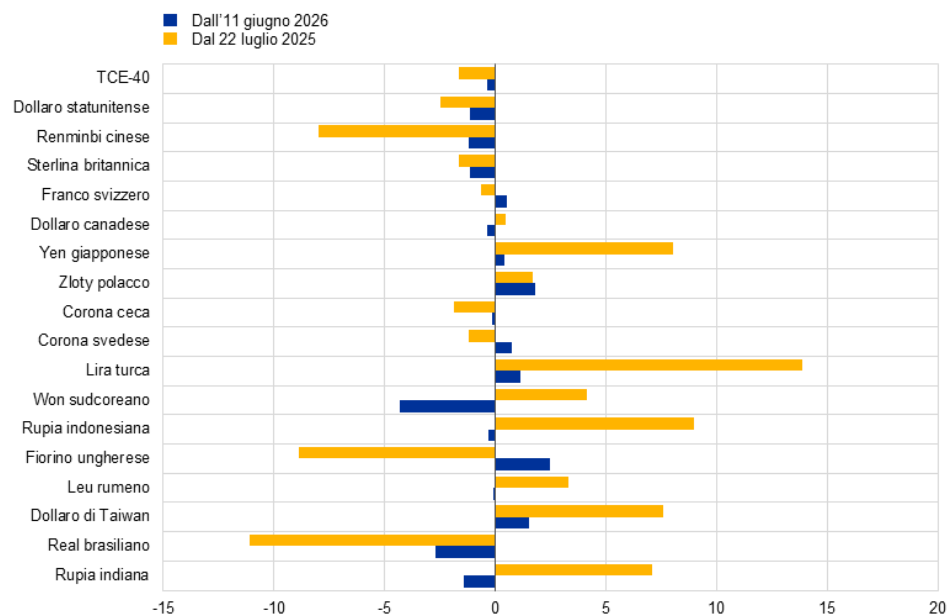
Sui mercati dei cambi, l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense, mantenendosi più stabile su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 14).

Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 40 più importanti partner commerciali dell'area, è stato sostanzialmente stabile (-0,4 per cento), pur confermandosi al di sotto dei livelli precedenti la guerra. Tale stabilità relativa ha riflesso oscillazioni sostanzialmente controbilanciate nei confronti di diverse valute di questi paesi. L'euro si è indebolito sia nei confronti del dollaro statunitense (-1,1 per cento) sia del renminbi cinese (-1,2 per cento). L'apprezzamento del dollaro statunitense è stato sostenuto principalmente dalla variazione delle aspettative di mercato nei confronti di un inasprimento della politica monetaria da parte del Federal Reserve System, nonché dalla contestuale tenuta evidenziata dai dati macroeconomici negli Stati Uniti. L'euro ha perso terreno anche nei confronti della sterlina britannica (-1,1 per cento), del won sudcoreano (-4,3 per cento) e del real brasiliano (-2,7 per cento). Per contro, l'euro si è apprezzato rispetto allo zloty polacco (+1,8 per cento) e al fiorino ungherese (+2,5 per cento).

Grafico 14

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-40 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 40 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 22 luglio 2026.

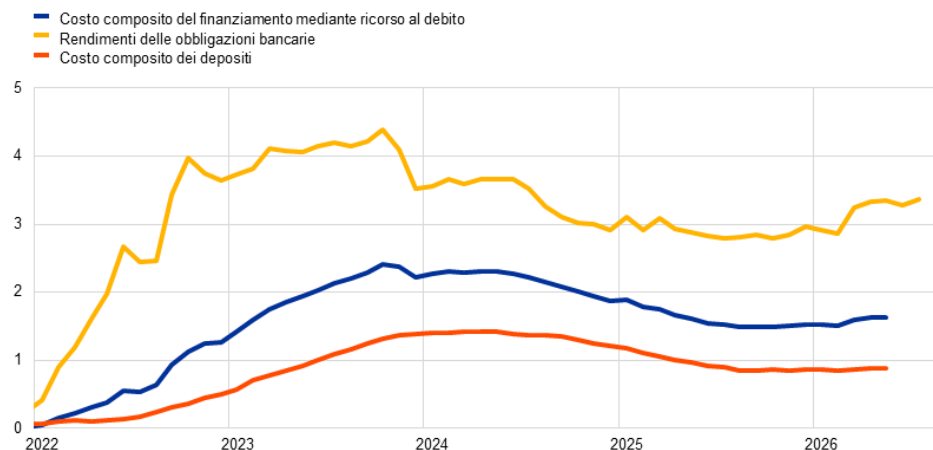
A maggio i tassi sui prestiti bancari alle imprese sono rimasti invariati, al 3,6 per cento, mentre quelli sui mutui ipotecari sono saliti al 3,5 per cento. Nel periodo in esame, compreso tra l'11 giugno e il 22 luglio 2026, sono aumentati sia il costo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato per le società non finanziarie sia quello del capitale di rischio, trainati dall'aumento sia del premio per il rischio azionario sia dei tassi a lungo termine privi di rischio. A maggio la crescita dei prestiti alle imprese è aumentata al 4,0 per cento, mentre quella dei prestiti alle famiglie è salita al 3,1 per cento. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) ha segnato un incremento, collocandosi al 3,2 per cento. Nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2026 le banche hanno segnalato un lieve aumento della domanda di nuovi prestiti da parte delle imprese, a fronte di un moderato irrigidimento dei criteri di concessione del credito nel secondo trimestre del 2026. La domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è diminuita notevolmente e quella di credito al consumo si è lievemente indebolita, mentre i criteri di concessione del credito alle famiglie si sono inaspriti. Nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on Access to Finance of Enterprises, SAFE) per il secondo trimestre del 2026, condotta tra il 21 maggio e il 26 giugno 2026, le imprese hanno segnalato un aumento dei tassi di interesse bancari, in concomitanza con il protrarsi dell'irrigidimento delle altre condizioni di prestito.

I costi della provvista bancaria sono rimasti stabili a maggio. A maggio il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro è rimasto invariato all'1,6 per cento (cfr. il grafico 15). Dopo lo scoppio della guerra in Medio Oriente, il 28 febbraio, i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono aumentati di circa 70 punti base, per poi stabilizzarsi alla fine di aprile e continuare a oscillare appena al di sotto del 3,5 per cento. A maggio il tasso composito sui depositi, che misura il costo marginale della provvista bancaria tramite depositi, è rimasto stabile allo 0,9 per cento. I tassi di interesse sui depositi a termine sono lievemente aumentati, mentre quelli sui depositi a vista e sui conti di risparmio sono rimasti invariati, così come i tassi interbancari.

Grafico 15

Costi compositi della provvista bancaria nell'area dell'euro

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito è calcolato come media dei costi sostenuti dalle banche per le nuove operazioni relative a depositi a vista, depositi rimborsabili con preavviso, depositi a termine, obbligazioni e prestiti interbancari, ponderata per i rispettivi importi in essere. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2026 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito e per il costo composito dei depositi, e al 22 luglio 2026 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

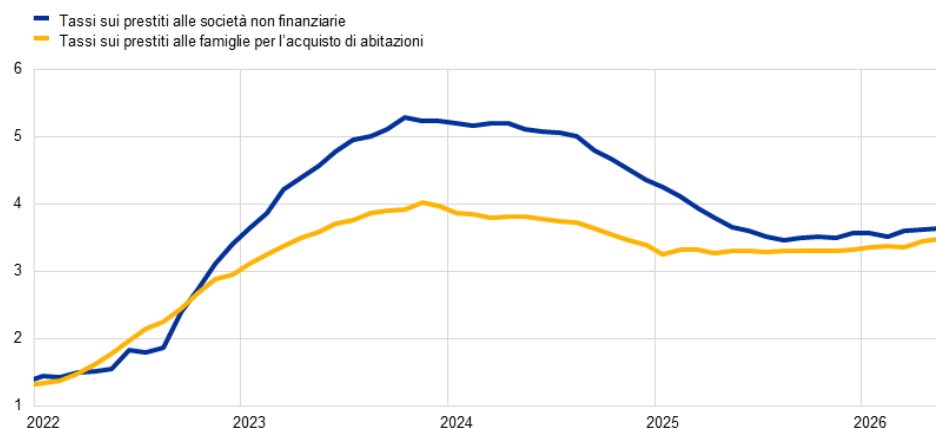
A maggio i tassi sui prestiti bancari alle imprese sono rimasti stabili, mentre quelli sui prestiti alle famiglie sono lievemente aumentati (cfr. il grafico 16).

A maggio il costo dei prestiti bancari alle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato al 3,6 per cento, circa 160 punti base al di sotto del picco di ottobre 2023. Si sono registrati aumenti dei tassi per i prestiti con periodi di determinazione a medio termine (tra uno e cinque anni), mentre per i prestiti con altri periodi di determinazione i tassi sono rimasti invariati. Pur restando contenuto in termini storici, il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese si è ulteriormente ampliato di 11 punti base, trainato dai più elevati tassi sui prestiti di importo contenuto. A maggio il costo dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è salito al 3,5 per cento, dal 3,4 di aprile, collocandosi circa 60 punti base al di sotto del picco di novembre 2023. Tale incremento riflette un modesto aumento dei tassi sui prestiti a breve e medio termine, mentre quelli sulle scadenze più lunghe sono rimasti stabili.

Grafico 16

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

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

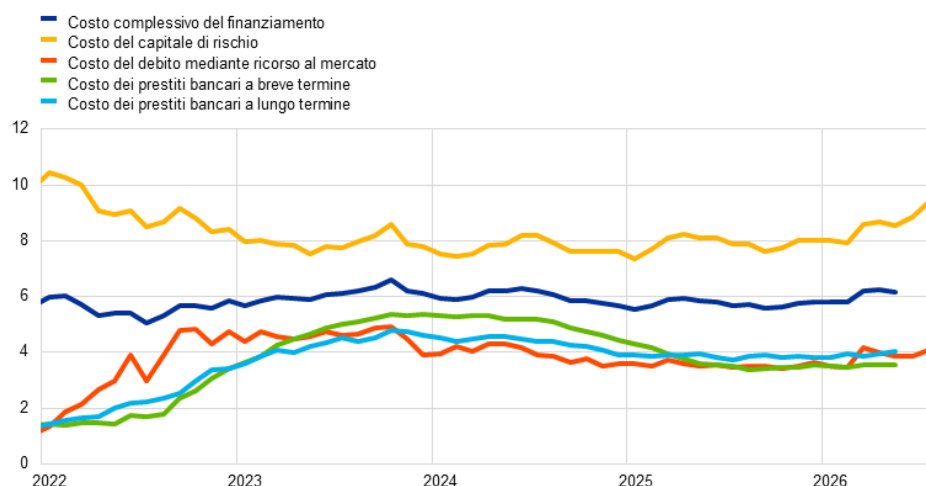
Nel periodo in esame, compreso tra l'11 giugno e il 22 luglio 2026, per le imprese è aumentato il costo del finanziamento, sia mediante emissione di debito sul mercato sia mediante capitale di rischio. A maggio 2026 il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, è rimasto per il terzo mese consecutivo al 6,2 per cento (cfr. il grafico 17)⁵. Il lieve calo del costo del finanziamento, sia mediante emissione di debito sul mercato sia mediante capitale di rischio, è stato compensato da un aumento del costo dei prestiti bancari a lungo termine. Nel complesso del periodo in esame, il costo del debito emesso sul mercato è aumentato a causa dei più elevati tassi privi di rischio, compensati solo in parte da un lieve calo dei differenziali sulle obbligazioni societarie, soprattutto nel segmento ad alto rendimento (high yield) (cfr. la sezione 4 *Andamenti del mercato finanziario*). Anche il costo del finanziamento mediante capitale di rischio è aumentato nel periodo in esame, principalmente per effetto di un premio per il rischio azionario più elevato, seguito da un incremento dei tassi a lungo termine privi di rischio.

⁵ A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie sono disponibili solo fino a maggio 2026.

Grafico 17

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie si basa su dati mensili ed è calcolato come media dei costi dei prestiti bancari a breve e a lungo termine (dati medi mensili) e dei costi del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), ponderata per i rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 22 luglio 2026 per il costo del debito mediante ricorso al mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri) e a maggio 2026 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati mensili).

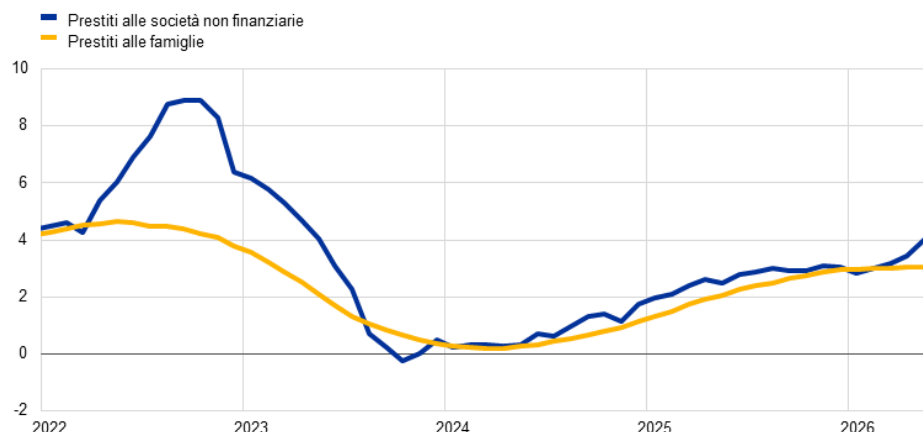
A maggio la crescita dei prestiti alle imprese è aumentata, in parte compensata dalla minore crescita dell'emissione di obbligazioni societarie, mentre l'aumento della crescita dei mutui alle famiglie è stato contenuto (cfr. il grafico 18).

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle società non finanziarie è aumentato al 4,0 per cento a maggio, dal 3,4 di aprile, ancora al di sotto della sua media storica del 4,3 per cento dall'inizio del 1999. Il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno mediante ricorso al debito da parte delle imprese è salito al 3,9 per cento a maggio, dal 3,7 di aprile, di riflesso a una crescita più debole dell'emissione netta di obbligazioni societarie, scesa dal 4,5 al 3,4 per cento. La crescita dei prestiti è stata particolarmente vigorosa per le scadenze più lunghe. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è aumentato al 3,1 per cento a maggio, dal 3,0 di aprile, rimanendo anch'esso al di sotto della sua media storica del 4,1 per cento dall'inizio del 1999. Sebbene sia proseguita la solida espansione del credito al consumo e dei mutui ipotecari, i flussi mensili del credito alle famiglie sono stati inferiori a maggio rispetto ai mesi precedenti. La crescita delle altre tipologie di prestiti alle famiglie, inclusi quelli alle imprese individuali, è rimasta contenuta in termini storici. Secondo l'ultima [indagine sulle aspettative dei consumatori](#) (Consumer Expectations Survey, CES) di maggio 2026, condotta dalla BCE, la guerra in Medio Oriente ha influito negativamente sulle aspettative delle famiglie riguardo all'accesso al credito.

Grafico 18

Prestiti delle IFM nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

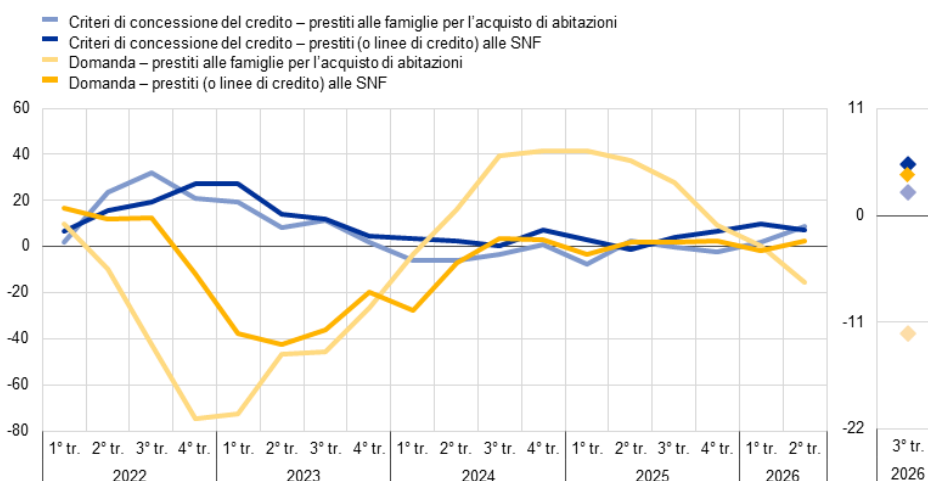
Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2026.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2026, condotta tra il 15 e il 30 giugno 2026, segnala, per il secondo trimestre dell'anno, un ulteriore moderato inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e un ulteriore irrigidimento di quelli per la concessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (cfr. il grafico 19). L'irrigidimento dei criteri di concessione del credito per prestiti o linee di credito alle imprese dell'area dell'euro è stato minore rispetto al primo trimestre e notevolmente inferiore alle precedenti attese delle banche. La più elevata percezione dei rischi per le prospettive economiche e la minore tolleranza al rischio da parte degli intermediari hanno continuato a essere i fattori che hanno maggiormente contribuito a tale irrigidimento. Il conflitto tra gli Stati Uniti e l'Iran resta una fonte di incertezza: le banche rivedono le proprie valutazioni in base all'evolversi degli eventi. Le risposte a una specifica domanda aperta mostrano che le banche mantengono un'elevata vigilanza sui rischi e stanno continuando a monitorare con attenzione i rischi di credito, soprattutto nei settori più esposti; alcuni enti creditizi segnalano un ulteriore irrigidimento dei criteri di concessione del credito nel secondo trimestre a causa delle tensioni geopolitiche e degli sviluppi nel settore dell'energia. Le banche hanno riferito, sia per i mutui per l'acquisto di abitazioni sia per il credito al consumo, un irrigidimento netto dei criteri di concessione, determinato principalmente dalla minore tolleranza al rischio e dalla maggiore percezione di questo. Per il terzo trimestre del 2026 le banche dell'area dell'euro si attendono un irrigidimento a un ritmo più moderato dei criteri di concessione per i prestiti alle imprese, lieve per i mutui per l'acquisto di abitazioni e più robusto per il credito al consumo.

Grafico 19

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

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



Fonte: BCE (indagine sul credito bancario).

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

Per il secondo trimestre del 2026 le banche hanno segnalato un lieve aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese, mentre la domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni è diminuita notevolmente e quella di credito al consumo è scesa lievemente. L'aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese è stato inaspettato, dato che nella precedente edizione dell'indagine le banche avevano previsto un calo più marcato. La più elevata domanda di prestiti è stata sostenuta dalla maggiore domanda di scorte e capitale circolante, dalla domanda di investimenti fissi da parte delle grandi imprese e da altre esigenze connesse al rifinanziamento del debito e alle ristrutturazioni. La domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni si è contratta considerevolmente, mentre quella di credito al consumo è diminuita lievemente. Il calo della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni è stato determinato principalmente dal deterioramento del clima di fiducia dei consumatori e dagli andamenti dei tassi di interesse, seguiti dal peggioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali. Altri fattori legati a campagne promozionali di condizioni di prestito appetibili e un accesso più semplice alle richieste di mutuo tramite i canali digitali hanno avuto un lieve effetto positivo. Le variazioni della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni sono state contenute, ma più consistenti di quanto previsto dalle banche. La domanda di credito al consumo ha continuato a rallentare, di riflesso al peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e al calo della spesa per beni durevoli, nonché a causa del contributo lievemente negativo del livello generale dei tassi di interesse. Per il terzo trimestre del 2026 le banche si attendono un moderato aumento netto della domanda di prestiti da parte delle imprese e un ulteriore calo della domanda per i mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre quella di credito al consumo dovrebbe rimanere invariata.

L'accesso delle banche al finanziamento è ulteriormente, lievemente peggiorato, mentre i rischi per la qualità del credito hanno avuto un impatto restrittivo sui relativi criteri di concessione e i rischi legati alle considerazioni relative al cambiamento climatico hanno avuto un effetto accomodante.

Secondo le risposte delle banche ai quesiti ad hoc dell'indagine, nel secondo trimestre del 2026 la loro capacità di accesso ai titoli di debito, ai mercati monetari e alla raccolta al dettaglio è ulteriormente peggiorata, seppur lievemente, mentre è rimasta sostanzialmente invariata per quanto riguarda le cartolarizzazioni. Nei prossimi tre mesi le banche si attendono che l'accesso al finanziamento mediante emissione di titoli di debito, raccolta al dettaglio e mercato monetario continui a peggiorare, e che rimanga invariato per quanto riguarda le cartolarizzazioni. Secondo quanto segnalato dalle banche, la quota di crediti deteriorati e altri indicatori della qualità del credito hanno avuto un impatto restrittivo netto sui criteri di concessione dei prestiti alle imprese e del credito al consumo, mentre per la concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni tale impatto è stato modesto. Le banche hanno indicato che all'irrigidimento netto avevano contribuito la maggiore percezione del rischio, la minore propensione a quest'ultimo e, in misura molto più contenuta, le pressioni derivanti dai requisiti di vigilanza o normativi e i costi connessi alle operazioni di risanamento dei bilanci. I criteri di concessione del credito si sono inaspriti soprattutto in settori quali quello automobilistico e quello manifatturiero ad alta intensità energetica. Per il terzo trimestre del 2026 le banche dell'area dell'euro si attendono che la qualità del credito abbia un ulteriore effetto restrittivo sui criteri per la concessione di prestiti alle imprese e di credito al consumo. Le banche hanno segnalato una domanda di prestiti inferiore o sostanzialmente invariata nella maggior parte dei settori economici. Le banche dell'area dell'euro hanno riferito che, negli ultimi dodici mesi, il cambiamento climatico ha avuto un impatto accomodante sui criteri di offerta e positivo sulla relativa domanda per quanto riguarda i prestiti alle imprese verdi e a quelle che stanno compiendo progressi nella propria transizione ecologica; viceversa, per le imprese ad alte emissioni sprovviste di piani di transizione climatica credibili, gli intermediari hanno riportato un impatto restrittivo sui criteri di concessione dei prestiti e negativo sulla relativa domanda. Per gli edifici con prestazioni energetiche attualmente buone o elevate, o che mirano a raggiungerle, le banche hanno segnalato un impatto di allentamento netto sui criteri di concessione del credito riconducibile a fattori climatici e un impatto positivo sulla domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni; al contempo hanno indicato criteri più rigidi e un impatto negativo sulla relativa domanda per quanto riguarda gli edifici con prestazioni energetiche persistentemente basse.

Nell'ultima indagine SAFE condotta fra il 21 maggio e il 26 giugno 2026, le imprese hanno segnalato un inasprimento delle condizioni di concessione del credito bancario, in un contesto caratterizzato da aumenti dei tassi di interesse. Nel secondo trimestre del 2026, il 42 per cento netto delle imprese ha segnalato un aumento dei tassi di interesse bancari, rispetto al 26 per cento netto del trimestre precedente. Le imprese di grandi dimensioni e le piccole e medie imprese (PMI) hanno segnalato percezioni simili riguardo all'aumento dei tassi di interesse. Oltre ai tassi di interesse, le imprese hanno dovuto far fronte anche a

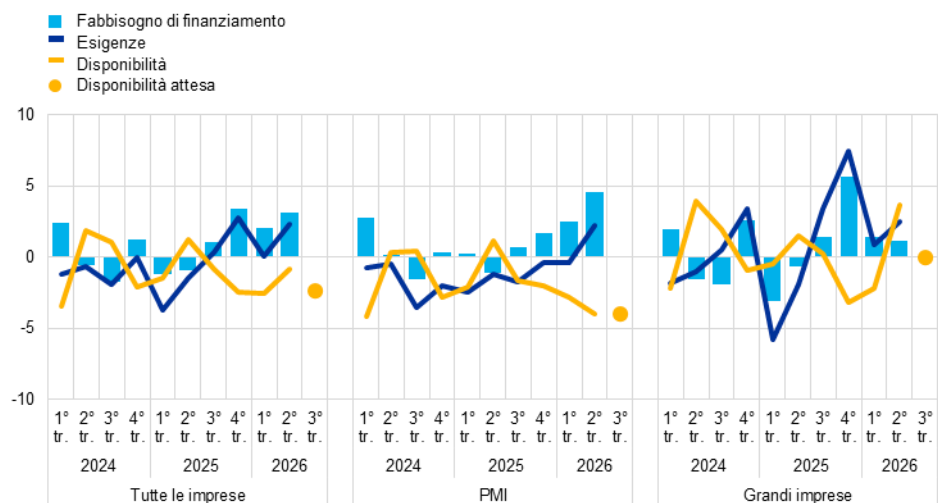
maggiori costi di finanziamento diversi dagli interessi, sebbene sia stato segnalato un rallentamento dell'inasprimento.

Le imprese hanno segnalato un lieve aumento del fabbisogno di prestiti bancari, con una disponibilità percepita sostanzialmente invariata, sebbene le risposte, tra le PMI e le grandi imprese, siano state eterogenee (cfr. il grafico 20). Nel secondo trimestre del 2026, il 2 per cento netto delle imprese ha indicato un aumento del fabbisogno di prestiti bancari (rispetto allo 0 per cento netto del trimestre precedente), mentre l'1 per cento netto delle stesse ha segnalato un calo della disponibilità di prestiti bancari (dal 3 per cento del trimestre precedente). Le risposte sono state diverse in base alle dimensioni delle imprese: le PMI hanno segnalato un ulteriore calo della disponibilità, mentre le grandi imprese ne hanno segnalato un aumento. L'indicatore del fabbisogno di finanziamento per i prestiti bancari, che coglie la differenza tra le variazioni delle esigenze e della disponibilità, è rimasto positivo per il 3 per cento netto delle imprese (in aumento rispetto al 2 per cento netto del trimestre precedente), continuando a segnalare che le esigenze superano la disponibilità. In prospettiva, il 2 per cento netto di tutte le imprese prevede un calo della disponibilità di prestiti bancari nei prossimi tre mesi, con aspettative più deboli tra le imprese su cui la guerra in Medio Oriente ha inciso significativamente (il 9 per cento netto si attende un calo).

Grafico 20

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

(percentuali nette di intervistati)



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo PMI sta per "piccole e medie imprese". Le percentuali nette corrispondono alla differenza fra la percentuale di imprese che hanno segnalato un aumento della disponibilità di prestiti bancari (oppure rispettivamente esigenze e disponibilità attesa) e la percentuale di quelle che ne hanno segnalato una diminuzione negli ultimi tre mesi. L'indicatore della variazione di fabbisogno di finanziamento percepita assume un valore pari a 1 (-1) se le esigenze di finanziamento aumentano (diminuiscono) e la disponibilità diminuisce (aumenta). Se le imprese percepiscono un aumento (una diminuzione) unilaterale del fabbisogno finanziario, alla variabile viene assegnato un valore pari a 0,5 (-0,5). Un valore positivo dell'indicatore segnala un aumento del fabbisogno di finanziamento. I valori sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi netti ponderati in percentuale. La disponibilità attesa è stata spostata in avanti di un periodo per consentire un confronto diretto con i valori effettivi. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine SAFE comprese tra la 30ª (gennaio-marzo 2024) e la 39ª (aprile-giugno 2026).

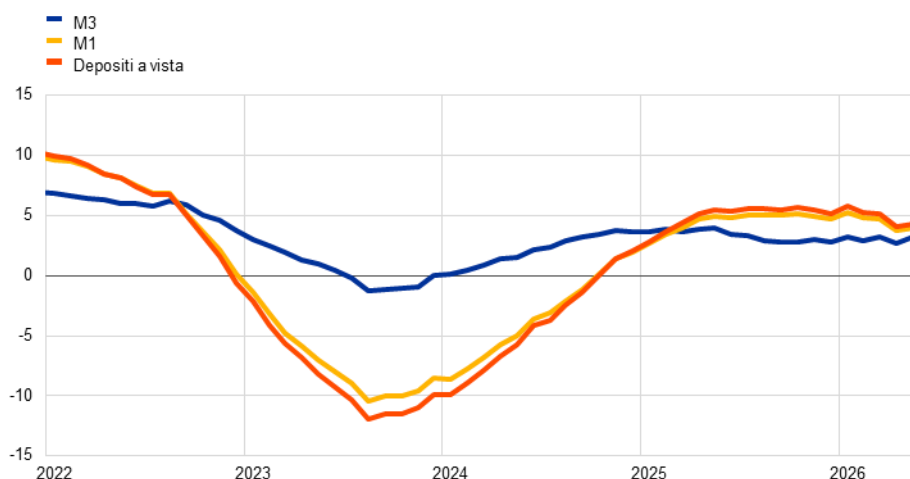
A maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è aumentato, in un contesto di accresciuta volatilità degli afflussi dall'estero verso l'area dell'euro (cfr. il grafico 21). La crescita sui dodici

mesi di M3 è risalita al 3,2 per cento a maggio, dal 2,7 di aprile, tornando al livello registrato a marzo. Tale ripresa è stata sostenuta dall'inversione degli afflussi netti dall'estero dopo il forte deflusso di aprile. La crescita dell'aggregato monetario ampio si è mantenuta prossima a questi livelli da agosto 2025, ben al di sotto della sua media storica del 5,2 per cento osservata dall'inizio del 1999. Negli ultimi mesi, tuttavia, ha mostrato un'accresciuta volatilità, dovuta principalmente alle fluttuazioni mensili dei depositi da parte degli intermediari finanziari non bancari. 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 aumentato in misura modesta dal 3,8 per cento di aprile al 4,0 di maggio, per effetto dei consistenti flussi di depositi in tutti i settori, in particolare le imprese. Per quanto riguarda le contropartite, il credito interno ha svolto un ruolo maggiore nella creazione di moneta dall'inizio della guerra in Medio Oriente. Per contro, la riduzione del bilancio dell'Eurosistema ha continuato a gravare sulla crescita di M3.

Grafico 21

M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2026.

Riquadri

1 Il divario dell'Europa nel settore dei capitali di rischio e il finanziamento delle imprese ad alto potenziale di crescita

a cura di Adam Baumann, Zakaria Gati, Francesca Vinci e Gerome Wolf

Un mercato del capitale di rischio più profondo e integrato potrebbe aiutare l'UE a finanziare le imprese innovative, sostenere la crescita della produttività e trarre maggior valore dal proprio ecosistema dell'innovazione. Il presente riquadro mostra che le difficoltà dell'Europa relativamente ai capitali di rischio sono riconducibili a lacune nel finanziamento delle fasi avanzate, una base di investitori istituzionali relativamente ristretta e limitati investimenti transfrontalieri all'interno dell'UE. Inoltre, mette in evidenza il potenziale di produttività delle imprese con finanziamenti sostenuti da capitali di rischio, sottolineando la necessità di un'azione politica in linea con le raccomandazioni contenute nel rapporto Kukies-Noyer (2026).

Il divario tra UE e Stati Uniti in termini di capitale di rischio è significativo.

I fondi di capitale di rischio con sede negli Stati Uniti sono più numerosi e di maggior entità: le dimensioni totali dei fondi ammontano approssimativamente a 930 miliardi di euro, quasi sei volte superiori ai circa 150 miliardi di euro di fondi localizzati nell'UE (cfr. Banu et al., 2026)¹. Tuttavia, le sfide dell'Europa nel settore dei capitali di rischio non sono circoscritte ai dati aggregati.

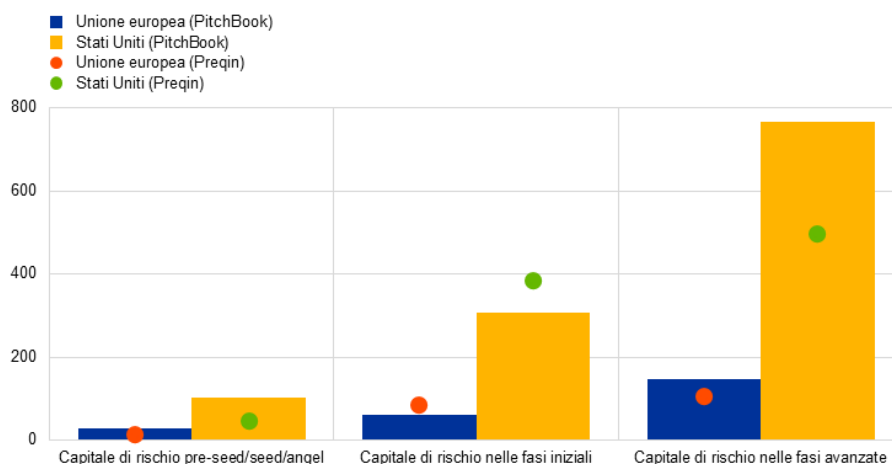
Rispetto agli Stati Uniti, il mercato dei capitali di rischio dell'UE dispone di un minor numero di strumenti per finanziare le imprese nelle fasi più avanzate della loro crescita, quando il fabbisogno di finanziamenti aumenta considerevolmente. Il divario rispetto agli Stati Uniti aumenta nelle fasi successive del finanziamento tramite capitale di rischio (cfr. il grafico A), che necessitano di importi maggiori di capitale. Ciò crea un ostacolo al finanziamento delle imprese ad alto potenziale di crescita e con un notevole fabbisogno di investimenti, già ampiamente documentato in letteratura (cfr., ad esempio, Böninghausen et al., 2025).

¹ Secondo i rapporti PitchBook, tra il 2020 e il 2025 anche la raccolta dei fondi statunitensi è stata superiore, 103 milioni di euro per fondo all'anno (7.433 fondi), rispetto ai fondi con sede nell'UE e nel Regno Unito, che hanno raccolto circa 73 milioni di euro per fondo all'anno (2.321 fondi).

Grafico A

Divario in termini di valore aggregato delle operazioni di capitale di rischio tra le società obiettivo nell'UE e negli Stati Uniti (in media nel periodo 2019-2024)

(miliardi di euro)



Fonti: dati di PitchBook e Capital IQ Preqin.

Note: totale degli investimenti in capitale di rischio effettuati a favore di società obiettivo dell'UE e degli Stati Uniti, comprendenti il capitale di rischio pre-seed/seed/angel (finanziamento iniziale ricevuto), il capitale di rischio nelle fasi iniziali e il medesimo capitale nelle fasi avanzate. I dati si riferiscono al periodo compreso tra gennaio 2019 e dicembre 2024.

Un fattore rilevante che spiega le dimensioni ridotte dei fondi di capitale di rischio dell'UE è la composizione della base di investitori.

Come illustrato da Banu et al. (2026), i fondi di capitale di rischio statunitensi beneficiano di una maggiore partecipazione dei fondi pensione e delle fondazioni, in parte perché sistemi pensionistici e riforme normative diversi hanno permesso loro di svolgere un ruolo più attivo in qualità di investitori in questi mercati. Tali investitori possono fornire finanziamenti consistenti, flessibilità e tolleranza al rischio, soddisfacendo le esigenze delle imprese giovani, in rapida crescita e innovative con il maggiore potenziale di espansione e di produttività. In Europa ciò è compensato solo in parte dalla maggiore partecipazione di soggetti governativi, tra cui il Fondo europeo per gli investimenti e gli investitori sostenuti dal settore pubblico.

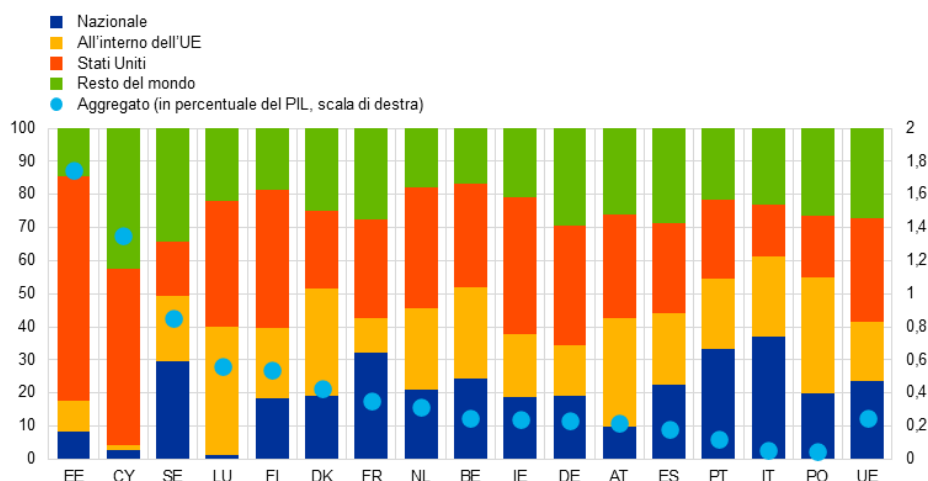
La scarsità di investitori nell'UE in grado di fornire finanziamenti per la crescita spinge le imprese a cercare finanziamenti all'esterno.

Gli investitori esteri spesso forniscono i finanziamenti aggiuntivi necessari alle imprese in espansione dell'UE, mentre le acquisizioni estere e le quotazioni in borsa rimangono le principali alternative in Europa (cfr. Fratto et al., 2024 e il grafico B). Esiste inoltre una marcata eterogeneità all'interno dell'Europa: alcuni mercati di capitale di rischio piccoli ma altamente sviluppati, come l'Estonia, continuano a essere fortemente dominati dagli investitori statunitensi. In tali mercati le start-up di successo spesso mirano presto a espandersi a livello mondiale, facendone aumentare la domanda di investitori (quali i fondi di capitale di rischio statunitensi) che dispongono di maggior liquidità, competenze settoriali e accesso alle reti internazionali.

Grafico B

Scomposizione del valore delle operazioni di capitale di rischio nell'UE per area geografica dell'investitore principale (2019-2024)

(scala di sinistra: quote percentuali; scala di destra: in percentuale)



Fonti: dati di Pitchbook ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la quota percentuale del valore aggregato del capitale di rischio si basa sulla provenienza dell'investitore principale o unico e sul valore aggregato delle operazioni del paese di destinazione, espresso in percentuale del suo PIL. I dati si riferiscono al periodo compreso tra gennaio 2019 e dicembre 2024.

Sebbene possa offrire numerosi benefici, il capitale di rischio proveniente dall'estero può anche comportare rischi per la capacità produttiva europea.

Una base di investitori diversificata a livello internazionale può fornire capitali, competenze, reti e accesso ai mercati globali. Tuttavia, una forte dipendenza da investitori esterni all'UE, soprattutto nelle fasi più avanzate, potrebbe creare vulnerabilità strategiche, in particolare laddove i finanziamenti per l'espansione a livello locale siano insufficienti. Gli investitori di capitali di rischio, statunitensi o di altri paesi esteri, potrebbero far aumentare la probabilità che le start-up europee di successo trasferiscano la propria sede centrale, le funzioni dirigenziali, i talenti, la proprietà intellettuale o le future attività di quotazione in borsa al di fuori dell'UE. Pertanto, come rilevato anche da Weik et al. (2024) e da Angeloni et al. (2026), i timori non riguardano gli investimenti esteri in sé, ma la capacità dell'Europa di mantenere i benefici economici generati da imprese create, sviluppate e finanziate nelle fasi iniziali all'interno del proprio ecosistema di innovazione.

I dati mostrano che, anche quando presentano livelli di capacità innovativa e di maturità analoghi a quelli delle controparti statunitensi, le imprese dell'UE più grandi e in più rapida espansione non riescono ad assicurarsi i fondi tramite capitale di rischio, il che fa supporre che esistano maggiori ostacoli al finanziamento. Il grafico C mostra che tra le imprese che non ottengono

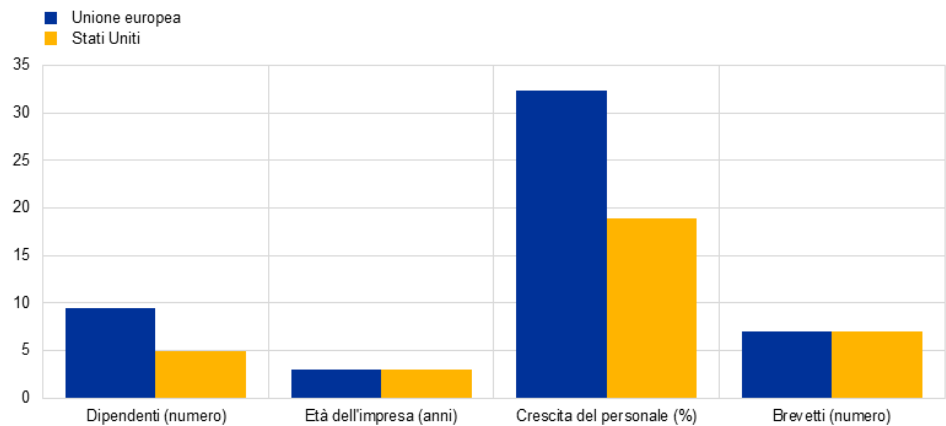
finanziamenti tramite capitale di rischio, l'impresa mediana dell'UE ha quasi il doppio dei dipendenti e cresce di circa 15 punti percentuali più rapidamente, mentre in termini di età e di attività di emissione di brevetti i dati sono simili. Ciò suggerisce che l'UE dispone di un ampio bacino di imprese mature e ad alto potenziale che potrebbero beneficiare di mercati di capitale di rischio più profondi e accessibili. Rafforzare l'ecosistema dei capitali di rischio dell'UE potrebbe quindi sbloccare

un'ulteriore crescita, consentendo a un maggior numero di imprese di assicurarsi i finanziamenti necessari per espandersi.

Grafico C

Caratteristiche delle imprese con operazioni di capitali di rischio non andate a buon fine

(mediane)



Fonte: PitchBook ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: caratteristiche mediane delle imprese che hanno registrato almeno un'operazione di capitale di rischio non andata a buon fine tra il 2010 e il 2026 nell'UE e negli Stati Uniti. I dati si riferiscono al periodo compreso tra gennaio 2010 e maggio 2026.

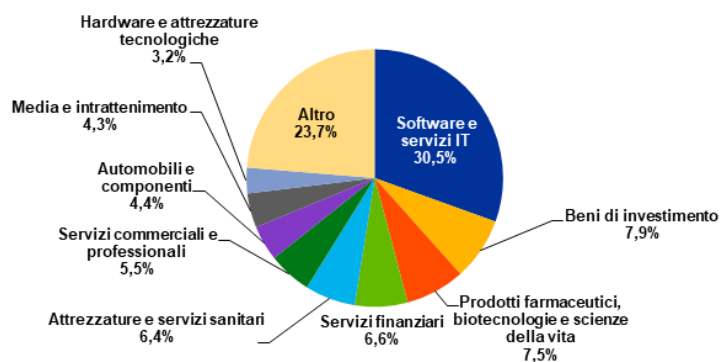
Le differenze nella struttura industriale determinano anche le modalità di allocazione del capitale di rischio e, per estensione, il relativo potenziale nel sostenere i settori in forte crescita. Il fatto che l'Europa disponga di una base industriale più radicata nei settori tradizionali comporta che, rispetto agli Stati Uniti, il finanziamento tramite capitale di rischio è meno concentrato nei settori ad alta tecnologia e ad alto potenziale di crescita. Mentre il settore dei software e dei servizi IT attrae la quota maggiore dei finanziamenti tramite capitale di rischio su entrambe le sponde dell'Atlantico, l'UE destina una quota relativamente superiore a settori quali quello automobilistico e dei beni di investimento (cfr. il grafico D). Nell'UE la quota di capitale di rischio destinata al settore dei software e dei servizi IT è ferma dal 2020, ma è aumentata negli Stati Uniti, contribuendo verosimilmente al divario di produttività transatlantico (cfr. il grafico E e Schnabel, 2024).

Grafico D

Quota del valore aggregato delle operazioni di capitale di rischio per settore delle società obiettivo (2020-2025)

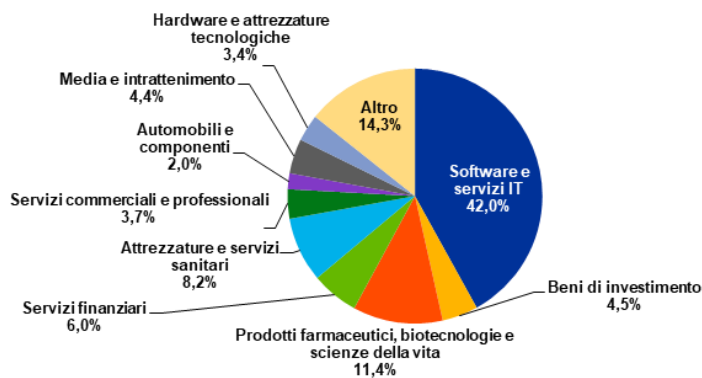
a) Unione europea

(quote percentuali)



b) Stati Uniti

(quote percentuali)



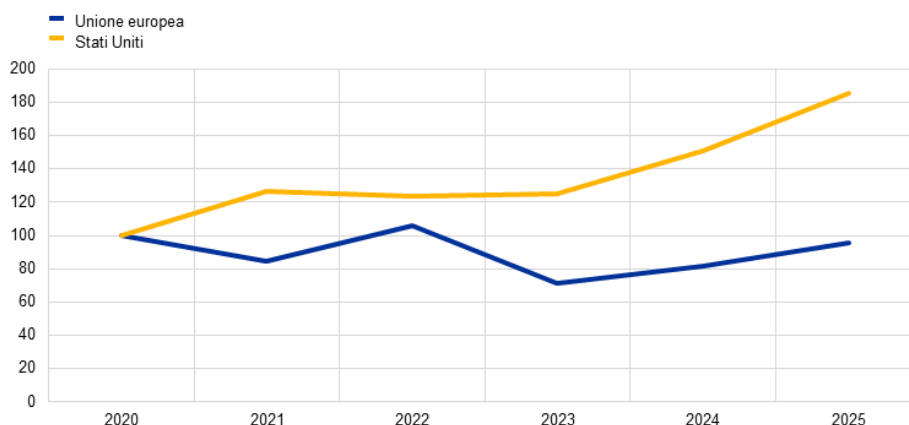
Fonti: dati di PitchBook ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: quota del valore delle operazioni di capitale di rischio per le società obiettivo dell'UE e degli Stati Uniti, ripartita tra i nove settori più importanti dell'UE (livello 2 dei Global Industry Classification Standard). Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

Grafico E

Quota del valore aggregato delle operazioni di capitale di rischio destinata al settore dei software e dei servizi IT nel tempo

(indice, 2020 = 100)



Fonti: dati di PitchBook ed elaborazioni degli esperti della BCE.

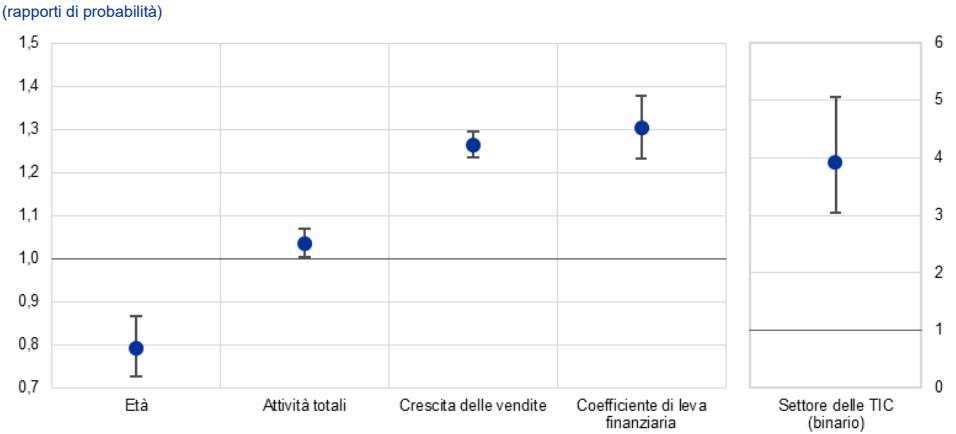
Note: percentuale del valore delle operazioni di capitale di rischio investita nel settore dei software e dei servizi IT nel tempo per le società obiettivo nell'UE e negli Stati Uniti. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

L'allocazione di capitali di rischio sostiene la produttività quando il capitale raggiunge le imprese operanti in settori e fasi con il maggiore potenziale di crescita. In base ai dati a livello di impresa, è più probabile che nell'UE i

finanziamenti tramite capitale di rischio siano allocati alle imprese più giovani, con un ritmo di espansione più rapido, e alle imprese operanti nei settori delle TIC (cfr. il grafico F). Ciò suggerisce che il capitale di rischio disponibile in genere sostiene le imprese che presentano una maggiore capacità di adattamento a nuove tecnologie e di aumento della produttività. Il fatto che le imprese con un grado più elevato di leva finanziaria abbiano anche maggiori probabilità di ricevere finanziamenti tramite capitale di rischio sottolinea ulteriormente l'importanza del finanziamento azionario quando le opportunità di crescita iniziano a superare il livello che il debito può sostenere. Nel complesso, i dati suggeriscono che un mercato più ampio dei capitali di rischio in Europa potrebbe incrementare la produttività consentendo a un maggior numero di imprese ad alto potenziale di crescita di espandersi.

Grafico F

Caratteristiche delle imprese associate all'ottenimento di finanziamenti tramite capitale di rischio



Fonti: dati di Capital IQ Preqin, Orbis ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: i rapporti di probabilit  sono ricavati da una regressione logistica delle imprese che ricevono capitale di rischio per la prima volta; le osservazioni successive alla prima ricezione del capitale di rischio sono escluse. Il gruppo di riferimento comprende le imprese dell'UE presenti nei dati Orbis che non hanno (ancora) ricevuto capitale di rischio, escluse quelle con pi  di 250 dipendenti. Le variabili esplicative sono caratteristiche delle imprese, ritardate di un anno, standardizzate (o binarie) con effetti fissi per anno, paese e settore. Le linee grigie rappresentano intervalli di confidenza del 95 per cento. I dati di Preqin relativi alle operazioni sono abbinati in base al nome ai dati di Orbis relativi alle imprese e agli anni, mantenendo il 25 per cento delle imprese di Preqin. Il campione   circoscritto alle piccole e medie imprese con un numero di dipendenti pari o inferiore a 250. Il settore delle TIC   pari a 1 per le imprese che svolgono attivit  connesse alle TIC secondo la classificazione statistica standard delle attivit  economiche nell'UE (NACE). I rapporti di probabilit  superiori/inferiori a 1 indicano una probabilit  maggiore/minore che le imprese ricevano capitale di rischio per la prima volta. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2024.

L'Europa non dovrebbe limitarsi ad aumentare la portata complessiva dei capitali di rischio, ma dovrebbe concentrarsi sui segmenti in cui le lacune sono pi  evidenti, migliorando allo stesso tempo il contesto di mercato pi  ampio in cui opera il capitale di rischio. L'Europa necessita di fondi di capitale di rischio di maggiori dimensioni e di una pi  ampia base di investitori istituzionali, compresi, in particolare, i fondi pensione, per fornire i volumi di capitale di rischio necessari alle imprese per espandersi². Riforme mirate potrebbero contribuire a convogliare una quota maggiore del risparmio pensionistico a lungo termine dell'Europa verso il finanziamento azionario, compreso il capitale di rischio. Tali sforzi dovrebbero essere integrati da misure volte ad agevolare maggiori investimenti transfrontalieri all'interno dell'UE e un sostegno pi  orientato ai settori strategici ad alto potenziale di crescita³. Pi  in generale, l'unione del risparmio e degli investimenti potrebbe contribuire a mobilitare i risparmi europei a lungo termine e convogliarli pi  efficacemente verso imprese innovative ad alto potenziale di espansione.

² In tale contesto, il riesame della Direttiva EPAP II, il quadro normativo dell'UE in materia di enti pensionistici aziendali o professionali, e una maggiore chiarezza sul "principio della persona prudente" potrebbero contribuire a ridurre l'incertezza normativa in merito agli investimenti dei fondi pensione nelle classi di attivit  pi  rischiose.

³ Proposte come quella relativa a un 28° regime per il diritto societario potrebbero ridurre la frammentazione giuridica e facilitare l'espansione transfrontaliera per imprese e investitori, mentre il riesame del quadro normativo europeo per i fondi di capitale di rischio potrebbe contribuire a rendere il regime pi  appetibile e fruibile per i gestori di fondi, compresi quelli di maggiori dimensioni.

Riferimenti bibliografici

Angeloni, I. e Cavallini, A. (2026), *“Feasible Steps to Finance Innovation in Europe: Six Proposals to Strengthen EU Capital Markets”*, *Institute for European Policymaking*, Università Bocconi, 9 gennaio.

Banu, E., Derin, T., Evrard, J., Lambert, C., Legran, D. e Schuster, W.E. (2026), *“Exploring the investor landscape for venture capital”*, *Financial Integration and Structure in the Euro Area 2026*, BCE, 7 maggio.

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

Fratto, C., Gatti, M., Kivernyk, A., Sinnott, E. e van der Wielen, W. (2024), *“The scale-up gap: Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union”*, *Economics – Thematic Studies*, Banca europea per gli investimenti, 24 luglio.

Kukies, J. e Noyer, C. (2026), *“Financing innovative ventures in Europe: Recommendations to close the scaleup financing gap, deepen the savings and investments union and strengthen Europe’s competitiveness”*, Ministero federale delle finanze, gennaio.

Schnabel, I. (2024), *“From laggard to leader? Closing the euro area’s technology gap”*, conferenza inaugurale dell’EMU Lab presso lo European University Institute, Firenze, 16 febbraio.

Vanacker, T.R. e Manigart, S. (2010), *“Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing”*, *Small Business Economics*, vol. 35, n. 1, pagg. 53-69.

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

Analisi degli effetti di propagazione della guerra in Medio Oriente sui consumi nell'area dell'euro

a cura di Neus Dausà i Noguera, Maria Dimou e Omiros Kouvavas

Nell'area dell'euro il clima di fiducia dei consumatori è notevolmente peggiorato nei mesi successivi all'inizio della guerra in Medio Oriente.

Tra febbraio e aprile l'indice del clima di fiducia dei consumatori (consumer confidence index, CCI), basato sulle risposte all'indagine condotta dalla BCE sulle loro aspettative (Consumer Expectations Survey, CES), è sceso di circa 12 punti in termini cumulati. Il calo ha avuto un'entità analoga alla flessione di 15 punti registrata nei primi due mesi seguiti all'invasione russa dell'Ucraina. Sebbene a maggio e a giugno l'indice CCI abbia segnato un parziale recupero, aumentando di 3,5 punti, resta da chiarire se il suo brusco calo iniziale abbia rispecchiato effettive variazioni nel comportamento dei consumatori o sia stato principalmente determinato da uno shock di fiducia, che, se si rivelasse temporaneo, avrebbe implicazioni più limitate per i consumi¹. Il presente riquadro affronta il tema collegando il clima di fiducia dei singoli consumatori ai consumi nominali da questi dichiarati per 16 categorie di spesa. L'analisi distingue tra beni di prima necessità e spese discrezionali².

In concomitanza con il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori, si è indebolita anche la dinamica dei consumi, come indicato dai consumatori dell'area dell'euro nell'edizione di aprile dell'indagine CES. Il grafico A mostra il tasso medio di crescita sul periodo corrispondente dei consumi nominali. L'evidenza suggerisce un significativo rallentamento della dinamica dei consumi. Dopo aver oscillato intorno a una media del 3-4 per cento dalla metà del 2024, ad aprile 2026 la crescita dei consumi nominali è scesa a circa il 2,5 per cento su base annua.

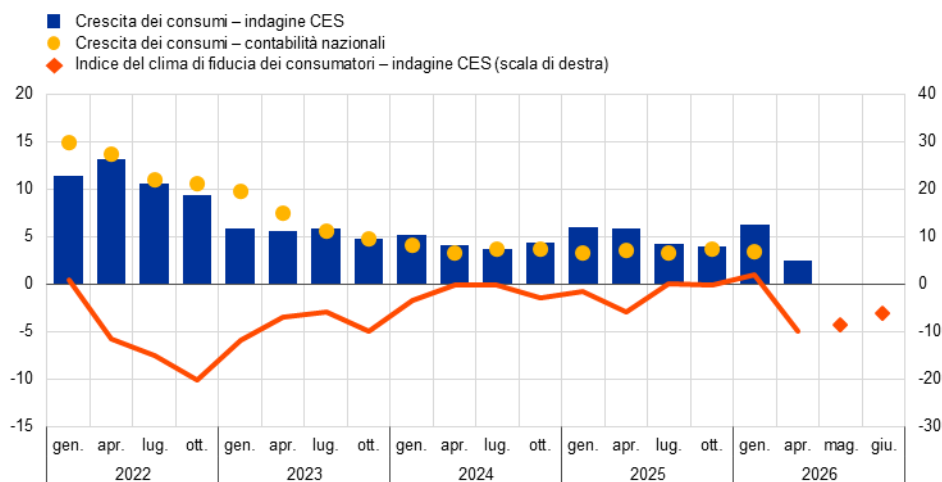
¹ Secondo la letteratura, il potere predittivo del clima di fiducia dei consumatori rispetto ai consumi riflette in larga misura la sua correlazione con le variabili economiche fondamentali, come il reddito attuale e atteso e le condizioni del mercato del lavoro. La componente autonoma del "clima di fiducia" ha un potere predittivo più contenuto, benché non trascurabile (cfr. Ludvigson, 2004; Carroll et al., 1994). Per riscontri basati sull'indagine CES, cfr. Baumann et al. (2025b).

² Una volta a trimestre alle famiglie viene chiesto di segnalare le spese in euro effettuate nel mese precedente. I beni di prima necessità comprendono i prodotti alimentari, l'alloggio e i beni energetici (inclusi i servizi di pubblica utilità e i trasporti), mentre tra le voci discrezionali figurano i servizi di ristorazione e bar, i viaggi e le attività ricreative, i beni durevoli (compresi gli acquisti di automobili o di altri veicoli, le vacanze e gli articoli di lusso) e le altre spese (tra cui quelle per sanità, istruzione, abbigliamento e calzature, nonché voci varie). Le informazioni sulla spesa per beni durevoli sono raccolte da gennaio 2021. Per ridurre al minimo l'impatto delle variazioni nella composizione del campione, l'analisi si concentra sui singoli tassi di crescita dei consumi nominali sul periodo corrispondente.

Grafico A

Crescita dei consumi nominali e clima di fiducia dei consumatori

(scala di sinistra: tassi di crescita sul periodo corrispondente; scala di destra: punti dell'indice)



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

Note: le barre blu mostrano la crescita dei consumi totali secondo l'indagine CES, mentre i punti gialli indicano il rispettivo tasso di crescita dei consumi nominali sul periodo corrispondente ricavato dalle contabilità nazionali. Nell'indagine CES la crescita dei consumi è calcolata come media ponderata dei tassi di crescita dei consumi individuali, utilizzando coefficienti di ponderazione applicati all'indagine, ai redditi e ai consumi, ed è basata su osservazioni entro una deviazione standard pari a ± 1 della distribuzione sottostante. Le osservazioni fino ad aprile 2026 incluso sono trimestrali; quelle relative a maggio e a giugno 2026 sono mensili. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026 per la crescita dei consumi ricavata dall'indagine CES, al primo trimestre del 2026 per la crescita dei consumi desunta dalle contabilità nazionali e a giugno 2026 per l'indice del clima di fiducia dei consumatori basato sull'indagine CES.

Tale rallentamento è stato soprattutto determinato da una crescita più debole delle categorie di spesa discrezionale.

Il grafico B mostra la variazione della crescita dei consumi sul periodo corrispondente nelle varie categorie di spesa rispetto alla media dei dodici mesi precedenti l'inizio della guerra. L'adeguamento non è stato uniforme. Le categorie discrezionali, per le quali è più facile posticipare la spesa, hanno registrato il calo maggiore, mentre la spesa nominale per l'energia è aumentata, principalmente per effetto dei maggiori costi di trasporto, inclusi quelli dei carburanti. Gli altri beni di prima necessità, in particolare l'alloggio e i prodotti alimentari, hanno mostrato una buona tenuta³. Sembra inoltre che le famiglie a più alto reddito abbiano adeguato la propria spesa in misura superiore alle famiglie a più basso reddito. Ciò è coerente con i maggiori margini di cui dispongono le famiglie con redditi più elevati per modificare la propria spesa, in particolare posticipando gli acquisti discrezionali come abbigliamento e calzature di lusso o attrezzature sportive, riducendo i viaggi o limitando i servizi non essenziali come trattamenti benessere opzionali e servizi simili. Per contro, le famiglie a più basso reddito hanno corretto soprattutto la spesa per beni durevoli, ristoranti e bar. Ciò probabilmente riflette il più limitato margine di adeguamento delle famiglie con redditi più contenuti, dato che una quota maggiore delle loro risorse finanziarie è assorbita dai beni di prima necessità. Nel complesso, l'indebolimento dei consumi nominali sembra essere stato in gran parte trainato dalle famiglie che, pur non avendo vincoli di bilancio, scelgono di differire la spesa in risposta all'accresciuta incertezza⁴. Sebbene anche i rincari associati alla guerra in Medio Oriente possano aver svolto

³ Ciò è in linea con quanto riscontrato per gli Stati Uniti in Andreolli et al. (2024) e per l'area dell'euro in Andreolli et al. (2025) e in Bobasu (2026).

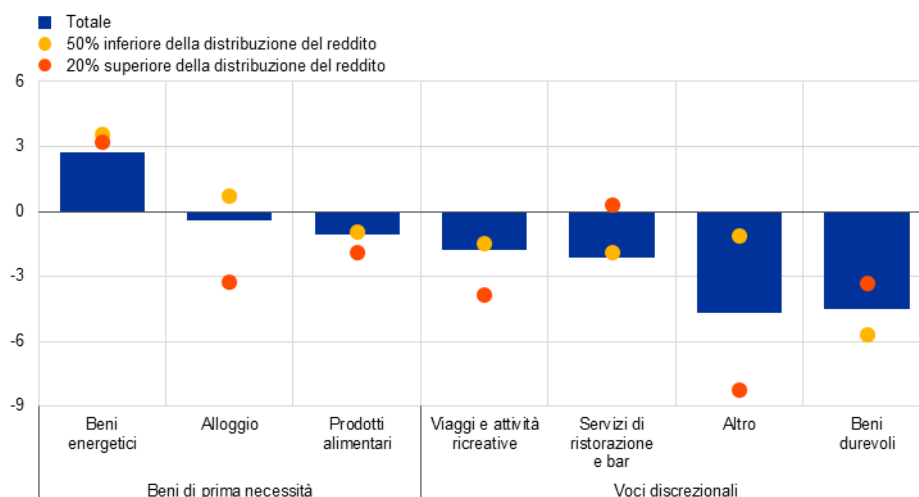
⁴ Le famiglie sono classificate come soggette a vincoli di bilancio se la spesa per beni di prima necessità (prodotti alimentari, alloggio e servizi di pubblica utilità) supera il 60 per cento del reddito mensile.

un ruolo, l'analisi che segue suggerisce la presenza di un canale del clima di fiducia che persiste anche se si tiene conto del reddito effettivo.

Grafico B

Deviazioni della crescita dei consumi sul periodo corrispondente per categorie di spesa e fasce di reddito

(deviazioni in punti percentuali dalla media dei dodici mesi precedenti)



Fonti: indagine CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le barre blu mostrano la deviazione in punti percentuali del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei consumi nominali ad aprile 2026 rispetto alla media registrata nei dodici mesi precedenti l'inizio della guerra. I punti mostrano le corrispondenti deviazioni in punti percentuali relative al 50 per cento inferiore e al 20 per cento superiore della distribuzione del reddito. Le fasce di reddito sono calcolate a livello (mensile) di edizione dell'indagine per ciascun paese. Per le definizioni delle categorie di spesa, cfr. la nota 2 a piè di pagina.

L'associazione tra il recente shock di fiducia e i consumi è stata più forte di quanto suggerito dagli andamenti storici.

Utilizzando i microdati dell'indagine CES è possibile stimare la correlazione tra le variazioni del clima di fiducia dei singoli consumatori e la crescita dei consumi⁵. Il grafico C mostra che le famiglie la cui fiducia si è ridotta in misura più marcata hanno anche evidenziato una maggiore contrazione dei consumi. A un calo di 10 punti del clima di fiducia sul periodo corrispondente si è accompagnata, in media, una flessione di circa 0,4 punti percentuali della crescita nominale dei consumi individuali su base annua ad aprile 2026. Tale effetto è significativamente superiore alla correlazione stimata per l'intero periodo del campione, che indica una riduzione di circa 0,2 punti percentuali, ed è comparabile per entità a quello osservato ad aprile 2022, dopo l'inizio della guerra russa in Ucraina. Ciò suggerisce che il canale del clima di fiducia è particolarmente influente nel caso di grandi shock che sono largamente percepiti come tali dai consumatori. In periodi ordinari le variazioni del clima di fiducia potrebbero in parte riflettere rumore statistico o percezioni idiosincratiche delle famiglie. Nel contesto della guerra in Medio Oriente, tuttavia, lo shock è generalizzato, rilevante e direttamente connesso a rischi per i prezzi dell'energia, l'inflazione e i redditi reali. Pertanto, il calo del clima di fiducia sembra avere un impatto più forte e immediato sui consumi. L'effetto è soprattutto determinato dalle famiglie prive di vincoli finanziari e dai consumi discrezionali. Ciò rafforza la tesi secondo cui il rallentamento non consegue da vincoli di reddito stringenti, quanto

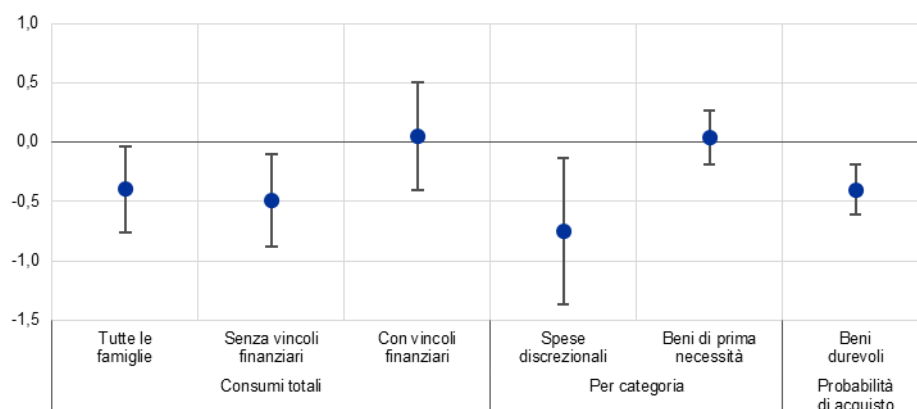
⁵ L'indice CCI basato sull'indagine CES è costruito a livello di singolo intervistato; cfr. Baumann et al. (2025b).

piuttosto dal differimento degli acquisti da parte delle famiglie, nei casi in cui queste abbiano margini per adeguare la tempistica delle proprie spese⁶.

Grafico C

Indice del clima di fiducia dei consumatori e crescita dei consumi dopo l'inizio della guerra in Medio Oriente

(coefficienti di regressione)



Fonti: indagine CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra i coefficienti di regressioni cross-section dei singoli tassi di crescita sul periodo corrispondente di ciascuna variabile di consumo ad aprile 2026 sulle variazioni del clima di fiducia dei consumatori sul periodo corrispondente, con effetti fissi per tempo, paese, reddito effettivo, istruzione, genere e fascia di età. Si riportano i coefficienti relativi a una riduzione di 10 punti del clima di fiducia dei consumatori. L'ultima colonna mostra l'effetto marginale ricavato da un modello probit in cui viene effettuata la regressione di una variabile dummy che indica la probabilità di acquisto di un bene durevole nel mese precedente utilizzando le stesse variabili. Le linee verticali (baffi) rappresentano intervalli di confidenza del 90 per cento.

Le perdite di reddito reale percepite potrebbero rappresentare un ulteriore rischio al ribasso.

Nell'edizione di aprile, ai partecipanti all'indagine CES è stato anche chiesto di indicare le proprie aspettative circa l'andamento del rispettivo reddito reale in uno scenario in cui la guerra in Medio Oriente inducesse un'inflazione persistente⁷. Circa il 40 per cento degli intervistati ha dichiarato di non aspettarsi alcun recupero. Ciò è rilevante per la dinamica dei consumi, in quanto la teoria del reddito permanente implica un più forte adeguamento dei consumi da parte delle famiglie quando le perdite di reddito sono percepite come persistenti anziché transitorie. I riscontri passati sono coerenti con questo meccanismo (cfr. Baumann et al., 2025a). Il grafico D mostra che le famiglie con attese di perdite permanenti di reddito reale hanno già mostrato segnali più forti di adeguamento della spesa. Ciò indica un rischio importante: se le famiglie dovessero percepire le perdite di reddito reale derivanti dal conflitto come persistenti e associarle a un minore potere d'acquisto reale, l'iniziale rallentamento indotto dal clima di fiducia potrebbe consolidarsi.

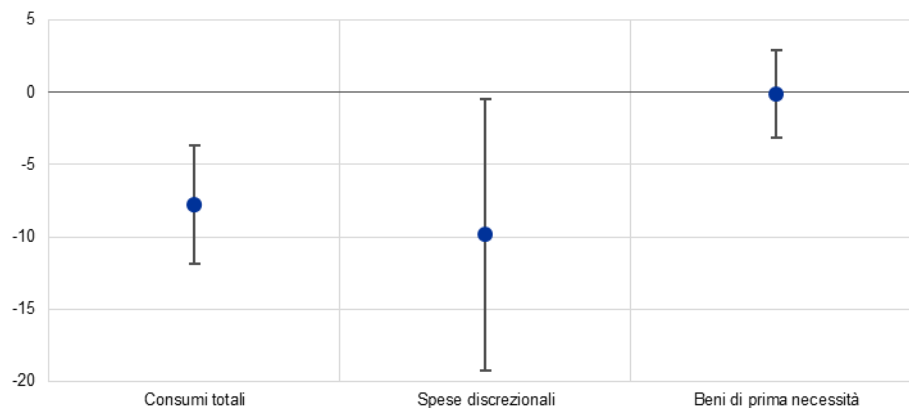
⁶ La correlazione tra clima di fiducia dei singoli consumatori e consumi documentata nel presente riquadro si basa sulle variazioni del clima di fiducia dei consumatori successive allo shock e sulla loro associazione con i consumi effettivamente realizzati, tenendo conto delle caratteristiche individuali. Essa differisce pertanto dalle risposte dei consumi di equilibrio generale basate su modelli ricavate sotto l'ipotesi di aspettative razionali nei modelli quantitativi HANK, in cui le risposte dei consumi aggregati sono tipicamente attribuite al canale del reddito reale; cfr. Bobasu e Dobrew (2026).

⁷ Agli intervistati è stata posta la seguente domanda: "Supponga che la guerra in Medio Oriente determini un aumento duraturo del livello generale dei prezzi nei prossimi dodici mesi nel paese in cui vive. In tale scenario, cosa si aspetterebbe che accada al reddito netto personale che ricava dalla sua fonte principale di entrate?" (traduzione non ufficiale). Le risposte possibili erano: a) che inizi a recuperare già nel 2026; b) che inizi a recuperare nel 2027; c) che inizi a recuperare solo nel 2028 o successivamente; d) che non ci sarà alcun recupero del mio reddito netto personale.

Grafico D

Perdite permanenti di reddito reale attese e crescita dei consumi

(variazioni in punti percentuali dei tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: indagine CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra i coefficienti ricavati da regressioni di tipo difference-in-difference in cui viene effettuata la regressione dei tassi di crescita dei consumi individuali sul periodo corrispondente di aprile 2026 su una variabile dummy pari a uno se l'intervistato ha indicato di non aspettarsi un successivo recupero del reddito reale. Le regressioni includono variabili di controllo a livello di tempo, di paese e individuale. Le linee verticali (baffi) rappresentano intervalli di confidenza del 90 per cento.

Nel complesso, la stretta correlazione tra il clima di fiducia dei consumatori e la crescita dei consumi suggerisce che potrebbero esserci nuovi rischi per i consumi se la recente ripresa del clima di fiducia dovesse rivelarsi temporanea.

Lo shock di fiducia nel contesto della guerra in Medio Oriente sembra aver esercitato un effetto frenante sulla domanda, che potrebbe gravare sulla dinamica di fondo dei consumi. Ulteriori rischi al ribasso potrebbero concretizzarsi se le famiglie dovessero percepire come persistenti le perdite di reddito reale derivanti dal conflitto. Essendo stato determinato dal clima di fiducia piuttosto che dal reddito, tuttavia, gran parte dell'adeguamento dei consumi potrebbe rivelarsi reversibile, nell'ipotesi di un allentamento delle tensioni e di una duratura ripresa del clima di fiducia. In questo caso, parte della spesa discrezionale che è stata differita potrebbe essere effettuata. Al momento della stesura del testo, i dati più recenti indicano un parziale miglioramento del clima di fiducia tra i consumatori dell'area dell'euro⁸. Nondimeno, tale indice permane significativamente al di sotto del livello precedente la guerra e le prospettive economiche sono circondate da notevole incertezza.

Riferimenti bibliografici

Andreolli, M., Rickard, N. e Surico, P. (2024), "[Non-Essential Business Cycles](#)", *Discussion Paper*, n. 19773, CEPR, 15 dicembre.

Andreolli, M., Rickard, N., Surico, P. e Vergeat, C. (2025), "[Discretionary Spending is the Cycle, and Why it Matters for Monetary Policy](#)", *Adapting to change: macroeconomic shifts and policy responses – ECB Forum on Central Banking*, 30 giugno-2 luglio 2025, BCE, Francoforte sul Meno.

⁸ Cfr., ad esempio, i [risultati relativi a giugno 2026 dell'indagine presso le imprese e i consumatori](#) condotta dalla Commissione europea.

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

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

Bobasu, A., (2026), "L'impatto dell'incertezza sulla spesa delle famiglie fa differenza tra beni e servizi?", riquadro 2 in Andersson, M., Bobasu, A., Saiz, L. e Scrofani, S., *Quanto costa l'ignoto: il peso dell'incertezza sull'economia dell'area dell'euro*, articolo 1 in questo numero del Bollettino.

Bobasu, A. e Dobrew, M. (2026), *La percezione del caldo non è uguale per tutti: prezzi dell'energia e consumi delle famiglie*, riquadro 3 in questo numero del Bollettino.

Carroll, C.D., Fuhrer, J.C. e Wilcox, D.W. (1994), "Does Consumer Sentiment Forecast Household Spending? If So, Why?", *The American Economic Review*, vol. 84, n. 5, pagg. 1397-1408.

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

La percezione del caldo non è uguale per tutti: prezzi dell'energia e consumi delle famiglie

a cura di Alina Bobasu e Michael Dobrew

La guerra in Medio Oriente ha determinato un brusco rialzo dei prezzi reali dei beni energetici che probabilmente graverà sull'attività economica nell'area dell'euro. Questo conflitto ha ancora una volta evidenziato la vulnerabilità dell'area agli shock sui prezzi dei beni energetici. Le quotazioni del greggio di qualità Brent sono aumentate sensibilmente dopo lo scoppio della guerra a fine febbraio, per effetto delle interruzioni delle forniture di greggio attraverso lo Stretto di Hormuz e del calo della produzione di petrolio in Medio Oriente. In quanto grande importatrice netta di beni energetici, l'area dell'euro sperimenta tale shock come un trasferimento effettivo del reddito reale al resto del mondo: un onere economico distribuito in modo disomogeneo tra le famiglie¹. Il presente riquadro esamina i meccanismi alla base degli effetti aggregati e distributivi degli shock sui prezzi energetici sui consumi delle famiglie nell'area dell'euro, basandosi su un modello quantitativo neokeynesiano con agenti eterogenei.

Il rincaro dell'energia influisce sulle ragioni di scambio delle economie importatrici di beni energetici ed erode il potere d'acquisto. In una grande economia aperta che è importatrice netta di beni energetici come l'area dell'euro, uno shock sui prezzi dell'energia agisce come un trasferimento del reddito reale al resto del mondo, peggiorando le ragioni di scambio e comprimendo i redditi reali². Come mostrato nel grafico A, il brusco rincaro dei beni energetici in termini reali, dal punto minimo toccato nel 2020, è stato accompagnato da un pronunciato deterioramento delle ragioni di scambio, che ha riflesso l'aumento del costo delle materie prime energetiche importate rispetto ai beni prodotti internamente³. Tale deterioramento ha gravato in misura significativa sul reddito disponibile reale delle famiglie e, a sua volta, sui consumi privati.

¹ Sebbene gli shock energetici esterni vengano assorbiti in maniera diversa dai vari settori dell'economia, il presente riquadro si concentra sul settore delle famiglie, data l'eterogeneità all'interno del modello utilizzato. Cfr. anche Battistini et al. (2026).

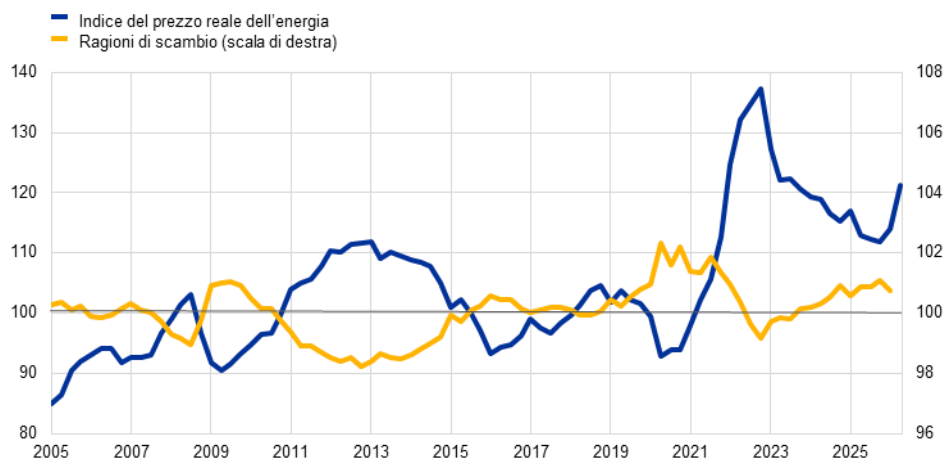
² Cfr. anche Arce et al. (2026).

³ Cfr. anche Bokan et al. (2018) e Battistini et al. (2023).

Grafico A

Indice del prezzo reale dell'energia e ragioni di scambio

(2015 = 100)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice del prezzo reale dell'energia è il rapporto tra la componente energetica della misura dell'inflazione basata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e lo IAPC complessivo. Le ragioni di scambio sono approssimate dal rapporto tra il deflatore del PIL e il deflatore dei consumi privati. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2026 per le ragioni di scambio e al secondo trimestre del 2026 per l'indice del prezzo reale dell'energia.

Tale impatto avverso sulle ragioni di scambio e sui redditi reali è avvertito in maniera molto diversa dalle varie famiglie, in quanto quelle a più basso reddito destinano una quota maggiore del proprio bilancio familiare ai beni energetici e dispongono di minori risorse per assorbire gli shock sui prezzi⁴. Le famiglie nel quintile di reddito più basso spendono circa il 9 per cento del reddito disponibile in beni energetici, a fronte di una media di circa il 5,5 per cento (cfr. il pannello a) del grafico B). Queste famiglie hanno inoltre una minore capacità di assorbimento rispetto a tali shock sui prezzi, dal momento che erodono le risorse accantonate, registrando un tasso di risparmio mediano negativo e pari a circa il -5,8 per cento del reddito disponibile nel quintile di reddito più basso. Pertanto non dispongono dei risparmi necessari per distribuire i consumi e dipendono quasi interamente dal reddito da lavoro, il che le espone quando la crescita è negativa (cfr. il pannello b) del grafico B).

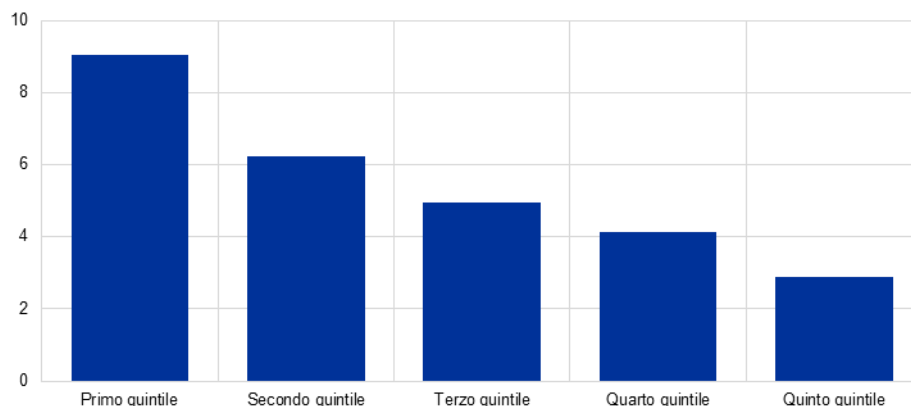
⁴ Cfr., ad esempio, Battistini et al. (2022) e Bobasu et al. (2025).

Grafico B

Spesa per beni energetici e risparmi detenuti tra le famiglie

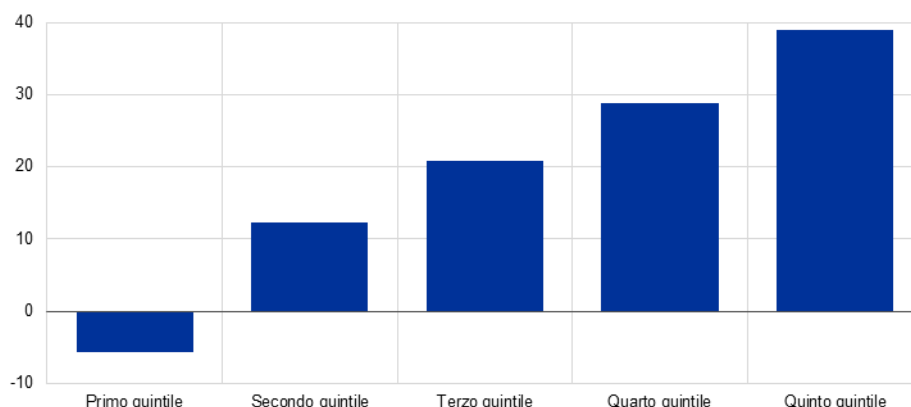
a) Spesa per beni energetici per quintili di reddito delle famiglie

(in percentuale del reddito disponibile)



b) Risparmi detenuti per quintili di reddito delle famiglie

(in percentuale del reddito disponibile)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico si basa sulle statistiche distributive dell'indagine sui bilanci delle famiglie ("Household budget survey") e sulle statistiche sperimentali delle serie di dati riguardanti reddito, consumi e ricchezza ("Income, consumption, and wealth") fornite dall'Eurostat. I dati fanno riferimento alle medie annue per il 2020.

Si utilizza un modello quantitativo neokeynesiano con agenti eterogenei, calibrato per l'area dell'euro, al fine di monitorare in che modo i risparmi detenuti dalle famiglie si traducano in una risposta dinamica dei consumi⁵.

Questo modello considera l'energia sia come un bene di consumo sia come un input di produzione, con tutta l'energia che viene importata dall'estero, in modo che qualsiasi aumento dei prezzi si traduca direttamente in una perdita di potere d'acquisto interno. Le famiglie si differenziano per reddito e ricchezza e pertanto anche per la quota di bilancio destinata ai beni energetici: le famiglie a reddito più basso spendono di più in termini relativi rispetto alle famiglie a reddito più elevato. Il modello è calibrato in modo da corrispondere a tali caratteristiche, nonché alla quota significativa di famiglie dell'area dell'euro che hanno risparmi limitati o nulli. Di conseguenza, alcune famiglie sono soggette a vincoli di liquidità e quindi non in

⁵ Un modello dell'agente rappresentativo, prescindendo dalle eterogeneità tra le famiglie, non riuscirebbe a rilevare l'impatto disomogeneo degli shock sui prezzi.

grado di modulare i consumi nel tempo, mostrando una maggiore propensione marginale al consumo a partire dal loro attuale reddito da lavoro⁶. Si calibra uno shock sui prezzi dell'energia per ricalcare l'aumento dell'indice di prezzo reale dell'energia nel secondo trimestre del 2026 rispetto alla media del 2025 del medesimo indice. L'analisi ipotizza che i tassi di interesse reali rimangano invariati. Ci si concentra, pertanto, su come lo shock sui prezzi energetici si trasmetta ai consumi attraverso i canali del reddito da lavoro e dei prezzi relativi.

Lo shock sui prezzi dell'energia è inequivocabilmente recessivo, dato che frena i consumi aggregati principalmente attraverso perdite di reddito disponibile reale. Poiché la maggior parte delle materie prime energetiche nell'area dell'euro è importata, i rincari dei beni energetici operano come trasferimento di reddito verso il resto del mondo che, a sua volta, deve essere distribuito tra le famiglie e le imprese dell'area. Dato che l'energia e il lavoro sono input complementari nel processo produttivo, le imprese non possono facilmente sostituire l'energia quando diviene più costosa e pertanto riducono la produzione e la domanda di lavoro. Ciò determina una contrazione dei salari reali e dei livelli di occupazione, amplificando così la perdita di reddito iniziale (cfr. il grafico C). Circa l'80 per cento del calo dei consumi aggregati riflette tali perdite indirette di reddito reale, con solo il 20 per cento determinato dalla perdita diretta di potere d'acquisto derivante dai rincari dei beni energetici. È importante sottolineare che il modello non tiene conto di altri canali di fiducia e incertezza che possono amplificare o alterare la trasmissione dello shock sui prezzi energetici, a seconda del più ampio contesto economico e geopolitico⁷.

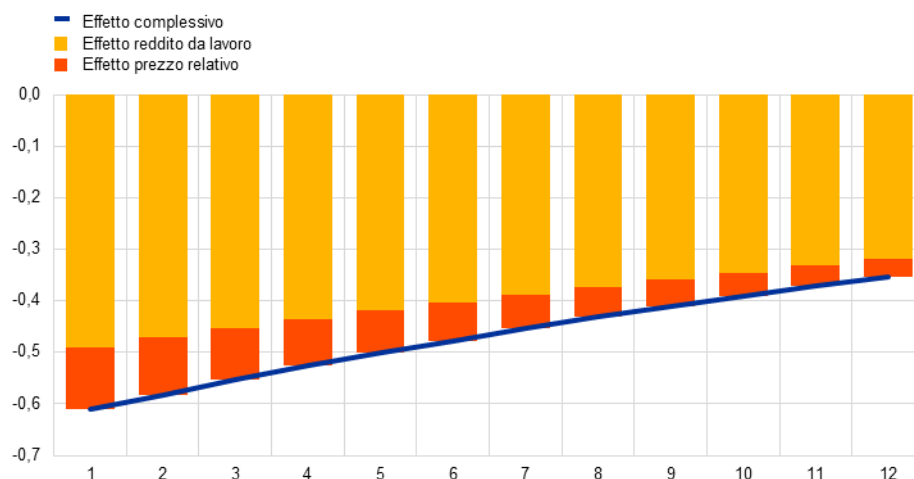
⁶ Nel presente riquadro si considerano le famiglie con vincoli di liquidità come appartenenti al quintile di ricchezza più basso, con poche o nessuna attività liquida e che dipendono prevalentemente dal reddito da lavoro. Di contro, le famiglie senza vincoli di liquidità sono quelle con sufficiente ricchezza da consentire loro di distribuire i consumi nel tempo. Le statistiche descrittive presentate nel grafico B classificano le famiglie per quintile di reddito; tuttavia, il modello è calibrato in modo da corrispondere alla distribuzione della ricchezza.

⁷ Cfr. Andersson et al. (2026) in questo numero del Bollettino.

Grafico C

Risposta dei consumi aggregati ai rincari dei beni energetici

(deviazione percentuale dallo scenario di base)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la scomposizione della risposta dei consumi aggregati a uno shock sui prezzi reali dell'energia. Tale shock è calibrato per ricalcare l'aumento dell'indice di prezzo reale dell'energia nel secondo trimestre del 2026 rispetto alla media del 2025 del medesimo indice. La voce "Effetto reddito da lavoro" riflette le variazioni dei consumi derivanti dalle variazioni dell'andamento dei salari reali e dell'occupazione. La voce "Effetto prezzo relativo" riflette le variazioni dei consumi derivanti da una variazione dei prezzi relativi dei beni energetici. Per ulteriori dettagli, cfr. anche l'appendice B in Bobasu et al. (2025). L'asse delle ascisse mostra i trimestri dopo lo shock iniziale.

Il calo dei consumi aggregati cela notevoli eterogeneità, in cui le famiglie con vincoli di liquidità sostengono un onere sproporzionatamente più elevato rispetto alle altre.

Le famiglie con vincoli di liquidità sono maggiormente colpite dai rincari dell'energia a causa di due canali che si rafforzano a vicenda⁸. In primo luogo, per tali famiglie i beni energetici rappresentano una quota maggiore della loro spesa ed essendo queste spesso vicine al livello di sussistenza, non possono trovare facilmente sostituti per tali acquisti. Di conseguenza, qualsiasi aumento dei prezzi dei beni energetici consuma una quota maggiore del loro reddito disponibile rispetto alle famiglie senza vincoli. In secondo luogo, le famiglie con vincoli di liquidità dipendono maggiormente dal reddito da lavoro e in genere dispongono di minori risparmi, il che lascia loro scarsa capacità di distribuire i consumi nel tempo in caso di contrazione sia dell'occupazione sia dei salari. Le famiglie prive di vincoli finanziari, per contro, sono in grado di attingere a una gamma più ampia di fonti di reddito e dispongono in genere di risparmi sufficienti per attenuare tale shock. Di conseguenza, i consumi diminuiscono in misura doppia per le famiglie con vincoli di liquidità, circa l'1,4 per cento contro lo 0,7 delle famiglie senza vincoli di liquidità in corrispondenza dello shock iniziale, e ciò sottolinea l'impatto regressivo sui consumi privati degli shock sui prezzi dell'energia (cfr. il grafico D)⁹.

⁸ Cfr. anche Bobasu et al. (2024).

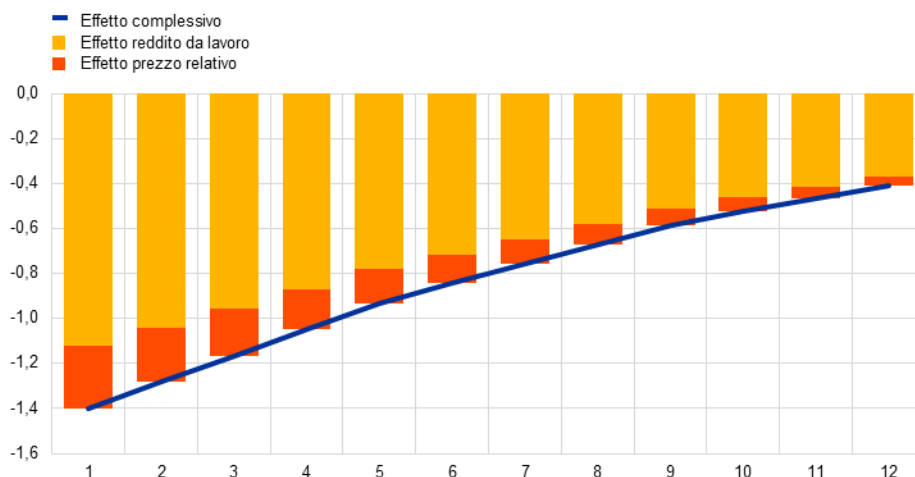
⁹ L'analisi non tiene conto di altri canali di impatto, quali i canali dell'incertezza o della fiducia. Per un'analisi del modo in cui gli effetti del basso livello di fiducia si tradurrebbero nella spesa aggregata e distributiva, cfr. Dausà i Noguera et al. (2026) in questo numero del Bollettino.

Grafico D

Scomposizione dei consumi per famiglie con e senza vincoli di liquidità in risposta ai rincari dei beni energetici

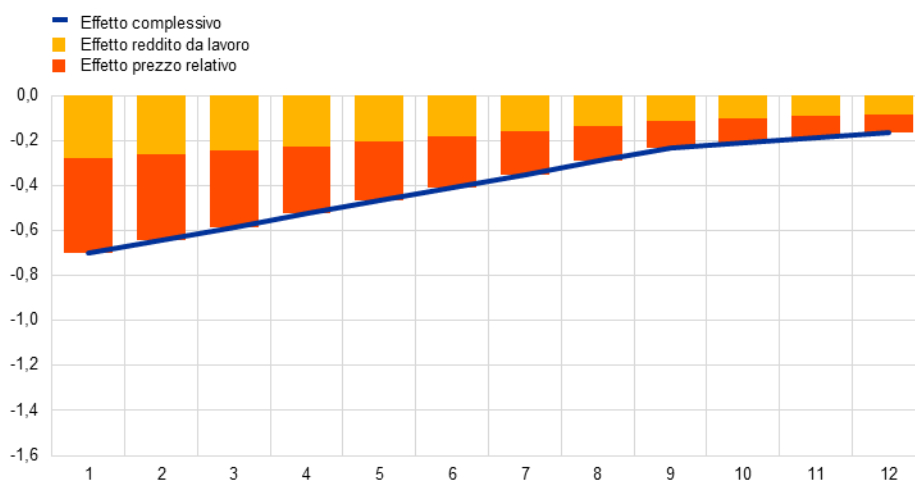
a) Famiglie con vincoli di liquidità

(deviazioni percentuali dalla condizione di equilibrio)



b) Famiglie senza vincoli di liquidità

(deviazioni percentuali dalla condizione di equilibrio)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la scomposizione della risposta dei consumi delle famiglie con e senza vincoli di liquidità nel contesto di un orientamento di politica monetaria neutro. Le famiglie con vincoli di liquidità sono quelle nel quintile di ricchezza più basso, mentre le famiglie senza vincoli sono quelle nel secondo quintile di ricchezza più alto. Lo shock sui prezzi energetici è calibrato per ricalcare l'aumento dell'indice di prezzo reale dell'energia nel secondo trimestre del 2026 rispetto alla media del 2025 del medesimo indice. La voce "Effetto reddito da lavoro" riflette le variazioni dei consumi derivanti dalle variazioni dell'andamento dei salari reali e dell'occupazione. La voce "Effetto prezzo relativo" riflette le variazioni dei consumi derivanti da una variazione dei prezzi relativi dei beni energetici. L'asse delle ascisse mostra i trimestri dopo lo shock iniziale.

I rincari dei beni energetici successivi allo scoppio della guerra in Medio Oriente hanno mostrato la tendenza ad avere un impatto regressivo sui bilanci delle famiglie, il che a sua volta ha influito sul modo in cui lo shock sui prezzi si è trasmesso ai consumi aggregati. Poiché, nell'area dell'euro, la maggior parte delle materie prime energetiche viene importata, i rincari dei beni energetici operano come un trasferimento di reddito verso il resto del mondo, che influisce in modo

disomogeneo sulle famiglie¹⁰. Se i prezzi dei beni energetici dovessero rimanere elevati, è probabile che tali pressioni distributive svolgano un ruolo nella risposta dei consumi aggregati. Al tempo stesso, altri canali quali il clima di fiducia e l'incertezza sembrano essere importanti nella trasmissione del più recente shock sui prezzi dell'energia, in quanto la guerra in Medio Oriente ha determinato un aumento dell'incertezza geopolitica¹¹. Infine, mentre il protocollo d'intesa tra Stati Uniti e Iran ha inizialmente migliorato la prospettiva di un'inversione duratura dei corsi petroliferi, attenuando così la perdita di potere d'acquisto e il suo impatto sui consumi privati, gli sviluppi più recenti hanno offuscato le prospettive. Di conseguenza, è probabile che gli elevati prezzi dei beni energetici si rivelino più persistenti, prolungando l'impatto negativo sui redditi reali delle famiglie e sulla spesa per consumi.

Riferimenti bibliografici

Andersson, M., Bobasu, A., Saiz, L. e Scrofani, S. (2026), *Quanto costa l'ignoto: il peso dell'incertezza sull'economia dell'area dell'euro*, articolo 1 in questo numero del Bollettino.

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.

Bańkowski, K., Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Freier, M., Jacquinet, P. e Muggenthaler, P. (2023), [Politiche di bilancio e inflazione elevata](#), articolo 1 nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

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

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

Battistini, N., Bobasu, A., Dinis Rigato, R. e Kase, H. (2026), [Risparmia le energie: il possibile impatto della guerra in Medio Oriente sui risparmi delle famiglie e sull'economia](#), riquadro 4 nel numero 3/2026 di questo Bollettino.

Bobasu, A., Charalambakis, E. e Kouvavas, O. (2024), [L'adeguamento dei comportamenti di spesa e di risparmio delle famiglie a fronte dell'inflazione elevata](#), riquadro 3 nel numero 2/2024 di questo Bollettino.

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

¹⁰ Al tempo stesso, misure mirate di politica di bilancio possono fornire un certo sostegno e attenuare i danni subiti dalle famiglie con vincoli di liquidità. Cfr. Bankowski et al. (2023).

¹¹ Cfr. Dausà i Noguera et al. (2026) e Gareis (2026).

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

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

Gareis, J. (2026), *Il rincaro del petrolio dovuto alla guerra in Medio Oriente: valutazione dei fattori che ostacolano la crescita nell'area dell'euro*, riquadro 4 nel numero 4/2026 di questo Bollettino.

L'occupazione giovanile in un contesto di raffreddamento della domanda di lavoro

a cura di David Chaloupka e António Dias da Silva

Il presente riquadro analizza le ultime tendenze osservate nell'area dell'euro per far luce sul recente deterioramento delle prospettive occupazionali per i giovani in età lavorativa. I timori in merito all'occupazione giovanile si sono particolarmente diffusi a partire dal 2023, con l'emergere dell'intelligenza artificiale (IA) generativa. Un'ipotesi spesso avanzata è che i progressi nell'intelligenza artificiale stiano sostituendo le occupazioni che richiedono minori livelli di competenza, limitando le opportunità di lavoro per i giovani. Il presente riquadro si propone di determinare in quale misura intervengano fattori ciclici o di carattere più strutturale a influenzare il mercato del lavoro nell'area dell'euro.

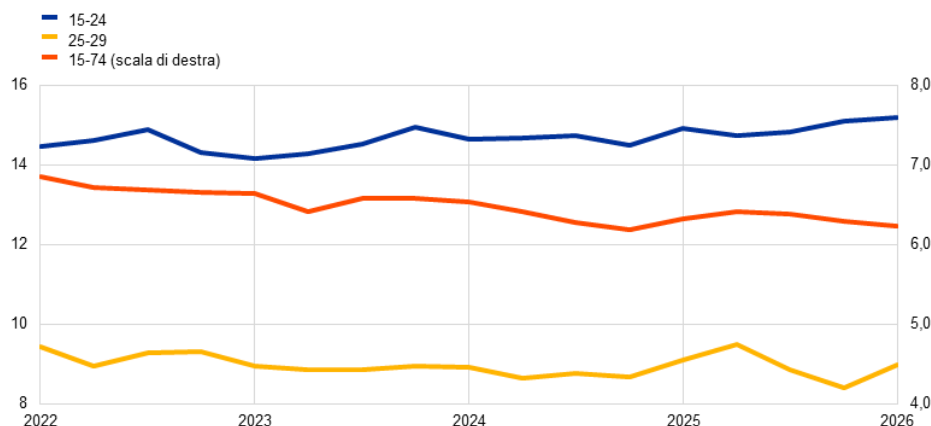
L'allentamento delle tensioni nel mercato del lavoro dell'area dell'euro osservato a partire dal 2023 ha avuto un effetto più marcato sui giovani rispetto alle forze di lavoro nel complesso. Il rapporto fra il tasso di disoccupazione giovanile e quello complessivo è salito al 2,4 per cento nel primo trimestre del 2026, dal 2,1 del primo trimestre del 2023, evidenziando un indebolimento, in termini relativi, del mercato del lavoro per i giovani in età lavorativa. In tale periodo, il tasso di disoccupazione nella fascia di età compresa tra i 15 e i 74 anni è sceso di 0,3 punti percentuali, portandosi al 6,3 per cento (cfr. il pannello a) del grafico A). Per contro, il tasso di disoccupazione giovanile (età compresa tra i 15 e i 24 anni) si è collocato al 15,1 per cento nel primo trimestre del 2026, superando di 0,6 punti percentuali la media del 2023, a indicazione del fatto che i giovani lavoratori non hanno beneficiato in misura proporzionale del generale miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro nel periodo di osservazione. Tale dato è confermato dagli andamenti delle forze di lavoro: il contributo dei giovani è aumentato di appena lo 0,5 per cento tra il primo trimestre del 2023 e il primo trimestre del 2026, a fronte di un incremento complessivo delle forze di lavoro pari al 2,6 per cento; al contempo, il tasso di partecipazione giovanile è sceso di 0,8 punti percentuali, mentre il tasso di partecipazione in termini aggregati è aumentato in misura pressoché analoga. Quanto ai lavoratori di età compresa tra i 25 e i 29 anni, la cui partecipazione al mercato del lavoro è molto più radicata, il tasso di disoccupazione relativo è aumentato, dall'8,9 osservato nel primo trimestre del 2023, al 9,0 nel primo trimestre del 2026. Analogamente, anche la crescita dell'occupazione fra i giovani ha evidenziato un significativo rallentamento, divenendo negativa negli ultimi trimestri, dopo una dinamica relativamente vigorosa fino a metà 2023 (cfr. il pannello b) del grafico A), mentre la crescita dell'occupazione nella fascia di età tra i 25 e i 29 anni ha segnato un rialzo nei trimestri recenti.

Grafico A

Tasso di disoccupazione e crescita dell'occupazione per fascia di età

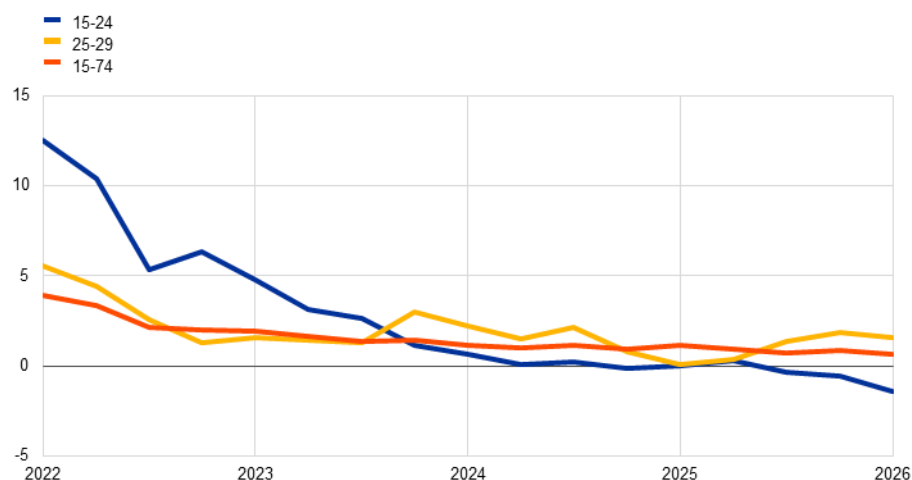
a) Disoccupazione

(in percentuale delle forze di lavoro)



b) Occupazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2026. Dati trimestrali destagionalizzati.

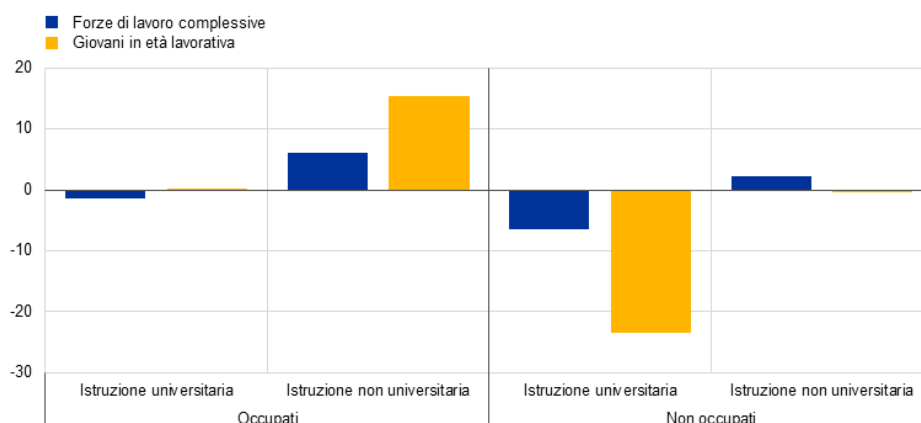
L'andamento del mercato del lavoro meno favorevole per i giovani si riflette nelle loro percezioni riguardo alle prospettive occupazionali. Nell'ambito dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE a ottobre 2025 è stato chiesto agli intervistati se, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, il momento in cui è stata svolta l'indagine fosse positivo o negativo per cercare lavoro. La maggioranza degli intervistati ha ritenuto che le condizioni per la ricerca di un impiego non fossero peggiori rispetto a un anno prima. Tuttavia, la valutazione dei lavoratori non occupati con istruzione universitaria è stata considerevolmente più negativa. Tra i giovani non occupati con istruzione universitaria, il saldo netto tra risposte positive e negative si è collocato al -23 per cento, mentre i lavoratori con istruzione di livello non universitario hanno tendenzialmente espresso visioni meno negative (cfr. il grafico B). I giovani in età lavorativa con un livello di istruzione elevato hanno attribuito la loro valutazione più negativa soprattutto alla percepita scarsità di adeguate posizioni di lavoro aperte.

Per contro, i giovani in età lavorativa con e senza istruzione universitaria hanno espresso opinioni sostanzialmente analoghe riguardo alle condizioni economiche generali e ai salari offerti.

Grafico B

Prospettive sul mercato del lavoro

(saldo netto, punti percentuali)



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

Nota: il grafico si basa sulle risposte alla domanda "Rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, a suo parere è o non è un buon momento per cercare lavoro?" (traduzione non ufficiale) riferita a ottobre 2025.

Il deterioramento delle condizioni economiche tende ad avere un impatto maggiore sui giovani in età lavorativa.

Quando l'attività economica rallenta, questa classe di lavoratori è solitamente colpita in maniera sproporzionata dalla contrazione delle opportunità di assunzione. Inoltre, i giovani lavoratori sono tendenzialmente i primi a essere licenziati nelle fasi di rallentamento economico, a causa della minore anzianità lavorativa e della maggiore incidenza dei contratti di lavoro a tempo determinato e di altre forme di precariato. La maggiore sensibilità ciclica dell'occupazione giovanile rispetto ad altri gruppi è ben documentata (cfr., ad esempio, BCE, 2021).

Per valutare se le prospettive occupazionali dei giovani in età lavorativa siano insolitamente deboli, occorre tenere conto del vigore dell'economia in termini più ampi.

Una versione dinamica della legge di Okun collega la crescita dell'occupazione, sia tra i giovani sia tra le persone in età lavorativa nel complesso, all'espansione del PIL in termini reali, tenendo conto dei valori ritardati per entrambe le variabili. Quando tali variabili si muovono in linea con gli andamenti storici, il residuo dell'equazione è pari a zero. Un residuo positivo indica una dinamica occupazionale forte, mentre un residuo negativo ne segnala una debole.

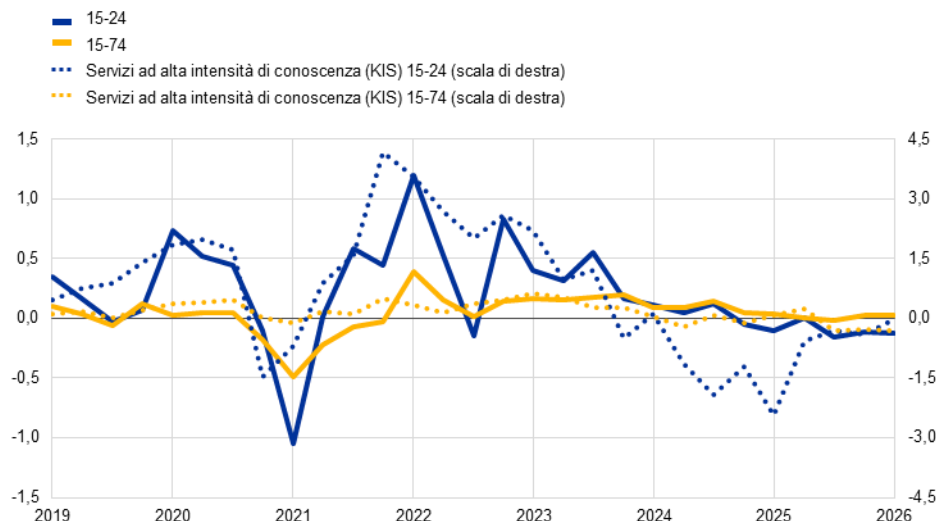
Se comparato alla crescita del PIL, il recente andamento dell'occupazione giovanile è sostanzialmente in linea con la normale dinamica ciclica.

Dopo la vigorosa dinamica osservata nel periodo 2022-2023, l'occupazione complessiva si è progressivamente normalizzata verso la fine del 2024 (cfr. il grafico C). Per i giovani in età lavorativa il residuo è risultato significativamente più ampio, con una forte creazione di posti di lavoro nel biennio 2022-2023, cui hanno fatto seguito residui lievemente negativi a partire da fine 2024, in linea con la normalizzazione seguita a un periodo di robusta creazione di posti di lavoro.

Grafico C

Residui delle stime derivanti dall'applicazione dinamica della legge di Okun

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2026. Media mobile di quattro trimestri. I servizi ad alta intensità di conoscenza (Knowledge-intensive services, KIS) comprendono le tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), i servizi finanziari e i servizi professionali. Le stime si basano su dati relativi al periodo compreso fra il primo trimestre del 2008 e il primo trimestre del 2026. I residui derivano da una relazione dinamica basata sulla legge di Okun che correla il tasso di crescita dell'occupazione totale sul trimestre precedente al contemporaneo tasso di crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente e a un ritardo ciascuno per la crescita dell'occupazione e la crescita del PIL.

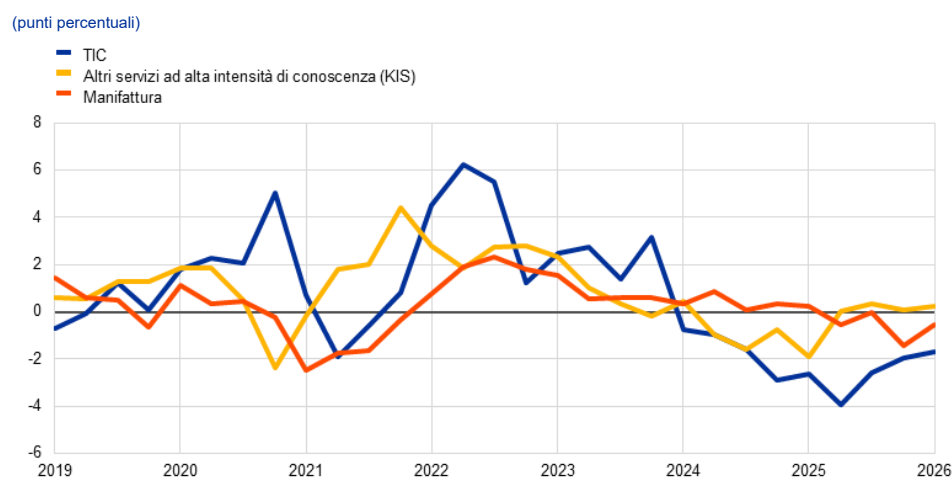
Dopo diversi anni di crescita insolitamente sostenuta, l'occupazione nei servizi ad alta intensità di conoscenza (Knowledge-intensive services, KIS) si è moderata. I settori relativi alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), ai servizi finanziari e ai servizi professionali sono di particolare interesse, in quanto sono potenzialmente più esposti all'automazione delle mansioni di concetto e hanno registrato bruschi cali dell'occupazione negli ultimi trimestri. Dopo due anni di robusta creazione di posti di lavoro rispetto alla crescita del PIL in termini reali, il residuo è diventato negativo a metà del 2024 e ha recuperato solo di recente. Ciò è in linea con una correzione rispetto alla forte crescita dell'occupazione successiva alla pandemia e si riflette nel pessimismo espresso dai giovani in età lavorativa con un livello di istruzione elevato nell'indagine CES di ottobre 2025. I residui per i lavoratori con istruzione universitaria hanno seguito un andamento simile, diventando negativi per quattro trimestri prima di tornare in territorio positivo dalla metà del 2025.

Gli andamenti dell'occupazione segnalano una considerevole dispersione nei servizi ad alta intensità di conoscenza. Tra il primo trimestre del 2023 e il primo trimestre del 2026 l'occupazione tra i giovani in età lavorativa è diminuita del 18,6 per cento nel settore delle TIC, del 5,3 nei servizi professionali e del 3,1 nei servizi finanziari. Se si analizzano tali andamenti a fronte della crescita nei rispettivi settori, i residui della regressione basata sulla legge di Okun sono particolarmente negativi nel segmento delle TIC, il che suggerisce una moderazione che va al di là degli attuali andamenti ciclici (cfr. il grafico D). Per contro, la dinamica dell'occupazione nei servizi professionali e in quelli finanziari è ora maggiormente allineata all'attività settoriale, dopo gli andamenti negativi osservati dal 2024. La recente normalizzazione è stata sostenuta principalmente dal settore finanziario,

mentre i servizi professionali mostrano ancora debolezza. L'occupazione fra i giovani in età lavorativa è diminuita anche nel settore industriale, in modo sostanzialmente coerente con la debolezza di tale settore, ma di recente si è ulteriormente deteriorata: i residui derivanti dall'applicazione della legge di Okun suggeriscono una dinamica dell'occupazione più negativa di quanto comporterebbero gli andamenti ciclici da soli.

Grafico D

Residui delle stime derivanti dall'applicazione dinamica della legge di Okun per i giovani in età lavorativa – dispersione settoriale



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2026. Fascia d'età 15-24. Media mobile di quattro trimestri. Gli "Altri servizi ad alta intensità di conoscenza (KIS)" comprendono i servizi finanziari e quelli professionali. Le stime si basano su dati relativi al periodo compreso fra il primo trimestre del 2008 e il primo trimestre del 2026. I residui derivano da una relazione dinamica basata sulla legge di Okun che correla il tasso di crescita dell'occupazione sul trimestre precedente al contemporaneo tasso di crescita del valore aggiunto lordo (VAL) in termini reali sul trimestre precedente e a un ritardo ciascuno per la crescita dell'occupazione e la crescita del VAL.

Nel complesso, il raffreddamento dell'economia dell'area dell'euro, e quindi del mercato del lavoro, ha colpito i giovani in età lavorativa. Tenendo conto dell'andamento del PIL in termini reali, le attuali prospettive per il mercato del lavoro restano deboli. Al tempo stesso, tale debolezza ha fatto seguito a un periodo di creazione di posti di lavoro insolitamente robusta e potrebbe in parte essere considerata un normale riequilibrio (cfr. Arce e Sondermann, 2024; Berson et al., 2024). I dati finora disponibili ancora non consentono di attribuire tale andamento specificamente all'IA generativa o al lavoro da remoto. Diversi studi focalizzati sugli Stati Uniti documentano evidenze coerenti con un'influenza negativa dell'IA generativa sull'occupazione dei giovani in età lavorativa (cfr. Brynjolfsson et al., 2025; Dominski e Lee, 2025; Massenkoff e McCrory, 2026), mentre Lambert e Schindler (2026) attribuiscono le minori assunzioni nelle posizioni iniziali della carriera all'aumento del lavoro da remoto, piuttosto che all'IA generativa. Per l'area dell'euro, i risultati delle indagini mostrano che i giovani in età lavorativa con un livello di istruzione elevato tendono a esprimere opinioni prevalentemente positive circa l'impatto dell'IA sulle loro prospettive occupazionali e le imprese che investono nell'IA segnalano una maggiore crescita dell'occupazione (cfr. Dias da Silva e Weissler, 2025; Lebastard e Sondermann, 2026). Inoltre, nel periodo compreso tra il 2011 e il 2019, caratterizzato da progressi nel deep learning prima della comparsa dell'IA generativa, le quote di occupazione sono aumentate nelle professioni più

esposte all'IA, in particolare in quelle con una percentuale relativamente più elevata di lavoratori più giovani e qualificati (cfr. Albanesi et al., 2025). È necessario continuare a monitorare tali andamenti mentre l'IA generativa progredisce e i suoi effetti sul mercato del lavoro diventano più chiari.

Riferimenti bibliografici

Albanesi, S., Dias da Silva, A., Jimeno, J.F., Lamo, A. e Wabitsch, A. (2025), "New technologies and jobs in Europe", *Economic Policy*, vol. 40, n. 121, gennaio, pagg. 71-139.

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

Banca centrale europea (BCE) (2021), "[Employment and the conduct of monetary policy in the euro area](#)", *Occasional Paper Series*, n. 275, settembre

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

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*, novembre.

Dias da Silva, A. e Weissler, M. (2025), "[AI adoption and employment prospects](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, Francoforte sul Meno, 21 marzo.

Dominski, J. e Lee, Y.S. (2025), "Advancing AI Capabilities and Evolving Labor Outcomes", arXiv, n. 2507.08244.

Lambert, P.J. e Schindler, Y. (2026), "The Broken Ladder: AI, Remote Work, and Early-Career Hiring", *SSRN Working Paper*, maggio.

Lebastard, L. e Sondermann, D. (2026), "[Artificial Intelligence: friend or foe for hiring in Europe today?](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, Francoforte sul Meno, 4 marzo.

Massenkoff, M. e McCrory, P. (2026), "Labor market impacts of AI: A new measure and early evidence", *Anthropic*, Washington D.C., 5 marzo.

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

a cura di Catherine Elding, Richard Morris, Zsuzsanna Riedel e
Moreno Roma

Il presente riquadro riassume i principali risultati emersi dai recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 76 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro¹. Le interlocuzioni si sono svolte principalmente tra il 22 giugno e il 1° luglio 2026, ossia poco dopo la firma, a metà giugno, del protocollo di intesa tra Stati Uniti e Iran, che è poi venuto meno agli inizi di luglio in un contesto di rinnovate ostilità nell'area dello Stretto di Hormuz.

Le società contattate hanno segnalato una crescita moderata dell'attività nel secondo trimestre e prospettive di una dinamica sostanzialmente invariata nel terzo. Sebbene la guerra in Medio Oriente e il conseguente aumento dei prezzi dei carburanti abbiano ridotto i viaggi e gravato in qualche misura sulla spesa per consumi, l'impatto complessivo sull'attività è apparso piuttosto limitato. Ciò è in parte riconducibile al fatto che alcune imprese hanno beneficiato della minore pressione concorrenziale esercitata dalle imprese asiatiche, i cui costi sono aumentati in misura maggiore o le cui forniture sono state temporaneamente interrotte, e degli acquisti a fini precauzionali effettuati in previsione di rincari. Ne è derivato uno spostamento della composizione della crescita a favore della manifattura e a scapito dei servizi. Tuttavia, l'economia mondiale ha mostrato capacità di tenuta e le economie asiatiche una notevole flessibilità nel superare le turbative causate dal blocco dello Stretto di Hormuz; inoltre, il commercio internazionale è tornato a crescere vigorosamente.

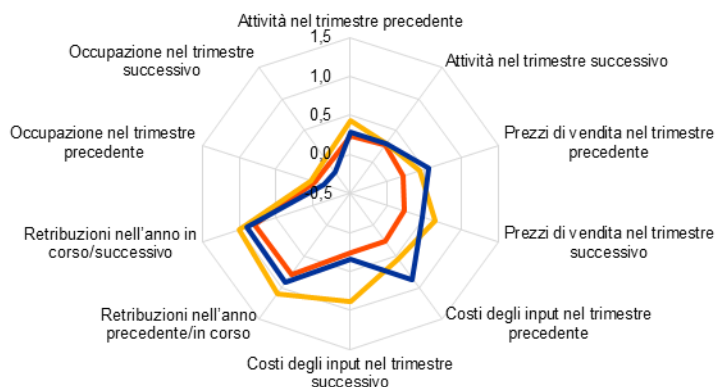
¹ Per ulteriori informazioni sulla natura e la finalità di tali contatti, cfr. Elding, Morris e Slavík (2021).

Grafico A

Sintesi delle indicazioni fornite su attività, occupazione, prezzi e costi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)

- Edizione corrente
- Edizione precedente
- Media storica



Fonte: BCE.

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

È stata segnalata una crescita contenuta della spesa per consumi. Gli esercenti al dettaglio di beni alimentari hanno affermato che nel secondo trimestre i rincari dei carburanti hanno ridotto le risorse disponibili per altri acquisti e rafforzato la tendenza dei consumatori a passare dai prodotti di marca a quelli a marchio del distributore. Nel commercio al dettaglio di abbigliamento la domanda si è ridotta nella fascia di prezzo intermedia, mentre hanno continuato a crescere le vendite di articoli senza marchio e di lusso, nonché le vendite presso gli outlet. Nell'elettronica di consumo la domanda di prodotti di medie dimensioni ha beneficiato di un ciclo di ripresa per la necessità di sostituire gli articoli acquistati durante la pandemia. Le condizioni generali del mercato sono state tuttavia difficili, data la crescente offerta da parte dei produttori cinesi di prodotti innovativi a prezzi contenuti. Secondo circa la metà degli operatori al dettaglio intervistati, il conflitto in Medio Oriente avrebbe ridotto la domanda da parte dei consumatori; altri, invece, hanno espresso valutazioni più positive, sottolineando la sorprendente capacità di tenuta della spesa per consumi. Tali valutazioni positive riguardavano in particolare le vendite di automobili, in ripresa grazie agli incentivi per l'acquisto di veicoli elettrici reintrodotti da alcuni governi, all'introduzione di modelli più accessibili in un contesto di crescente concorrenza da parte dei produttori cinesi, e a un miglioramento dell'atteggiamento dei consumatori nei confronti dei veicoli elettrici, favorito dal rincaro dei carburanti.

La guerra in Medio Oriente ha ridotto i viaggi aerei, anche se con variazioni della domanda che potrebbero favorire il turismo estivo nell'area dell'euro.

Secondo le società contattate nel settore del trasporto aereo, nel secondo trimestre

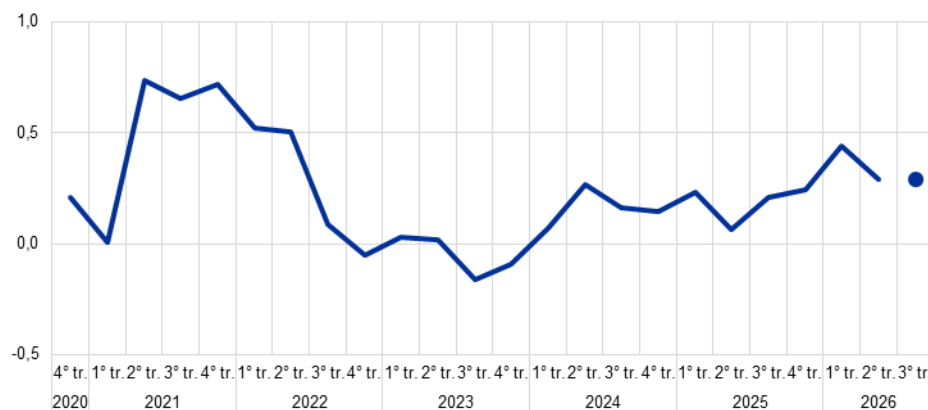
il traffico da e verso gli aeroporti dell'area è stato inferiore di circa il 2-4 per cento rispetto ai livelli che si sarebbero altrimenti registrati. Ciò è riconducibile in parte alla riduzione della capacità su rotte meno redditizie da parte delle compagnie aeree, e in parte al calo, superiore alle attese, della domanda dei passeggeri in risposta all'aumento dei prezzi dei biglietti. Tuttavia, le prospettive per l'estate sono al momento "discrete", grazie a una nuova diminuzione delle tariffe aeree e alle minori preoccupazioni per eventuali carenze di carburante. Si è inoltre verificato un chiaro riorientamento dei viaggi dalle destinazioni del Mediterraneo orientale verso mete nell'area dell'euro per le vacanze estive.

Le società contattate hanno segnalato che il forte sviluppo dell'intelligenza artificiale (IA) ha trainato gli investimenti e la spesa delle imprese, mentre i timori per la competitività hanno gravato sulla tradizionale spesa in conto capitale. Le società contattate hanno segnalato una forte crescita della domanda di infrastrutture di cloud sovrano e di indipendenza tecnologica, incoraggiando le imprese europee a collaborare con fornitori statunitensi per fornire soluzioni localizzate. Gli investimenti in centri dati hanno alimentato la domanda di materiali da costruzione necessari alla loro realizzazione, nonché una forte espansione lungo tutta la catena di approvvigionamento dei semiconduttori. L'adozione dell'intelligenza artificiale sta trasformando il modello imprenditoriale nel settore della consulenza, e i suoi possibili impieghi vengono ampiamente esplorati nel complesso dell'industria. Gli investimenti in energie rinnovabili, che hanno ricevuto nuovo impulso dal conflitto in Medio Oriente, hanno rappresentato un altro fattore di crescita, al pari del settore aerospaziale. L'edilizia residenziale ha segnato una ripresa nel secondo trimestre, dopo un primo trimestre penalizzato da condizioni meteorologiche avverse, ed è cresciuta grazie al miglioramento delle condizioni di accessibilità economica (tassi sui mutui ipotecari, prezzi dei materiali da costruzione) nel 2025. Tuttavia, gli indicatori di accessibilità economica sono tornati a peggiorare. Le segnalazioni indicano prospettive contrastanti per gli investimenti in macchinari e attrezzature: alcuni referenti hanno citato una sostenuta ripresa degli ordini dalla fine del 2025, mentre altri hanno ritenuto che la tradizionale spesa in conto capitale sia sostanzialmente stagnante e frenata dagli elevati costi di energia e manodopera, dagli oneri connessi alla regolamentazione e dall'incertezza. Ciò ha indotto le imprese manifatturiere europee a concentrare i propri investimenti in misura crescente in Asia o nell'Europa orientale, piuttosto che nell'area dell'euro.

Grafico B

Indicazioni sull'andamento e sulle prospettive dell'attività

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

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

La dinamica dell'occupazione è stata piuttosto contenuta, con molte imprese impegnate a ridurre i costi. Ciò ha riguardato in particolare le imprese del settore manifatturiero, per le quali la produzione nell'area dell'euro è diventata non competitiva con una conseguente riduzione della propria presenza occupazionale nella regione. L'occupazione nel settore dei servizi è rimasta più stabile. Nell'insieme dell'economia, le imprese hanno continuato a segnalare una diffusa sperimentazione di casi d'uso dell'IA allo scopo di aumentare la produttività e ridurre il costo del lavoro, sebbene l'impatto sull'occupazione aggregata sia stato finora limitato. In linea con l'edizione precedente, le agenzie di collocamento hanno indicato che la loro attività avrebbe raggiunto un punto di minimo, dopo diversi trimestri di contrazione, sebbene in questa fase ciò fosse riconducibile a una ripresa dell'attività di collocamento temporaneo, piuttosto che delle assunzioni a tempo indeterminato.

Le società contattate hanno riferito aumenti più marcati dei prezzi di vendita nel secondo trimestre, sebbene in misura inferiore a quanto previsto nella precedente edizione, con una lieve moderazione attesa per il terzo trimestre.

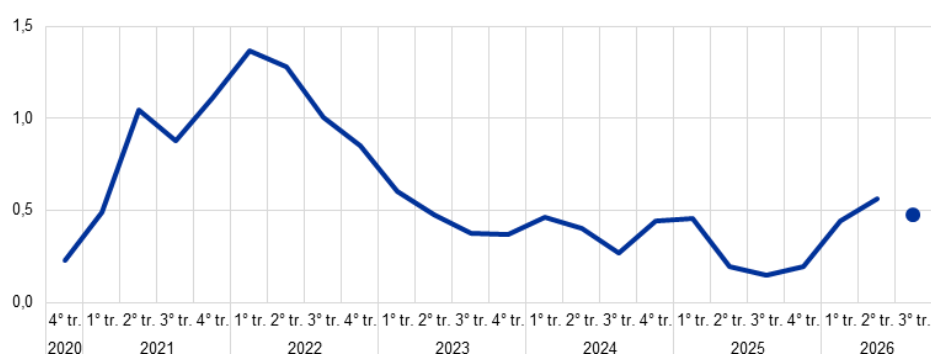
Gli sviluppi della crisi in Medio Oriente e le conseguenti oscillazioni dei corsi petroliferi hanno fortemente influenzato l'andamento dei prezzi e dei costi e le relative aspettative. Circa il 40 per cento delle società contattate ha affermato che, in risposta a tali sviluppi, i prezzi nel proprio settore sono aumentati. Una quota analoga ha segnalato una compressione dei margini. I maggiori aumenti dei prezzi si sono registrati nei settori dei beni intermedi e dei trasporti, i più direttamente esposti ai corsi del petrolio e dei suoi derivati. I prezzi dei prodotti petrolchimici, ad esempio, sono aumentati del 20-30 per cento. Nei comparti della manifattura a monte (beni intermedi e di investimento) la trasmissione dai costi ai prezzi è stata relativamente rapida, perché alcune imprese hanno reagito adeguando i prezzi più frequentemente del solito, mentre altre, avendo tratto insegnamento dall'impennata inflazionistica indotta dalla pandemia e dall'invasione russa dell'Ucraina, hanno introdotto nei contratti clausole che prevedono la trasmissione automatica dei costi dei materiali, dell'energia e della logistica. Per le imprese con un contatto più diretto con il

consumatore finale, tuttavia, il contesto di determinazione dei prezzi è stato più problematico e finora i prezzi sono stati corretti solo lievemente. Nel commercio al dettaglio non alimentare (e soprattutto nel settore dell'elettronica di consumo), la concorrenza delle importazioni dall'Asia ha contenuto i prezzi o esercitato pressioni al ribasso. Inoltre, i consumatori sono rimasti molto sensibili ai prezzi. Se i corsi petroliferi si fossero mantenuti sui livelli osservati durante il cessate il fuoco tra Stati Uniti e Iran, ciò avrebbe probabilmente mantenuto limitata la trasmissione ai prezzi al consumo finali.

Grafico C

Indicazioni sull'andamento e sulle prospettive dei prezzi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

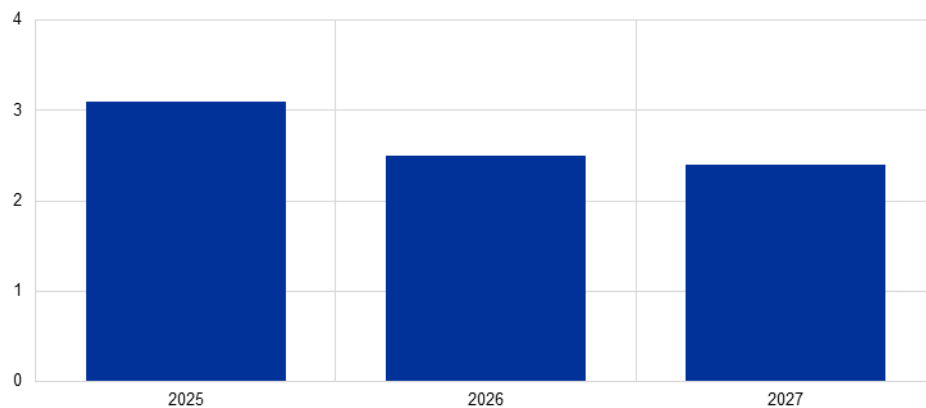
Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo).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

Le società contattate hanno continuato a prevedere un rallentamento della crescita salariale. In media, le indicazioni quantitative fornite implicherebbero un rallentamento atteso della crescita salariale, che passerebbe dal 3,1 per cento nel 2025 al 2,5 nel 2026 e al 2,4 nel 2027. Tali percezioni e aspettative sono lievemente inferiori a quelle della precedente edizione della rilevazione, il che potrebbe in parte riflettere una diversa composizione del campione degli intervistati piuttosto che un cambiamento delle prospettive. Circa il 20 per cento delle società contattate ritiene che l'aumento dell'inflazione causato dal conflitto in Medio Oriente determinerà maggiori rivendicazioni salariali, e circa il 10 per cento prevede che la propria impresa adotterà pacchetti di compensazione dell'inflazione. La maggior parte degli intervistati, tuttavia, non prevede effetti di rilievo sulla crescita salariale, in considerazione della debolezza delle condizioni economiche e delle prospettive occupazionali.

Grafico D

Valutazione quantitativa della crescita salariale

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: medie delle percezioni delle società contattate riguardo alla crescita salariale nel proprio settore nel 2025 e delle loro aspettative per il 2026 e il 2027. Le medie per il 2025, il 2026 e il 2027 si basano sulle indicazioni fornite rispettivamente da 67, 70 e 52 partecipanti.

Riferimenti bibliografici

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

Valutazione del (dis)ancoraggio delle aspettative di inflazione e indicazioni desunte dalle misure basate sulle indagini

a cura di Colm Bates, Aidan Meyler, Giovanni Trebbi e Zivile Zekaite

A seguito del considerevole shock che ha colpito di recente i prezzi dei beni energetici, il presente riquadro esegue una nuova valutazione dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine, quelle più rilevanti ai fini del mantenimento della stabilità dei prezzi, concentrandosi sulle indagini presso consumatori, imprese e previsori professionali^{1,2}. La letteratura economica sulle aspettative di inflazione suggerisce un'ampia gamma di indicatori per accertare l'esistenza di un ancoraggio a lungo termine (cfr. Reis, 2021 e 2026; Neri et al., 2022; Work stream on inflation expectations, 2021). La coerenza con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della media o della mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine (il cosiddetto "level anchoring", ancoraggio al livello obiettivo) rappresenta un indicatore di valutazione fondamentale. Esistono altre misure potenzialmente in grado di fornire informazioni e di segnalare tempestivamente il disancoraggio, in particolare dopo uno shock significativo. Ad esempio, il disaccordo tra gli operatori, l'incertezza riguardante le aspettative a più lungo termine e i rischi estremi, ossia la probabilità di un'inflazione molto bassa o molto alta, dovrebbero essere contenuti ("higher-moment anchoring", ancoraggio dei momenti di ordine superiore). Inoltre, se le aspettative a più lungo termine sono bene ancorate, il loro andamento non dovrebbe sovrapporsi a quello delle aspettative a breve termine, né reagire troppo agli shock temporanei ("shock anchoring", robustezza dell'ancoraggio a fronte degli shock). Quando si valuta l'ancoraggio bisognerebbe adottare un approccio integrato, piuttosto che concentrarsi su una singola misura o classe di agenti economici, nonché tenere in considerazione le caratteristiche degli agenti, in quanto le aspettative dei consumatori e delle imprese in genere presentano una dispersione maggiore di quelle dei previsori professionali e una distorsione sistematica al rialzo (fenomeno osservato a livello mondiale)³.

Attualmente l'ancoraggio al livello obiettivo delle aspettative di inflazione a più lungo termine mostra una sostanziale tenuta. La categoria di agenti più sensibile al recente shock sui prezzi dei beni energetici è rappresentata dai consumatori, ma la struttura per scadenza ha mostrato una forte inclinazione verso il basso, a fronte di una revisione al rialzo solo lieve delle aspettative a più lungo termine. Dopo lo

¹ Le aspettative di inflazione desunte dalle indagini integrano quelle basate sui dati dei mercati finanziari. Sebbene entrambi i tipi presentino vantaggi e svantaggi, ciascuno di essi fornisce informazioni preziose ai policy maker. Per una trattazione più approfondita, cfr., ad esempio, Work stream on inflation expectations (2021), in particolare la sezione 2.1, e Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025), in particolare il riquadro 4.

² Nel presente riquadro per "aspettative a più lungo termine" si intendono le aspettative di inflazione sia a medio sia a lungo termine, cioè con orizzonti a tre e cinque anni.

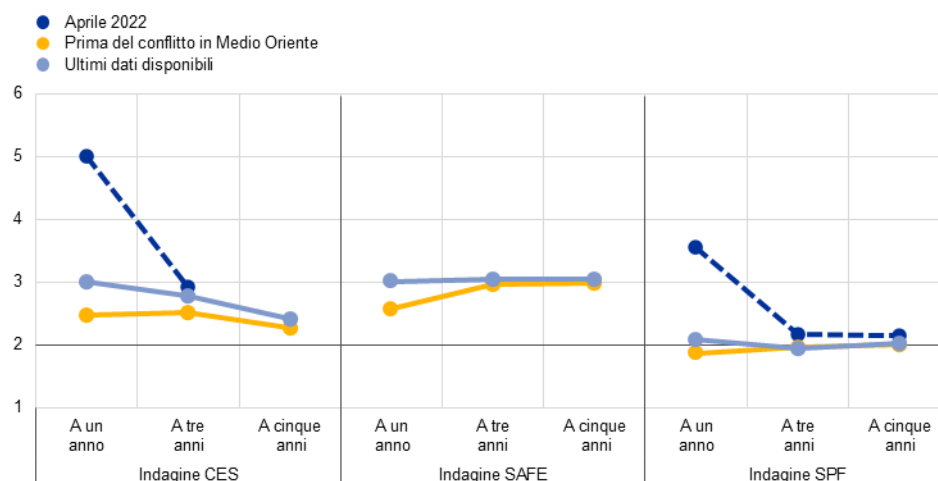
³ Il presente riquadro si avvale di dati desunti da: indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) della BCE, indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) e indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF). L'indagine SPF riguarda i previsori macroeconomici professionali che lavorano per istituzioni finanziarie e non finanziarie in Europa.

scoppio della guerra in Medio Oriente le imprese e i previsori professionali hanno modificato appena le proprie aspettative di inflazione a più lungo termine (cfr. il grafico A). La minore robustezza apparente dell'ancoraggio al livello obiettivo per consumatori e imprese è in parte attribuibile alla distorsione sistematica verso l'alto che caratterizza queste due categorie⁴. Confrontando gli andamenti recenti con la situazione osservata dopo l'invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia, anche tale shock inflazionistico è stato percepito come di breve durata, ma partiva da un livello più elevato di aspettative di inflazione e alla fine si è protratto più a lungo di quanto inizialmente previsto (con prezzi del gas naturale che non hanno raggiunto il livello massimo fino a circa agosto-ottobre del 2022). Per contro, l'episodio attuale finora ha determinato revisioni più contenute delle aspettative di inflazione a più lungo termine, che si sono stabilizzate o moderate presso tutti gli agenti, secondo le ultime indagini.

Grafico A

Struttura per scadenza delle aspettative

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: indagini CES, SAFE, SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per le indagini CES e SAFE la struttura per scadenza si riferisce all'aspettativa mediana di inflazione; per l'indagine SPF si riferisce all'aspettativa media di inflazione. I dati sulle aspettative di inflazione desunti dall'indagine SAFE non sono stati disponibili nel 2022. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono alle aspettative di giugno 2026 per le indagini SAFE e CES e dell'edizione relativa al terzo trimestre del 2026 per l'indagine SPF.

Finora le percentuali di aspettative in linea con l'obiettivo di inflazione si confermano al di sopra dei livelli osservati nel periodo 2022-2023.

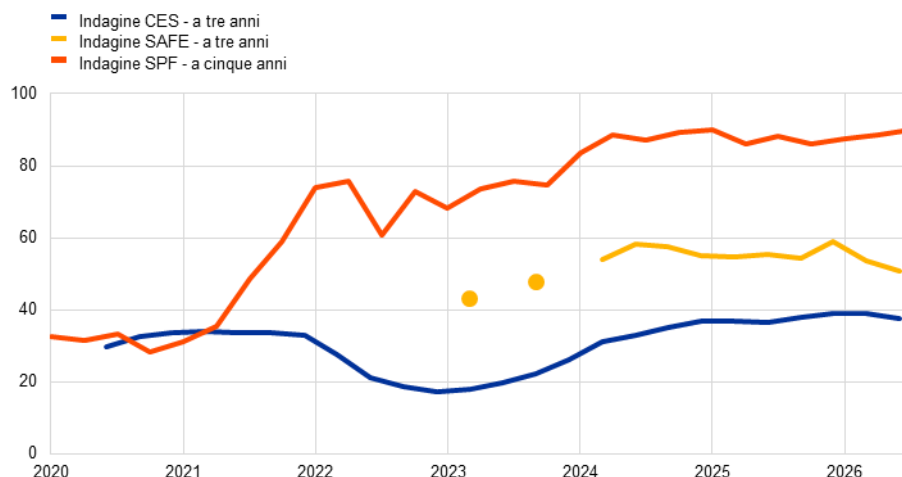
Date le differenze tra gli agenti, è utile associare le quote di intervistati alle aspettative di inflazione in linea con l'obiettivo nel tempo (cfr. il grafico B). Nell'episodio attuale queste quote, che differiscono in termini di livelli tra le tipologie di agenti, finora non hanno subito variazioni di rilievo. Sono rimaste relativamente elevate per i professionisti e hanno registrato solo una lieve riduzione per i consumatori, mentre è diminuita in maniera più marcata la percentuale per le imprese. Ciò nonostante, per tutti e tre i gruppi le quote sono superiori a quelle osservate nel periodo 2022-2023.

⁴ Cfr. il grafico 22 in Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025).

Grafico B

Quota di aspettative di inflazione in linea con l'obiettivo

(in percentuale degli intervistati)



Fonti: indagini CES, SAFE, SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per le indagini CES e SAFE l'intervallo in linea con l'obiettivo per l'inflazione attesa a tre anni è definito come compreso tra l'1 e il 3 per cento. Per l'indagine SPF l'intervallo in linea con l'obiettivo per l'inflazione attesa a cinque anni è definito come compreso tra l'1,8 e il 2,2 per cento. La maggiore ampiezza dell'intervallo per consumatori e imprese riflette il grado più elevato di dispersione e rumore statistico nelle misurazioni, che caratterizza le aspettative dei non professionisti.

A seguito del più recente shock sui prezzi dell'energia, le dinamiche congiunte delle aspettative a breve e a più lungo termine non indicano una minore robustezza dell'ancoraggio a fronte degli shock tra gli agenti. Se uno shock è percepito come temporaneo, le variazioni delle aspettative a più lungo termine non dovrebbero essere eccessivamente sensibili alle variazioni di quelle a breve termine⁵. Per i consumatori l'analisi di regressione suggerisce che le variazioni delle aspettative a più lungo termine sono in genere sensibili in maniera positiva e significativa alle variazioni delle aspettative a breve termine (cfr. il grafico C)⁶. Di recente tale sensibilità si è lievemente indebolita (le aspettative a più lungo termine non sono state riviste con la stessa ampiezza di quelle a breve termine). Per i previsori professionali le variazioni delle aspettative a più lungo termine sono solitamente insensibili alle variazioni di quelle a breve termine. Benché negli ultimi due trimestri del 2021 si siano registrate eccezioni (intorno al periodo del riesame della strategia), tali variazioni sono andate nel senso di una maggiore approssimazione all'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE.

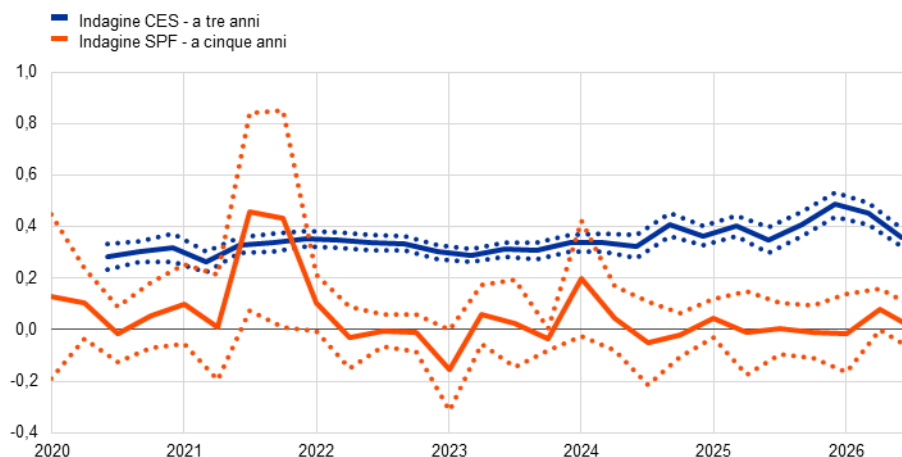
⁵ Tra gli agenti potrebbero mostrarsi differenze di livello nelle sensibilità stimate, che riflettono l'eterogeneità tra i gruppi (cfr. Weber et al., 2022).

⁶ Le sensibilità stimate non sono riportate per le imprese, a causa della quota relativamente ridotta e del basso numero assoluto di quelle che hanno risposto a edizioni consecutive dell'indagine. Nel primo trimestre del 2026, tuttavia, se nell'indagine SAFE le aspettative di inflazione a un anno sono state riviste al rialzo (dal 2,6 al 3,0 per cento), quelle a tre anni sono rimaste invariate al 3,0 per cento. Cfr. Fantino et al. (2026) per una trattazione più dettagliata.

Grafico C

Correlazione tra le variazioni delle aspettative di inflazione a breve e a più lungo termine

(coefficienti di regressione stimati)



Fonti: indagini CES, SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: stime dei minimi quadrati ordinari con intervalli di confidenza del 95 per cento (linee tratteggiate) ottenute effettuando la regressione delle revisioni trimestrali (sulla base delle edizioni trimestrali aggregate con effetti fissi individuali e temporali per l'indagine CES) a livello individuale delle aspettative a tre anni (a cinque anni per l'indagine SPF) tra due indagini consecutive sulle revisioni delle aspettative a un anno.

Livelli stabili di disaccordo e una quota contenuta di agenti che si attendono un'inflazione elevata suggeriscono un ancoraggio dei momenti di ordine superiore, sebbene il segnale sia più debole tra i previsori non professionali.

L'ancoraggio dei momenti di ordine superiore riguarda la dispersione, l'asimmetria e i valori estremi. Per quanto concerne la dispersione, la discordanza tra agenti, misurata dall'intervallo interquartile della distribuzione trasversale delle aspettative a più lungo termine, non è cambiata in misura significativa. È rimasta al di sotto della sua media di lungo periodo tra i previsori professionali, nonché sostanzialmente stabile per i consumatori e le imprese⁷. Nel complesso, il disaccordo si è ridotto rispetto ai valori massimi segnati nel periodo 2022-2023 (cfr. il pannello a) del grafico D). Esso è inoltre notevolmente più elevato tra i consumatori e le imprese rispetto ai previsori professionali. Al di là del disaccordo, l'incertezza sulle aspettative riferite (sulla base di una varietà di misure) sembra essere inizialmente aumentata dopo la guerra, ma ha cominciato a ridursi negli ultimi dati riguardanti i consumatori e le imprese. Per quanto attiene alla distorsione e ai valori estremi, la percentuale di intervistati con aspettative elevate (inflazione attesa superiore al 5 per cento per imprese e consumatori e oltre il 2,5 per cento per i previsori professionali) è aumentata in misura molto contenuta tra i previsori professionali, ma in maniera più evidente tra consumatori e imprese, sebbene tra queste ultime sia diminuita nell'ultima edizione (cfr. il pannello b) del grafico D). Tali quote, tuttavia, si collocano al di sotto degli elevati livelli osservati nel biennio 2022-2023.

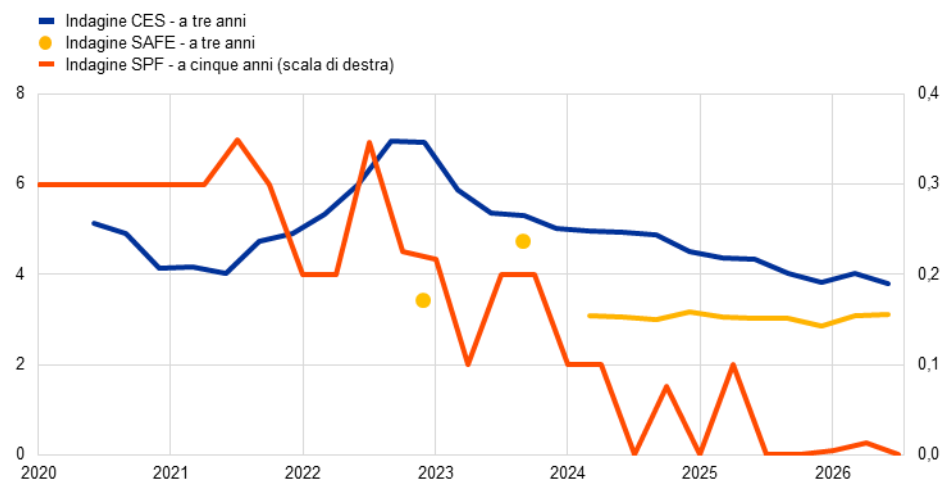
⁷ Le deviazioni standard delle aspettative puntuali nella distribuzione trasversale forniscono un quadro sostanzialmente analogo.

Grafico D

Disaccordo tra gli agenti e quota di agenti con aspettative di inflazione elevata

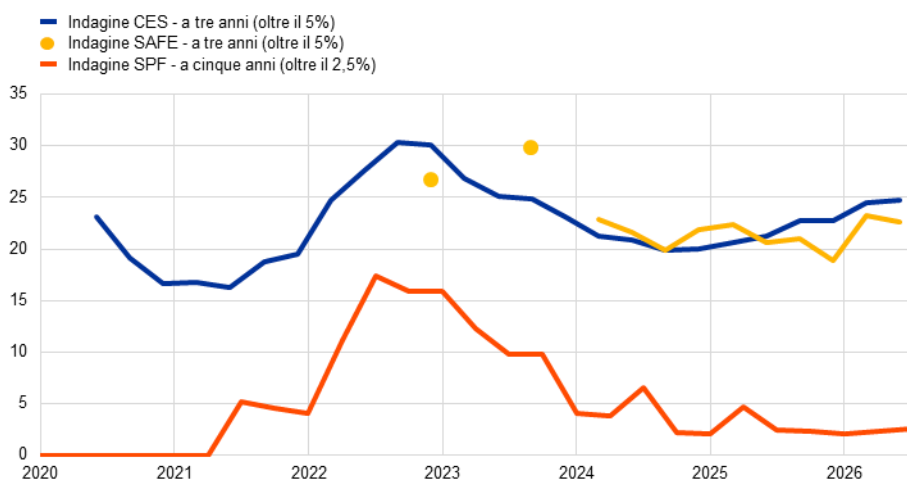
a) Intervallo interquartile delle aspettative di inflazione degli agenti

(punti percentuali)



b) Quota di agenti con aspettative di inflazione elevata

(in percentuale degli intervistati)



Fonti: indagini CES, SAFE, SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello a) gli intervalli interquartili sono costruiti a partire dalla differenza tra il terzo e il primo quartile delle previsioni puntuali. Nel pannello b) le quote con aspettative di inflazione elevata sono calcolate in percentuale degli intervistati le cui aspettative a tre anni sono superiori al 5 per cento per le indagini CES e SAFE e in percentuale degli intervistati le cui aspettative a cinque anni sono superiori al 2,5 per cento per l'indagine SPF. Nel terzo trimestre del 2026 solo un partecipante all'indagine SPF ha segnalato aspettative oltre il 2,5 per cento (al 3,5 per cento). Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2026 per l'indagine CES, al secondo trimestre del 2026 per l'indagine SAFE e al terzo trimestre del 2026 per l'indagine SPF.

Sebbene il grado di ancoraggio delle aspettative a più lungo termine rimanga prossimo ai livelli precedenti lo shock energetico provocato dalla guerra in Medio Oriente, le aspettative di inflazione richiedono un attento monitoraggio.

Dopo l'inizio della guerra in Medio Oriente le aspettative di inflazione a più breve termine si sono inizialmente spostate verso l'alto, così come alcune misure a più lungo termine, sebbene in modo molto più contenuto. A partire dallo shock iniziale, le informazioni più recenti indicano che le aspettative di inflazione ricavate dalle indagini si sono in qualche misura stabilizzate o ridimensionate. È necessario monitorare un'ampia varietà di misure, in quanto alcuni agenti economici potrebbero

mostrare un'accresciuta sensibilità agli andamenti recenti dell'inflazione ricordandone il brusco aumento nel periodo 2022-2023.

Riferimenti bibliografici

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

Neri, S., Bulligan, G., Cecchetti, S., Corsello, F., Papetti, A., Riggi, M., Rondinelli, C. e Tagliabracci, A. (2022), "[L'ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro](#)", *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 712, Banca d'Italia, settembre.

Reis, R. (2021), "[Losing the Inflation Anchor](#)", *Brookings Papers on Economic Activity*, settembre.

Reis, R. (2026), "Why did Inflation Rise and Fall in 2021-24? Channels and Evidence from Expectations", *CEPR Discussion Paper*, n. 21277, marzo.

Weber, M., D'Acunto, F., Gorodnichenko, Y. e Coibion, O. (2022), "The Subjective Inflation Expectations of Households and Firms: Measurement, Determinants, and Implications", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 36, n. 3, pagg. 157-184.

Work stream on inflation expectations (2021), "[Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#)", *Occasional Paper Series*, n. 264, BCE, settembre.

Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025), "[A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area](#)", *Occasional Paper Series*, n. 371, BCE, giugno.

L'indice ECB-BIG: un indicatore delle condizioni del credito nell'area dell'euro

a cura di Anastasia Allayioti, Paola Di Casola e Giacomo Magistretti

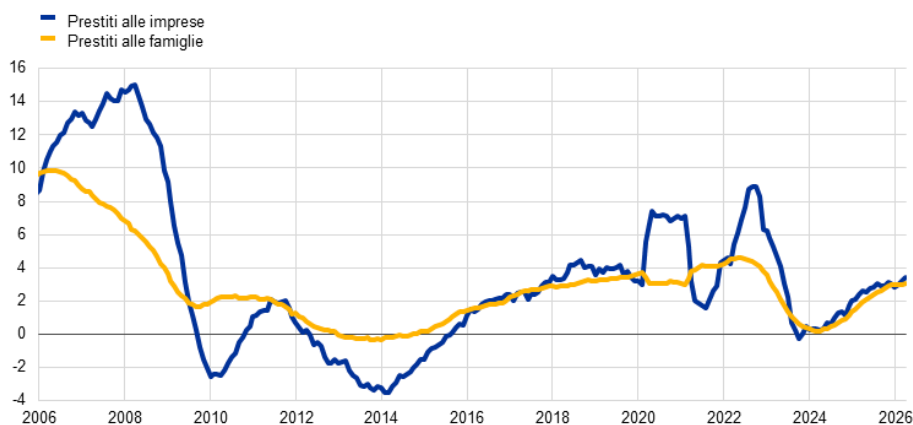
L'indice Broad Intermediation Gauge elaborato dalla Banca centrale europea (ECB-BIG) è un nuovo indicatore che fornisce una valutazione tempestiva sull'andamento delle condizioni di intermediazione tra le banche e i soggetti non bancari. L'indice ECB-BIG monitora le condizioni del credito nell'area dell'euro utilizzando un ampio insieme di indicatori che forniscono informazioni sulla disponibilità, sul fabbisogno e sui costi del credito nell'intera economia. Fornisce un'utile sintesi delle condizioni del credito, in particolare nei casi in cui i segnali forniti dai singoli indicatori sembrano essere contrastanti. Ad esempio, all'inizio della crisi finanziaria mondiale la crescita dei prestiti bancari alle famiglie aveva già iniziato a rallentare, mentre quella dei prestiti bancari alle imprese aveva continuato a crescere a un ritmo costante nei primi mesi del 2008, per poi rallentare bruscamente (cfr. il pannello a) del grafico A). Negli ultimi mesi i prestiti bancari hanno continuato a crescere a un ritmo stabile, mentre i tassi di interesse sui prestiti hanno iniziato ad aumentare, segnalando una probabile restrizione delle condizioni creditizie (cfr. il pannello b) del grafico A). L'indice ECB-BIG fornisce la prima sintesi esaustiva di questi e di altri indicatori delle condizioni del credito nell'area dell'euro.

Grafico A

Indicatori delle condizioni creditizie nell'area dell'euro

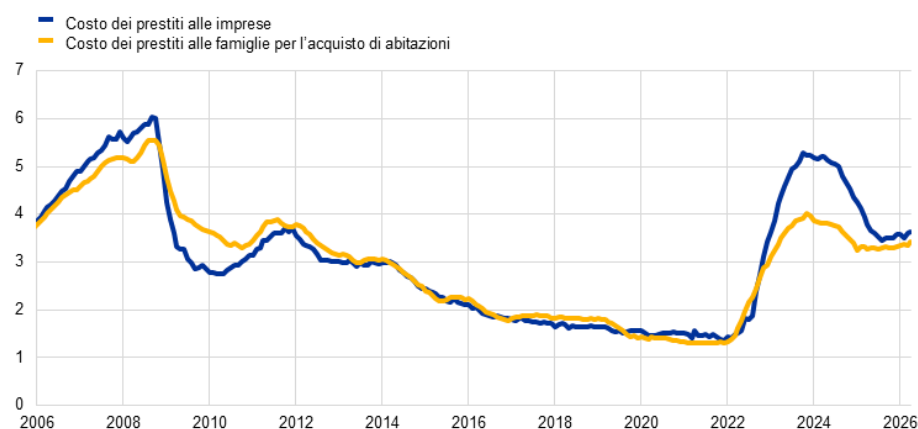
a) Crescita dei prestiti bancari sui dodici mesi

(valori percentuali sui dodici mesi)



b) Costo dei prestiti

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello a), i dati sui prestiti bancari sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026.

Il nuovo indicatore unisce i vantaggi delle metodologie in forma ridotta e di quelle strutturali.

È costruito utilizzando tecniche di previsione condizionale applicate all'interno di un modello autoregressivo vettoriale bayesiano (BVAR) in grado di gestire ampie serie di dati a frequenza mista relative a variabili finanziarie, creditizie e macroeconomiche. L'approccio si fonda sul lavoro di Crump et al. (2025), che hanno elaborato un indice delle condizioni finanziarie statunitensi basato su un esercizio strutturale di previsione condizionale all'interno di un modello BVAR macrofinanziario trimestrale. A differenza di approcci quali le analisi delle componenti principali o i modelli a fattori dinamici, tale metodologia consente di tener conto di diversi canali di trasmissione, anziché imporre un'unica struttura di relazioni temporali tra le variabili (lead-lag). Tale quadro metodologico è stato ampliato per tener conto di: a) variabili pubblicate con frequenze diverse, in linea con i più recenti sviluppi della letteratura sui modelli BVAR (cfr. Cimadomo et al., 2022); e b) un insieme più ampio di indicatori delle condizioni di finanziamento. L'indice ECB-BIG misura l'impatto degli shock finanziari e creditizi sugli investimenti, un indicatore dell'attività economica strettamente connesso alle condizioni del credito. Più precisamente, è possibile definire l'indice come la previsione all'interno del campione degli investimenti condizionata agli shock creditizi e finanziari. L'indicatore è normalizzato: valori positivi (negativi) indicano condizioni di credito relativamente restrittive (accomodanti).

L'indice rileva le interconnessioni fra le variabili finanziarie e creditizie da un lato e quelle macroeconomiche dall'altro.

Ciò assume particolare rilevanza perché le variabili macroeconomiche reagiscono alle condizioni di finanziamento, in genere con ritardo, mentre le variabili finanziarie e creditizie reagiscono alle notizie macroeconomiche¹. Le variabili macroeconomiche incluse nel modello BVAR macrofinanziario del credito sono il PIL, gli investimenti, l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI), il livello dei prezzi,

¹ Altavilla et al. (2017) mostrano che gran parte delle fluttuazioni dei prezzi delle attività è riconducibile alle sorprese macroeconomiche.

la disoccupazione e un indice di incertezza delle politiche economiche². Si considera un insieme eterogeneo di variabili mensili e trimestrali relative ad aspetti fondamentali delle condizioni creditizie nell'area dell'euro: a) tassi sui prestiti bancari e prestiti bancari alle famiglie e alle imprese; b) prestiti erogati alle imprese da intermediari non bancari e dall'estero; c) titoli di debito e azioni emessi dalle imprese; d) criteri per la concessione del credito a famiglie e imprese ricavati dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro; ed e) condizioni dei mercati finanziari approssimate dal Macro-Finance Financial Conditions Index (MF-FCI) elaborato da Bletzinger et al. (2026).

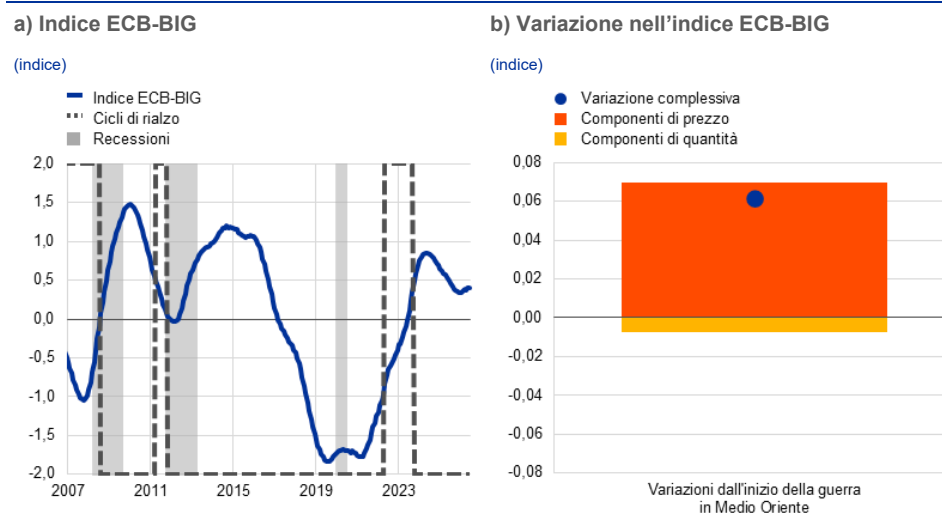
L'indice ECB-BIG segnala attualmente condizioni di intermediazione più tese rispetto a quanto osservato prima dell'inizio della guerra in Medio Oriente.

L'indice ha raggiunto il massimo in tre periodi principali (cfr. il pannello a) del grafico B). Il primo con la crisi finanziaria mondiale del 2007-2009, un periodo caratterizzato da una forte contrazione dell'offerta di credito, come evidenzia l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro. In tale periodo le istituzioni finanziarie hanno dovuto far fronte a carenze di liquidità, a una maggiore avversione al rischio e a una diffusa riduzione della leva finanziaria. Il secondo coincide con il periodo successivo alla crisi del debito sovrano in Europa, intorno al 2014, caratterizzato da una maggiore frammentazione finanziaria tra i paesi dell'area dell'euro e dall'emergere di rischi di deflazione. In quel periodo molte banche, in particolare quelle dei paesi più indebitati, hanno ridotto l'erogazione di prestiti a causa dell'accesso limitato al finanziamento sul mercato e delle quote elevate di crediti deteriorati. Il terzo coincide con il ciclo di rialzo del 2022-2023, quando la BCE ha rapidamente innalzato i tassi di interesse in risposta al forte aumento dell'inflazione a seguito dello shock sui prezzi dell'energia causato dall'invasione russa dell'Ucraina. Più di recente l'indice ha evidenziato un nuovo lieve inasprimento delle condizioni del credito, seppure più contenuto, a seguito degli shock geopolitici e dei prezzi dell'energia innescati dalla guerra in Medio Oriente. Il recente inasprimento riflette le pressioni derivanti dalle componenti di prezzo, in particolare dai tassi sui prestiti (cfr. il pannello b) del grafico B).

² Per ulteriori informazioni sulla rilevanza dell'incertezza delle politiche economiche per i prestiti e gli investimenti, cfr. Allayioti et al. (2025).

Grafico B

Indice ECB-BIG, recessioni economiche e cicli di rialzo dei tassi



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: quanto più l'indice è positivo (negativo), tanto più restrittive (accomodanti) sono le condizioni creditizie. Nel pannello a), i valori più recenti si basano anche sulle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2026 laddove i dati effettivi non siano ancora disponibili. Nel pannello b), la voce "Componenti di prezzo" comprende i tassi sui prestiti e l'indicatore MF-FCI; la voce "Componenti di quantità" include i volumi del credito e le variazioni dei criteri per la concessione del credito secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, e la voce "Variazioni dall'inizio della guerra in Medio Oriente" si riferisce alla variazione tra la previsione a brevissimo termine di giugno e quella di febbraio. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2026.

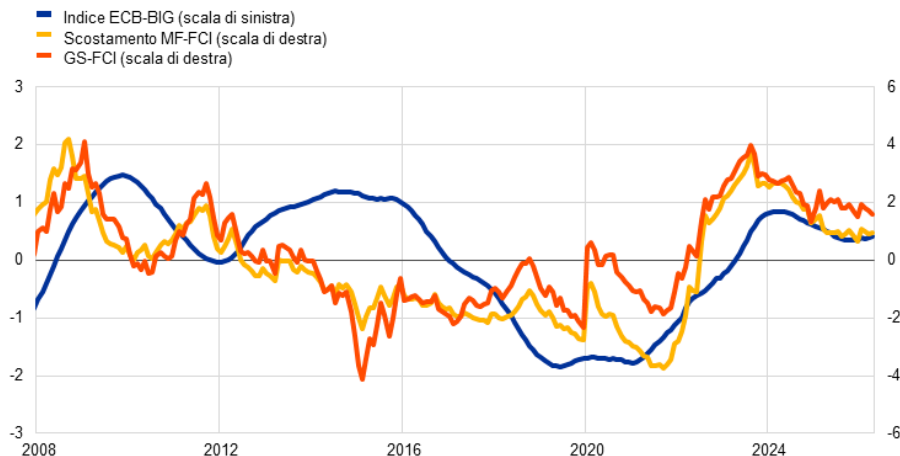
L'indice ECB-BIG integra gli indicatori di condizioni finanziarie definite in senso più stretto, fornendo risultati divergenti in alcuni periodi (cfr. il grafico C). Ad esempio, l'MF-FCI e l'indicatore delle condizioni finanziarie di Goldman Sachs (Goldman Sachs Financial Conditions Indicator, GS-FCI) mostrano un allentamento delle condizioni finanziarie per il periodo 2013-2014, mentre l'indice ECB-BIG indica un irrigidimento delle condizioni di intermediazione. Ciò riflette principalmente l'andamento dei criteri di concessione del credito e dei volumi di credito delle banche in quel periodo. Inoltre, l'indice ECB-BIG non ha registrato impennate nel 2020 nonostante il forte rallentamento dell'attività economica innescate dalla pandemia di COVID-19, probabilmente per effetto degli interventi di politica economica senza precedenti che hanno attenuato il potenziale deterioramento delle condizioni di credito³.

³ Per maggiori dettagli sul modo in cui le politiche monetarie e prudenziali hanno sostenuto le condizioni del credito bancario durante la pandemia di COVID-19, cfr. Altavilla et al. (2023).

Grafico C

Indice ECB-BIG e indici delle condizioni finanziarie

(indice)



Fonti: elaborazioni della BCE e Bletzinger et al. (2026).

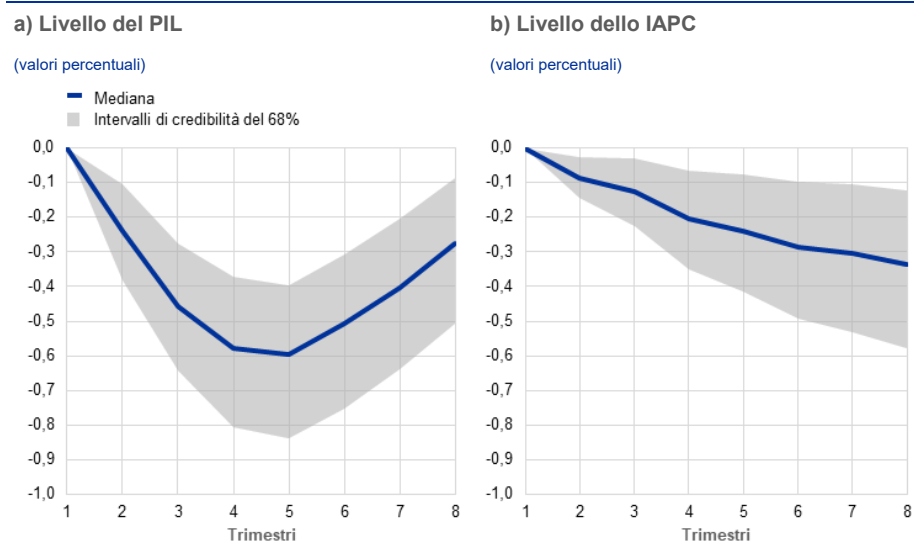
Note: quanto più l'indice è positivo (negativo), tanto più restrittive (accomodanti) sono le condizioni creditizie. L'indice MF-FCI è mostrato come lo scostamento dalla sua media neutrale di lungo periodo, ovvero il valore verso il quale l'indice converge una volta che l'inflazione dell'area dell'euro si colloca sull'obiettivo di medio termine e l'output gap viene chiuso. Il GS-FCI è riscalato in modo da avere la stessa media e varianza dello scostamento MF-FCI a partire dal 2005. Sia l'indice MF-FCI sia quello GS-FCI si riferiscono alla media mensile dei valori giornalieri. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2026.

Nel complesso, uno shock restrittivo sull'indice ECB-BIG provoca una

contrazione dell'economia dell'area dell'euro. Uno dei vantaggi di un indicatore che sintetizza le condizioni di intermediazione consiste nel fatto che consente di valutare gli effetti di uno shock senza dover considerare variabili multiple, spesso strettamente correlate, che forniscono segnali difficili da distinguere. Utilizzando un modello BVAR trimestrale, è possibile mostrare gli effetti macroeconomici di uno shock restrittivo dell'indice ECB-BIG: un aumento pari a una deviazione standard dell'indice comporta un calo dello 0,6 per cento del PIL reale circa quattro trimestri dopo lo shock, che in seguito si inverte gradualmente, e riduce il livello dei prezzi (misurato dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, IAPC) di circa lo 0,3 per cento dopo otto trimestri (cfr. il grafico D).

Grafico D

Impatto di uno shock restrittivo dell'indice ECB-BIG



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i pannelli mostrano le risposte all'impulso conseguenti a uno shock pari a una deviazione standard (una unità) dell'indice ECB-BIG. Il modello BVAR include il PIL, gli investimenti, lo IAPC, il tasso overnight index swap a un anno e l'indice ECB-BIG; lo shock è identificato tramite l'ordinamento di Cholesky.

L'indice ECB-BIG introdotto nel presente riquadro può essere uno strumento prezioso per orientare le decisioni di politica monetaria. La valutazione dell'intensità della trasmissione della politica monetaria è uno degli elementi fondamentali della strategia di politica monetaria della BCE (BCE, 2025). Fornendo valutazioni tempestive delle condizioni di credito nell'area dell'euro, fondamentali per comprendere la trasmissione della politica monetaria, l'indice ECB-BIG può essere uno strumento utile per determinare l'appropriata calibrazione della politica monetaria.

Riferimenti bibliografici

Allayioti, A., Bozzelli, G., Di Casola, P., Mendicino, C., Skoblar, A. e Velasco, S. (2025), [“More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe”](#), *Il Blog della BCE*, BCE, 2 ottobre.

Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. e Burlon, L. (2023), [“The Great Lockdown: Pandemic response policies and bank lending conditions”](#), *European Economic Review*, vol. 156, luglio.

Altavilla, C., Giannone, D. e Modugno, M. (2017), [“Low frequency effects of macroeconomic news on government bond yields”](#), *Journal of Monetary Economics*, vol. 92, dicembre, pagg. 31-46.

Banca centrale europea (BCE) (2025), [Dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE \(2025\)](#), 30 giugno.

- Bletzinger, T., Martorana, G. e Mistak, J. (2026), "[Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area](#)", *Working Paper Series*, n. 3193, BCE, febbraio.
- Cimadomo, J., Giannone, D., Lenza, M., Monti, F. e Sokol, A. (2022), "[Nowcasting with large Bayesian vector autoregressions](#)", *Journal of Econometrics*, vol. 231, n. 2, dicembre, pagg. 500-519.
- Crump, R.K, Eusepi, S., Giannone, D., Qian, E. e Sbordone, A. (2025), "[A Large Bayesian VAR of the U.S. Economy](#)", *International Journal of Central Banking*, vol. 21, n. 2, aprile, pagg. 351-409.

Il margine per misure di bilancio a contrasto del recente shock energetico: una valutazione

a cura di Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal e Philip Muggenthaler-Gerathewohl

Lo shock che ha recentemente interessato i beni energetici a livello mondiale ha colpito le economie e i conti pubblici dei paesi dell'area dell'euro, ma con notevoli differenze rispetto alla crisi energetica del 2022¹. La prima parte del presente riquadro mette a confronto le condizioni che caratterizzavano le politiche di bilancio all'inizio della crisi energetica recente e quelle osservate a febbraio 2022, dopo l'invasione russa dell'Ucraina. Segue poi una panoramica delle misure di sostegno discrezionali adottate dai governi dell'area dell'euro nell'ambito delle proprie politiche di bilancio a seguito dello shock del 2022 e una valutazione del margine per misure che si autofinanzino.

Le situazioni di bilancio dell'area dell'euro all'inizio degli shock energetici del 2022 e del 2026 apparivano sostanzialmente simili, ma un'analisi più approfondita rivela spazi di manovra più limitati nell'attuale congiuntura (cfr. il pannello a) del grafico A). Prima delle crisi del 2022 e del 2026, le previsioni per i disavanzi pubblici aggregati nell'area dell'euro erano sostanzialmente simili, rispettivamente pari al 3,2 e al 3,3 per cento del PIL dell'area. Tuttavia, nel 2022 la domanda repressa alimentata dagli elevati livelli di risparmio precauzionale indotti dalla pandemia di COVID-19 e le politiche di sostegno al reddito avevano contribuito a una forte ripresa della crescita, delle basi imponibili e delle entrate pubbliche, condizioni non presenti nel 2026. Al netto dei fattori ciclici e di altri fattori temporanei, il disavanzo strutturale di bilancio dell'area dell'euro per il 2026 si collocherebbe al 3,3 per cento, a fronte di una proiezione per il 2022, precedente lo shock energetico, pari al 2,6 per cento. I piani governativi, elaborati prima della crisi per il 2022, prevedevano anche un inasprimento dell'orientamento di bilancio, in seguito alla revoca di alcune misure di sostegno connesse alla pandemia: questo aveva creato il margine di bilancio necessario a reagire a uno shock dei beni energetici più grande e generalizzato rispetto a quello attuale². Per contro, le proiezioni relative al 2026 prevedevano un allentamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, anche prima dello scoppio della guerra in Medio Oriente, soprattutto a causa degli ingenti piani di spesa per la difesa e le infrastrutture adottati dalla Germania e da altri Stati membri più piccoli dell'area dell'euro facenti parte dell'Organizzazione del Trattato del Nord Atlantico.

¹ Per una panoramica di queste differenze, cfr. Arce et al. (2026).

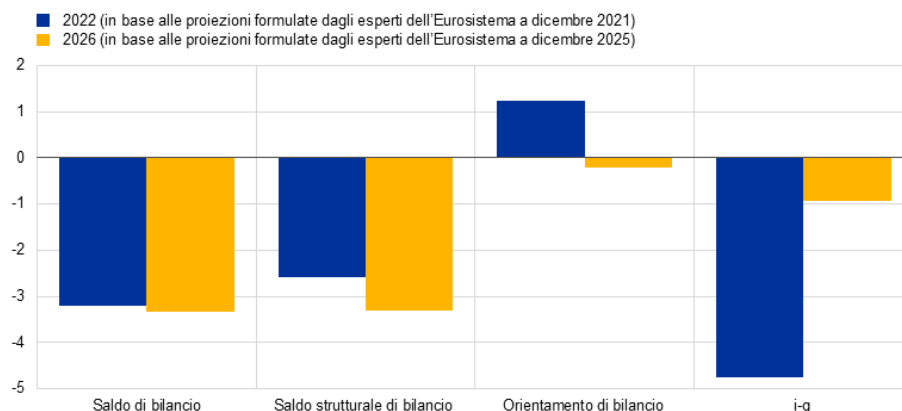
² Per ulteriori dettagli, cfr. Checherita-Westphal (2023).

Grafico A

Posizioni di bilancio prima degli shock energetici del 2022 e del 2026

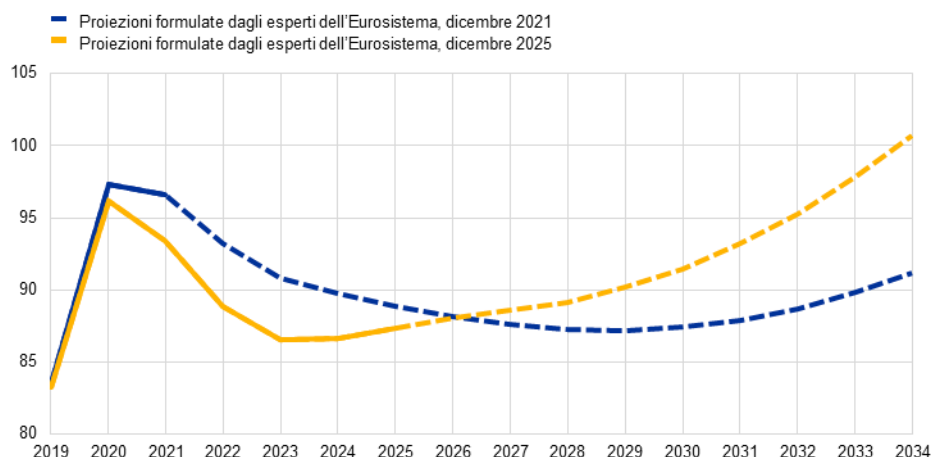
a) Indicatori di bilancio dell'area dell'euro

(saldo di bilancio: in percentuale del PIL; saldo strutturale e orientamento di bilancio: in percentuale del PIL potenziale; differenziale fra tassi di interesse e crescita (i-g): punti percentuali)



b) Prospettive del debito dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021 e dicembre 2025 e relative analisi di sostenibilità del debito.*

Note: nel pannello a) la voce "i-g" indica i differenziali fra tassi di interesse e crescita (interest rate-growth differentials). La voce "Orientamento di bilancio" è misurata come variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico e ulteriormente corretto per i sussidi del programma NGEU dal lato delle entrate. Un valore negativo (positivo) implica un allentamento (inasprimento) delle politiche di bilancio. Nel pannello b) i segmenti tratteggiati rappresentano le proiezioni dei rapporti debito pubblico/PIL, che replicano gli scenari di base fino alla fine dei rispettivi orizzonti temporali (t+3) e sono estese ipotizzando saldi strutturali costanti al netto dei costi legati all'invecchiamento.

Nell'attuale congiuntura anche le prospettive per il debito sono meno favorevoli, in quanto i maggiori costi di finanziamento lasciano ai governi un margine di manovra inferiore a quello suggerito dal solo stock di debito (cfr. il pannello b) del grafico A). Sebbene all'inizio dei due episodi nel 2022 e nel 2026 il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro in termini aggregati fosse sostanzialmente comparabile (prossimo all'89 per cento del PIL), il costo del rifinanziamento del debito è aumentato significativamente. Nel 2022 i costi del debito sovrano si collocavano vicino ai minimi storici e la marcata ripresa della crescita successiva alla pandemia comportava differenziali fra tassi di interesse e crescita fortemente negativi (cfr. il pannello a) del grafico A). Nel 2026, al contrario, quel margine di bilancio è stato ampiamente eroso a causa dell'aumento dei tassi di

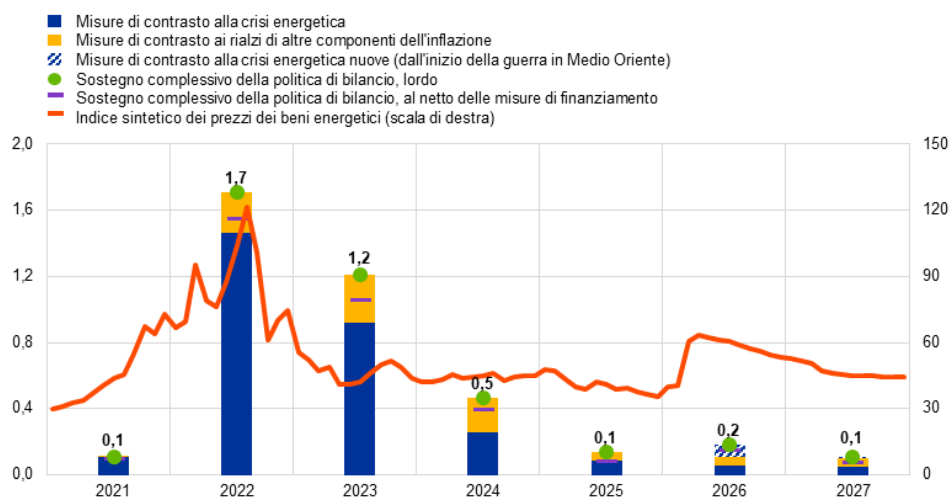
interesse di riferimento e dei premi a termine, e ora le proiezioni a lungo termine del debito dell'area dell'euro, nello scenario di "assenza di variazioni nella politica di bilancio", indicano andamenti molto più avversi dopo il 2028.

Basandosi in parte sulle considerazioni di cui sopra, in risposta alla guerra in Medio Oriente i governi dell'area dell'euro sono intervenuti a sostegno dell'economia con misure discrezionali di bilancio molto più limitate rispetto al passato (cfr. il grafico B). Il sostegno discrezionale erogato dall'inizio della guerra ammonta, a livello aggregato, a circa lo 0,1 per cento del PIL dell'area dell'euro e ha assunto principalmente la forma di misure temporanee per il 2026 (cfr. le porzioni a righe blu e bianche delle barre nel grafico B; cfr. anche il grafico C). Le restanti misure per il 2026 e il 2027 sono ancora in vigore dall'episodio del 2022. La natura limitata del recente sostegno offerto dalle politiche di bilancio potrebbe in parte riflettere gli insegnamenti del passato, compresi gli elevati costi delle misure di compensazione adottate nel 2022 e nel 2023. Queste, pur contribuendo ad attutire l'andamento dell'inflazione, ne hanno anche prolungato la persistenza, rafforzando inoltre l'argomentazione a favore del mantenimento del segnale trasmesso dai prezzi dei beni energetici per agevolare la transizione ecologica europea³.

Grafico B

Misure di contrasto alle crisi energetica e inflazionistica adottate nell'area dell'euro dal 2021

(scala di sinistra: in percentuale del PIL; scala di destra: USD per MWh)



Fonti: Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026 (data di ultimo aggiornamento: 27 maggio 2026) ed LSEG.

Note: i prezzi dei beni energetici qui riportati si riferiscono al 21 maggio 2026, data di ultimo aggiornamento delle ipotesi tecniche alla base delle proiezioni di giugno 2026. Per il 2026 e il 2027 le misure di sostegno adottate per contrastare i rincari dell'energia dall'inizio della guerra in Medio Oriente (indicate dalle porzioni a righe blu e bianche delle barre) includono i provvedimenti nuovi e un limitato impatto dell'aumento dei prezzi dei beni energetici sulle misure già in vigore in alcuni paesi. La parte residuale del sostegno del 2026 e del 2027 si riferisce agli altri perduranti effetti dei provvedimenti di contrasto approvati nel contesto della crisi energetica del 2022. L'indice sintetico dei prezzi dei prodotti energetici è calcolato come media ponderata del prezzo del petrolio (convertito in USD per MWh) e del gas (USD per MWh), con pesi basati sulle quote di importazioni energetiche dell'area dell'euro relative a petrolio e gas.

Le misure di bilancio di nuova adozione includono principalmente riduzioni temporanee delle imposte sui beni energetici e aumenti dei sussidi destinati ai carburanti, ai trasporti e all'elettricità (cfr. il pannello a) del grafico C). Tali provvedimenti in alcuni paesi sono stati integrati con tagli alle aliquote dell'imposta

³ Cfr., ad esempio, Bańkowski et al. (2023a) e Banca centrale europea (BCE, 2025).

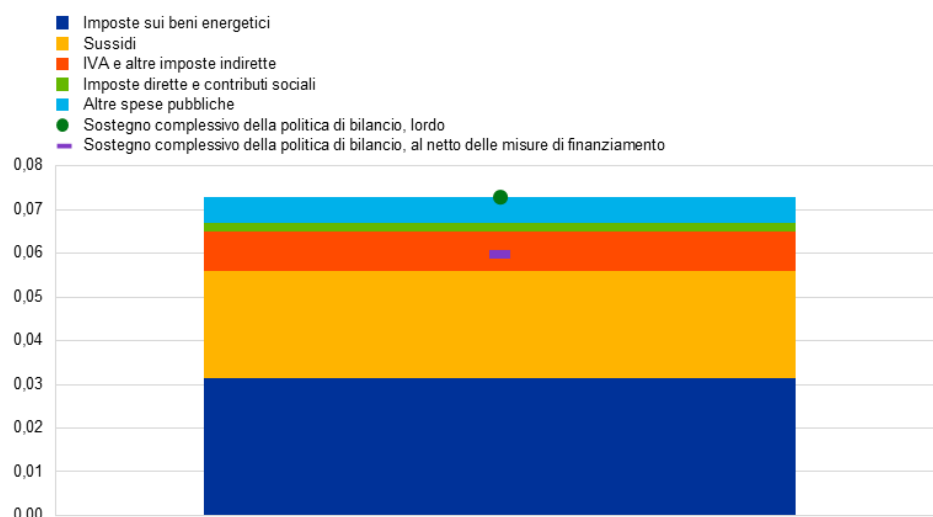
sul valore aggiunto (IVA) applicata ai prodotti energetici e altre misure che agiscono sulla spesa e sull'imposizione fiscale. Finora, circa il 60 per cento del costo di bilancio lordo riguarda misure che agiscono direttamente sui prezzi, per lo più non mirate, mentre la parte restante è rappresentata da provvedimenti, parzialmente mirati, di sostegno al reddito o di altro tipo di ristoro. Circa due terzi del supporto sono destinati alle famiglie e un terzo alle imprese. Solo alcuni paesi hanno adottato misure discrezionali di finanziamento, quali la riduzione dei trasferimenti di bilancio o l'aumento di altre imposte indirette, per coprire parte del costo di bilancio lordo.

Grafico C

Misure di contrasto alla crisi energetica dell'area dell'euro adottate in risposta alla guerra in Medio Oriente nel 2026

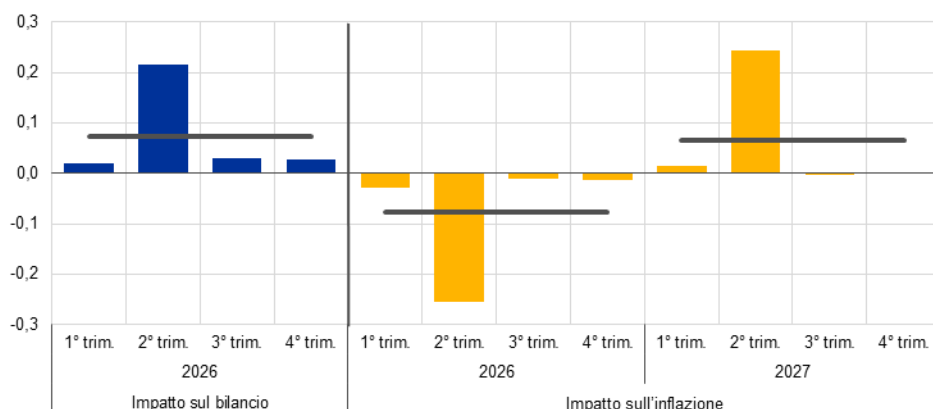
a) Entità e composizione

(in percentuale del PIL)



b) Impatto su bilancio e inflazione

(impatto sul bilancio: in percentuale del PIL; impatto sull'inflazione: punti percentuali)



Fonte: Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026.

Note: nel pannello a) le misure di contrasto alla crisi energetica si riferiscono a provvedimenti adottati dall'inizio della guerra in Medio Oriente fino al 27 maggio 2026, data di ultimo aggiornamento dell'esercizio delle proiezioni macroeconomiche di giugno 2026. Nel pannello b) viene mostrato il sostegno complessivo lordo della politica di bilancio e il relativo impatto sull'inflazione. L'inflazione è misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Le barre indicano l'impatto sul periodo corrispondente per ogni trimestre e le linee l'impatto medio sui dodici mesi.

Finora le nuove misure di bilancio sono state adottate principalmente nel secondo trimestre del 2026, determinando un temporaneo contenimento dell'inflazione (cfr. il pannello b) del grafico C). In molti paesi le nuove misure discrezionali nell'ambito della politica di bilancio sono state approvate inizialmente solo per alcuni mesi, sebbene siano state annunciate alcune proroghe. Alla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni di giugno 2026 gli esperti dell'Eurosistema hanno stimato che nel secondo trimestre del 2026 l'inflazione misurata sullo IAPC sia più bassa di 0,2 punti percentuali rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente; nel secondo trimestre del 2027 è atteso un effetto di segno opposto e di entità analoga, attribuibile alla natura temporanea delle misure di bilancio adottate.

Il margine per autofinanziare misure energetiche discrezionali, attuali o future, mediante le entrate derivanti dall'inflazione probabilmente rimarrà limitato.

Secondo un'analisi condotta precedentemente dall'Eurosistema, è improbabile che gli shock dal lato dell'offerta di energia stimolino a breve termine il rapporto entrate/PIL; inoltre nel medio periodo ci si dovrà attendere un aumento delle pressioni sulla spesa pubblica⁴. A seguito di uno shock negativo dal lato dell'offerta di petrolio (e in assenza di misure di contrasto alla crisi energetica), il gettito fiscale potrebbe inizialmente beneficiare dei rincari dell'energia e delle basi imponibili nominali. Tuttavia, è probabile che tali incrementi siano gradualmente compensati, dal momento che l'inflazione erode il reddito disponibile e, di conseguenza, deprime i consumi privati. Dopo i forti shock avversi dal lato dell'offerta di petrolio verificatisi in passato, i rapporti imposte indirette/PIL hanno avuto un andamento molto eterogeneo tra i paesi dell'area dell'euro, ma nei trimestri successivi non si è osservata una generale tendenza al rialzo a livello aggregato dell'area (cfr. il pannello a) del grafico D)⁵.

⁴ Cfr. BCE (2025), Burriel Llombart et al. (2024) e Bańkowski et al. (2023b).

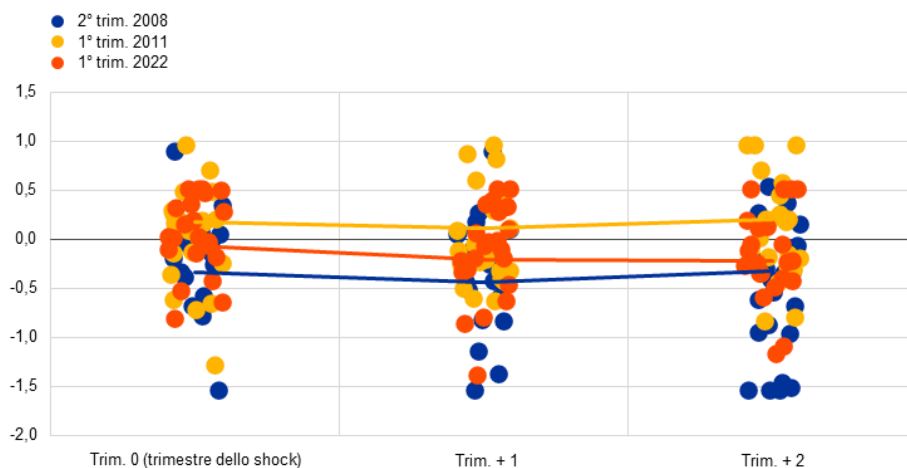
⁵ Gli shock sono tratti da Gazzani et al. (2024), ma, per assicurarne la comparabilità con l'aumento dei prezzi osservato a marzo 2026, si limitano agli episodi mensili più rilevanti dal lato dell'offerta di petrolio, in cui i prezzi medi mensili hanno superato i 100 dollari al barile.

Grafico D

Andamenti fiscali nell'area dell'euro a seguito di forti shock avversi dal lato dell'offerta di petrolio

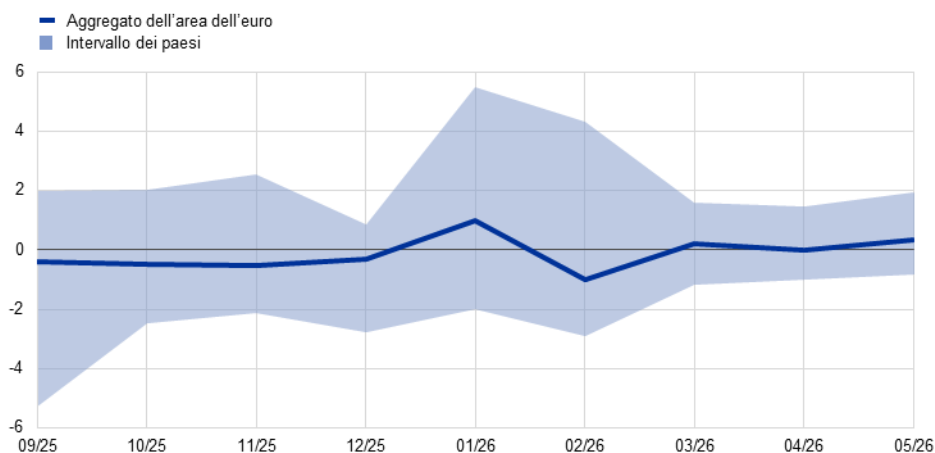
a) Variazioni del rapporto imposte indirette/PIL dopo i forti shock dal lato dell'offerta di petrolio verificatisi in passato nei paesi dell'area dell'euro e nell'area a livello aggregato

(in punti percentuali del PIL)



b) Andamenti recenti del gettito dell'IVA

(deviazioni in punti percentuali dalla media dei dieci mesi precedenti)



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

Note: nel pannello a) sono mostrate le variazioni dei rapporti imposte indirette/PIL dopo i forti shock dal lato dell'offerta di petrolio verificatisi in passato rispetto ai rapporti medi registrati nei quattro trimestri precedenti lo shock. I punti si riferiscono ai singoli paesi dell'area dell'euro e le linee all'aggregato dell'area. Dati winsorizzati al 1° e al 99° percentile. Nel pannello b) sono illustrate le deviazioni dai valori storici della crescita mensile dell'IVA sul periodo corrispondente, utilizzando distribuzioni mobili a dieci anni scalate per la deviazione standard. Il periodo da marzo 2020 a giugno 2021 è stato escluso dalla media decennale, a causa della significativa volatilità nella riscossione dell'IVA in tale periodo. In entrambi i pannelli l'aggregato dell'area dell'euro corrisponde alla media ponderata per il PIL tra i paesi dell'area.

I dati sull'IVA relativi al 2026 a livello dell'area dell'euro finora non hanno rilevato aumenti delle entrate a seguito dei rincari del petrolio (cfr. il pannello b) del grafico D). Tra marzo e maggio 2026 le entrate provenienti dall'IVA nei vari paesi sono rimaste entro i rispettivi intervalli storici. È probabile che le entrate derivanti da altre imposte indirette, come le accise sui carburanti, siano influenzate negativamente dalla riduzione delle relative aliquote fiscali in molti paesi, dato che si tratta di imposte calcolate sulle quantità e non sul valore che è direttamente interessato dall'aumento dei prezzi.

In prospettiva, il recente shock sui prezzi dell'energia pone delle sfide per le politiche di bilancio.

Nell'attuale congiuntura il margine di bilancio è inferiore rispetto al passato e vi è scarsa possibilità di adottare misure discrezionali di contrasto alla crisi energetica che si autofinanzino. Considerato che la sostenibilità dei conti pubblici è un'ancora fondamentale per una più ampia stabilità economica, il supporto delle politiche di bilancio dovrebbe essere temporaneo, mirato e modulato. Nel contesto attuale ciò potrebbe essere ancora più importante, data la necessità di preservare margini di bilancio e di non eliminare completamente il segnale trasmesso dai prezzi dei beni energetici, tutelando allo stesso tempo le famiglie e le imprese più vulnerabili.

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.

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

Bańkowski, K., Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Freier, M., Jacquinot, P. e Muggenthaler, P. (2023a), "[Politiche di bilancio e inflazione elevata](#)", articolo 1 nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

Bańkowski, K., Checherita-Westphal, C., Jesionek, J. e Muggenthaler, P. (2023b), "[The effects of high inflation on public finances in the euro area](#)", *Occasional Paper Series*, n. 332, BCE, dicembre.

Burriel Llombart, P., Odendahl, F. e Párraga Rodríguez, S. (2024), "[Asymmetries in the transmission of energy price increases and decreases to underlying inflation in the euro area and Spain](#)", *Bollettino economico*, numero 2024/Q1, Banco de España.

Checherita-Westphal, C. (2023), "[L'impatto delle misure discrezionali di bilancio sulla crescita del PIL in termini reali dal 2020 al 2022](#)", riquadro 2 all'interno di De Santis, R.A. e Stoevsky, G., *Il ruolo dell'offerta e della domanda nella ripresa successiva alla pandemia nell'area dell'euro*, articolo 1 nel numero 4/2023 di questo Bollettino.

Gazzani, A., Venditti, F. e Veronese, G. (2024), "[Oil price shocks in real time](#)", *Journal of Monetary Economics*, vol. 144, maggio.

Articolo

1 Quanto costa l'ignoto: il peso dell'incertezza sull'economia dell'area dell'euro

a cura di Malin Andersson, Alina Bobasu, Lorena Saiz e Stefania Scrofani

1 Introduzione

L'incertezza economica si sta trasformando sempre più in un fattore caratterizzante del contesto macroeconomico. Negli ultimi anni l'economia dell'area dell'euro è stata ripetutamente esposta ad ampi e sfaccettati shock, che sono stati accompagnati da un marcato aumento dell'incertezza, oltre che da un tangibile indebolimento, o persino una contrazione, dell'attività economica. Comprendere il ruolo e l'impatto economico dell'incertezza è particolarmente importante nell'attuale contesto geopolitico.

La relazione tra incertezza e attività economica è stata ben individuata nella letteratura sia teorica sia empirica. Quando diventa più difficile prevedere il futuro, le famiglie tendono a ridurre la spesa e a costituire riserve di risparmio a fini precauzionali, mentre le imprese rimandano o ridimensionano le decisioni di investimento e di assunzione di personale. Spesso si assiste a un inasprimento delle condizioni finanziarie, in quanto gli investitori richiedono una maggiore compensazione per l'incertezza dei propri investimenti, spingendo al rialzo i premi per il rischio e rendendo il credito più costoso o meno accessibile. L'incertezza può aumentare in modo improvviso e per cause esogene, ad esempio come conseguenza diretta di un evento geopolitico, ma può intensificarsi anche in risposta ad altri shock, amplificandone gli effetti diretti sull'attività economica.

Il presente articolo valuta le implicazioni per l'attività economica dell'aumento dell'incertezza, analizzando gli andamenti recenti degli indicatori che la misurano nell'area dell'euro. Nella sezione 2 si definisce il concetto di incertezza economica e si mostrano le recenti dinamiche delle misure disponibili. Nella sezione 3 si presentano i canali di trasmissione attraverso i quali l'incertezza si propaga ai consumi e agli investimenti, nonché all'economia reale più in generale. Nella sezione 4 sono illustrati alcuni risultati empirici dei tipi di impatto dell'incertezza sull'attività economica reale e nella sezione 5 si riportano le osservazioni conclusive.

2 Incertezza economica: dalla definizione alla misurazione

L'incertezza economica quantifica la difficoltà che famiglie, imprese, investitori e policy maker trovano nello stimare i risultati economici futuri. Insorge quando la gamma di possibili stati futuri dell'economia è ampia, quando è difficile

quantificare la probabilità che tali stati si verifichino o quando sembra concretizzarsi una variazione della struttura di base dell'economia. In termini pratici, l'incertezza riflette una mancanza di chiarezza sull'andamento futuro di variabili quali la crescita, l'inflazione, i tassi di interesse, l'occupazione, gli utili, i prezzi delle attività o le decisioni di politica monetaria. Esistono varie fonti di incertezza: shock macroeconomici, quali recessioni inattese, impennate dell'inflazione o oscillazioni dei tassi di cambio; andamenti politici e scelte di policy, tra cui controversie commerciali o modifiche normative; eventi geopolitici, come guerre o attentati terroristici; tensioni nei mercati finanziari, tra cui crisi bancarie o brusche correzioni dei prezzi delle attività; cambiamenti tecnologici e strutturali, quali rapidi processi di innovazione, digitalizzazione e automazione; catastrofi naturali o emergenze sanitarie, come le pandemie.

L'incertezza non coincide né col rischio né col clima di fiducia. In termini economici, l'incertezza, come indicato da Knight (1921), si manifesta in situazioni in cui è difficile determinare con chiarezza l'insieme dei possibili risultati e valutarne le rispettive probabilità. Si parla di rischio, invece, quando la distribuzione di tali risultati è nota o può essere stimata in misura ragionevole. L'incertezza si distingue altresì dal clima di fiducia, che è legato alle aspettative in merito al risultato più probabile, ossia riflette la direzione dell'economia secondo famiglie e imprese. L'incertezza, per contro, rileva l'ampiezza della distribuzione dei possibili risultati, cioè il disaccordo tra famiglie e imprese riguardo alla varietà dei possibili risultati futuri, indipendentemente dall'aspettativa centrale.

L'incertezza può costituire una fonte esogena di oscillazioni

macroeconomiche. Quando un evento innesca un brusco aumento dell'incertezza, si registra un improvviso incremento della difficoltà di valutazione delle condizioni future. Ciò può verificarsi indipendentemente da eventuali precedenti deterioramenti delle condizioni economiche, tali che il connesso aumento delle misure che approssimano l'incertezza non possa essere interamente attribuito ad altri shock esogeni. L'acuirsi dell'incertezza sulle politiche commerciali nel 2018 e nel 2025 rappresenta un esempio evidente di questo tipo di shock, che ha determinato un innalzamento improvviso dell'incertezza sul contesto dell'interscambio, in seguito alle modifiche dei dazi statunitensi annunciate senza preavviso e ai successivi rialzi e rinegoziazioni.

L'incertezza può variare anche in reazione ad altri shock economici. In alcuni casi potrebbe amplificare gli effetti di altri shock, come un crollo della domanda o un'interruzione dell'offerta di petrolio. La crisi finanziaria mondiale del periodo 2008-2009, ad esempio, rappresenta un caso di aumento endogeno dell'incertezza. Lo shock finanziario è stato il primo innesco, con effetti di contrazione sull'economia, amplificati dall'accresciuta incertezza circa la durata e la portata della crisi e della sua propagazione¹. Tuttavia, l'incertezza potrebbe anche attenuare gli effetti di altri shock, ad esempio se causati da un orientamento di politica monetaria accomodante, perché, inducendo un atteggiamento di cautela tra famiglie e imprese,

¹ Cfr. Bloom (2014).

potrebbe limitare la reattività dell'economia, attenuando gli effetti di stimolo previsti dalla politica monetaria.

Il presente articolo si concentra principalmente sull'incertezza come fonte esogena di oscillazioni macroeconomiche e, di conseguenza, come shock esogeno. Da un punto di vista metodologico, non è semplice isolare gli shock di questo tipo, che vengono pertanto stimati ricorrendo a diverse strategie di identificazione e ipotesi.

In quanto fenomeno non direttamente osservabile, l'incertezza economica è misurata mediante varie misure di approssimazione, diverse tra loro sia per metodologia sia per ambito². In assenza di un'unica misura obiettiva, le approssimazioni dell'incertezza possono essere generalmente raggruppate in quattro categorie principali.

Misure basate sui testi: comprendono l'indicatore di incertezza sulla politica economica (economic policy uncertainty, EPU) sviluppato da Baker et al. (2016), nonché l'indice di incertezza della politica commerciale (trade policy uncertainty, TPU), elaborato da Caldara et al. (2020), e l'indice di rischio geopolitico di Caldara e Iacoviello (2022). Tali misure sono pensate per cogliere l'incertezza in merito agli andamenti politici e geopolitici attraverso fonti di informazione, annunci degli utili agli investitori e altre fonti testuali. Tuttavia, accuratezza e affidabilità possono risentire delle variazioni del linguaggio nel tempo e delle distorsioni intrinseche presenti nelle fonti di notizie su cui si basano, nonché di conteggi imprecisi delle parole come misure di intensità. L'indice di incertezza della politica commerciale, ad esempio, tende a essere altamente volatile e potrebbe cogliere non solo gli shock da incertezza, ma anche effettive variazioni delle politiche e cambiamenti nell'attenzione dei media³.

Misure basate sulle indagini: rispecchiano le percezioni di imprese e famiglie separatamente. Nelle indagini condotte dalla Commissione europea, ad esempio, per rilevare l'incertezza si chiede a esponenti aziendali e consumatori di indicare il livello di difficoltà nel formulare previsioni sulla situazione della propria azienda e sulle condizioni finanziarie delle famiglie. Tuttavia, la cadenza mensile di tali rilevazioni potrebbe pregiudicarne la tempestività in caso di eventi caratterizzati da un'evoluzione veloce.

Misure basate sui mercati finanziari: ad esempio quelle della volatilità implicita del mercato azionario; reagiscono rapidamente alle nuove informazioni, fornendo segnali di incertezza tra gli operatori di mercato in tempo reale e ad alta frequenza. Un esempio comune è l'indice Vstoxx, che traccia la volatilità implicita derivata dai contratti di opzione sull'indice Euro Stoxx 50 con scadenza da un mese a due anni, che in tal modo funge da misura prospettica e ad alta frequenza dell'incertezza degli

² In pratica, un picco in una di queste misure potrebbe riflettere l'effetto combinato di un vero shock esogeno da incertezza e di altre turbolenze concomitanti, come il deterioramento delle variabili economiche fondamentali o una variazione della domanda aggregata, rendendo difficile distinguere l'impatto dell'incertezza da quello del contesto macroeconomico più ampio in cui si manifesta.

³ Per ovviare a tali limiti, in Bobasu e Pierluigi (2026) l'analisi utilizza una misura dell'incertezza delle politiche commerciali corretta, che esclude l'influenza esercitata dall'attenzione dei media, dalle aliquote dei dazi effettive, dalle condizioni finanziarie e dalle pressioni lungo le catene di approvvigionamento.

investitori tra aziende a elevata capitalizzazione dell'area dell'euro. Un altro esempio è l'indicatore composito di tensioni sistemiche (composite indicator of systemic stress, CISS), che aggrega 15 misure singole delle tensioni finanziarie in cinque segmenti di mercato, tenendo conto delle loro correlazioni incrociate variabili nel tempo⁴. Tuttavia, i picchi di queste misure possono riflettere variazioni nell'avversione al rischio o nel clima di fiducia degli investitori, piuttosto che una reale incertezza macroeconomica, aumentandone la difficoltà di interpretazione.

Infine, **misure basate sui modelli**: colgono il grado di imprevedibilità dei risultati macroeconomici. La misura elaborata da Jurado et al. (2015), ad esempio, definisce l'incertezza come la volatilità degli errori di previsione a tre mesi per un'ampia gamma di indicatori economici. Anche il disaccordo tra previsori è una misura basata su modelli comunemente utilizzata come approssimazione dell'incertezza economica. Ad esempio, un aumento della dispersione delle previsioni dei partecipanti all'indagine di Consensus Economics in genere segnala un incremento della difficoltà di valutazione delle prospettive economiche. Tuttavia, questo tipo di misure rileva le differenze nelle opinioni dei previsori, piuttosto che l'incertezza riguardo le singole previsioni, ed è pertanto necessaria cautela nell'interpretazione.

Sebbene le misure dell'incertezza politica e geopolitica a più lungo termine siano rimaste persistentemente elevate, quelle più strettamente legate alla situazione economica e finanziaria nel breve periodo sono scese dai massimi raggiunti durante la pandemia a livelli più consueti, relativamente bassi⁵.

Tra le misure basate sui testi, l'indicatore di incertezza sulla politica economica ha evidenziato incrementi in occasione di numerosi shock (cfr. il grafico 1). È in graduale aumento dal 2019, confermandosi sempre al di sopra dei valori storici. La misura dell'incertezza economica basata sulle indagini della Commissione europea ha registrato un brusco rialzo durante la pandemia e di nuovo quando la Russia ha invaso l'Ucraina (cfr. il grafico 1). L'indice di incertezza della politica commerciale ha raggiunto un picco nel periodo intorno agli annunci dei dazi nel 2018 e di nuovo, più di recente, nel 2025 (cfr. il grafico 2). Gli indicatori di incertezza basati sui mercati finanziari hanno mostrato una tendenza a registrare picchi durante gli episodi di tensione finanziaria elevata (cfr. il grafico 3). Le misure di incertezza macroeconomica basate su modelli, come quella di Jurado et al. (2015), e la misura che rileva il disaccordo tra previsori indicano che la diffusione della pandemia di COVID-19 in Europa ha rappresentato il più grande shock da incertezza del passato recente, superando persino la crisi finanziaria mondiale (cfr. il grafico 4). Prescindendo da questi due eventi importanti, entrambe le misure hanno mostrato una maggiore stabilità rispetto alle approssimazioni basate sui testi e sui mercati.

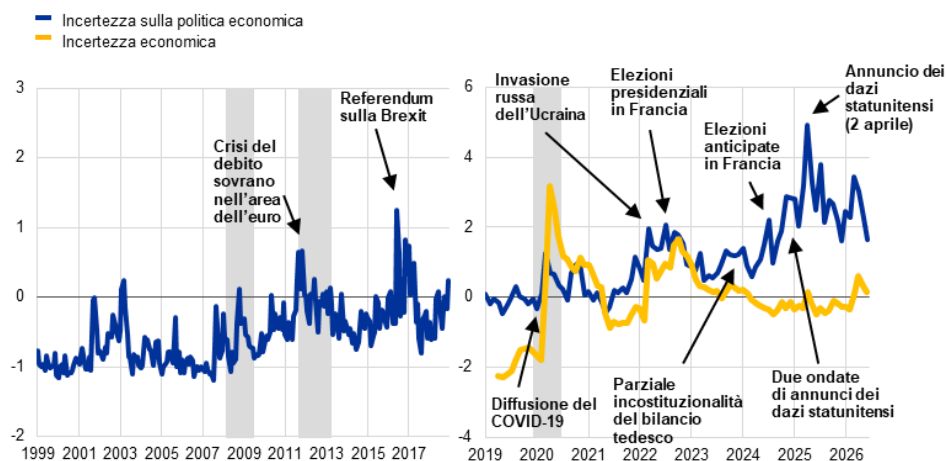
⁴ Cfr. Holló et al. (2012).

⁵ Cfr. Andersson et al. (2025).

Grafico 1

Incertezza sulla politica economica e incertezza basata sulle indagini

(indice standardizzato)



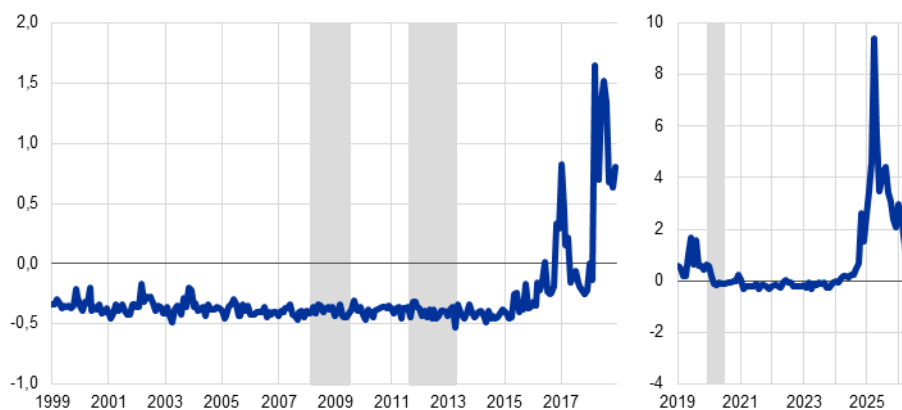
Fonti: Baker et al. (2016) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le aree grigie indicano periodi di recessione nell'area dell'euro individuati dal Centre for Economic Policy Research (CEPR). Dati dal 2001, riferiti ai quattro maggiori paesi dell'area dell'euro, ponderati in base al relativo PIL nel 2025. Le serie precedenti al 2001 si riferiscono ai tre maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia e Italia), per indisponibilità dei dati relativi alla Spagna. Entrambe le serie sono standardizzate sui rispettivi campioni. La serie dell'incertezza della Commissione europea inizia ad aprile 2019. È una media ponderata delle serie settoriali relative a industria (40 per cento), servizi (30 per cento), consumatori (20 per cento), costruzioni (5 per cento) e commercio al dettaglio (5 per cento), espressa in saldi in punti percentuali. La serie è standardizzata sul rispettivo campione. Le etichette si riferiscono esclusivamente a shock da incertezza che compaiono nelle stime principali (cfr. il grafico 5). Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2026.

Grafico 2

Incertezza della politica commerciale

(indice standardizzato)



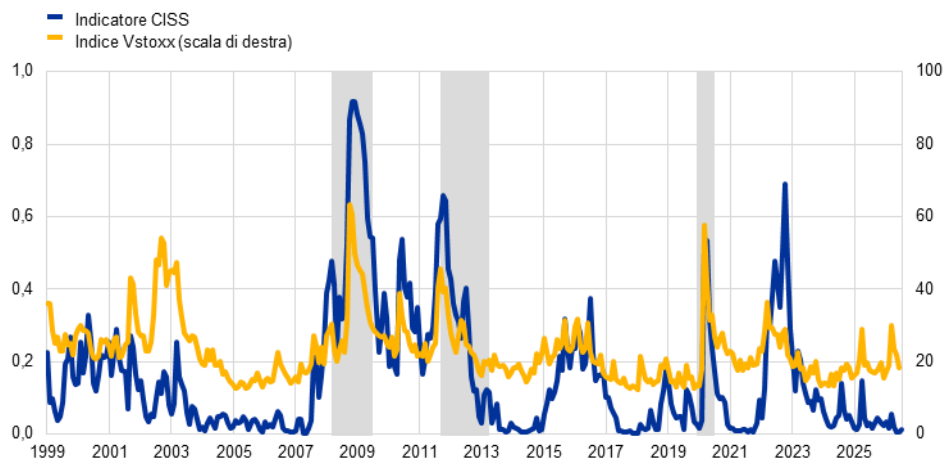
Fonti: Caldara et al. (2020) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le aree grigie indicano periodi di recessione nell'area dell'euro individuati dal CEPR. Il grafico mostra l'indice di incertezza della politica commerciale di Caldara et al. (2020) per gli Stati Uniti. La suddivisione in due pannelli consente di rilevare il livello complessivo più elevato dell'indice nel periodo più recente. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2026.

Grafico 3

Misure dell'incertezza economica basate sui mercati finanziari

(scala di sinistra: scala normalizzata; scala di destra: indice)



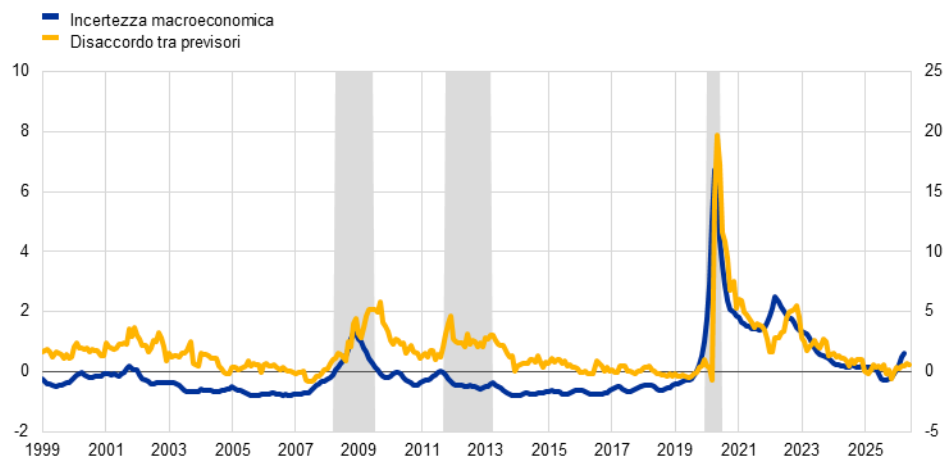
Fonti: Haver Analytics e BCE.

Note: le aree grigie indicano periodi di recessione nell'area dell'euro individuati dal CEPR. L'indicatore composito di tensioni sistemiche (composite indicator of systemic stress, CISS) è misurato come scala normalizzata tra 0 e 1. L'indice Vstoxx mostra la volatilità implicita derivata da otto sottoindici Vstoxx, che riflettono rispettivamente le scadenze effettive dei prossimi 1, 2, 3, 6, 9, 12, 18 e 24 mesi dei contratti di opzioni sull'Euro Stoxx 50 presso l'Eurex. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2026 per l'indicatore CISS e a luglio 2026 per l'indice Vstoxx.

Grafico 4

Misure statistiche e basate su modelli dell'incertezza economica

(indici standardizzati)



Fonti: Jurado et al. (2015) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le aree grigie indicano periodi di recessione dell'area dell'euro individuati dal CEPR. Le serie sono standardizzate sui rispettivi campioni. La misura dell'incertezza macroeconomica è ripresa da Jurado et al. (2015), che definiscono l'incertezza come la volatilità degli errori di previsione a tre mesi per un'ampia gamma di indicatori economici. Il disaccordo tra previsori nell'area dell'euro è misurato come media non ponderata delle deviazioni standard delle previsioni di crescita per il prossimo anno fornite dai partecipanti all'indagine di Consensus Economics per PIL in termini reali, consumi privati, investimenti fissi, prezzi al consumo, produzione industriale e tassi di interesse a lungo termine. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2026 per la misura dell'incertezza macroeconomica e a giugno 2026 per il disaccordo tra previsori.

3 Canali di trasmissione dall'incertezza all'attività reale

La letteratura accademica ha individuato una serie di canali di trasmissione attraverso i quali gli shock da incertezza deprimono l'attività economica reale, il primo dei quali è il canale delle "opzioni reali". I fondamenti teorici di questo

canale si fondano sull'irreversibilità della maggior parte delle spese in conto capitale e sul valore dell'opzione di attesa. Bernanke (1983) mostra che, in caso di decisioni di investimento irreversibili, le imprese esposte a maggiore incertezza sono incentivate a ritardare l'azione, ossia ad assumere un approccio "attendista" fino al manifestarsi di maggiore chiarezza, determinando una contrazione ciclica della spesa in conto capitale. Bloom (2009) dimostra che una maggiore incertezza induce le imprese a sospendere temporaneamente gli investimenti e le assunzioni di personale, causando il caratteristico andamento a forma di V del prodotto e dell'occupazione. Tuttavia, il canale delle opzioni reali non funziona esclusivamente come freno per gli investimenti. Per le imprese ad alta intensità di capitale immateriale gli investimenti iniziali in ricerca e sviluppo (R&S) o capitale organizzativo sbloccano future opportunità competitive, che altrimenti sarebbero escluse in modo permanente. Ciò è dovuto alla natura complessa e dipendente dall'andamento dell'accumulazione di capitale immateriale, che incentiva le imprese a mantenere tali spese e ad accumulare manodopera durante le fasi di contrazione (cfr. Dixit e Pindyck, 1994).

Un secondo canale consolidato riguarda il risparmio a fini precauzionali.

L'accresciuta incertezza induce le famiglie a ridurre i consumi e ad accumulare risparmi, determinando un differimento e una persistente debolezza della domanda (cfr. Coibion et al., 2024). È probabile che questo effetto sia particolarmente pronunciato per gli acquisti di beni durevoli di maggiore entità, come abitazioni e autovetture, per i quali la spesa è notevole e difficile da recuperare.

Il terzo canale, che amplifica l'effetto iniziale delle opzioni reali, è il canale delle frizioni finanziarie. Caldara et al. (2016) dimostrano che, attraverso il canale delle frizioni finanziarie, gli shock da incertezza sono fortemente associati a un ampliamento dei differenziali di credito e a una riduzione della capacità di assunzione del rischio da parte di prestatori quali le banche. Ciò accresce il premio sul finanziamento esterno, spinge al rialzo i costi di indebitamento e corrobora l'effetto "attendista" diretto sugli investimenti attraverso un inasprimento dell'offerta di credito. Alfaro et al. (2024) hanno coniato l'espressione "finance uncertainty multiplier" (moltiplicatore finanziario dell'incertezza) per descrivere il ruolo delle frizioni finanziarie nell'amplificare gli effetti reali degli shock da incertezza.

Infine, famiglie e imprese potrebbero adeguare i propri comportamenti nel tempo, in particolare quando l'incertezza rimane elevata a lungo. Se l'incertezza diventasse una "nuova normalità", le famiglie e le imprese potrebbero adeguare di conseguenza le proprie aspettative e i sistemi di riferimento in base ai quali assumono le proprie decisioni. Le imprese, ad esempio, potrebbero integrare maggiore flessibilità nelle proprie attività, adottando processi produttivi più agili o diversificando le catene di approvvigionamento per ridurre l'esposizione a un contesto volatile (cfr. Namdar et al., 2025). Inoltre, le aziende che si trovano ad affrontare un'incertezza persistente potrebbero investire in tecnologie volte a migliorare l'efficienza e la competitività (cfr. Bloom, 2009; Dixit e Pindyck, 1994)⁶. Le famiglie potrebbero ottimizzare i propri modelli di risparmio e di consumo per

⁶ Allo stesso tempo, in periodi in cui l'incertezza supera i livelli normali si potrebbe verificare un calo dell'elasticità degli investimenti nei confronti delle variazioni dei fattori che ne determinano l'andamento.

affrontare meglio condizioni di incertezza, mantenendo maggiori riserve di risparmio a fini precauzionali, per distribuire i consumi nel tempo.

4 Risultati empirici dell'impatto dell'incertezza sull'attività economica reale per l'area dell'euro

La presente sezione si avvale di un modello autoregressivo vettoriale strutturale (structural vector auto-regressive, SVAR) bayesiano, che include restrizioni di segno e di tipo narrativo, per individuare l'impatto sull'economia dell'incertezza riguardo alla politica economica. L'identificazione del contributo indipendente dell'incertezza rappresenta una sfida metodologica fondamentale e richiede ipotesi ulteriori riguardo alle determinanti degli indicatori dell'incertezza in corrispondenza di date specifiche. Le restrizioni narrative e di segno contribuiscono a rilevare le variazioni esogene nell'incertezza. Le restrizioni narrative, basate sull'approccio proposto da Antolín-Díaz e Rubio-Ramírez (2018), impongono che la maggior parte dell'andamento dell'incertezza sulla politica economica negli episodi specifici sia riconducibile allo shock da incertezza identificato. Per risolvere la questione secondo cui il metodo narrativo potrebbe non risolvere completamente l'endogeneità tra incertezza e altre variabili economiche, la presente sezione esamina anche i risultati di un approccio complementare di identificazione, basato su un modello autoregressivo vettoriale di tipo proxy (proxy SVAR).

Nell'ambito dell'ampia varietà di misure dell'incertezza disponibili, l'analisi empirica riguarda principalmente l'indicatore di incertezza sulla politica economica. Diversamente da quanto avviene per le misure della volatilità finanziaria come l'indice Vstoxx, i picchi dell'indicatore di incertezza sulla politica economica sono determinati prevalentemente da andamenti politici e istituzionali, la cui tempistica potrebbe essere esogena al ciclo economico⁷. L'indicatore di incertezza sulla politica economica rappresenta altresì una delle misure più onnicomprensive, che aggrega i segnali di informazione in molteplici ambiti delle politiche, come quella commerciale e di bilancio, rendendolo quindi particolarmente adatto a quantificare l'incertezza nel periodo recente. Allo stesso tempo, si conferma di estrema rilevanza nell'attuale congiuntura, considerati i livelli elevati mantenuti negli ultimi anni.

I risultati del modello empirico mostrano che l'aumento dell'incertezza ha un impatto negativo sull'attività economica dell'area dell'euro. Le restrizioni narrative definiscono diversi eventi in cui un brusco aumento dell'incertezza sulla politica economica nell'area dell'euro era chiaramente dovuto a fonti esogene (cfr. il grafico 1)⁸. L'indicatore di incertezza sulla politica economica aumenta in concomitanza con le date di ciascuno di questi eventi, conferendo all'identificazione robustezza e coerenza interna. I risultati del modello narrativo SVAR rivelano che l'impatto negativo sulla crescita del PIL in termini reali di questi episodi è principalmente determinato da un calo degli investimenti delle imprese e, in misura

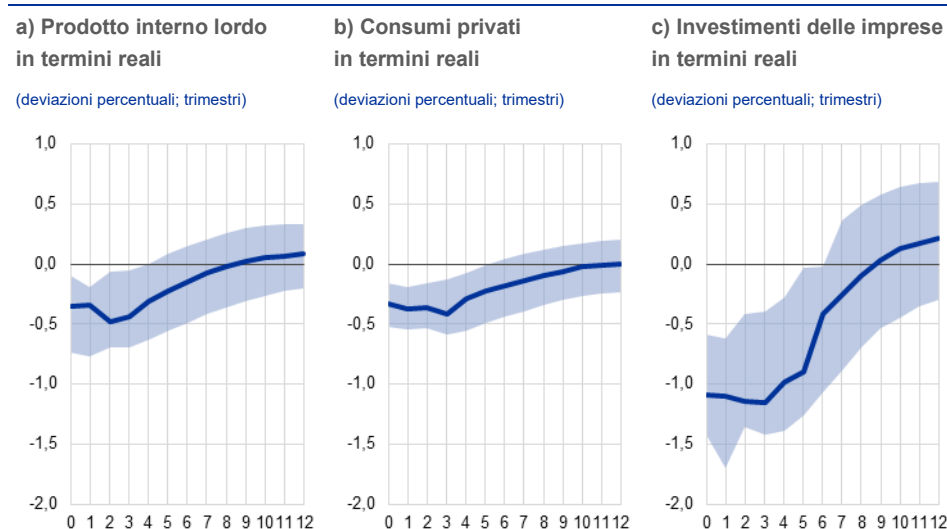
⁷ Cfr. Azqueta-Gavaldón et al. (2026).

⁸ I dieci episodi di incertezza individuati riguardano sia shock storici consolidati sia andamenti politici e commerciali più recenti. Cfr. le note del grafico 5.

minore, dai consumi privati (cfr. il grafico 5)⁹. Gli effetti più marcati vengono registrati in entrambe le componenti della domanda interna dopo circa tre trimestri. I consumi privati diminuiscono dello 0,4 per cento al punto di minimo, per poi iniziare una graduale ripresa. Gli investimenti delle imprese, per contro, scendono dell'1,2 per cento e restano contenuti per un periodo lievemente più lungo dopo lo shock.

Grafico 5

Impatto di un aumento dell'incertezza sulla politica economica: stime basate su modelli SVAR di tipo narrativo



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: risposte a impulso a uno shock da incertezza sulla politica economica pari a una deviazione standard identificato tramite restrizioni di segno di tipo narrativo in un modello SVAR bayesiano stimato sui dati trimestrali dell'area dell'euro per il periodo compreso tra il primo trimestre del 2001 e il primo trimestre del 2026. Il modello include sette variabili: l'indicatore di incertezza sulla politica economica, la crescita del PIL in termini reali, la crescita dei consumi privati, la crescita degli investimenti, l'inflazione misurata sullo IAPC, i rendimenti azionari e la media dei tassi di interesse a breve e lungo termine, con quattro ritardi e una distribuzione a priori di tipo Minnesota. L'identificazione avviene tramite restrizioni di segno di tipo narrativo come in Antolín-Díaz e Rubio-Ramírez (2018). Tali restrizioni richiedono che l'andamento dell'indicatore di incertezza sulla politica economica sia prevalentemente riconducibile allo shock da incertezza relativo ai seguenti eventi: la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, il referendum sulla Brexit, la diffusione della pandemia di COVID-19, l'invasione russa dell'Ucraina, le elezioni presidenziali del 2022 in Francia, la sentenza della Corte costituzionale tedesca del novembre 2023 attestante la parziale incostituzionalità del bilancio, le elezioni anticipate in Francia a giugno e luglio 2024 e tre ondate consecutive di inasprimento della politica commerciale degli Stati Uniti alla fine del 2024 e nel 2025. Il modello identifica, inoltre, uno shock dal lato della domanda e dell'offerta. Le aree ombreggiate indicano intervalli di confidenza del 68 per cento.

La stima del modello indica, inoltre, che nel 2025 gli shock da incertezza sulla politica economica hanno inciso in misura significativa sull'attività dell'area dell'euro. Il quadro narrativo suggerisce che gli shock da incertezza hanno sottratto circa 0,4 punti percentuali alla crescita del PIL in termini reali nel periodo compreso tra il primo trimestre del 2025 e il primo trimestre del 2026, con un impatto che si è manifestato principalmente attraverso il canale degli investimenti delle imprese e, in misura minore, attraverso quello dei consumi privati. Considerando gli effetti persistenti degli shock da incertezza e i livelli attualmente elevati di incertezza sulla politica economica dovuti alla guerra in Medio Oriente, è probabile che nel corso del 2026 si continui a manifestare l'impatto frenante dell'incertezza sull'attività dell'economia reale.

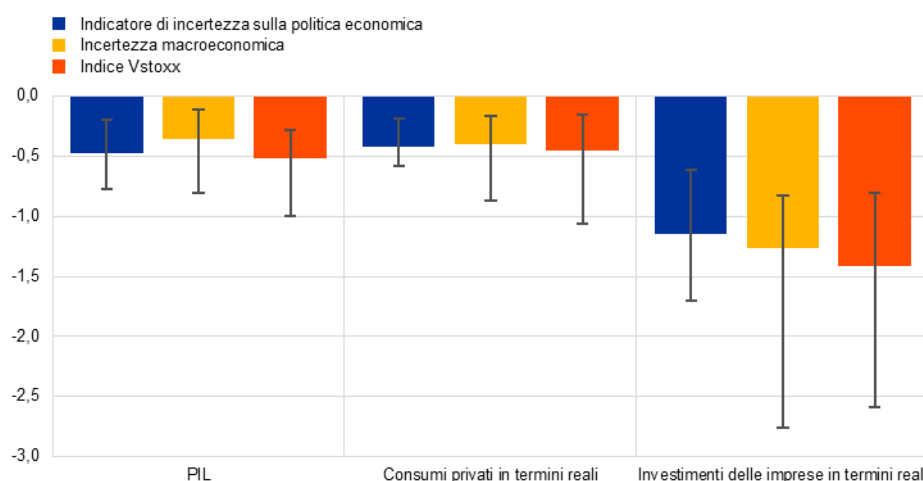
⁹ Inoltre, la scomposizione della varianza degli errori di previsione conferma che gli shock da incertezza rappresentano una quota non trascurabile di oscillazioni del prodotto, cui ricondurre circa il 12 per cento della varianza degli errori di previsione per la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel breve periodo.

Tale stima dell'impatto macroeconomico viene confermata anche avvalendosi di misure alternative dell'incertezza, nell'ambito di un quadro analogo. Come analisi di robustezza, si calibrano una misura basata sulle restrizioni di tipo narrativo per l'indice Vstoxx e la misura elaborata da Jurado et al. (2015) sui picchi più alti registrati rispetto al trimestre precedente da ciascuna misura nel periodo campione. Questi picchi differiscono da quelli utilizzati nello scenario di base dell'indicatore di incertezza sulla politica economica e riflettono pertanto le diverse dimensioni dell'incertezza rilevate da ciascuna misura¹⁰. Nonostante queste differenze nell'identificazione, le risposte a impulso delle tre misure si mostrano coerenti nel rilevare che gli shock da incertezza esercitano un notevole effetto frenante sulla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro, principalmente attraverso il canale degli investimenti delle imprese e, in misura minore, attraverso quello dei consumi privati (cfr. il grafico 6).

Grafico 6

Impatto di un aumento delle misure alternative dell'incertezza

(deviazioni percentuali al punto di minimo)



Fonti: Baker et al. (2016), Haver Analytics, Jurado et al. (2015) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: risposte a impulso normalizzate a uno shock da incertezza pari a una deviazione standard identificato tramite restrizioni di segno di tipo narrativo in un modello SVAR bayesiano stimato sui dati trimestrali dell'area dell'euro per il periodo compreso tra il primo trimestre del 2001 e il primo trimestre del 2026. Il modello include una misura dell'incertezza alla volta (per maggiori dettagli, cfr. le note del grafico 5) e segue lo stesso approccio descritto nel testo per l'indicatore di incertezza sulla politica economica. Il grafico indica intervalli di confidenza del 68 per cento. La misura dell'incertezza macroeconomica è desunta da Jurado et al. (2015).

Un'identificazione basata su modello proxy SVAR fornisce una solida verifica incrociata complementare dell'approccio narrativo. Seguendo il metodo proposto da Mertens e Ravn (2013) e da Stock e Watson (2018), viene stimato un modello proxy SVAR per tenere conto dei timori di potenziale simultaneità tra incertezza e variabili economiche, utilizzando le reazioni esogene dei prezzi dell'oro come strumento per gli shock da incertezza¹¹. Si costruisce una proxy strumentale basata sull'ipotesi che l'incertezza inattesa induca a investire in oro,

¹⁰ Per l'indice Vstoxx i cinque picchi più significativi corrispondono a: il fallimento di Lehman Brothers e la crisi finanziaria mondiale, il collasso della bolla delle dot-com, la diffusione della pandemia di COVID-19, il culmine della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e l'invasione russa dell'Ucraina, vale a dire eventi causati in misura predominante da acute tensioni nei mercati finanziari. Per la misura dell'incertezza macroeconomica di Jurado et al. (2015), gli eventi più significativi sono: la diffusione della pandemia di COVID-19, che determina i picchi di gran lunga più elevati di questo indice, seguita dalla crisi finanziaria mondiale e dall'invasione russa dell'Ucraina.

¹¹ Cfr. anche Bobasu et al. (2024).

indipendentemente dalle turbative simultanee di domanda, offerta e politica monetaria¹². La proxy così costruita comprende 21 osservazioni nel periodo 2000-2025 e include shock derivanti dalla crisi finanziaria mondiale, dalla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, dal referendum sulla Brexit e dall'annuncio dei dazi statunitensi del 2 aprile 2025¹³.

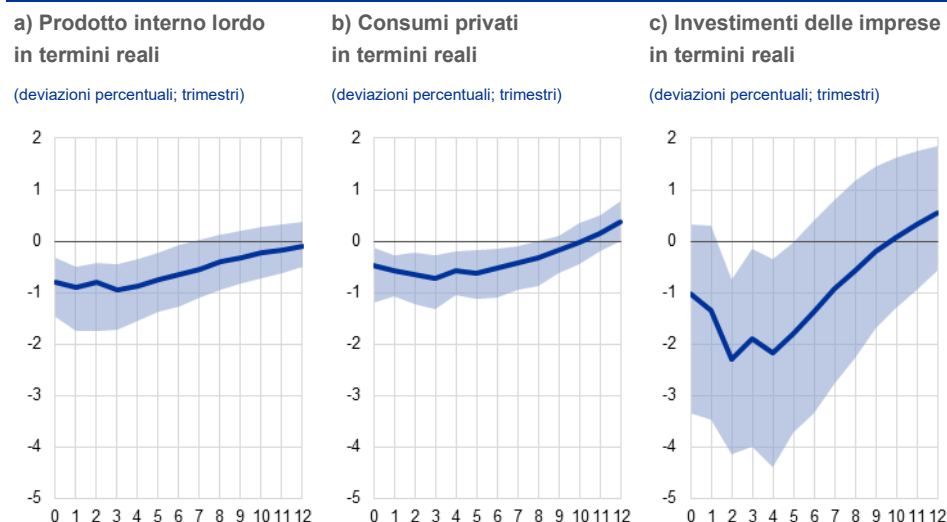
I risultati del modello proxy SVAR confermano che gli shock da incertezza in merito alla politica economica incidono significativamente sull'attività dell'area dell'euro, generando la contrazione più marcata e persistente nel settore degli investimenti (cfr. il grafico 7). Uno shock pari a una deviazione standard dell'indicatore di incertezza sulla politica economica fa scendere il PIL in termini reali dell'1 per cento circa, al suo punto di minimo, per poi recuperare gradualmente nell'arco di sette trimestri. I consumi privati si riducono approssimativamente dello 0,7 per cento al punto di minimo, riflettendo la cautela delle famiglie dinanzi all'accresciuta incertezza. Gli investimenti delle imprese subiscono una contrazione considerevolmente più marcata, del 2 per cento circa, e dopo sei trimestri evidenziano un recupero, tuttavia non significativo statisticamente. Questo andamento è coerente con il meccanismo delle opzioni reali, in base al quale le imprese che pianificano impegni irreversibili in conto capitale preferiscono differire la spesa fino alla risoluzione dell'incertezza. Ciò implica un impatto più pronunciato e duraturo degli shock sugli investimenti delle imprese, rispetto a categorie di spesa più reversibili e flessibili. Questi riscontri convalidano sostanzialmente quelli ottenuti con il modello delle restrizioni di segno di tipo narrativo, confermando che gli effetti stimati non sono un prodotto delle ipotesi di fondo. Nonostante l'entità degli effetti sia lievemente maggiore nell'approccio proxy, la direzione e l'ordinamento relativo delle risposte tra le diverse componenti di spesa nelle due strategie di identificazione sono coerenti.

¹² Cfr. Piffer e Podstawski (2018).

¹³ La proxy del prezzo dell'oro soddisfa le due condizioni che attestano la validità di uno strumento esterno. In primo luogo, è strettamente correlata allo shock da incertezza, come conferma il valore della statistica F al primo stadio, pari a 17,9, ben al di sopra della soglia di 10 al di sotto della quale uno strumento viene considerato non in grado di fornire stime affidabili (cfr. Staiger e Stock, 1997). In secondo luogo, soddisfa la condizione di esogeneità, assicurando che gli effetti stimati siano attribuibili all'incertezza piuttosto che ad altri fattori concorrenti, come dimostrano i test di correlazione.

Grafico 7

Stime degli effetti dell'incertezza sulla politica economica basate sul modello proxy SVAR



Fonti: Baker et al. (2016), Eurostat, banca dati per le proiezioni macroeconomiche della BCE e dell'Eurosistema, elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: risposte a impulso a uno shock da incertezza sulla politica economica pari a una deviazione standard. Il modello include sette variabili: l'indicatore di incertezza sulla politica economica, la crescita del PIL in termini reali, la crescita dei consumi privati, la crescita degli investimenti, l'inflazione misurata sullo IAPC, i rendimenti azionari e la media dei tassi di interesse a breve e a lungo termine. Le stime sono relative al periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il primo trimestre del 2026, utilizzando quattro ritardi. Le aree ombreggiate indicano intervalli di confidenza del 68 per cento. Sono incluse variabili dummy per il primo e il secondo trimestre del 2020 come regressori esogeni per assorbire i valori anomali legati alla pandemia, senza che questi vengano attribuiti allo shock da incertezza sulla politica economica. L'indicatore di incertezza sulla politica economica è dotato di una proxy costruita sulle variazioni del prezzo dell'oro in corrispondenza di specifici episodi di incertezza rilevanti per l'area dell'euro. La proxy si fonda su una base dati di 170 eventi geopolitici ed economici verificatisi nel periodo 2000-2025, di cui vengono presi in considerazione solo i trimestri in cui l'indicatore di incertezza sulla politica economica è aumentato significativamente (la sua variazione trimestrale ha superato il suo valore medio aumentato di mezza deviazione standard) e in cui la relativa reazione giornaliera del prezzo dell'oro è stata positiva, in modo tale che vengano rilevati solo gli aumenti dell'incertezza di tipo esogeno. I rendimenti logaritmici dei prezzi dell'oro a livello di evento si sommano all'interno dei trimestri considerati, così da restituire la serie proxy trimestrale finale. Si tiene conto solo delle reazioni positive dell'oro, dato che quelle negative nei giorni degli eventi di incertezza sono ambigue, in quanto possono potenzialmente riflettere apprezzamenti del dollaro, prese di profitto o allentamenti delle politiche, anziché un autentico impulso di incertezza.

Una valutazione più granulare delle componenti di consumi e investimenti rivela reazioni differenti all'incertezza.

Scomponendo gli investimenti delle imprese in beni materiali e immateriali emergono reazioni diverse dinanzi all'incertezza. Nel corso dei recenti episodi di incertezza elevata gli investimenti in beni immateriali, incluse le tecnologie di IA, hanno mostrato maggiore resilienza rispetto a quelli in beni materiali (cfr. il riquadro 1). Quanto ai consumi privati, l'incertezza frena la spesa delle famiglie sia per beni sia per servizi, ma l'effetto iniziale è particolarmente marcato per i beni durevoli, come le autovetture. Al contempo, mentre il consumo di beni durevoli riprende rapidamente dopo uno shock da incertezza, la spesa per servizi rimane contenuta più a lungo (cfr. il riquadro 2).

Riquadro 1

Gli effetti dell'incertezza sugli investimenti delle imprese in beni materiali e immateriali sono differenti?

a cura di Lorena Saiz e Stefania Scrofanì

Come illustrato nella sezione 4 dell'articolo, gli investimenti delle imprese rappresentano la componente della domanda aggregata più sensibile all'incertezza. Tenendo a mente la crescente

rimodulazione degli investimenti delle imprese in favore dei beni immateriali negli ultimi anni, il presente riquadro si propone di determinare se l'impatto dell'incertezza si differenzi a seconda che gli investimenti siano in beni materiali o immateriali, avvalendosi sia di dati macroeconomici aggregati sia di microdati a livello di impresa.

Un canale consolidato attraverso cui l'incertezza incide sugli investimenti delle imprese è l'irreversibilità, il cui grado determina la sensibilità degli investimenti all'incertezza¹⁴. Gli investimenti in beni materiali, come macchinari, attrezzature, infrastrutture etc., spesso comportano costi iniziali significativi e lunghi periodi di ammortamento, che li rendono altamente sensibili all'incertezza. Quelli in beni immateriali, ad esempio in ricerca e sviluppo (R&S), software, proprietà intellettuale, capitale organizzativo e simili, sono spesso più specifici al tipo di impresa e più problematici da costituire in garanzia e comportano costi pressoché fissi difficili da recuperare. Queste caratteristiche li rendono potenzialmente molto sensibili all'incertezza.

Tuttavia, i risultati empirici indicano che gli investimenti immateriali sono generalmente meno sensibili all'incertezza a breve termine rispetto a quelli materiali. A livello macro, gli shock da incertezza comprimono gli investimenti in beni materiali (approssimati dalla spesa in conto capitale per macchinari e attrezzature), mentre la risposta degli investimenti in beni immateriali (a loro volta approssimati dalla spesa per prodotti di proprietà intellettuale), è molto più contenuta (cfr. il pannello a) del grafico A). Un andamento simile può essere osservato utilizzando i dati a livello di impresa. La spesa in conto capitale per beni materiali diminuisce in misura considerevolmente maggiore rispetto agli investimenti in beni immateriali, anche tenendo conto delle consuete determinanti degli investimenti come i risultati finanziari, la leva finanziaria, la liquidità e le dimensioni delle imprese (cfr. il pannello b) del grafico A).

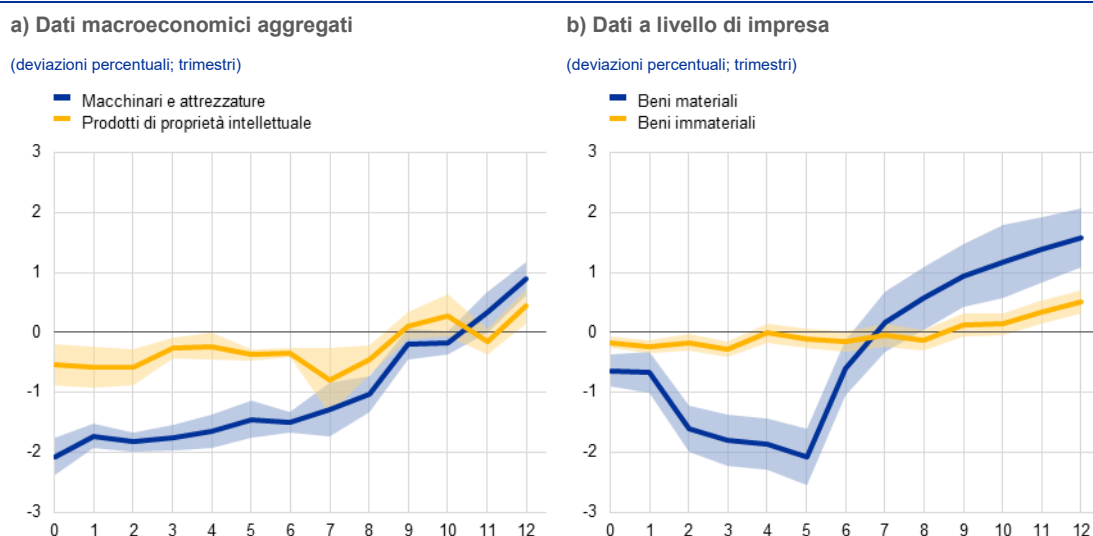
Due meccanismi contribuiscono a spiegare questo apparente paradosso. In primo luogo, gli investimenti immateriali sono generalmente a lungo termine, finalizzati a migliorare l'efficienza, ridurre i costi o creare vantaggi competitivi che generano rendimenti in una serie di possibili scenari futuri (cfr. Zhang, 2026). Inoltre, le attività immateriali specifiche di ciascuna impresa comportano frizioni più forti nell'adeguamento: l'interruzione delle attività di ricerca e sviluppo può disperdere le conoscenze accumulate, mentre il capitale organizzativo ad alta intensità di manodopera ne incoraggia l'accumulo durante le fasi di flessione economica (cfr. Crouzet ed Eberly, 2026)¹⁵. Il secondo meccanismo, che rafforza questa asimmetria, è il canale di finanziamento, dal momento che gli investimenti in attività immateriali dipendono maggiormente dai fondi interni e dal capitale di rischio e sono pertanto più resistenti all'inasprimento delle condizioni creditizie (cfr. Gareis e Mayer, 2023). In sintesi, l'incertezza sembra influenzare in modo diverso gli investimenti in beni materiali e immateriali, per via della specificità delle loro caratteristiche e dei loro canali di finanziamento.

¹⁴ Dibiasi et al. (2025) conducono un esperimento con alcuni dirigenti svizzeri, rilevando che un aumento dell'incertezza dovuto a fattori esogeni riduce significativamente gli investimenti attesi dai dirigenti nel breve e medio termine. Tuttavia, i costi di adeguamento stimati variano fortemente a seconda della tipologia di capitale e dei settori.

¹⁵ Zhang (2026) dimostra che un aumento dell'incertezza veicola le risorse verso il settore dei beni immateriali, in considerazione del maggiore rendimento di tali investimenti, data la natura a lungo termine del loro ciclo produttivo. D'altro canto, Crouzet ed Eberly (2026) sottolineano gli elevati costi di un'inversione della spesa in conto capitale, evidenziando come, quando l'incertezza aumenta, si crei valore nell'attendere che le condizioni migliorino. Tuttavia, investire in ricerca e sviluppo significa disporre di informazioni preziose sul costo finale del progetto, dal momento che, anche quando l'incertezza è elevata, le imprese sono incentivate ad anticipare gli investimenti in quest'ambito, piuttosto che a posticiparli.

Grafico A

Impatto degli shock da incertezza sugli investimenti in beni materiali e immateriali per tipo di dati



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

Note: i grafici mostrano le risposte a impulso a uno shock da incertezza pari a una deviazione standard. Lo shock da incertezza qui impiegato è quello identificato con l'utilizzo di restrizioni di segno di tipo narrativo nel testo principale. I risultati riportati nel pannello a) si basano su un modello di proiezioni locali relativo a un campione dei cinque principali paesi dell'area dell'euro (Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi). I risultati nel pannello b) si basano su un modello di proiezioni locali relativo a un campione di imprese non finanziarie dell'area dell'euro proveniente dalla base dati Worldscope per le quali sono disponibili dati trimestrali sulla spesa in ricerca e sviluppo. Nel pannello b) gli investimenti in beni immateriali sono approssimati dalla spesa per R&S (capitale di conoscenza) e dal 30 per cento delle spese generali, amministrative e di vendita (capitale organizzativo). Sia gli investimenti materiali sia quelli immateriali sono misurati rispetto al totale degli attivi di un'impresa, cui si aggiungono le spese generali, amministrative e di vendita, nonché quelle per ricerca e sviluppo, capitalizzate, come in Zhang (2026). Le variabili dei pannelli a) e b) sono trasformate su scala logaritmica. Le aree ombreggiate indicano intervalli di confidenza del 68 per cento.

Riquadro 2

L'impatto dell'incertezza sulla spesa delle famiglie fa differenza tra beni e servizi?

a cura di Alina Bobasu

L'incertezza grava sulla spesa delle famiglie, ma con effetti non uniformi. Il presente riquadro analizza come l'incertezza in aumento incida sulle decisioni di consumo, focalizzandosi sulle differenze tra categorie (in base al sistema di classificazione COICOP) lungo la dimensione della durevolezza.

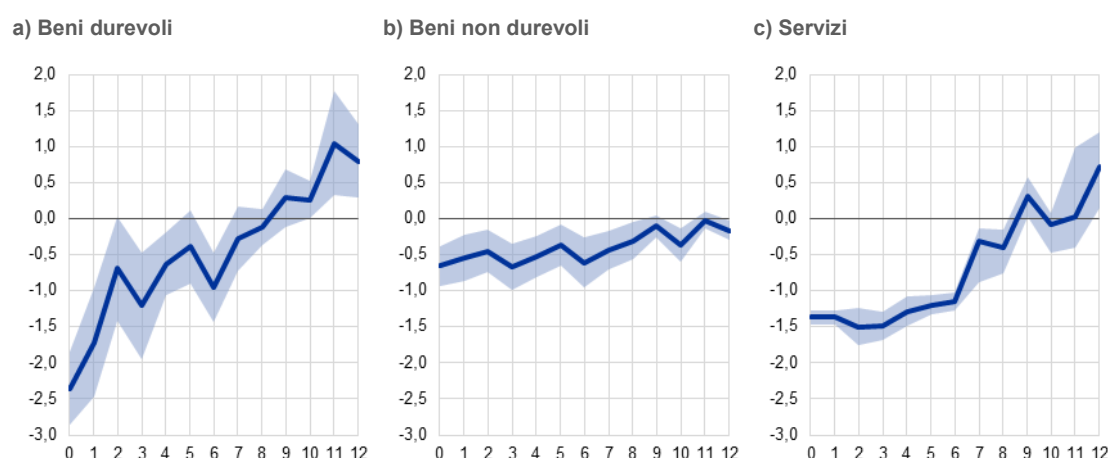
La sensibilità di una determinata categoria di consumi agli shock da incertezza dipende principalmente dal grado di differibilità degli acquisti e dai relativi costi di adeguamento. I beni durevoli sono per loro natura immagazzinabili e durevoli, caratteristiche che rendono molto flessibile la tempistica della loro acquisizione. Gli individui possono differire le decisioni di acquisto di beni durevoli, come abitazioni, automobili e mobili, e il valore dell'opzione di attesa aumenta notevolmente quando l'incertezza sul reddito è maggiore. La spesa per beni non durevoli e servizi come quelli alimentari e sanitari è strutturalmente più difficile da posticipare, pertanto l'effetto sulle opzioni reali in seguito all'incertezza è attenuato per queste categorie di spesa. Di conseguenza, nella letteratura empirica i consumi reagiscono agli shock da incertezza in maniera costante, con i beni durevoli che rappresentano la componente più sensibile e i servizi essenziali che costituiscono, invece, quella meno reattiva. Tale andamento riflette l'interazione tra "differibilità" e costi di adeguamento nelle diverse categorie di spesa.

Secondo i risultati di un modello panel di proiezioni locali, gli shock da incertezza esercitano un effetto negativo e statisticamente significativo su tutte e tre le componenti dei consumi privati, con l'entità e la persistenza della reazione che variano in funzione del grado di durevolezza e di "differibilità" di ciascuna categoria (cfr. il grafico A)¹⁶. Il consumo di beni durevoli si riduce nella misura maggiore in seguito a uno shock da incertezza: una reazione coerente con il meccanismo delle opzioni reali descritto in precedenza. La risposta dei beni durevoli raggiunge picchi negativi più marcati rispetto ai beni non durevoli e ai servizi, ma con effetti di più breve durata.

Grafico A

Impatto sulle componenti dei consumi privati degli shock da incertezza sulla politica economica

(deviazioni percentuali; trimestri)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra i risultati basati su un modello panel di proiezioni locali per i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Spagna, Francia, Italia, e Paesi Bassi) con un campione (non bilanciato) che va dal primo trimestre del 1999 al primo trimestre del 2026 e che tiene conto degli effetti fissi per paese. Il modello include le componenti dei consumi privati in termini reali (beni durevoli, beni non durevoli e servizi) come variabili dipendenti. Al modello sono stati aggiunti, come variabili di controllo, il PIL in termini reali, la media dei tassi a breve e a lungo termine e l'inflazione. Gli shock da incertezza sono quelli stimati attraverso l'approccio delle restrizioni di segno di tipo narrativo. Le proiezioni locali sono stimate utilizzando quattro ritardi per le variabili di controllo e per ciascuna variabile dipendente successiva. Le aree ombreggiate indicano intervalli di confidenza del 68 per cento, che riflettono l'incertezza di campionamento attorno ai coefficienti di regressione stimati. Le funzioni di risposta a impulso non sono direttamente confrontabili con le risposte dei consumi dell'area dell'euro in termini aggregati riportate nel testo principale, stimate attraverso un modello differente e utilizzando dati relativi all'area dell'euro nel suo complesso.

Anche i consumi di beni non durevoli reagiscono negativamente agli shock da incertezza, sebbene in misura minore rispetto ai beni durevoli. La risposta è tuttavia persistente: il livello dei consumi non durevoli rimane al di sotto dello scenario di base per diversi trimestri prima di segnare una graduale ripresa dallo shock iniziale. Il consumo di servizi mostra una dinamica interessante. La flessione al primo impatto è relativamente marcata e persistente, seguita da una ripresa lenta e piuttosto prolungata, in linea con l'andamento osservato per i consumi privati totali descritto nel testo principale.

Nel complesso, la più rapida ripresa della spesa per beni durevoli rispetto a quella per beni non durevoli e servizi riflette probabilmente due meccanismi che si rafforzano a vicenda. In primo luogo, il differimento degli acquisti di beni durevoli genera una domanda repressa che esplode rapidamente all'attenuarsi dell'incertezza: una dinamica di adeguamento delle scorte formalizzata da Caballero (1991) e coerente con i risultati "attendisti" attestati da Bloom (2009). In secondo luogo, la spesa per beni durevoli è spesso finanziata attraverso il credito al consumo e l'allentamento delle condizioni finanziarie, a cui spesso si accompagna il riassorbimento di uno shock da incertezza, fornisce ulteriore impulso a una rapida ripresa della spesa (cfr. Ludvigson,

¹⁶ Cfr. Jordà (2005).

1999). Per contro, la rinuncia alla spesa per servizi, in particolare per attività ricreative, solitamente non viene recuperata una volta venuta meno l'opportunità; per tale ragione, la sua ripresa avviene lentamente e si estende su numerosi trimestri (cfr. Carroll, 1997). Una dimensione complementare dell'eterogeneità riflette la distinzione fra necessità e discrezionalità, con le famiglie che si trovano a ridurre la spesa sia per beni durevoli sia per servizi (cfr. Andreolli et al., 2025a, 2025b). In condizioni di incertezza le famiglie danno priorità alle spese essenziali, come alimentari, utenze domestiche e assistenza sanitaria, riducendo drasticamente le spese per bisogni discrezionali, quali servizi ricettivi, ricreativi e culturali¹⁷.

5 Osservazioni conclusive

L'elevata incertezza ha effetti avversi significativi e persistenti sull'attività economica dell'area dell'euro e amplifica le oscillazioni del ciclo economico.

Vi sono evidenze che gli shock da incertezza incidano fortemente sugli investimenti delle imprese, che si contraggono drasticamente al primo impatto, rimanendo poi compressi per diversi trimestri. Ciò è in linea con il meccanismo delle opzioni reali, in base al quale le imprese rinviando le decisioni irreversibili in materia di spesa in conto capitale a fronte di un'accresciuta incertezza rispetto alla domanda e alle politiche future. I consumi privati reagiscono più moderatamente, sebbene la risposta non sia trascurabile; in particolare, la spesa per beni durevoli evidenzia una contrazione iniziale più marcata, ma anche una ripresa più rapida in confronto alla spesa per beni non durevoli. Ciò riflette la maggiore disponibilità dei consumatori a rinviare gli acquisti discrezionali più ingenti, per poi effettuarli una volta attenuatasi l'incertezza.

Nel contesto attuale, l'incertezza rimane un importante fattore che influenza le prospettive economiche dell'area dell'euro. In presenza di misure basate sui testi che denotano un'elevata incertezza sugli equilibri geopolitici e sulle politiche commerciali (che riflettono, tra le altre cose, tensioni in tali ambiti) e dato il perdurante impatto degli shock da incertezza, vi sono ragioni per ritenere che l'incertezza continuerà a gravare sull'attività per il resto dell'anno. Un importante riscontro della presente analisi è che gli shock da incertezza non incidono in ugual misura su tutti i tipi di investimento: quelli in beni immateriali appaiono meno sensibili a tali shock. Nella misura in cui proseguirà l'attuale processo di rimodulazione degli investimenti verso attività immateriali, la risposta aggregata degli investimenti agli shock da incertezza potrebbe divenire più contenuta nel tempo. Tale processo di riorientamento potrebbe quindi agire da graduale stabilizzatore del ciclo degli investimenti, sebbene l'incertezza stessa resti una determinante significativa delle oscillazioni macroeconomiche. In ogni caso, l'arricchimento dello strumentario analitico della BCE, che include l'analisi di scenari basata su modelli e strumenti di previsione a brevissimo termine, ha ampliato la capacità dell'Eurosistema

¹⁷ Andreolli et al. (2025a, 2025b) dimostrano che la spesa discrezionale (che include i beni durevoli e il 35 per cento dei servizi) rappresenta il principale traino del ciclo dei consumi aggregati e che, a seguito di shock macroeconomici, la contrazione della spesa nelle categorie discrezionali è molto più marcata rispetto ai beni di prima necessità.

di monitorare e valutare in tempo reale l'impatto dell'incertezza sull'attività economica reale.

Riferimenti bibliografici

Alfaro, I., Bloom, N. e Lin, X. (2024), "[The Finance Uncertainty Multiplier](#)", *Journal of Political Economy*, vol. 132, n. 2, febbraio, pagg. 577-615.

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

Andreolli, M., Rickard, N. e Surico, P. (2025a), "[Non-Essential Business Cycles](#)", *CEPR Discussion Paper*, n. 19773.

Andreolli, M., Rickard, N., Surico, P. e Vergeat, C. (2025b), "[Discretionary spending is the cycle, and why it matters for monetary policy](#)", ECB Forum on Central Banking.

Antolín-Díaz, J. e Rubio-Ramírez, J.F. (2018), "[Narrative Sign Restrictions for SVARs](#)", *American Economic Review*, vol. 108, n. 10, ottobre, pagg. 2802-2829.

Azqueta-Gavaldón, A., Diakonova, M., Ghirelli, C. e Pérez, J.J. (2026), "[Diverging signals from economic uncertainty measures: uncovering coherence through news narratives](#)", *Working Papers*, n. 2614, Banco de España.

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

Bernanke, B.S. (1983), "[Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment](#)", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, n. 1, febbraio, pagg. 85-106.

Bloom, N. (2009), "[The Impact of Uncertainty Shocks](#)", *Econometrica*, vol. 77, n. 3, maggio, pagg. 623-685.

Bloom, N. (2014), "[Fluctuations in Uncertainty](#)", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n. 2, primavera, pagg. 153-176.

Bobasu, A. e Pierluigi, B. (2026), [In che modo l'incertezza sulle politiche commerciali sta influenzando l'attività nell'area dell'euro?](#), riquadro 4 nel numero 2/2026 di questo Bollettino.

Bobasu, A., Quaglietti, L. e Ricci, M. (2024), "[Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area](#)", *IMF Economic Review*, vol. 72, numero 2, giugno, pagg. 820-857.

Caballero, R.J. (1991), "[Durable Goods: an Explanation for their Slow Adjustment](#)", *NBER Working Paper*, n. 3748, giugno.

- Caldara, D., Fuentes-Albero, C., Gilchrist, S. e Zakrajšek, E. (2016), “[The macroeconomic impact of financial and uncertainty shocks](#)”, *European Economic Review*, vol. 88, lettera C, pagg. 185-207.
- Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. e Raffo, A. (2020), “[The economic effects of trade policy uncertainty](#)”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, pagg. 38-59.
- Caldara, D. e Iacoviello, M. (2022), “[Measuring Geopolitical Risk](#)”, *American Economic Review*, vol. 112, n. 4, aprile, pagg. 1194-1225.
- Carroll, C.D. (1997), “[Buffer-Stock Saving and the Life Cycle/Permanent Income Hypothesis](#)”, *The Quarterly Journal of Economics*, President and Fellows of Harvard College, vol. 112, n. 1, pagg. 1-55.
- Coibion, O., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y., Kenny, G. e Weber, M. (2024), “[The Effect of Macroeconomic Uncertainty on Household Spending](#)”, *American Economic Review*, vol. 114, n. 3, pagg. 645-77.
- Crouzet, N. ed Eberly, J.C. (2026), “[R&D Uncertainty and Cycles](#)”, *NBER Working Paper*, n. 34838, febbraio.
- Dibiasi, A., Mikosch, H. e Sarferaz, S. (2025), “[Uncertainty Shocks, Adjustment Costs, and Firm Beliefs: Evidence from a Representative Survey](#)”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 17, n. 3, luglio, pagg. 36-73.
- Dixit, A. e Pindyck, R. (1994), “[Investment under Uncertainty](#)”, Princeton University Press.
- Gareis, J. e Mayer, E. (2023), “[Financial shocks and the relative dynamics of tangible and intangible investment: Evidence from the euro area](#)”, *Macroeconomic Dynamics*, vol. 27, n. 5, pagg. 1455-1480.
- Holló, D., Kremer, M. e Lo Duca, M. (2012), “[CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system](#)”, *Working Paper Series*, n. 1426, BCE.
- Jordà, Ò, (2005), “[Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections](#)”, *American Economic Review*, vol. 95, n. 1, pagg. 161-182.
- Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S. (2015), “[Measuring Uncertainty](#)”, *American Economic Review*, vol. 105, n. 3, marzo, pagg. 1177-1216.
- Knight, F.H. (1921), “[Risk, uncertainty and profit](#)”, Houghton Mifflin Company, Boston e New York.
- Ludvigson, S. (1999), “[Consumption and Credit: A Model of Time-Varying Liquidity Constraints](#)”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 81, n. 3, agosto, pagg. 434-447.
- Mertens, K. e Ravn, M.O. (2013), “[The Dynamic Effects of Personal and Corporate Income Tax Changes in the United States](#)”, *American Economic Review*, vol. 103, n. 4, pagg. 1212-1247.

Namdar, J., Modi, S. e Blackhurst, J. (2025), "[Diversify or Concentrate? Supply Chain Responses to Policy Uncertainty](#)", *Journal of Supply Chain Management*, Institute for Supply Management, vol. 61, numero 1, gennaio, pagg. 62-82.

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

Staiger, D. e Stock, J.H. (1997), "[Instrumental Variables Regression with Weak Instruments](#)", *NBER Working Paper*, n. t0151.

Stock, J.H. e Watson, M.W. (2018), "[Identification and Estimation of Dynamic Causal Effects in Macroeconomics Using External Instruments](#)", *The Economic Journal*, vol. 128, n. 610, pagg. 917-948.

Zhang, S. (2026), "[Uncertainty shocks in an intangible economy](#)", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 182, lettera C, 105230.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

Composizione dei dati per l'area dell'euro

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

2 Attività economica

2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
					Totale	Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2023	14.761,3	14.234,3	7.804,4	3.115,3	3.240,2	1.652,3	943,2	638,2	74,4	-527,0	7.438,9	6.911,9
2024	15.346,3	14.694,1	8.094,7	3.279,2	3.231,0	1.644,3	941,4	638,8	89,3	-652,2	7.569,6	6.917,4
2025	15.907,9	15.330,3	8.380,8	3.430,2	3.390,5	1.703,3	971,3	709,1	128,8	-577,6	7.746,8	7.169,2
2025 2° trim.	3.959,9	3.811,1	2.085,2	851,2	838,0	422,9	241,2	172,1	36,7	-148,8	1.929,8	1.781,0
3° trim.	3.990,0	3.848,6	2.101,0	861,6	850,7	428,2	245,0	175,8	35,3	-141,4	1.934,6	1.793,2
4° trim.	4.033,5	3.894,2	2.123,3	876,8	862,5	435,8	248,4	176,5	31,7	-139,3	1.940,2	1.800,9
2026 1° trim.	4.050,0	3.919,5	2.147,6	878,0	865,4	433,7	250,3	179,7	28,5	-130,4	1.954,1	1.823,7
as percentage of GDP												
2025	100,0	96,4	52,7	21,6	21,3	10,7	6,1	4,5	0,8	-3,6	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2025 2° trim.	0,0	0,2	0,3	0,4	-1,2	0,2	1,2	-7,5	-	-	-0,4	0,0
3° trim.	0,3	0,6	0,2	0,7	1,0	0,5	1,3	1,8	-	-	0,4	1,0
4° trim.	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	1,2	0,8	-0,2	-	-	0,0	0,3
2026 1° trim.	0,0	0,3	0,3	0,6	-0,3	-1,2	0,5	0,9	-	-	-0,4	0,3
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2023	0,4	0,1	0,5	1,4	2,6	1,2	3,0	5,8	-	-	-1,2	-2,0
2024	1,0	0,8	1,3	2,3	-2,2	-2,5	-1,7	-2,5	-	-	0,9	0,4
2025	1,2	2,0	1,4	1,4	2,9	1,2	2,0	8,7	-	-	1,9	3,5
2025 2° trim.	1,4	2,5	1,7	1,3	3,6	1,0	0,7	15,9	-	-	0,7	2,9
3° trim.	1,2	1,7	1,3	1,3	3,1	2,1	3,7	4,7	-	-	2,3	3,6
4° trim.	1,1	1,7	1,3	1,5	3,1	2,8	3,3	3,7	-	-	2,3	3,7
2026 1° trim.	0,5	1,5	1,1	2,3	0,3	0,6	3,8	-5,1	-	-	-0,3	1,7
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali												
2025 2° trim.	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,3	-0,2	-	-
3° trim.	0,3	0,6	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,3	-	-
4° trim.	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-	-
2026 1° trim.	0,0	0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,6	0,1	0,2	0,2	-1,1	0,4	-	-
2024	1,0	0,7	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,3	-	-
2025	1,2	1,9	0,7	0,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,6	-	-
2025 2° trim.	1,4	2,4	0,9	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6	0,4	-1,0	-	-
3° trim.	1,2	1,7	0,7	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,5	-	-
4° trim.	1,1	1,6	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,6	-	-
2026 1° trim.	0,5	1,4	0,6	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,3	-0,9	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2023	13.352,5	225,2	2.637,4	713,9	2.490,0	703,1	604,5	1.482,6	1.614,0	2.468,3	413,4	1.408,9
2024	13.816,2	235,9	2.623,8	728,0	2.574,2	744,5	638,2	1.535,8	1.685,6	2.614,8	435,5	1.530,1
2025	14.288,5	247,2	2.677,4	759,6	2.651,5	782,0	657,8	1.567,4	1.748,5	2.745,3	451,8	1.619,4
2025 2° trim.	3.559,0	62,5	666,3	189,7	662,2	193,7	162,5	391,2	434,8	683,2	112,8	400,9
3° trim.	3.580,9	62,7	663,8	191,2	665,2	197,2	165,5	392,8	440,3	688,7	113,6	409,1
4° trim.	3.624,4	61,0	675,1	193,7	671,5	199,6	167,5	397,0	444,6	700,1	114,3	409,1
2026 1° trim.	3.633,2	59,7	669,6	193,8	677,3	200,0	171,5	398,7	446,2	701,3	115,0	416,8
in percentuale del valore aggiunto												
2025	100,0	1,7	18,7	5,3	18,6	5,5	4,6	11,0	12,2	19,2	3,2	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2025 2° trim.	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,8	0,8	-0,7	0,4	0,5	0,4	0,3	0,0
3° trim.	0,4	0,3	0,9	0,0	0,1	1,4	0,1	0,0	0,4	0,2	0,0	0,0
4° trim.	0,2	0,4	-0,9	0,6	0,2	0,7	0,9	0,6	0,1	0,5	0,3	0,5
2026 1° trim.	-0,1	0,0	-0,6	-0,8	0,0	0,3	-0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,5
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2023	0,7	-2,9	-1,7	1,8	-0,2	7,1	-2,9	2,2	1,8	1,0	3,7	-1,7
2024	1,0	0,3	0,1	-1,5	1,0	3,2	1,5	1,0	1,4	1,8	2,0	0,9
2025	1,2	2,0	1,1	0,6	1,5	3,9	0,1	0,9	1,0	1,2	0,3	1,5
2025 2° trim.	1,2	2,3	1,1	0,5	1,7	4,1	-0,3	1,0	0,7	1,2	0,8	2,6
3° trim.	1,2	2,2	0,7	1,2	1,6	4,2	0,1	0,9	1,2	1,1	-0,7	1,0
4° trim.	1,2	1,8	0,4	1,9	1,5	3,8	0,7	0,9	1,2	1,0	0,6	0,0
2026 1° trim.	0,5	0,4	-2,5	0,2	1,1	3,2	0,1	1,3	1,2	1,1	0,8	1,0
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali												
2025 2° trim.	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
3° trim.	0,4	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2026 1° trim.	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali												
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	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 2° trim.	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
3° trim.	1,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
4° trim.	1,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2026 1° trim.	0,5	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 ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	85,9	14,1	3,0	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	25,0	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,6	2,0	3,8	0,8	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	1,6	-0,5	0,7	1,5	1,3
2025	0,8	0,7	1,0	-1,6	-0,4	1,2	0,7	0,0	1,3	2,4	1,0	1,4	1,4
2025 2° trim.	0,8	0,7	1,1	-1,9	-0,5	1,1	1,0	0,4	1,3	3,2	1,0	1,3	1,2
3° trim.	0,7	0,7	1,1	-1,5	-0,4	1,4	0,6	-0,3	1,4	2,5	0,9	1,3	1,4
4° trim.	0,7	0,6	1,3	-0,8	-0,5	1,5	0,5	-1,0	1,3	0,9	1,3	1,2	1,4
2026 1° trim.	0,6	0,4	1,5	-0,9	-0,2	1,9	0,4	-1,7	1,2	1,0	0,8	1,0	0,7
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2023	100,0	81,9	18,1	3,9	14,7	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	21,9	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,8	14,5	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	-1,8	1,0	1,5	2,1	4,0	0,9	1,6	2,2	1,8	2,5
2024	1,1	1,3	0,7	-1,0	0,2	1,0	1,1	2,4	1,7	0,1	1,4	1,8	1,7
2025	0,4	0,5	0,0	-2,3	-0,8	0,9	0,0	0,0	1,0	1,7	0,8	1,2	2,0
2025 2° trim.	0,3	0,4	0,0	-2,6	-1,1	1,1	0,2	0,2	0,8	2,3	0,6	0,9	2,0
3° trim.	0,7	0,7	0,8	-2,2	-0,2	1,4	0,5	-0,4	1,0	3,4	1,1	1,4	2,1
4° trim.	0,7	0,8	0,4	-1,5	-0,2	1,4	0,2	-0,3	1,6	-0,8	1,5	1,5	2,1
2026 1° trim.	0,5	0,5	0,8	-1,2	0,1	1,2	0,4	-1,8	0,7	0,7	0,8	1,2	0,7
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2023	0,2	0,4	-0,6	-0,7	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,7
2024	0,2	0,2	0,0	0,6	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,6	0,6	0,3	0,4
2025	-0,4	-0,3	-1,0	-0,8	-0,4	-0,4	-0,6	-0,1	-0,4	-0,7	-0,2	-0,2	0,6
2025 2° trim.	-0,5	-0,3	-1,1	-0,6	-0,6	0,0	-0,8	-0,2	-0,4	-0,9	-0,3	-0,4	0,8
3° trim.	0,0	0,1	-0,3	-0,7	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,3	0,8	0,2	0,1	0,7
4° trim.	0,0	0,2	-0,8	-0,7	0,3	-0,1	-0,4	0,6	0,3	-1,7	0,1	0,3	0,7
2026 1° trim.	0,0	0,1	-0,7	-0,3	0,3	-0,7	0,0	-0,1	-0,6	-0,3	0,0	0,2	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 ¹⁾										Tasso di posti vacanti ³⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2025			100,0			78,7		21,3		51,6		48,4		
2023	172,769	2,9	11,295	6,6	2,4	8,990	5,7	2,305	14,5	5,711	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,342	2,8	11,102	6,4	2,1	8,756	5,5	2,347	14,7	5,693	6,1	5,409	6,7	2,6
2025	175,916	2,8	11,182	6,4	2,1	8,798	5,5	2,384	14,9	5,764	6,2	5,418	6,6	2,2
2025 2° trim.	175,902	2,8	11,240	6,4	2,1	8,884	5,6	2,356	14,7	5,843	6,2	5,397	6,5	2,2
3° trim.	176,000	2,8	11,299	6,4	2,0	8,910	5,6	2,389	14,9	5,819	6,2	5,481	6,6	2,1
4° trim.	176,295	2,8	11,074	6,3	2,0	8,662	5,4	2,412	15,1	5,718	6,1	5,357	6,5	2,2
2026 1° trim.	176,393	2,8	11,044	6,3	2,0	8,641	5,4	2,403	15,1	5,641	6,0	5,403	6,5	2,3
2025 dic.	-	-	11,087	6,3	-	8,696	5,4	2,391	15,1	5,740	6,1	5,347	6,5	-
2026 gen.	-	-	11,058	6,3	-	8,674	5,4	2,384	15,0	5,716	6,1	5,341	6,5	-
feb.	-	-	11,223	6,4	-	8,828	5,5	2,395	15,1	5,777	6,2	5,447	6,6	-
mar.	-	-	11,136	6,3	-	8,759	5,4	2,377	15,1	5,722	6,1	5,414	6,5	-
apr.	-	-	11,041	6,2	-	8,717	5,4	2,325	14,7	5,677	6,1	5,364	6,5	-
mag.	-	-	10,986	6,2	-	8,673	5,4	2,313	14,7	5,652	6,0	5,334	6,4	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Non destagionalizzati.

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

2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi ¹⁾	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie					Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
			Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo							
	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 dic.	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
2026 gen.	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
feb.	-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
mar.	-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
apr.	-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
mag.	.	.	.	.	.	.	.	1,0	0,6	2,0	-3,5	.	4,5
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2025 dic.	-0,3	-0,4	0,0	-0,2	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	0,3	0,3	-5,7
2026 gen.	-1,1	-1,7	-1,2	-2,0	-4,2	4,1	-1,1	0,2	0,6	0,1	-1,1	0,8	-0,3
feb.	0,3	0,8	0,5	1,0	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	2,2
mar.	0,3	0,4	0,9	1,4	-4,0	-1,7	1,9	0,8	-0,1	1,5	0,9	0,1	2,4
apr.	0,3	0,5	0,8	-0,3	1,6	-0,2	0,1	-0,3	0,8	-0,6	-3,6	0,7	0,1
mag.	-0,2	-0,4	-0,3	0,3	0,6	2,2	0,4	0,2	0,6	0,1	-0,5	.	0,6

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	60,1	-4,7	7,5	4,8	17,1	.
2023	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7	90,4
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3	90,1
2025	95,9	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1	90,0
2025 3° trim.	95,9	-9,9	77,8	-13,6	-2,9	-6,7	3,8	89,9
4° trim.	97,1	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,5	4,9	89,9
2026 1° trim.	97,8	-7,1	78,0	-13,7	-1,9	-6,4	5,3	89,7
2° trim.	94,0	-7,8	78,2	-19,1	-3,8	-10,2	2,5	89,8
2026 gen.	99,0	-6,9	78,0	-12,5	-1,3	-6,1	6,5	89,7
feb.	98,0	-7,3	.	-12,4	-2,2	-5,4	4,6	.
mar.	96,4	-7,0	.	-16,3	-2,2	-7,6	4,7	.
apr.	93,3	-7,6	78,2	-20,5	-2,9	-10,0	1,6	89,8
mag.	93,7	-7,9	.	-19,0	-3,9	-10,9	2,6	.
giu.	95,0	-7,7	.	-17,7	-4,5	-9,7	3,2	.

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 ²⁾	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	14,1	84,4	1,3	1,9	2,5	4,0	1,6	37,6	6,3	68,5	1,9	3,4	0,9
2024	14,9	81,4	2,3	2,2	-7,5	5,6	4,7	36,0	4,6	67,0	1,9	1,0	1,0
2025	14,7	81,2	0,9	2,6	2,9	4,9	4,5	35,9	4,3	65,4	2,2	6,6	1,5
2025 2° trim.	14,9	81,4	1,3	2,7	2,0	5,5	5,2	35,8	4,1	66,3	2,7	10,8	1,7
3° trim.	14,8	81,3	0,4	2,6	4,3	4,9	4,8	35,8	4,3	65,9	2,4	5,9	1,6
4° trim.	14,7	81,2	1,0	2,6	6,7	4,9	4,5	35,9	4,3	65,4	2,2	1,8	1,5
2026 1° trim.	14,5	81,0	0,7	2,8	4,3	3,9	3,2	35,7	4,5	65,5	2,2	1,1	1,5

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

2 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2025 2° trim.	1.505,4	1.427,8	77,6	719,4	633,6	390,7	355,2	346,2	344,0	49,1	94,9	20,0	19,9
3° trim.	1.483,9	1.427,0	56,9	723,7	633,1	387,6	358,1	323,8	339,7	48,8	96,1	24,5	22,3
4° trim.	1.495,4	1.432,4	63,0	712,7	636,7	391,2	345,6	343,2	346,7	48,3	103,5	42,2	20,5
2026 1° trim.	1.526,6	1.448,7	78,0	714,1	653,2	405,8	367,6	356,4	326,2	50,4	101,6	37,0	26,8
2025 dic.	498,0	479,3	18,8	239,7	220,1	129,0	114,1	113,6	111,5	15,7	33,5	22,1	10,6
2026 gen.	505,0	466,2	38,8	234,4	205,0	135,6	121,3	118,2	106,4	16,8	33,5	15,2	13,7
feb.	512,5	487,3	25,2	240,3	219,2	135,2	124,3	119,8	110,4	17,2	33,4	10,4	8,2
mar.	509,2	495,1	14,1	239,3	228,9	135,1	122,1	118,4	109,4	16,4	34,6	11,4	4,9
apr.	523,1	505,6	17,5	252,1	233,9	136,0	120,9	118,3	118,6	16,6	32,2	6,7	3,8
mag.	525,0	499,9	25,1	251,5	235,6	137,9	123,6	120,4	108,0	15,2	32,7	7,3	5,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2026 mag.	6.054,1	5.782,5	271,6	2.892,3	2.606,7	1.590,0	1.432,9	1.376,0	1.345,1	195,8	397,9	124,8	86,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2026 mag.	37,8	36,1	1,7	18,0	16,3	9,9	8,9	8,6	8,4	1,2	2,5	0,8	0,5

Fonte: BCE.

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Industria manifattu- riera	Settore petroli- fero		
	1	2	3	4	5	6	8	9	10	11	12	13	
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2025 2° trim.	-0,1	1,9	721,9	337,3	138,7	228,9	600,4	693,9	382,1	118,3	177,1	506,8	59,9
3° trim.	1,4	2,4	724,6	339,8	146,0	222,6	601,0	695,6	379,7	121,3	177,4	511,8	64,6
4° trim.	0,3	0,4	719,7	332,1	145,0	223,8	592,9	692,9	375,0	124,1	173,9	516,5	57,6
2026 1° trim.	-6,3	-0,7	724,9	341,9	144,4	220,2	588,7	709,1	389,0	127,6	177,2	519,7	64,5
2025 dic.	3,5	4,9	242,3	111,3	49,4	75,0	199,6	233,9	126,2	42,0	59,3	175,1	19,7
2026 gen.	-7,4	-7,0	238,0	112,2	47,3	73,2	194,7	227,6	122,8	41,5	57,7	169,3	18,9
feb.	-6,7	-2,1	240,2	113,0	47,8	73,3	196,1	234,3	129,6	41,9	58,4	172,7	19,3
mar.	-4,9	6,5	246,7	116,8	49,3	73,8	198,0	247,2	136,6	44,2	61,1	177,7	26,3
apr.	4,9	9,4	254,3	122,4	50,1	75,1	204,8	253,4	142,9	44,5	60,1	177,2	31,6
mag.	0,1	10,0	255,7	.	.	.	204,8	260,6	.	.	.	178,9	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2025 2° trim.	-2,8	1,3	93,6	86,7	89,6	108,6	93,5	100,8	95,3	101,5	110,7	101,3	135,7
3° trim.	0,1	3,4	94,6	87,4	95,1	105,7	94,9	102,0	96,5	104,4	111,1	102,6	140,7
4° trim.	-0,9	2,8	92,3	84,1	91,7	105,6	91,8	102,3	95,5	106,6	109,9	103,8	141,1
2026 1° trim.	-5,4	1,2	92,2	84,7	92,6	104,4	90,8	101,6	94,9	106,8	110,5	103,2	145,0
2025 nov.	-4,7	2,3	93,6	85,6	91,9	106,7	93,0	104,5	97,2	108,5	112,6	105,0	143,6
dic.	2,7	8,9	90,9	82,5	91,2	104,5	90,6	103,0	96,3	106,0	111,2	105,5	146,2
2026 gen.	-7,1	-3,6	91,1	82,9	92,1	104,7	90,9	99,3	91,0	103,2	108,5	100,8	139,5
feb.	-5,0	0,7	92,8	86,0	92,8	104,9	91,8	101,9	95,6	106,3	109,4	103,3	144,8
mar.	-4,2	6,2	92,6	85,1	92,9	103,6	89,7	103,6	98,1	110,9	113,5	105,4	150,6
apr.	2,2	2,6	95,1	89,1	94,2	105,1	93,7	102,3	96,0	109,8	111,1	103,8	146,1

Fonte: Eurostat.

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

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

3 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC 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	53,2	46,8	100,0	13,8	5,1	25,2	9,0	46,8	87,5	12,5
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9
2025 3° trim.	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	1,1	0,3	0,3	0,8	2,0	2,7
4° trim.	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,9	2,0	2,3
2026 1° trim.	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	1,8	0,2	3,3	0,7	2,0	2,2
2° trim.	103,1	3,0	2,4	2,8	3,2	1,1	0,0	0,7	0,3	6,3	0,8	3,0	3,2
2026 gen.	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,7	0,1	0,8	0,1	1,6	1,8
feb.	100,7	1,9	2,4	0,7	3,3	0,3	-0,1	0,7	0,2	0,6	0,4	1,8	2,4
mar.	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,1	0,3	0,0	7,0	0,2	2,6	2,5
apr.	103,0	3,0	2,2	3,1	3,0	0,5	0,0	0,7	0,2	3,0	0,3	3,0	3,0
mag.	103,1	3,2	2,6	2,9	3,5	0,0	0,0	-0,4	0,1	-1,2	0,2	3,2	3,2
giu.	103,0	2,8	2,4	2,3	3,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,1	-1,8	0,2	2,7	3,3

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

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 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici				
			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	5,1	1,9
2026 1° trim.	126,5	-1,1	1,4	1,2	1,6	1,6	1,3	-0,2	1,7	-5,7	2,0	4,7	.
2025 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.	129,9	5,0	6,1	2,3	3,9	2,2	0,8	-0,8	1,9	12,5	-	-	-
mag.	130,1	5,9	6,2	2,8	5,5	2,2	0,7	-1,0	2,1	14,0	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

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

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

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Espor- tazioni ¹⁾	Impor- tazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimen- tari	Totale	Alimentari	Non alimentari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
in perc. del totale	100,0 45,5 54,6 100,0 50,4 49,6														
2023	114,1	6,2	4,8	6,3	3,8	4,1	0,7	-2,1	83,7	-13,0	-13,7	-12,3	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,4	2,9	2,4	2,4	2,9	2,0	0,8	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,2	2,4	2,3	2,1	3,1	2,0	0,4	0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 3° trim.	120,4	2,4	2,3	2,2	2,9	1,9	-0,1	-0,5	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
4° trim.	121,4	2,6	2,5	2,4	3,5	2,0	-0,4	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,7	-2,8
2026 1° trim.	121,9	2,4	1,9	2,3	2,1	2,1	0,5	-0,5	82,9	-6,7	-17,3	2,8	-8,0	-14,5	-0,9
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	109,4	6,2	-5,8	16,7	5,3	-3,3	14,4
2026 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,2	-18,5	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	-3,5	-7,7	0,8
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,4	-8,4	15,9	3,9	-4,5	13,1
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,5	-7,0	18,6	5,9	-3,4	15,9
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,0	7,6	-1,8	15,5	6,0	-2,0	14,1

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	
1999-2022	46,2	47,1	23,8	38,4	63,9
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9
2025 3° trim.	8,0	16,7	13,4	3,0	48,0
4° trim.	10,2	17,7	13,6	7,9	48,4
2026 1° trim.	14,4	18,5	14,3	8,8	46,7
2° trim.	26,2	27,5	15,8	16,7	56,5
2026 gen.	11,1	17,1	14,2	8,7	46,9
feb.	12,3	17,8	13,9	6,7	45,8
mar.	19,7	20,6	14,7	11,1	47,5
apr.	29,7	27,9	17,1	19,2	56,5
mag.	26,7	27,4	16,0	17,2	57,4
giu.	22,3	27,2	14,1	13,5	55,5

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,7	4,8	4,6	5,4	5,1	4,1	4,3
2024	115,9	4,7	4,8	4,6	4,8	4,6	4,6
2025	120,2	3,6	3,5	4,0	3,8	3,3	2,8
2025 2° trim.	124,7	4,1	4,1	4,2	4,4	3,3	4,0
3° trim.	116,2	3,5	3,3	4,1	3,5	3,5	1,9
4° trim.	127,1	3,4	3,1	4,3	3,2	3,7	2,9
2026 1° trim.	116,2	3,2	3,4	2,9	3,2	3,3	2,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2020 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2023	109,5	6,5	6,7	8,4	4,7	7,8	1,3	10,5	3,1	6,0	5,1	3,5
2024	114,4	4,5	3,3	4,6	7,0	4,3	2,9	4,6	2,1	4,0	4,5	4,4
2025	118,3	3,4	0,6	2,1	4,6	3,0	0,4	4,6	4,7	3,9	4,4	4,8
2025 2° trim.	117,7	3,4	0,1	2,2	5,4	2,8	0,3	5,4	5,0	4,8	4,2	4,6
3° trim.	118,6	3,5	0,4	2,9	4,1	2,9	0,2	4,5	5,6	3,6	4,1	6,3
4° trim.	119,6	3,4	0,8	2,6	2,9	2,6	-0,6	4,3	4,1	3,2	4,8	4,0
2026 1° trim.	120,4	3,6	2,1	5,7	4,7	2,9	-0,8	4,5	4,0	3,2	3,4	3,9
Redditi per occupato												
2023	115,0	5,3	4,7	5,8	4,9	5,5	4,4	6,5	3,5	6,0	4,8	5,4
2024	120,3	4,5	5,3	4,4	4,2	4,3	3,9	4,4	3,6	4,7	4,8	5,1
2025	124,9	3,9	4,3	3,7	4,0	3,8	4,2	3,3	3,1	3,9	4,2	3,6
2025 2° trim.	124,4	4,0	4,4	3,9	4,8	3,6	4,0	3,8	2,7	4,5	4,1	4,2
3° trim.	125,6	4,0	4,2	4,1	3,9	3,9	4,7	3,1	3,8	3,9	4,0	4,2
4° trim.	126,7	3,8	3,5	3,6	3,3	3,6	4,2	3,6	4,1	3,0	4,6	3,2
2026 1° trim.	127,5	3,5	3,4	3,2	3,0	3,7	4,2	3,4	4,3	3,6	3,4	4,1
Produttività del lavoro per occupato												
2023	105,0	-1,1	-1,9	-2,4	0,2	-2,1	3,1	-3,6	0,4	0,0	-0,3	1,9
2024	105,1	0,1	1,9	-0,2	-2,6	0,0	1,0	-0,1	1,5	0,7	0,3	0,7
2025	105,6	0,5	3,6	1,6	-0,6	0,8	3,8	-1,2	-1,5	0,0	-0,2	-1,1
2025 2° trim.	105,7	0,6	4,3	1,6	-0,6	0,7	3,7	-1,6	-2,2	-0,2	-0,1	-0,4
3° trim.	105,8	0,5	3,8	1,1	-0,2	1,0	4,5	-1,3	-1,6	0,3	-0,1	-2,1
4° trim.	105,8	0,3	2,7	0,9	0,3	1,0	4,8	-0,6	0,0	-0,2	-0,2	-0,8
2026 1° trim.	105,8	-0,1	1,3	-2,3	-1,6	0,7	5,1	-1,1	0,2	0,4	0,1	0,1
Redditi per ora lavorata												
2023	108,8	4,9	4,4	5,5	4,5	5,1	4,3	6,2	3,6	5,4	4,3	4,6
2024	113,4	4,3	5,0	4,4	4,4	4,1	3,8	4,3	3,2	3,8	4,5	4,8
2025	118,1	4,1	4,5	4,1	4,2	4,2	4,4	3,8	4,4	4,2	4,3	3,0
2025 2° trim.	117,4	4,3	4,3	4,4	4,4	4,0	4,2	4,2	4,0	5,0	4,5	3,5
3° trim.	118,3	3,9	5,0	3,8	3,9	3,7	5,1	3,7	4,4	4,0	3,9	3,7
4° trim.	118,9	3,6	3,5	3,2	3,4	3,9	3,7	3,3	6,1	2,7	4,2	2,2
2026 1° trim.	120,0	3,4	3,8	3,0	3,9	3,7	4,4	3,9	4,8	3,4	3,1	3,9
Produttività per ora lavorata												
2023	99,1	-1,3	-1,2	-2,7	0,3	-2,2	2,9	-3,7	0,6	-0,3	-0,7	1,2
2024	99,0	-0,1	1,3	-0,1	-2,5	-0,1	0,8	-0,2	0,9	0,1	0,0	0,2
2025	99,8	0,8	4,4	2,0	-0,3	1,4	3,9	-0,9	-0,8	0,2	0,0	-1,6
2025 2° trim.	99,7	1,0	5,0	2,2	-0,6	1,5	3,9	-1,2	-1,3	0,1	0,3	-1,2
3° trim.	99,7	0,5	4,5	1,0	-0,2	1,1	4,5	-0,9	-2,5	0,1	-0,2	-2,7
4° trim.	99,4	0,3	3,4	0,6	0,5	1,4	4,1	-0,9	1,8	-0,3	-0,5	-1,4
2026 1° trim.	99,6	0,0	1,6	-2,6	-0,9	0,8	5,2	-0,5	0,5	0,4	-0,1	0,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,01	-0,03
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,24	0,47
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
giu.	2,04	2,15	2,34	2,60	2,80	3,63	0,84

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.

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

4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2026 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
giu.	2,28	2,43	2,48	2,58	2,92	0,49	0,54	1,47	2,53	2,51	2,88	3,57

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

4.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2025	565,6	5.396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1.153,7	1.104,9	444,9	356,1	855,9	6.216,9	41.794,2
2026 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	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
	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
	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
giu.	659,8	6.179,0	1.056,2	246,0	158,3	204,8	402,7	1.262,5	1.548,9	576,0	419,6	805,5	7.450,0	68.340,5

Fonte: LSEG.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Credito da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni						
	A vista	Rimbor- sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita:				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG ³⁾		Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG ³⁾	Indicatore compo- sito del costo del finanzia- mento	
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2025	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
2026	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
	gen.	0,25	1,23	1,79	2,30	7,27	16,49	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,37	3,51	3,23	3,65	3,35
	feb.	0,25	1,17	1,80	2,24	7,26	16,42	6,83	7,59	8,27	4,20	3,48	3,37	3,55	3,26	3,66	3,37
	mar.	0,26	1,17	1,84	2,27	7,30	16,47	7,02	7,50	8,16	4,12	3,50	3,35	3,52	3,24	3,64	3,35
	apr.	0,26	1,17	1,88	2,40	7,23	16,44	7,11	7,65	8,34	4,30	3,56	3,43	3,61	3,31	3,72	3,44
	mag. ^(p)	0,27	1,17	1,93	2,36	7,19	16,42	7,15	7,66	8,42	4,38	3,60	3,47	3,65	3,32	3,76	3,48

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composito del costo del finanzia- mento
	A vista	Con durata prestabilita:			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2025	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
	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
	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
	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
	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
	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
2026	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
	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
	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
	mar.	0,54	1,95	2,52	3,67	3,64	4,30	4,83	3,55	3,52	3,71	3,29	3,62	3,59
	apr.	0,54	1,99	2,72	3,70	3,70	4,33	4,84	3,60	3,59	3,81	3,31	3,50	3,68
	mag. ^(p)	0,53	2,03	2,61	3,72	3,78	4,47	5,05	3,64	3,74	3,88	3,28	3,57	3,74

Fonte: BCE.

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

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

4 Andamenti del mercato finanziario

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF						Totale	SVF			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
A breve termine														
2023	1.575,2	623,6	164,6	104,6	85,2	701,8	659,1	537,2	242,2	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1.599,7	581,0	206,1	121,2	70,8	741,8	674,7	517,2	206,4	133,5	104,2	40,1	137,2	110,1
2025	1.616,6	576,2	217,2	135,6	77,3	745,8	662,7	555,5	227,0	151,9	123,8	42,0	134,6	107,8
2026 gen.	1.685,9	606,8	215,7	125,5	88,8	774,6	672,7	626,5	251,2	162,8	127,6	45,1	167,4	138,7
	feb.	1.689,4	623,6	220,4	127,6	92,2	753,2	659,4	558,1	231,4	153,4	124,9	41,3	132,1
	mar.	1.666,4	581,2	220,8	130,2	90,7	773,7	682,6	626,8	234,8	174,6	144,9	48,2	169,2
	apr.	1.665,9	578,6	200,9	109,9	100,5	786,0	700,2	629,9	222,4	171,2	134,8	62,4	173,8
	mag.	1.679,1	583,0	203,5	108,3	97,1	795,5	710,1	593,6	218,3	171,7	130,2	53,2	150,4
giu.	1.722,0	620,9	203,4	101,4	90,3	807,4	726,3	637,4	252,1	183,6	138,3	52,2	149,5	132,1
A lungo termine														
2023	19.445,4	4.456,3	3.255,6	1.429,7	1.544,6	10.188,9	9.449,7	322,0	93,4	68,3	31,0	21,2	139,2	130,7
2024	20.554,6	4.773,9	3.528,6	1.524,1	1.644,8	10.607,3	9.835,4	351,0	89,2	86,1	35,2	27,0	148,7	138,0
2025	21.434,3	4.890,5	3.785,7	1.691,8	1.745,1	11.012,9	10.220,2	384,6	93,2	102,6	44,6	31,1	157,8	146,7
2026 gen.	21.749,5	4.947,3	3.790,0	1.685,5	1.768,0	11.244,2	10.430,3	537,8	146,7	91,4	29,5	36,5	263,2	236,0
	feb.	22.006,5	4.992,8	3.817,1	1.690,0	1.779,8	11.416,7	10.590,0	387,9	88,5	88,0	32,8	23,1	188,3
	mar.	21.703,5	4.941,0	3.808,5	1.709,6	1.736,9	11.217,1	10.400,6	444,1	113,5	128,5	62,8	20,9	181,2
	apr.	21.791,0	5.006,1	3.826,5	1.714,8	1.753,4	11.205,0	10.388,2	440,0	130,7	93,8	36,2	34,1	181,3
	mag.	22.038,0	5.047,8	3.876,9	1.733,8	1.779,6	11.333,7	10.505,2	439,7	113,6	103,6	37,2	45,2	177,4
giu.	22.345,1	5.127,8	3.917,6	1.750,3	1.802,2	11.497,6	10.652,5	479,9	136,1	103,8	37,6	42,4	197,7	181,1

Fonte: BCE.

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

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate				
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie		
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale					di cui Amministrazione centrale	
			Totale	SVF								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze												
2023	21.020,5	5.079,9	3.420,2	1.534,3	1.629,9	10.890,6	10.108,8	9.642,3	625,3	1.386,1	7.630,4	
2024	22.154,3	5.354,9	3.734,7	1.645,3	1.715,6	11.349,0	10.510,1	10.143,4	753,4	1.581,0	7.808,6	
2025	23.050,9	5.466,7	4.002,9	1.827,4	1.822,5	11.758,8	10.882,9	11.700,9	1.315,7	1.847,8	8.536,9	
2026 gen.	23.435,4	5.554,2	4.005,7	1.811,0	1.856,8	12.018,7	11.103,0	11.940,9	1.363,8	1.826,7	8.749,8	
	feb.	23.695,9	5.616,4	4.037,5	1.817,5	1.872,1	12.169,9	11.249,4	12.295,8	1.320,4	1.874,3	9.100,6
	mar.	23.369,9	5.522,2	4.029,3	1.839,8	1.827,6	11.990,8	11.083,2	11.328,2	1.177,3	1.769,4	8.381,0
	apr.	23.457,0	5.584,6	4.027,4	1.824,7	1.853,9	11.991,0	11.088,4	11.920,7	1.269,2	1.835,0	8.816,0
	mag.	23.717,1	5.630,8	4.080,4	1.842,2	1.876,7	12.129,2	11.215,3	12.301,1	1.328,5	1.841,6	9.130,7
giu.	24.067,1	5.748,6	4.121,0	1.851,8	1.892,5	12.305,0	11.378,8	12.605,8	1.424,1	1.926,3	9.255,0	
Tasso di crescita ¹⁾												
2025 nov.	5,5	4,0	9,9	11,7	4,1	5,0	4,8	0,0	0,4	-0,7	0,1	
	dic.	5,3	3,3	10,3	12,4	4,0	4,9	4,8	0,1	2,9	-1,7	0,1
2026 gen.	5,5	3,3	9,9	11,2	4,7	5,3	5,0	0,0	2,6	-1,9	0,0	
	feb.	5,4	3,8	9,5	10,7	4,8	5,0	4,8	0,0	2,3	-1,9	0,1
	mar.	5,5	3,0	9,5	10,6	4,3	5,5	5,4	0,2	2,3	-1,6	0,3
	apr.	5,5	5,1	8,5	8,7	4,6	4,9	4,9	0,1	1,6	-2,4	0,4
	mag.	5,3	4,0	8,4	9,4	3,5	5,2	5,2	0,0	1,6	-2,6	0,4
giu.	5,6	4,9	7,6	6,8	3,7	5,5	5,4	0,2	1,1	-2,2	0,6	

Fonte: BCE.

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-17						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2023	97,9	93,6	98,0	89,0	65,0	87,1	122,1	94,0
2024	98,2	94,0	98,3	89,5	64,4	88,1	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	100,4	91,9	62,3	90,3	128,3	96,1
2025 3° trim.	102,1	97,7	102,1	93,5	63,4	92,1	130,8	97,9
4° trim.	101,9	97,4	101,9	93,4	62,5	91,9	130,7	97,5
2026 1° trim.	101,4	97,2	101,6	93,1	63,9	92,0	130,3	97,2
2° trim.	100,8	97,0	101,9	.	.	.	129,7	96,8
2026 gen.	101,8	97,5	101,8	-	-	-	130,7	97,4
feb.	101,8	97,4	101,5	-	-	-	130,7	97,3
mar.	100,8	96,9	101,4	-	-	-	129,6	96,8
apr.	101,3	97,6	102,1	-	-	-	130,2	97,4
mag.	100,8	96,9	101,9	-	-	-	129,7	96,7
giu.	100,3	96,4	101,6	-	-	-	129,0	96,1
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2026 giu.	-0,5	-0,5	-0,3	-	-	-	-0,5	-0,6
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2026 giu.	-0,8	-0,2	0,3	-	-	-	-0,1	-0,6

Fonte: BCE.

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

4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu rumeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 3° trim.	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
4° trim.	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
2026 1° trim.	8,103	24,328	7,471	384,158	183,596	4,235	0,868	5,0939	10,695	0,917	1,170
2° trim.	7,910	24,298	7,473	360,169	185,336	4,250	0,866	5,1919	10,886	0,919	1,163
2026 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
giu.	7,804	24,208	7,474	353,939	185,114	4,257	0,864	5,2421	10,955	0,921	1,152
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2026 giu.	-1,6	-0,4	0,0	-1,2	0,2	0,4	-0,2	0,2	0,9	0,6	-1,3
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2026 giu.	-5,6	-2,4	0,2	-12,0	11,2	-0,2	1,6	3,9	-0,5	-1,9	0,0

Fonte: BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2025 2° trim.	35.885,5	34.552,7	1.332,8	12.598,6	9.747,0	14.352,2	16.775,2	2,9	7.469,8	8.030,5	1.462,1	16.902,4
3° trim.	36.820,9	35.270,8	1.550,1	12.645,5	9.803,7	15.080,5	17.416,7	-11,4	7.484,0	8.050,5	1.622,2	17.013,6
4° trim.	37.696,7	36.045,6	1.651,1	12.883,2	9.857,0	15.500,5	18.128,4	-3,2	7.541,3	8.060,2	1.774,9	16.959,7
2026 1° trim.	38.475,1	36.677,5	1.797,6	12.933,3	9.896,0	15.575,6	18.269,6	20,0	8.038,1	8.511,9	1.908,1	17.524,9
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2026 1° trim.	240,2	228,9	11,2	80,7	61,8	97,2	114,0	0,1	50,2	53,1	11,9	109,4
Transazioni												
2025 2° trim.	337,8	250,5	87,3	-18,6	-45,8	215,6	203,8	-20,1	152,1	92,4	8,7	-
3° trim.	316,1	263,1	53,0	45,1	35,3	281,9	203,8	-4,4	-12,5	24,0	5,9	-
4° trim.	406,9	312,2	94,7	209,4	-3,3	142,6	277,5	-24,3	70,5	38,0	8,6	-
2026 1° trim.	628,9	596,7	32,2	66,3	55,7	219,5	274,3	-11,4	348,8	266,7	5,7	-
2025 dic.	-26,7	-56,4	29,6	119,9	-21,9	61,4	152,9	-18,4	-194,8	-187,4	5,2	-
2026 gen.	370,7	356,0	14,7	10,7	-4,8	170,0	100,9	-23,6	212,6	259,9	1,1	-
feb.	305,3	283,9	21,4	15,4	14,7	112,0	132,3	-8,5	184,1	136,9	2,3	-
mar.	-47,1	-43,2	-3,9	40,2	45,8	-62,5	41,1	20,7	-47,9	-130,1	2,3	-
apr.	183,4	146,5	36,8	21,1	16,4	46,8	35,8	14,7	103,7	94,3	-3,0	-
mag.	192,3	198,9	-6,6	4,4	-0,6	69,6	73,8	17,4	94,7	125,7	6,2	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2026 mag.	1.937,5	1.651,7	285,7	334,7	64,2	888,5	1.005,0	-12,8	702,2	582,5	24,8	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2026 mag.	12,1	10,3	1,8	2,1	0,4	5,5	6,3	-0,1	4,4	3,6	0,2	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

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

	M3											Totale
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Totale					
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2023	1.534,0	8.820,5	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. ^(p)	1.602,1	9.683,8	11.285,9	2.422,7	2.574,0	4.996,7	16.282,5	223,3	900,9	40,9	1.165,1	17.447,6
2025 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	2.411,1	2.569,2	4.980,3	16.203,2	231,7	858,8	38,3	1.128,8	17.332,0
feb.	1.598,0	9.636,8	11.234,8	2.435,6	2.574,5	5.010,2	16.245,0	207,6	884,1	18,6	1.110,2	17.355,2
mar.	1.602,1	9.683,8	11.285,9	2.422,7	2.574,0	4.996,7	16.282,5	223,3	900,9	40,9	1.165,1	17.447,6
apr.	1.602,9	9.660,6	11.263,5	2.445,8	2.579,5	5.025,3	16.288,7	200,8	900,7	44,7	1.146,1	17.434,8
mag. ^(p)	1.606,4	9.721,7	11.328,1	2.473,1	2.580,6	5.053,7	16.381,8	213,3	911,6	45,5	1.170,4	17.552,2
Transazioni												
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,2	-104,0	823,2	-149,2	39,8	94,7	22,2	156,7	7,6
2024	21,2	181,6	202,8	205,5	6,8	212,3	415,0	75,6	131,5	-36,4	170,7	585,7
2025	33,0	465,4	498,4	-123,3	101,4	-21,9	476,5	9,2	-5,2	-13,2	-9,2	467,3
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. ^(p)	7,0	95,5	102,5	-18,4	8,7	-9,7	92,8	-8,9	43,2	29,8	64,2	156,9
2025 dic.	2,1	35,1	37,1	19,2	5,4	24,7	61,8	7,4	-11,8	-8,4	-12,8	49,0
2026 gen.	2,0	47,2	49,1	-25,6	4,2	-21,4	27,7	0,5	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.	0,8	-29,3	-28,5	25,2	5,6	30,8	2,3	-21,8	-1,4	1,0	-22,3	-20,0
mag. ^(p)	3,5	59,3	62,8	26,8	1,1	27,9	90,8	12,4	10,1	1,6	24,1	114,9
Variazioni percentuali												
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,6	42,3	19,1	0,0
2024	1,4	2,0	2,0	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	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. ^(p)	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 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.	2,3	4,0	3,8	-1,7	3,3	0,9	2,9	-11,8	3,3	33,4	0,9	2,7
mag. ^(p)	2,4	4,3	4,0	-0,1	3,0	1,4	3,2	-3,2	3,4	47,6	3,2	3,2

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3 ¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2023	3.318,2	2.403,6	772,2	130,9	11,6	8.406,2	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. ^(p)	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.101,3	5.564,3	1.150,9	2.385,4	0,7	1.435,8	244,0	554,5
2025 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	9.080,3	5.552,9	1.144,8	2.381,6	1,0	1.403,5	239,5	578,6
feb.	3.557,7	2.610,2	790,3	152,5	4,6	9.105,6	5.572,1	1.147,8	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	9.101,3	5.564,3	1.150,9	2.385,4	0,7	1.435,8	244,0	554,5
apr.	3.572,1	2.612,4	800,8	153,6	5,3	9.136,6	5.585,3	1.159,6	2.390,9	0,8	1.387,5	237,1	553,3
mag. ^(p)	3.606,8	2.623,2	823,7	153,9	6,0	9.163,7	5.608,0	1.164,9	2.389,9	0,9	1.409,3	245,0	564,0
Transazioni													
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. ^(p)	34,7	26,5	9,0	2,0	-2,8	54,0	49,8	-0,2	5,0	-0,6	-23,5	12,7	-1,0
2025 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.	6,0	-12,4	15,0	1,2	2,2	26,1	11,4	9,1	5,4	0,2	-44,5	-6,6	-1,3
mag. ^(p)	34,0	10,3	22,7	0,3	0,7	26,2	21,9	5,2	-0,9	0,1	20,9	7,8	10,7
Variazioni percentuali													
2023	-1,1	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,1	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,4	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	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. ^(p)	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 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.	3,8	4,4	1,2	9,4	-24,6	2,9	4,7	-5,1	3,0	-8,4	-0,2	-3,5	2,0
mag. ^(p)	4,2	4,3	3,0	8,5	3,9	2,9	4,6	-3,6	2,6	-12,9	2,3	3,6	3,4

Fonte: BCE.

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

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

3) Incluse 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'euro¹⁾

(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 ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾			A imprese di assicurazione e fondi pensione
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2023	6.297,5	988,8	5.283,4	15.501,0	13.045,4	13.251,0	5.130,8	6.649,1	1.127,6	137,8	1.559,1	896,5
2024	6.251,1	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. ^(p)	6.307,6	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 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.	6.371,8	1.039,7	5.305,8	16.359,0	13.711,5	13.983,7	5.310,7	6.898,5	1.351,0	151,2	1.588,3	1.059,2
feb.	6.327,9	1.045,0	5.256,6	16.402,3	13.753,1	14.016,8	5.335,7	6.918,8	1.346,1	152,5	1.585,5	1.063,6
mar.	6.307,6	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.	6.270,9	1.048,8	5.195,8	16.404,2	13.820,5	14.092,4	5.380,7	6.940,0	1.351,7	148,1	1.529,2	1.054,5
mag. ^(p)	6.306,0	1.049,2	5.230,5	16.478,3	13.886,3	14.159,9	5.404,8	6.958,3	1.373,8	149,4	1.530,1	1.061,8
Transazioni												
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	274,3	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. ^(p)	14,4	24,8	-10,4	158,3	153,2	149,5	48,1	57,2	47,3	0,5	0,5	4,6
2025 dic.	-3,5	-4,6	1,1	40,9	55,4	62,4	32,2	19,3	-6,2	10,0	-16,2	1,7
2026 gen.	49,5	17,3	32,1	75,1	49,6	47,6	-0,7	17,4	33,4	-0,6	15,2	10,3
feb.	-61,3	5,2	-66,5	34,2	41,7	32,0	29,4	20,7	-9,7	1,3	-5,2	-2,3
mar.	26,3	2,3	24,0	49,0	61,9	69,9	19,5	19,0	23,6	-0,2	-9,5	-3,4
apr.	-40,6	1,2	-41,8	-11,6	33,4	34,7	22,6	20,0	-5,0	-4,2	-42,8	-2,2
mag. ^(p)	18,8	-0,4	19,2	69,7	67,5	69,5	25,7	19,0	21,5	1,3	-0,8	3,0
Variazioni percentuali												
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2025 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. ^(p)	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 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	-0,8	3,0	3,1	3,3	3,0	2,8	4,8	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	2,9	3,4	3,5	3,4	2,9	5,6	5,2	-2,3	5,3
mag. ^(p)	0,1	3,9	-0,7	3,3	3,8	3,9	3,8	3,0	7,5	5,0	-2,3	5,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
		Prestiti corretti ⁴⁾					Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2023	5.130,8	5.135,7	915,6	1.089,6	3.125,7	6.649,1	6.867,2	731,1	5.229,1	688,9
2024	5.189,5	5.200,3	930,7	1.097,9	3.160,9	6.678,6	6.929,4	744,8	5.255,6	678,2
2025	5.294,8	5.324,3	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. ^(p)	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 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.	5.310,7	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.	5.380,7	5.409,2	970,1	1.148,0	3.262,6	6.940,0	7.193,4	798,3	5.480,7	661,0
mag. ^(p)	5.404,8	5.442,2	980,7	1.157,0	3.267,1	6.958,3	7.209,8	801,8	5.496,8	659,7
Transazioni										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,6	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	26,5	-4,4	35,6	48,4	61,7	12,0	34,5	2,0
2026 1° trim. ^(p)	48,1	45,3	10,7	20,3	17,2	57,2	53,3	9,3	45,8	2,1
2025 dic.	32,2	28,4	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	26,6	13,0	12,1	-5,7	19,0	17,9	5,4	12,0	1,6
apr.	22,6	23,6	4,5	7,5	10,5	20,0	18,6	3,3	15,7	1,0
mag. ^(p)	25,7	33,8	11,3	8,4	5,9	19,0	17,3	4,0	16,3	-1,3
Variazioni percentuali										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,4	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,5	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. ^(p)	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
2025 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.	3,4	3,4	4,8	4,0	2,8	2,9	3,0	5,2	2,9	0,5
mag. ^(p)	3,8	4,0	6,3	4,7	2,9	3,0	3,1	5,6	3,0	0,4

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Passività nei confronti delle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2023	476,9	7.338,3	1.827,0	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7.851,0	1.842,3	117,2	2.590,7	3.300,8	2.664,2	320,1	140,4	136,0
2025	398,3	8.372,3	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. ^(p)	427,7	8.547,7	1.890,8	133,2	2.650,7	3.873,0	3.532,7	144,8	396,2	257,3
2025 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	8.589,8	1.883,4	131,5	2.613,7	3.961,2	3.529,9	142,7	400,5	250,3
feb.	426,4	8.697,5	1.884,9	132,1	2.626,2	4.054,4	3.616,4	132,6	404,5	255,9
mar.	427,7	8.547,7	1.890,8	133,2	2.650,7	3.873,0	3.532,7	144,8	396,2	257,3
apr.	426,1	8.514,6	1.849,9	132,9	2.667,3	3.864,6	3.519,2	181,2	386,6	277,0
mag. ^(p)	429,3	8.556,9	1.853,4	134,8	2.700,9	3.867,7	3.556,4	197,8	416,8	272,8
Transazioni										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	30,7	-11,7	-16,7
2025	1,9	192,9	33,2	16,3	104,8	38,5	298,0	-141,2	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	84,1	7,0	-10,2	-3,0
2026 1° trim. ^(p)	19,0	44,2	14,3	1,3	20,5	8,1	139,1	-91,7	71,2	21,0
2025 dic.	-24,8	40,7	-4,1	0,0	12,3	32,5	16,8	10,7	-84,3	-31,8
2026 gen.	73,5	-15,0	9,4	-0,3	3,0	-27,1	59,2	-69,4	76,0	13,5
feb.	-55,1	31,9	0,9	0,6	8,4	22,1	24,2	-0,5	4,0	6,1
mar.	0,6	27,3	4,0	1,0	9,0	13,2	55,7	-21,9	-8,8	1,4
apr.	-1,7	-14,7	-39,2	-0,3	24,6	0,1	-15,1	30,9	-9,6	22,5
mag. ^(p)	3,2	50,5	3,2	2,0	32,1	13,4	49,2	30,9	30,2	-4,2
Variazioni percentuali										
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	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. ^(p)	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	27,9	16,1
2025 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	-	-	21,9	16,6
mar.	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	27,9	16,1
apr.	-3,7	2,8	0,7	7,7	5,7	1,5	-	-	17,3	17,4
mag. ^(p)	-7,2	2,9	0,9	7,2	5,8	1,8	-	-	35,7	12,9

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2022	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,7
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,0	-2,6	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2025	-2,9	-2,6	-0,2	-0,3	0,2	-1,0
2025 2° trim.	-2,9	.	.	.	.	-1,0
3° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,1
4° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,1
2026 1° trim.	-3,1	.	.	.	.	-1,2

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese							
	Totale	Entrate correnti				Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti					Spese in conto capitale	
		Totale	Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Totale	Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2022	46,4	45,7	13,2	12,9	14,5	0,8	49,8	44,6	9,8	5,9	1,7	22,3	5,2	
2023	45,8	44,9	13,1	12,4	14,4	0,9	49,3	43,9	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3	
2024	46,3	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,4	44,4	10,0	6,0	1,9	22,7	5,0	
2025	46,8	46,0	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,6	10,1	5,9	1,9	22,9	5,1	
2025	2° trim.	46,7	45,8	13,3	12,4	14,9	0,8	49,6	44,6	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
	3° trim.	46,7	46,0	13,3	12,5	15,0	0,8	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	22,9	5,1
	4° trim.	47,0	46,1	13,4	12,5	15,1	0,8	49,9	44,8	10,1	6,0	1,9	23,0	5,1
2026	1° trim.	47,0	46,2	13,4	12,5	15,2	0,8	50,1	44,9	10,1	6,0	1,9	23,1	5,2

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

	Totale	Strumento finanziario			Detentore			Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta	
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti		Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
					Totale	IFM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	88,9	2,6	13,1	4,8	52,1	39,2	36,8	8,6	80,3	15,9	28,1	44,9	88,0	0,9
2023	86,5	2,4	12,1	4,6	48,9	35,5	37,6	7,7	78,8	14,8	27,8	43,9	85,7	0,8
2024	86,6	2,1	11,7	4,8	46,5	33,5	40,1	7,7	78,9	14,3	28,0	44,2	85,8	0,8
2025	87,4	2,1	11,8	4,6	44,4	31,3	43,0	7,6	79,8	14,6	28,2	44,6	86,7	0,7
2025 2° trim.	87,8	2,2	11,6	73,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,2	2,2	11,7	74,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	87,7	2,1	11,8	73,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2026 1° trim.	88,9	2,3	11,7	74,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e quote variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-4,5	1,7	-0,1	-0,2	-0,6	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,5	-6,1	2,7
2023	-2,4	1,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,8	2,6
2024	0,0	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-1,4	3,1
2025	0,9	1,0	1,2	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,4	3,8
2025 2° trim.	0,5	1,0	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-1,3	3,5
3° trim.	1,0	1,1	1,0	0,6	0,4	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	-1,2	3,8
4° trim.	1,1	1,1	1,2	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,2	3,9
2026 1° trim.	1,7	1,2	1,5	0,9	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,1	4,3

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

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

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,3	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,4	-0,7	-4,6	0,6	-0,9	-5,3	-4,4
2025	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4
2025 2° trim.	-2,0	-1,8	-0,2	-4,3	-1,4	-5,0	0,7	-1,7	-4,8	-4,0
3° trim.	-2,6	-1,8	-0,8	-4,2	-1,5	-4,7	0,2	-1,5	-4,6	-3,8
4° trim.	-2,5	-1,8	-1,8	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,8
2026 1° trim.	-2,3	-1,7	-2,4	-3,2	-1,7	-3,9	0,5	-2,7	-4,4	-4,1
Debito pubblico										
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0
2023	44,4	37,1	24,7	46,9	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,0
2024	46,2	38,0	26,3	45,9	43,8	80,0	93,5	66,4	59,7	82,4
2025	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5
2025 2° trim.	47,6	39,0	25,0	46,6	43,0	82,0	96,5	69,5	62,9	88,4
3° trim.	44,8	40,6	27,5	46,4	42,7	83,4	97,4	67,7	62,3	86,7
4° trim.	46,9	39,5	26,5	46,4	44,7	81,3	89,7	65,7	61,4	88,5
2026 1° trim.	46,9	42,3	29,2	45,9	43,8	83,3	91,0	64,8	62,5	89,7

Fonte: Eurostat.

© **Banca centrale europea, 2026**

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

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 22 luglio 2026.

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-01-26-055-IT-N (online)