BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 7 / 2026

Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari **3**

Sintesi 3

1 Contesto esterno 8

2 Attività economica 13

3 Prezzi e costi 22

4 Andamenti del mercato finanziario 30

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi 33

Riquadri **42**

1 Narrative e rischi: uno strumentario quantitativo per valutare gli scenari applicati al conflitto in Medio Oriente 42

2 Estati estreme: implicazioni per il prodotto nel settore delle costruzioni nell'area dell'euro 47

3 Qual è il contributo del settore privato all'occupazione nei servizi pubblici? 52

4 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie 58

5 Il ruolo di costi e margini di raffinazione nella componente energetica dell'inflazione misurata sullo IAPC 64

6 Intelligenza artificiale e imprese europee: il costo del finanziamento sul mercato 73

7 La competitività delle banche e il suo ruolo nella politica monetaria 81

8 Chi detiene le stablecoin? Nuovi dati sui consumatori dell'area dell'euro 89

Articoli **96**

1 La politica industriale nell'UE: nuove opportunità, vecchi rischi? 96

Riquadro 1 Finanziamento dell'innovazione da parte delle istituzioni pubbliche 101

Riquadro 2 Misurare le implicazioni della politica industriale sui bilanci pubblici 108

2 Dal riconoscimento all’integrazione: i progressi compiuti dalla BCE nell’ambito dei rischi legati al clima e alla natura e il ruolo del centro sul cambiamento climatico 118

Statistiche **S1**

Andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Nella riunione del 29 ottobre 2026 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. I prezzi dell'energia hanno continuato ad aumentare, ponendo rischi al rialzo per le prospettive di inflazione e al ribasso per quelle di crescita. Sebbene lo shock energetico stia ancora manifestando tutti i suoi effetti, finora l'inflazione di fondo è rimasta sostanzialmente stabile e le retribuzioni, in questa fase, non hanno reagito in maniera significativa. La maggiore entità e durata dello shock energetico, nonché le sue implicazioni per gli effetti indiretti e di secondo impatto, comporteranno verosimilmente un incremento dell'inflazione e un indebolimento della crescita. Le condizioni di finanziamento si sono inasprite rispetto alla precedente riunione del Consiglio direttivo, tenutasi il 10 settembre 2026, con possibili ripercussioni sull'inflazione e sulla crescita.
Il Consiglio direttivo si impegna a definire la politica monetaria in modo da assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine.

Il Consiglio direttivo si trova tuttora in una posizione favorevole per affrontare l'attuale situazione di elevata incertezza. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. 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

I dati più recenti indicano che l'economia dell'area dell'euro ha continuato a espandersi nel terzo trimestre del 2026. I servizi hanno segnato una ripresa dopo l'indebolimento all'inizio del conflitto in Medio Oriente. Il settore manifatturiero, i servizi digitali e le esportazioni beneficiano degli investimenti delle imprese nel campo dell'intelligenza artificiale (IA). L'attività è inoltre sostenuta dalla spesa pubblica per infrastrutture e difesa. Questi fattori dovrebbero continuare a sorreggere la crescita nel breve periodo. Allo stesso tempo i nuovi rincari dell'energia hanno incrinato la fiducia dei consumatori, e l'incremento dei costi di finanziamento graverà probabilmente sulla dinamica espansiva.

Il tasso di disoccupazione si è mantenuto al 6,4 per cento ad agosto. La crescita dell'occupazione e delle forze di lavoro è rimasta modesta, mentre la produttività ha registrato un graduale incremento.

Nel medio termine il recupero della fiducia e dei redditi reali, trainato dal progressivo calo delle quotazioni energetiche e dal vigore del mercato del lavoro, dovrebbe stimolare la domanda interna. Gli investimenti nelle attività legate all'IA e la spesa pubblica per infrastrutture e difesa dovrebbero inoltre continuare a sostenere la crescita. L'espansione delle esportazioni dovrebbe aumentare sulla scia del rafforzamento della domanda estera.

Una crescita potenziale più elevata richiede riforme strutturali e il sostegno di solide finanze pubbliche. La sostenibilità dei conti pubblici rappresenta un'ancora fondamentale per la stabilità economica nel suo complesso. Le manovre di bilancio in risposta allo shock energetico dovrebbero essere temporanee, mirate e modulate. La semplificazione e l'armonizzazione delle regole del mercato unico dell'UE, l'accelerazione della transizione energetica e il completamento dell'Unione del risparmio e degli investimenti sono elementi essenziali per rendere l'economia dell'area dell'euro più dinamica e resiliente. A fronte dell'imminente conclusione del processo di definizione del quadro giuridico per l'euro digitale, il Consiglio direttivo ha ribadito l'importanza di raggiungere quanto prima un accordo in merito al pacchetto sulla moneta unica.

Inflazione

A settembre 2026 l'inflazione è salita al 3,8 per cento, dal 3,2 di agosto. L'inflazione dei beni energetici è aumentata sensibilmente, collocandosi al 18,9 per cento, dal 14,3 di agosto. A settembre i prezzi del diesel e della benzina hanno raggiunto nuovi massimi, in parte attribuibili agli elevati margini di raffinazione, mentre l'inflazione al netto della componente energetica è salita al 2,3 per cento, dal 2,1 di agosto. La componente alimentare è passata dall'1,1 all'1,3 per cento. L'inflazione dei servizi ha registrato un incremento al 3,2 per cento a settembre, dal 3,0 di agosto, mentre quella dei beni è diminuita dall'1,2 all'1,1 per cento.

Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste sostanzialmente stabili, nonostante i segnali di pressioni al rialzo nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi. Le pressioni salariali restano moderate. Il costo del lavoro per dipendente è aumentato del 3,3 per cento nel secondo trimestre dell'anno, segnando un decremento rispetto al 3,6 per cento registrato nel primo trimestre, mentre l'incremento della produttività ha contribuito a contenere la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. L'indice salariale prospettico della BCE suggerisce che la crescita delle retribuzioni contrattuali oscillerà tra il 2,5 e il 2,8 per cento nei restanti mesi del 2026, per poi collocarsi in media al 2,6 per cento nei primi tre trimestri del 2027. Le aspettative di inflazione sugli orizzonti più brevi sono più elevate, ma le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si attestano prevalentemente al 2 per cento circa, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo nel medio periodo.

I prezzi dell'energia hanno registrato incrementi superiori ai livelli previsti nello scenario di base delle proiezioni di settembre 2026 elaborate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro. Di conseguenza, è probabile che l'inflazione aumenti

ulteriormente nel breve periodo e che l'inflazione complessiva si mantenga ben al di sopra dell'obiettivo nei prossimi trimestri. Successivamente, il calo dell'inflazione dei beni energetici e gli effetti dei tassi di interesse più elevati dovrebbero sostenere il ritorno dell'inflazione all'obiettivo.

Valutazione dei rischi

Le prospettive di crescita sono soggette a rischi al ribasso riconducibili, in particolare, al conflitto in Medio Oriente e agli sviluppi recenti della guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina. Il protrarsi delle interruzioni alle forniture di beni energetici potrebbe determinare un ulteriore aumento delle quotazioni dell'energia, per un periodo più lungo rispetto alle attese. Ciò graverebbe sui redditi reali, sulla spesa e sugli investimenti. Un deterioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari mondiali o l'intensificarsi degli effetti di propagazione nei mercati obbligazionari globali potrebbero determinare un inasprimento delle condizioni di finanziamento e frenare quindi la domanda. Anche l'incertezza sulle politiche di bilancio potrebbe rendere le condizioni di finanziamento ancora più restrittive e indebolire la fiducia, riducendo così i consumi e gli investimenti. L'acuirsi delle tensioni commerciali tra le maggiori economie potrebbe causare ulteriori interruzioni delle catene di approvvigionamento, ridurre le esportazioni e indebolire consumi e investimenti. Per contro, la crescita potrebbe risultare superiore se l'economia e i mercati dell'energia si adattassero più rapidamente delle attese alle turbative causate dai conflitti in corso o se questi si risolvessero in modo duraturo.
Inoltre, l'adozione di nuove tecnologie da parte delle imprese dell'area dell'euro, la spesa pubblica per infrastrutture e difesa, nonché le riforme volte a potenziare la produttività e a completare il mercato unico dell'UE potrebbero sospingere la crescita oltre le aspettative.

I rischi per le prospettive di inflazione sono orientati al rialzo, in particolare a causa del conflitto in Medio Oriente e degli sviluppi recenti della guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina. Lo shock energetico potrebbe intensificarsi ancora e gli effetti sugli altri prezzi e sui salari potrebbero risultare più pronunciati rispetto alle attese correnti. In particolare, i prezzi del gas potrebbero aumentare nel caso di ulteriori interruzioni degli approvvigionamenti o di un inverno insolitamente rigido in concomitanza con ridotti livelli delle scorte. Il protrarsi di prezzi elevati dell'energia renderebbe più probabile un aumento generalizzato dell'inflazione attraverso effetti indiretti e di secondo impatto. Nuove tensioni commerciali potrebbero determinare una maggiore frammentazione delle catene di approvvigionamento mondiali, ridurre l'offerta di materie prime critiche e rendere più stringenti i vincoli di capacità produttiva nell'economia dell'area dell'euro. Eventi meteorologici estremi, potenzialmente accentuati dall'intensificarsi delle condizioni associate a "El Niño", 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 gli attuali conflitti geopolitici si risolvessero in modo duraturo, oppure se gli effetti indiretti o di secondo impatto derivanti dai rincari dell'energia si rivelassero meno pronunciati di quanto anticipato.
Mercati finanziari più volatili e avversi al rischio, unitamente ai rialzi dei tassi di

interesse a lungo termine, potrebbero gravare sulla domanda e ridurre quindi anche l'inflazione.

Condizioni finanziarie e monetarie

Le condizioni finanziarie si sono inasprite dopo la riunione del Consiglio direttivo del 10 settembre 2026. I tassi di interesse sono nel complesso aumentati, a fronte di una diminuzione delle quotazioni azionarie.

Per le imprese, il costo dell'emissione di debito sul mercato è cresciuto al 4,1 per cento ad agosto, dal 4,0 di luglio, mentre i tassi sui prestiti bancari sono rimasti invariati al 3,8 per cento. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è sceso al 4,2 per cento ad agosto e settembre, dal 4,4 di luglio, mentre quello relativo all'emissione di obbligazioni societarie è salito al 4,2 per cento a settembre, dopo aver segnato il 3,8 ad agosto e il 3,5 a luglio. Come rilevato nell'edizione di ottobre dell'indagine della BCE sul credito bancario, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese sono divenuti più restrittivi nel terzo trimestre, in ragione dei più forti timori delle banche circa i rischi economici cui è esposta la clientela. Nonostante il maggiore fabbisogno di finanziamento per scorte e capitale circolante, si è ridotta la domanda di prestiti da parte delle imprese, in particolare per effetto di tassi di interesse più elevati.

I tassi sui mutui ipotecari sono saliti al 3,6 per cento ad agosto, dopo il 3,5 di luglio, mentre la crescita dei mutui ipotecari a settembre ha registrato una lieve diminuzione, al 3,0 per cento. I criteri di concessione dei mutui sono rimasti invariati nel terzo trimestre, a fronte di una considerevole riduzione della domanda in ragione dell'aumento dei tassi di interesse.

Decisioni di politica monetaria

Nella riunione del 29 ottobre 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 2,50, al 2,65 e al 2,90 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 determinare l'orientamento di politica monetaria adeguato, il Consiglio direttivo

seguirà un approccio guidato dai dati secondo il 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. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

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

1 Contesto esterno

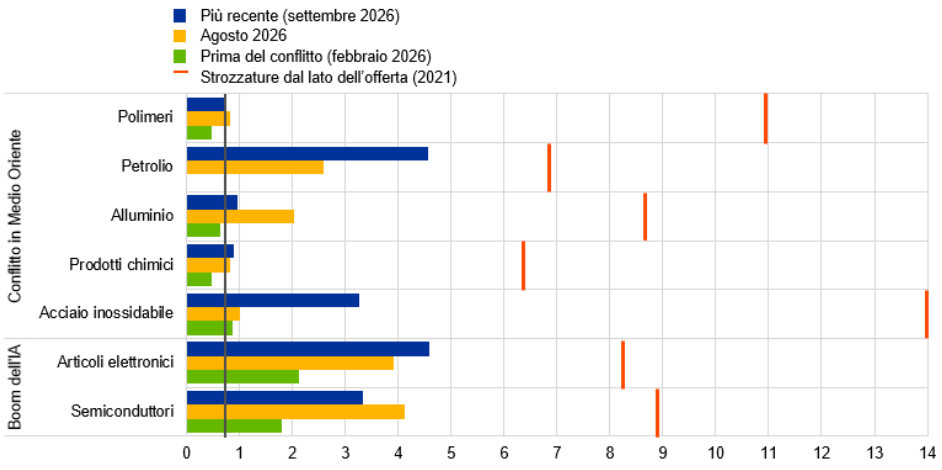
Nel secondo trimestre del 2026 la crescita mondiale è rimasta stabile; i dati desunti dalle indagini segnalano una dinamica favorevole nel breve periodo. L'espansione del commercio si è spostata verso i servizi, mentre le apparecchiature per l'intelligenza artificiale (IA) sono diventate la principale determinante della crescita dell'interscambio di beni. L'aumento delle scorte di prodotti finiti potrebbe riflettere l'accumulo di scorte a fini precauzionali, in un contesto di incertezza dal lato dell'offerta, e le indagini suggeriscono che la domanda di IA sta contribuendo alle carenze in alcuni settori. Le rinnovate tensioni in Medio Oriente hanno spinto al rialzo le quotazioni di petrolio e gas, nonostante la ripresa dei flussi di trasporto marittimo, mentre i prezzi dei beni alimentari sono diminuiti. I rincari dell'energia hanno innalzato l'inflazione complessiva, sebbene quella di fondo sia rimasta sostanzialmente stabile e le aspettative di inflazione siano aumentate in misura solo moderata.

La crescita economica mondiale è rimasta stabile nel secondo trimestre, con uno spostamento verso l'accumulo di scorte a fini precauzionali, in un contesto di rinnovata incertezza dal lato dell'offerta. Come già nel primo trimestre del 2026, nel secondo trimestre il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) ha registrato un aumento dello 0,8 per cento sul periodo precedente. I dati dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) segnalano una dinamica economica favorevole nel breve periodo: il PMI composito relativo al prodotto a settembre è salito a 55, trainato dall'attività dei settori sia manifatturiero sia dei servizi. Tuttavia, tali dati indicano altresì che le scorte di prodotti finiti sono aumentate ben al di sopra delle loro medie di lungo periodo, in quanto le imprese segnalanti potrebbero essere impegnate a incrementare attivamente la produzione e accumulare prodotti finiti, al fine di proteggere la propria attività da persistenti incertezze, come le carenze dal lato dell'offerta. Il boom della domanda di IA sta contribuendo in misura crescente a tali carenze in alcuni settori, come indicato dai relativi dati del PMI; un esempio è rappresentato dal comparto degli articoli elettronici (cfr. il grafico 1). Al tempo stesso, sembrano essersi in parte stabilizzati i vincoli dal lato dell'offerta nei settori più colpiti dalle tensioni nei mercati dell'energia connesse al conflitto in Medio Oriente.

Grafico 1

Indici PMI relativi alle carenze dal lato dell'offerta

(indice di diffusione)



Fonti: S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: dati mondiali, inclusa l'area dell'euro. La linea grigia indica un valore pari a 1, al di sopra (al di sotto) del quale le carenze dal lato dell'offerta sono ritenute superiori (inferiori) alla norma. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2026.

La persistente crescita dell'interscambio mondiale si è spostata dai beni ai servizi, entrambi sostenuti dal boom dell'IA. Nel secondo trimestre del 2026 le importazioni mondiali, esclusa l'area dell'euro, sono aumentate del 2,0 per cento sul periodo precedente, dall'1,4 del primo trimestre, collocandosi in prossimità del picco di crescita raggiunto all'inizio del 2025 per effetto dell'anticipazione degli scambi in vista dei nuovi dazi imposti dagli Stati Uniti. Da allora il commercio ha costantemente sorpreso al rialzo, sostenuto in larga misura dalla domanda di IA. Per tutto il 2025 l'interscambio di beni ha registrato una forte crescita, trainata sia dai beni tradizionali sia dall'hardware dell'IA, ma nella prima metà del 2026 questa dinamica è cambiata: le importazioni di beni non connessi all'IA all'inizio dell'anno hanno subito una contrazione, rendendo le apparecchiature per l'IA il principale fattore di crescita del commercio di beni. Dall'altro lato, l'espansione dell'interscambio di servizi si è intensificata, trainata dal costante contributo di quelli digitali di IA e dalla netta ripresa delle attività commerciali in generale, soprattutto dei servizi di trasporto e di quelli finanziari e assicurativi.

Le rinnovate tensioni in Medio Oriente hanno spinto al rialzo le quotazioni sia del petrolio sia del gas. I corsi petroliferi sono aumentati del 13 per cento nel periodo in esame, che va dal 10 settembre al 28 ottobre, di riflesso a due fattori contrapposti inerenti al conflitto in Medio Oriente. Da un lato, si è osservata una significativa ripresa delle spedizioni di petrolio attraverso lo Stretto di Hormuz, grazie alle traversate "al buio" e ai trasbordi tra navi. Le stime disponibili suggeriscono che alla fine di settembre i volumi siano raddoppiati rispetto ad agosto, avvicinando le esportazioni del Golfo Persico alla media del 2025. Dall'altro lato, gli attacchi al gasdotto saudita East-West (una condotta di grande rilevanza strategica che aggira lo Stretto), unitamente alla recente intensificazione degli attacchi da parte dei ribelli Huthi nella regione, hanno suscitato rinnovati timori per la normalizzazione dei flussi petroliferi. Di conseguenza, i corsi del petrolio sono risultati più elevati rispetto all'inizio del periodo in esame. Anche i mercati mondiali

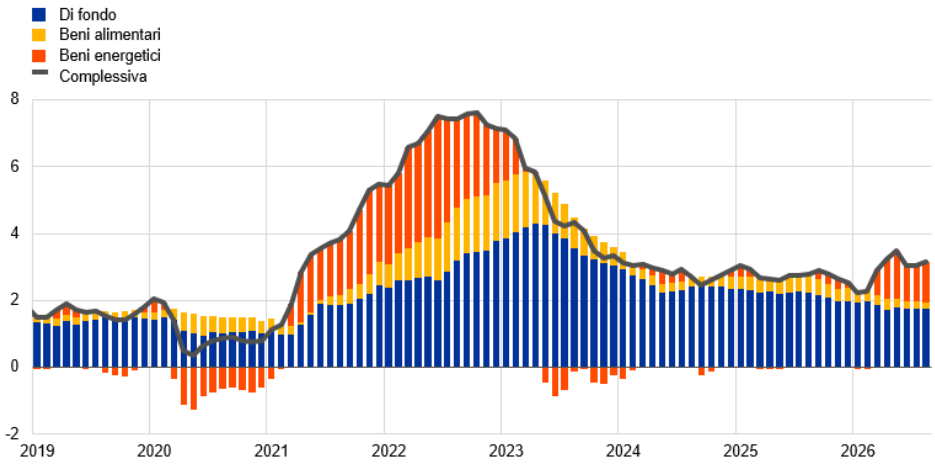
dei prodotti raffinati, in particolare quello del diesel, sono stati tesi, in quanto le interruzioni delle forniture dal Medio Oriente e gli attacchi ucraini alle raffinerie russe hanno ridotto il prodotto mondiale del settore della raffinazione. I prezzi del gas sono aumentati del 27 per cento, a causa dei nuovi attacchi in Medio Oriente, nonostante un certo miglioramento dei flussi di gas naturale liquefatto (GNL) attraverso lo Stretto. La ripresa registrata dai flussi di gas è più limitata rispetto a quella osservata per il petrolio: restano del 25 per cento al di sotto dei livelli prebellici, per la maggiore vulnerabilità delle metaniere, dovuta all'infiammabilità dei loro carichi. I prezzi delle materie prime alimentari sono diminuiti del 4 per cento, in quanto le quotazioni del frumento si sono ridotte in ragione delle aspettative di un allentamento delle turbative all'esportazione di cereali nel Mar Nero. I prezzi del cacao hanno segnato una contrazione a fronte di aspettative di un'ampia offerta a breve termine, nonostante i timori che gli effetti di El Niño potessero inasprire l'offerta in un orizzonte più lungo. Anche i prezzi dei metalli sono scesi, del 5 per cento, grazie alle migliori prospettive dell'offerta mondiale di alluminio.

L'inflazione mondiale è aumentata e la componente energetica si conferma esserne la determinante principale. L'inflazione complessiva a livello mondiale nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), esclusa la Turchia, ad agosto 2026 è salita al 3,2 per cento, dal 3,0 del mese precedente (cfr. il grafico 2). L'aumento dell'inflazione complessiva è quasi interamente riconducibile al rialzo della componente energetica (14,1 per cento ad agosto, rispetto all'11,9 di luglio). Allo stesso tempo, l'inflazione di fondo (calcolata al netto dei prezzi dei beni alimentari ed energetici) è rimasta sostanzialmente stabile e quella dei beni alimentari è diminuita di 0,2 punti percentuali. Il rischio di effetti di secondo impatto sembra finora contenuto, dal momento che le aspettative di inflazione a un anno basate sulle indagini nelle principali economie sono aumentate in misura solo moderata, compresa tra 0,1 e 0,5 punti percentuali, dall'inizio del conflitto in Medio Oriente.

Grafico 2

Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: l'aggregato OCSE comprende i paesi dell'area dell'euro membri dell'OCSE ed esclude la Turchia; è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) dell'OCSE. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2026.

L’attività economica negli Stati Uniti dovrebbe continuare a evidenziare una buona tenuta nella seconda metà dell’anno. Per effetto della volatilità delle scorte e delle esportazioni nette, nel secondo trimestre il PIL in termini reali ha subito un lieve rallentamento, allo 0,6 per cento sul periodo precedente; per la seconda metà dell’anno gli indicatori disponibili segnalano una stabilizzazione della crescita su livelli analoghi. Sebbene gli investimenti legati all’IA siano ancora un elemento di forza fondamentale, vi sono segnali che gli investimenti potrebbero ampliarsi oltre questo settore, dato che nel secondo trimestre la crescita di quelli non connessi all’intelligenza artificiale è diventata positiva. I consumi privati, che nello stesso trimestre hanno fornito un altro importante contributo all’attività, dovrebbero rimanere solidi, sostenuti dalle famiglie ad alto reddito per effetto dei guadagni sulla ricchezza accumulata. I maggiori rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine potrebbero esercitare un limitato effetto frenante sui consumi delle famiglie nel breve periodo, dal momento che un’ampia quota del debito ipotecario di queste ultime è a tasso fisso. Al tempo stesso, l’inasprimento delle condizioni finanziarie sta comportando crescenti difficoltà di accessibilità economica per i consumatori che contraggono nuovi prestiti. A settembre l’inflazione complessiva e l’inflazione misurata sull’indice dei prezzi al consumo (IPC) statunitensi sono salite rispettivamente al 3,7 e al 2,6 per cento sui dodici mesi, principalmente a causa dei rincari dei beni energetici. Ci si attende che i più elevati prezzi del diesel incidano sull’inflazione soprattutto indirettamente, in quanto il peso di questo bene nel paniere dell’IPC è molto contenuto, ma alcuni settori, come quello dei trasporti, ne risentono in misura significativa. Nella riunione di settembre, con decisione unanime, il Federal Open Market Committee (FOMC) ha innalzato di 25 punti base l’intervallo obiettivo per i tassi sui Federal Fund, portandolo tra il 3,75 e il 4,00 per cento, il primo aumento dal 2023. Il FOMC ha altresì rivisto al rialzo le proiezioni per l’inflazione, ritardandone il ritorno all’obiettivo per il 2029.

In Cina le esportazioni continuano a rappresentare una determinante fondamentale della crescita, in un contesto in cui permangono squilibri interni. Il tasso trimestrale di espansione del PIL è salito dallo 0,9 all’1,2 per cento tra il secondo e il terzo trimestre del 2026, mantenendo la Cina sulla traiettoria per il raggiungimento del proprio obiettivo di crescita annuale. I dati sull’attività indicano persistenti squilibri interni, in un contesto in cui l’offerta continua a superare la domanda e la crescita dipende ancora dalla domanda estera. Le recenti misure di politica economica mirano a sostenere la domanda interna, ma è probabile che il loro impatto a breve termine sia limitato. L’espansione delle esportazioni cinesi rimane robusta, con un vigore generalizzato tra prodotti e destinazioni.
Dopo l’incontro del 23-25 settembre tra il Presidente Trump e il Presidente Xi Jinping, in cui si è concordata l’estensione fino a gennaio 2027 della tregua commerciale tra Stati Uniti e Cina, i rischi a breve termine per le politiche commerciali si sono lievemente attenuati. L’inflazione al consumo complessiva è salita allo 0,9 per cento a settembre, dallo 0,8 di agosto, principalmente per effetto dei rincari dei beni energetici. L’inflazione alla produzione è aumentata al 5,0 per cento, dal 3,8 di agosto, ma i rialzi hanno riguardato principalmente i settori ad alta intensità energetica e quelli collegati all’IA; altrove gli incrementi dei prezzi hanno continuato a rallentare, in un contesto di debole domanda interna ed eccesso di capacità produttiva. Con il venir meno dei fattori temporanei, l’inflazione

all’esportazione dovrebbe diminuire, pur rimanendo positiva nell’orizzonte di proiezione.

Nel Regno Unito l’attività economica si è mostrata sostenuta, a fronte dell’inflazione in aumento. La crescita del PIL in termini reali per il secondo trimestre del 2026 è stata rivista al rialzo, allo 0,5 per cento sul periodo precedente, sostenuta principalmente dal rafforzamento degli investimenti delle imprese e delle esportazioni. Mentre il PIL mensile fino ad agosto suggerisce una prosecuzione della dinamica favorevole, gli indicatori ad alta frequenza più tempestivi segnalano una certa moderazione verso la fine del terzo trimestre. In prospettiva, ci si attende che la crescita dell’attività rallenti nella seconda metà di quest’anno, data la probabilità che i costi dell’energia persistentemente elevati e l’incertezza gravino sui consumi e sugli investimenti. A settembre l’inflazione complessiva è salita ulteriormente, al 3,5 per cento (dal 3,1 di agosto), sospinta soprattutto dalla componente energetica. Nella riunione di settembre la Bank of England ha annunciato un piano pluriennale di inasprimento quantitativo, che entro la fine del 2034 ridurrà a zero lo stock di titoli di Stato (gilts) detenuti per finalità di politica monetaria, comportando una riduzione del bilancio annuale di 46 miliardi di sterline. Il tasso di riferimento è stato mantenuto invariato al 3,75 per cento.

2 Attività economica

I dati più recenti suggeriscono che l'economia dell'area dell'euro ha continuato a espandersi nel terzo trimestre dell'anno. I servizi hanno segnato una ripresa dopo l'indebolimento all'inizio del conflitto in Medio Oriente. Il settore manifatturiero, i servizi digitali e le esportazioni beneficiano degli investimenti delle imprese nel campo dell'intelligenza artificiale (IA). L'attività è inoltre sostenuta dalla spesa pubblica per infrastrutture e difesa. Questi fattori dovrebbero continuare a sorreggere la crescita nel breve periodo. Allo stesso tempo i nuovi rincari dell'energia hanno incrinato la fiducia dei consumatori e i più elevati costi di finanziamento graveranno probabilmente sull'espansione economica. Il tasso di disoccupazione si è mantenuto al 6,4 per cento ad agosto. La crescita dell'occupazione e delle forze di lavoro è rimasta modesta, mentre la produttività ha registrato un graduale incremento. Nel medio termine la ripresa della fiducia e dei redditi reali, trainata dal graduale calo dei prezzi dell'energia e dal vigore del mercato del lavoro, dovrebbe stimolare la domanda interna. Gli investimenti nelle attività legate all'IA e la spesa pubblica per infrastrutture e difesa dovrebbero inoltre continuare a sostenere la crescita. L'espansione delle esportazioni dovrebbe aumentare sulla scia del rafforzamento della domanda estera. Le prospettive sono molto incerte e continuano a dipendere dalla situazione geopolitica e dal funzionamento dei mercati dell'energia.

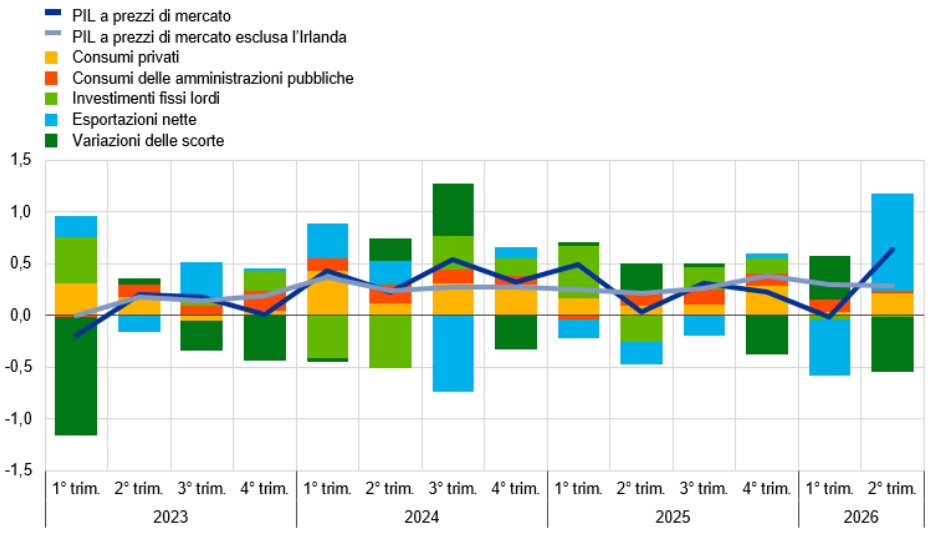
Secondo i più recenti dati di contabilità nazionale diffusi dall'Eurostat, nel secondo trimestre del 2026 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,6 per cento, se si escludono i dati irlandesi, caratterizzati da volatilità, dello 0,3 per cento. La scomposizione della domanda mostra che la crescita dei consumi privati e delle esportazioni si è rafforzata nel secondo trimestre, mentre gli investimenti hanno mostrato un andamento stabile. Allo stesso tempo, le variazioni delle scorte hanno fornito un contributo sensibilmente negativo alla crescita del PIL (cfr. il grafico 3). La crescita è stata generalizzata tra i diversi settori. Dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie emerge che la durata del conflitto in Medio Oriente le ha sorprese negativamente, sebbene si siano dichiarate colpite in positivo dalla capacità delle imprese di adattarsi al contesto (cfr. il riquadro 4)[1].

[1] Cfr. inoltre il riquadro 1 *Narrative e rischi: uno strumentario quantitativo per valutare gli scenari applicati al conflitto in Medio Oriente* in questo numero del Bollettino.

Grafico 3

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

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



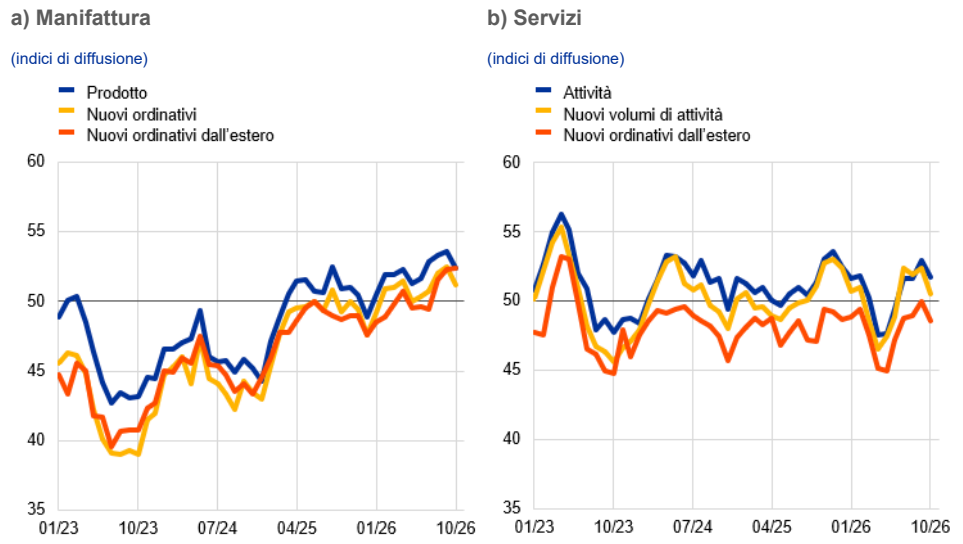
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: il grafico mostra anche il PIL al netto dei dati relativi all'Irlanda, considerata la loro particolare volatilità. Tuttavia, per le sottocomponenti, la scomposizione del PIL include anche l'Irlanda. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre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

I dati più recenti suggeriscono che l'attività è rimasta positiva, ma ha segnato un rallentamento nel terzo trimestre[2]**.** Nei mesi di luglio e agosto la produzione industriale al netto delle costruzioni si è collocata, in media, a un livello inferiore dello 0,6 per cento rispetto a quello registrato nel secondo trimestre. Il prodotto industriale è stato sostenuto dalla produzione legata all'IA: a luglio e ad agosto la produzione nei comparti relativi a computer, elettronica e ottica è cresciuta di circa il 3 per cento rispetto al secondo trimestre, compensando in parte i cali registrati in altri settori della manifattura. Allo stesso tempo, a luglio la produzione nel settore dei servizi si è collocata a un livello superiore dello 0,4 per cento rispetto alla media del secondo trimestre, un miglioramento che riflette in larga misura gli andamenti delle attività dei servizi di informazione e di altre attività professionali, scientifiche e tecniche. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto ha segnato una ripresa nel terzo trimestre, dopo il brusco calo registrato all'inizio del conflitto in Medio Oriente. Il settore manifatturiero continua a migliorare e a registrare risultati solidi (cfr. il pannello a) del grafico 4), mentre quello dei servizi ha segnato un recupero significativo rispetto al livello minimo raggiunto dopo lo shock iniziale sui prezzi dell'energia (cfr. il pannello b) del grafico 4), sostenuto dall'incremento delle attività legate all'IA.

2 In base alla stima rapida preliminare diffusa dall'Eurostat il 30 ottobre, nel terzo trimestre dell'anno il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,4 per cento sul trimestre precedente e dello 0,2 per cento se si escludono i dati irlandesi, caratterizzati da una forte volatilità. Tale stima non era disponibile al momento della riunione del Consiglio direttivo di ottobre.

Grafico 4

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



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

I pochi indicatori relativi al quarto trimestre segnalano il protrarsi della crescita, seppure in misura moderata, ma il livello di incertezza è molto elevato. Il PMI composito relativo al prodotto è diminuito tra settembre e ottobre 2026, continuando a segnalare una crescita moderata agli inizi del quarto trimestre. A ottobre il PMI per il settore manifatturiero è diminuito rispetto al terzo trimestre del 2026, collocandosi a 52,4, e nello stesso mese anche l'indice PMI riferito all'attività nei servizi è sceso da una media di 52,1 nel terzo trimestre a 51,7. I recenti contatti della BCE con le società non finanziarie confermano le prospettive di una crescita moderata nel quarto trimestre (cfr. il riquadro 4). Nel complesso, le società interpellate hanno segnalato il protrarsi di una dinamica e di un clima di fiducia moderati negli ultimi mesi, seppure con notevoli variazioni tra settori. Nel settore manifatturiero si è registrata una netta divisione dell'attività, con una crescita molto vigorosa della domanda nei comparti di elettronica ad alto valore aggiunto, apparecchiature elettriche e relativi macchinari, mentre molti altri settori hanno continuato a riscontrare difficoltà a causa di volumi bassi, stabili e/o in calo, in un contesto caratterizzato dall'intensificarsi della concorrenza delle importazioni. Ci si attende che il protrarsi dello shock energetico, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento e la maggiore incertezza sulle politiche economiche frenino le decisioni di spesa e di investimento nel breve periodo.

L'occupazione continua a crescere in misura moderata, in un contesto caratterizzato da un calo della domanda di lavoro. Nel secondo trimestre del 2026 l'occupazione e le ore lavorate totali sono aumentate dello 0,1 per cento sul trimestre precedente[3]. Nella prima metà la crescita dell'occupazione è scesa allo 0,5 per cento sul periodo corrispondente, a fronte di una media dello 0,7 per cento nel 2025 (cfr. il grafico 5). Tale moderazione riflette in parte l'indebolimento della

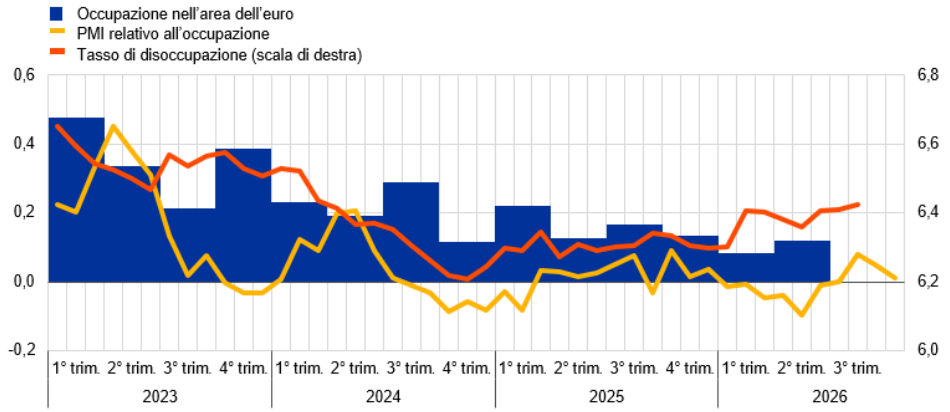
[3] Cfr. il riquadro 3 *Qual è il contributo del settore privato all'occupazione nei servizi pubblici*? in questo numero del Bollettino.

domanda di lavoro. Il tasso di posti vacanti è diminuito al 2,1 per cento nel secondo trimestre del 2026, segnando un calo di 0,1 punti percentuali rispetto al primo trimestre e di 1,2 punti percentuali rispetto al picco del secondo trimestre del 2022. Nei settori delle costruzioni e dei servizi sanitari i tassi di posti vacanti si confermano superiori ai livelli raggiunti nel secondo trimestre del 2025, mentre nei settori delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione e in quello dei servizi professionali sono ulteriormente diminuiti. Il grado di tensione del mercato del lavoro, calcolato come numero di posti vacanti per disoccupato, è sceso da 0,36 nel secondo trimestre del 2022 a 0,25 nel secondo trimestre del 2026. Anche la crescita delle forze di lavoro ha subito un rallentamento. Nel primo e nel secondo trimestre del 2026 è aumentata dello 0,5 per cento sul periodo corrispondente, a fronte di una crescita media pari allo 0,9 per cento nel 2025.

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 diviso per 10 per misurare la crescita dell'occupazione sul trimestre precedente. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026 per l'occupazione nell'area dell'euro, a ottobre 2026 per il PMI relativo all'occupazione e ad agosto 2026 per il tasso di disoccupazione.

Il PMI relativo all'occupazione indica che l'occupazione ha continuato a crescere moderatamente nel terzo trimestre del 2026. L'indice si è collocato in media a 50,4 nel trimestre, 0,9 punti al di sopra della media registrata nel secondo trimestre e lievemente al di sopra della soglia di 50, segnalando una crescita dell'occupazione positiva, seppur moderata. I dati preliminari di ottobre mostrano che il PMI relativo all'occupazione è sceso a 50,1, da 50,5 di settembre, segnalando il protrarsi di questa crescita molto moderata dell'occupazione a ottobre.

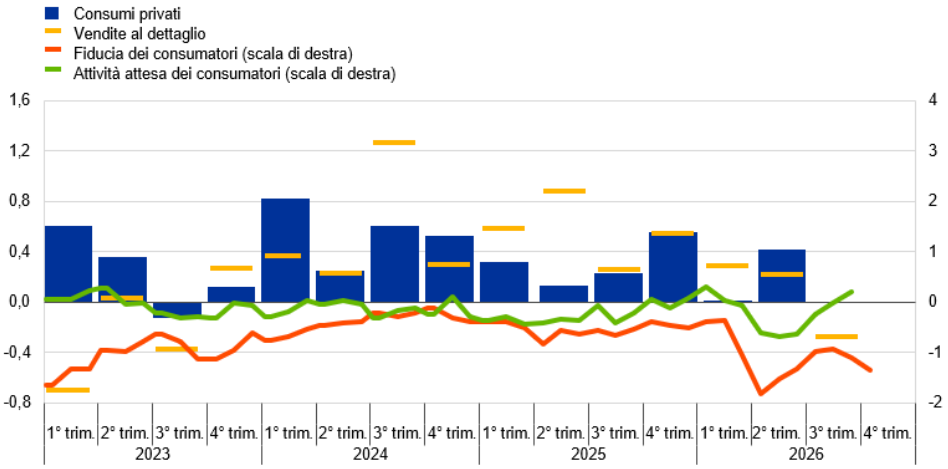
La crescita dei consumi privati dovrebbe aver perso slancio nel terzo trimestre del 2026. Nel secondo trimestre i consumi privati sono aumentati dello 0,4 per cento sul trimestre precedente, trainati dalla spesa per servizi e beni durevoli (cfr. il grafico 6). La spesa per beni durevoli è stata sostenuta principalmente dagli acquisti di veicoli elettrici e ibridi, che rappresentano attualmente circa il 70 per cento delle immatricolazioni di nuove autovetture, probabilmente per effetto di un allontanamento dai veicoli vulnerabili ai rincari del carburante. Per contro, i consumi

di beni non durevoli sono diminuiti. Poiché il reddito disponibile reale ha registrato un incremento soltanto marginale nel secondo trimestre, le famiglie hanno attinto ai propri risparmi per attutire l'impatto dell'aumento dell'inflazione sui consumi. Ciò si è riflesso in un calo del tasso di risparmio delle famiglie, che è sceso al 14,2 per cento nel secondo trimestre dal 14,4 del primo. Per quanto riguarda il terzo trimestre, i volumi del commercio al dettaglio sono diminuiti dello 0,3 per cento sul trimestre precedente (media di luglio e agosto), indicando un indebolimento della spesa per beni, in particolare generi alimentari, carburante e attrezzature. Tuttavia, la spesa connessa al turismo sembra aver continuato a evidenziare una buona tenuta, nonostante il conflitto in Medio Oriente. Anche gli indicatori basati sulle indagini segnalano una moderazione nella dinamica della spesa delle famiglie. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea ha segnato un calo a settembre e a ottobre, in un contesto caratterizzato da nuovi aumenti dei prezzi dell'energia. La flessione registrata a settembre è stata determinata principalmente dall'indebolimento delle aspettative delle famiglie sulla propria situazione finanziaria e sugli acquisti di importo rilevante. A settembre è aumentata anche l'incertezza dei consumatori. Tuttavia, l'indicatore della Commissione europea relativo all'attività attesa ponderata per i consumi è aumentato, trainato principalmente dal commercio al dettaglio e dai beni alimentari, mentre le aspettative relative ai servizi di alloggio e di viaggio sono diminuite.
In prospettiva, è probabile che gli elevati prezzi dell'energia e l'incertezza innescata dal conflitto in Medio Oriente continuino a gravare sui consumi privati, e che i rincari dei beni energetici causino l'erosione del reddito reale delle famiglie. Al tempo stesso, il protrarsi dell'elevata incertezza e le condizioni restrittive di offerta del credito potrebbero indurre le famiglie ad accrescere i risparmi. Tuttavia, tali effetti negativi potrebbero essere attenuati dalla tenuta dei bilanci delle famiglie, che hanno sostenuto i consumi privati dalla fine del 2022, in un contesto di livelli di indebitamento e di leva finanziaria delle famiglie storicamente bassi.

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, calcolata 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 secondo trimestre del 2026 per i consumi privati, al terzo trimestre del 2026 (sulla base del bimestre luglio-agosto 2026) per le vendite al dettaglio, a ottobre 2026 per il clima di fiducia dei consumatori e a settembre 2026 per l'attività attesa dei consumatori.

Si prevede che gli investimenti delle imprese abbiano segnato una ripresa nel terzo trimestre e che in seguito crescano moderatamente. Nel secondo trimestre gli investimenti delle imprese (al netto della componente volatile relativa alle attività immateriali irlandesi) hanno subito una contrazione dello 0,1 per cento sul trimestre precedente, in un contesto caratterizzato dagli elevati livelli dei prezzi dell'energia e dell'incertezza. La scomposizione per attività mostra che gli investimenti in beni materiali, che comprendono anche le attrezzature militari, sono diminuiti nel secondo trimestre, in parte a causa di un considerevole effetto base derivante dagli elevati investimenti nel settore della difesa registrati nel primo trimestre. Allo stesso tempo, gli investimenti in beni immateriali hanno segnato una crescita modesta.
Gli indicatori di breve periodo relativi al terzo trimestre del 2026 si confermano lievemente eterogenei. La produzione di beni di investimento è diminuita a luglio e ad agosto, mentre la produzione di beni immateriali è aumentata a luglio rispetto alle relative medie del secondo trimestre. Tuttavia, nel terzo trimestre la fiducia dei produttori di beni di investimento (compresi i produttori di computer, elettronica e ottica) e dei fornitori di servizi digitali ha registrato un miglioramento rispetto al secondo trimestre (cfr. il pannello a) del grafico 7). Gli investimenti dovrebbero continuare a crescere negli ultimi mesi del 2026 e nel periodo successivo, trainati dalle tecnologie di IA, dalla digitalizzazione e dalla difesa. Le società interpellate hanno riferito che l'incertezza geopolitica legata ai dazi e al conflitto in Medio Oriente è sempre più considerata una "nuova normalità" anziché una turbolenza di breve durata. Questa situazione spinge le imprese a diversificare i fornitori e i mercati, a investire nella preparazione e a orientarsi verso strategie di adattamento a più lungo termine. Le società contattate ravvisano inoltre forti investimenti nei settori della difesa, dell'elettronica e della produzione di semiconduttori, mentre l'attività nei

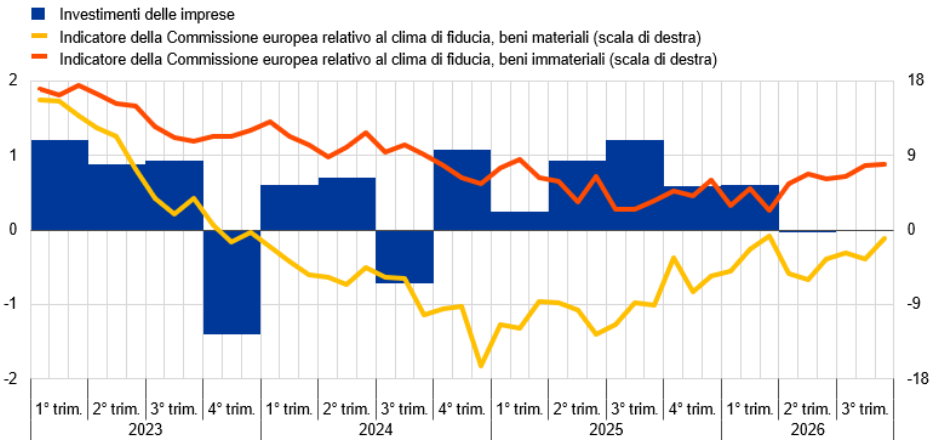
settori di lavorazione tradizionali, come quello chimico, rimane più modesta (cfr. il riquadro 4). I dati desunti dalle indagini della Commissione europea mostrano una crescita nel breve periodo della produzione di computer, che funge da proxy per le apparecchiature che consentono l'utilizzo dell'intelligenza artificiale, in particolare in Germania e nei Paesi Bassi. Anche il clima di fiducia dei fornitori di servizi digitali ha registrato un miglioramento nel terzo trimestre rispetto al trimestre precedente. Tuttavia, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento potrebbe gravare sugli investimenti, come segnalato anche nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dalla BCE.

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini

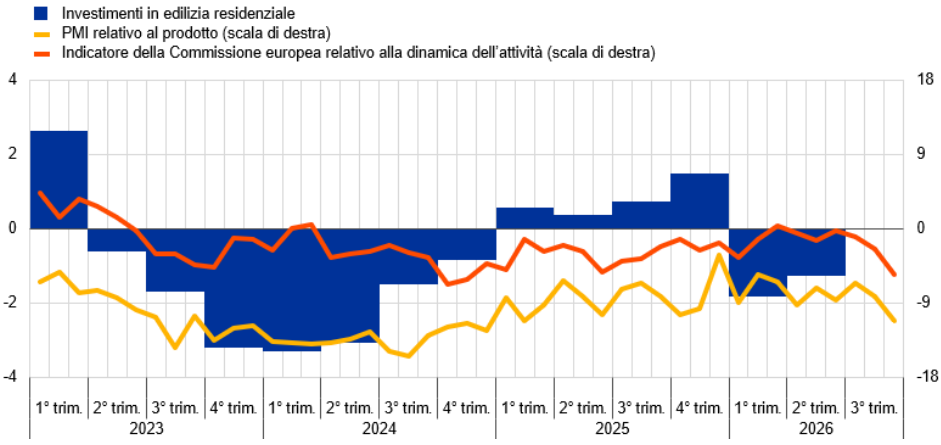
a) Investimenti delle imprese

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; saldi percentuali)



b) Investimenti in edilizia residenziale

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni della BCE.
Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre si riferiscono ai dati trimestrali. 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, "beni materiali" si riferisce al settore dei beni di investimento (produttori di macchinari e attrezzature materiali) mentre "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); 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, standardizzata 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 secondo trimestre del 2026 per gli investimenti e a settembre 2026 per il PMI relativo al prodotto e gli indicatori della Commissione europea.

Gli investimenti in edilizia residenziale potrebbero stabilizzarsi solo gradualmente nel breve periodo, in un contesto in cui fattori temporanei e condizioni di finanziamento più restrittive rallentano la ripresa. Dopo un calo dell'1,3 per cento degli investimenti in edilizia residenziale nel secondo trimestre del 2026, il clima di fiducia nel settore delle costruzioni si è ulteriormente deteriorato nel terzo trimestre. Gli indicatori ricavati dalle indagini, quali il PMI per il prodotto nel settore dell'edilizia residenziale e l'indicatore della Commissione europea relativo alle recenti tendenze dell'attività nei settori delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione, sono diminuiti negli ultimi mesi, indicando un rallentamento dell'attività nel mercato degli immobili residenziali (cfr. il pannello b) del grafico 7). Tali indicatori dell'attività sono stati influenzati anche dalle avverse condizioni meteorologiche durante i mesi estivi, in particolare dalle ondate di calore che hanno temporaneamente gravato sugli investimenti in edilizia residenziale, e potrebbero quindi segnare una parziale ripresa nel prosieguo del 2026[4]. La quota di imprese che hanno segnalato una domanda insufficiente nell'indagine della Commissione europea è aumentata a settembre; situazione confermata dalle società interpellate, secondo cui la domanda è stata frenata in misura crescente dall'aumento dei tassi di interesse. Nonostante l'inasprimento delle condizioni di finanziamento, la crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) si è mantenuta al 3,1 per cento ad agosto, in rialzo rispetto al 2,5 di agosto 2025. Analogamente, il numero di concessioni edilizie per immobili residenziali ha continuato ad aumentare, segnalando una robusta domanda sottostante, sebbene sia stato anche dovuto ad alcune richieste anticipate in risposta a una modifica legislativa nei Paesi Bassi. Inoltre, l'attuale prodotto delle costruzioni e delle attività specializzate nel settore delle costruzioni a luglio e agosto si è collocato su un livello superiore dello 0,1 per cento rispetto a quello del secondo trimestre, segnalando una lieve ripresa degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale. Nel complesso, tali indicatori suggeriscono che gli investimenti in questo settore potrebbero stabilizzarsi gradualmente nei prossimi trimestri con il venir meno di fattori specifici legati ai diversi paesi e alle condizioni meteorologiche, sebbene l'inasprimento delle condizioni di finanziamento continui a gravare sulle prospettive.

Le esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro hanno continuato a crescere ad agosto, mentre le pressioni sui prezzi all'importazione sono rimaste elevate. Nei tre mesi fino ad agosto, il volume delle esportazioni è aumentato dell'1,0 per cento rispetto al precedente trimestre, mentre quello delle importazioni è diminuito dello 0,9 per cento. Tuttavia, lo slancio si è attenuato, i volumi complessivi delle esportazioni sono ancora inferiori rispetto ai livelli del 2021 e la crescita è disomogenea tra le varie categorie di prodotti e i vari paesi. Le esportazioni di beni legati all'IA sono cresciute del 14 per cento nei primi sei mesi dell'anno, sebbene l'incremento sia stato notevolmente inferiore rispetto al resto del mondo. A livello di prodotto, i guadagni si sono concentrati nei macchinari e nei mezzi di trasporto, che comprendono i beni legati all'IA, e nei prodotti chimici. A livello nazionale, essi sono stati determinati principalmente dai Paesi Bassi,

[4] Cfr. il riquadro 2 *Estati estreme: implicazioni per il prodotto nel settore delle costruzioni nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

con altri contributi positivi da Irlanda e Germania. Tali guadagni riflettono l'andamento della domanda mondiale legata all'IA, che va a vantaggio di ciascun paese in base alle sue diverse specializzazioni. In prospettiva, gli indicatori di breve periodo segnalano una dinamica più vigorosa nella manifattura, ma prospettive più deboli per i servizi. Il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è aumentato ulteriormente a settembre e ottobre, mentre gli ordinativi dall'estero nel settore dei servizi hanno continuato a evidenziare una contrazione. Gli indici PMI settoriali mostrano un forte aumento dei tempi di consegna dei fornitori nel settore tecnologico, indicando rischi al ribasso connessi alla portata e alla durata del sostegno dell'IA alle esportazioni dell'area dell'euro.

Le prospettive di crescita nell'area dell'euro restano fortemente incerte; in particolare a causa della situazione geopolitica, del protrarsi dello shock energetico e della volatilità nei mercati obbligazionari mondiali. Le rinnovate interruzioni delle forniture di energia potrebbero comportare un ulteriore aumento dei prezzi energetici che si protrarrebbe più a lungo, gravando sui redditi reali, sulla spesa e sugli investimenti. L'acuirsi delle tensioni commerciali tra le maggiori economie potrebbe inoltre causare ulteriori interruzioni alle catene di approvvigionamento, ridurre le esportazioni e indebolire consumi e investimenti. Per contro, la crescita potrebbe risultare superiore se l'economia e i mercati dell'energia si adattassero più rapidamente di quanto atteso alle interruzioni causate dai conflitti in corso o se questi si risolvessero in modo duraturo. Inoltre, l'adozione di nuove tecnologie da parte delle imprese dell'area dell'euro, la spesa per la difesa e le infrastrutture, nonché le riforme volte ad accrescere la produttività e a completare il mercato unico dell'UE, potrebbero sospingere la crescita oltre le aspettative.

3 Prezzi e costi

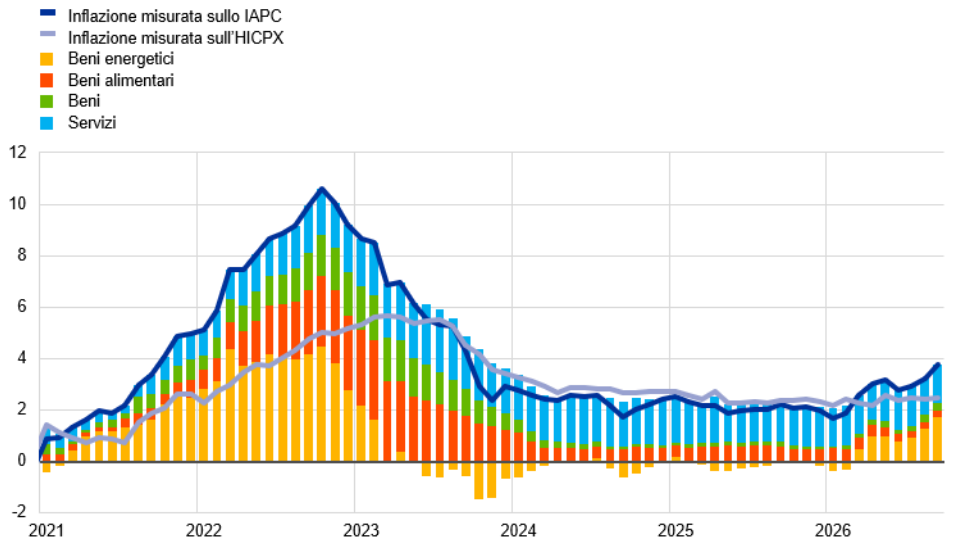
A settembre 2026 nell'area dell'euro l'inflazione complessiva sui dodici mesi è salita al 3,8 per cento, dal 3,2 in agosto, principalmente a causa della più elevata inflazione dei beni energetici. I prezzi di tali beni hanno continuato ad aumentare, comportando rischi al rialzo per le prospettive di inflazione. Il protrarsi di prezzi elevati dell'energia rende più probabile un aumento generalizzato dell'inflazione attraverso effetti indiretti e di secondo impatto. Sebbene il processo di completa trasmissione dello shock energetico sia ancora in corso, l'inflazione di fondo è rimasta finora sostanzialmente stabile e le dinamiche salariali non evidenziano, allo stato attuale, una reazione apprezzabile. Nel secondo trimestre del 2026 il tasso di crescita su base annua del costo del lavoro per dipendente è sceso al 3,3 per cento, dal 3,6 nel trimestre precedente. L'espansione delle retribuzioni contrattuali e gli indicatori prospettici, quali l'indice salariale della BCE e i risultati delle indagini sulle aspettative relative ai salari, segnalano un'accelerazione della dinamica retributiva nei prossimi trimestri e un suo successivo rallentamento verso la fine del 2027. Per gli orizzonti più brevi le aspettative di inflazione permangono su livelli elevati, mentre la maggior parte delle misure di quelle a più lungo termine si colloca intorno al 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione in prossimità dell'obiettivo nel medio periodo.

A settembre 2026 nell'area dell'euro l'inflazione complessiva sui dodici mesi, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è salita al 3,8 per cento, dal 3,2 in agosto (cfr. il grafico 8). Tale aumento è stato principalmente determinato da un sensibile rialzo dell'inflazione dei beni energetici, cui si sono associati incrementi più contenuti sia dell'inflazione dei beni alimentari sia dello IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare (HICPX). Nel terzo trimestre del 2026 l'inflazione complessiva dell'area dell'euro si è collocata al 3,3 per cento, in linea con le proiezioni macroeconomiche per l'area formulate lo scorso settembre dagli esperti della BCE.

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 settembre 2026.

A settembre 2026 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è balzato al 18,9 per cento, dal 14,3 in agosto, nel contesto di un nuovo aumento di intensità del conflitto in Medio Oriente. Il brusco aumento dell'inflazione energetica è stato principalmente indotto da un incremento del 33,8 per cento sui dodici mesi dei prezzi dei carburanti per il trasporto, riconducibile ai rincari di benzina e diesel dovuti alle più elevate quotazioni del greggio e agli ampi margini di raffinazione. Anche i prezzi dell'elettricità e del gas hanno registrato un lieve rialzo, contribuendo all'aumento dell'inflazione dei beni energetici, dato il proseguire della trasmissione dei prezzi all'ingrosso ai prezzi al consumo.

L'inflazione dei beni alimentari è salita all'1,3 per cento a settembre, dall'1,1 in agosto. Tale aumento è stato determinato da un brusco incremento dell'inflazione dei beni alimentari non trasformati, che ha raggiunto il 4,0 per cento a settembre dal 2,7 in agosto. Questo rialzo, tuttavia, è stato in parte compensato da un lieve calo dell'inflazione dei beni alimentari trasformati, scesa nello stesso periodo dallo 0,5 allo 0,4 per cento. Tale rallentamento riflette molto probabilmente gli effetti ritardati delle precedenti flessioni dei prezzi delle materie prime e pressioni inflazionistiche contenute nella filiera commerciale, dal momento che l'attuale shock ai prezzi dell'energia potrebbe essere ancora in fase di trasmissione ai prezzi negli stadi successivi della catena produttiva. Il marcato incremento dell'inflazione dei beni alimentari non trasformati è stato principalmente trainato dai prezzi degli ortaggi sensibili alle condizioni meteorologiche, che hanno risentito delle ondate di calore registrate durante l'estate. Tali eventi meteorologici (ondate di calore, siccità ed evoluzione delle condizioni associate a "El Niño"), insieme agli effetti indiretti dello

shock energetico, potrebbero comportare rischi al rialzo per le prospettive di inflazione dei beni alimentari[5].

L'inflazione misurata sull'HICPX è salita al 2,5 per cento a settembre, dal 2,4 di agosto. Tale andamento ha riflesso l'incremento dell'inflazione dei servizi, passata al 3,2 per cento a settembre dal 3,0 in agosto, che ha più che compensato il lieve rallentamento dell'inflazione dei beni industriali non energetici (NEIG), scesa all'1,1 per cento dall'1,2 nello stesso periodo. L'aumento dell'inflazione dei servizi ha riflesso principalmente una più sostenuta crescita dei prezzi di quelli ricreativi, in particolare dei servizi di alloggio e dei pacchetti vacanze, ed è stato in parte compensato da una dinamica più moderata dei servizi di comunicazione e abitativi, unita alla stabilità dell'inflazione dei servizi di trasporto. Il rallentamento dell'inflazione dei beni industriali non energetici osservato a settembre è riconducibile a un calo dell'inflazione dei beni semidurevoli e, in misura minore, dei beni non durevoli, mentre l'inflazione dei beni durevoli è rimasta invariata.

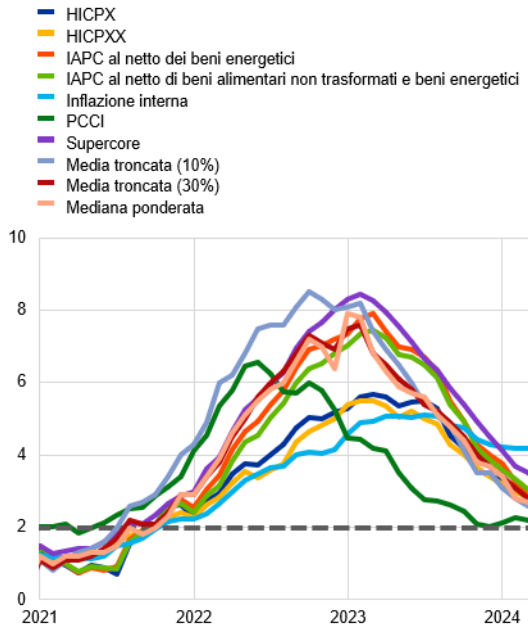
A settembre gli andamenti segnati dalle misure dell'inflazione di fondo si sono confermati in qualche misura eterogenei (cfr. il grafico 9). La maggior parte delle misure dell'inflazione basate sull'esclusione di alcune componenti ha registrato lievi rialzi, compresi tra 0,1 e 0,3 punti percentuali, ad eccezione della mediana ponderata, che non ha subito variazioni, e dell'HICPX al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX), sceso al 2,5 per cento dal 2,6 di agosto. Per quanto riguarda le misure basate su modelli, a settembre la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) è salita al 2,4 per cento, dal 2,3 in agosto, mentre nello stesso periodo l'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è sceso dal 2,7 al 2,5 per cento. Anche l'inflazione interna, che include voci a basso contenuto di importazioni, è diminuita a settembre, portandosi al 3,2 per cento dal 3,3 in agosto. Nel complesso, l'intervallo dei valori delle misure dell'inflazione di fondo si è lievemente ridotto, passando al 2,2-2,7 per cento a settembre dal 2,1-2,7 per cento nel mese precedente, e non segnala un aumento delle pressioni di fondo sui prezzi.

[5] Per ulteriori dettagli, cfr. "Has food inflation lost its bite?", *Il Blog della BCE*, BCE, 20 ottobre 2026.

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 settembre 2026.

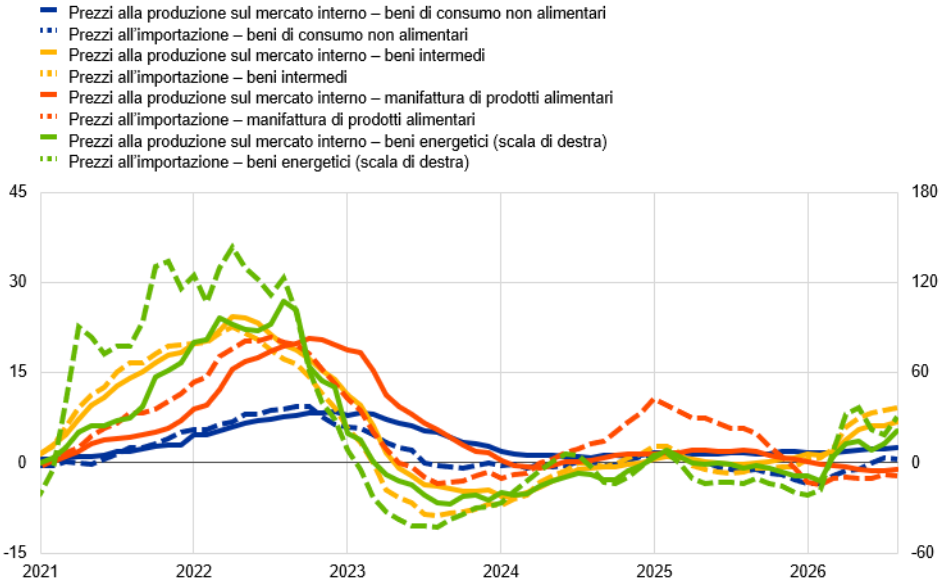
Le pressioni inflazionistiche negli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi sono aumentate ulteriormente, evidenziando invece segnali contrastanti negli stadi successivi (cfr. il grafico 10). Agli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni energetici è balzata al 21,0 per cento ad agosto, dal 13,0 in luglio. Nello stesso periodo, l'inflazione all'importazione dei medesimi beni è aumentata bruscamente, passando dal 18,5 al 30,9 per cento. Entrambe le misure avevano registrato una moderazione nei primi mesi dell'estate, ma ad agosto si collocavano su tali livelli elevati a causa di un nuovo aumento di intensità del conflitto in Medio Oriente. Riguardo ai beni intermedi, ad agosto sono aumentate sia l'inflazione alla produzione sul mercato interno sia quella all'importazione, passate, rispettivamente, al 6,8 e al 9,1 per cento dal 6,3 e dall'8,8 per cento in luglio. Nello stesso mese, agli 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 di 0,2 punti percentuali, collocandosi al 2,5 per cento, mentre quella all'importazione si è mantenuta allo 0,7 per cento. Per i beni alimentari processati, ad agosto il tasso di crescita sui dodici mesi sia dei prezzi alla produzione sul mercato interno sia dei prezzi all'importazione è rimasto in territorio negativo: i primi si sono mantenuti stabili al -1,2 per cento, mentre i secondi si sono collocati al -2,1 per cento, 0,1 punti percentuali al di sotto del livello segnato a luglio. Dato il protrarsi del conflitto in Medio Oriente, l'andamento dei prezzi alla produzione e all'importazione continua a essere caratterizzato da un elevato grado di incertezza, non solo a causa della trasmissione ritardata ai prezzi dei beni sensibili ai costi

dell'energia, ma anche perché un prolungato shock energetico potrebbe spingere ulteriormente al rialzo i costi di produzione nei paesi esteri e, di conseguenza, i prezzi all'importazione nell'area dell'euro.

Grafico 10

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2026.

Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate dalla crescita del deflatore del PIL, sono rimaste invariate al 2,4 per cento nel secondo trimestre del 2026 (cfr. il grafico 11). Tale andamento è stato determinato dal minore contributo offerto dal costo del lavoro per unità di prodotto, in parte controbilanciato dal maggiore contributo degli utili unitari, mentre il contributo delle imposte per unità di prodotto è lievemente diminuito. Tra il primo e il secondo trimestre del 2026, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si è notevolmente ridotta, passando dal 3,6 al 2,6 per cento. Il calo ha riflesso un incremento della crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro (salita dallo 0,1 allo 0,7 per cento), unitamente a una flessione del tasso di crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per dipendente (sceso dal 3,6 al 3,3 per cento). La riduzione di quest'ultimo ha riflesso un rallentamento delle retribuzioni contrattuali, la cui crescita è passata dal 2,6 al 2,4 per cento, e una contrazione del contributo apportato dalla componente eccedente i minimi contrattuali, diminuita da 1,0 a 0,9 punti percentuali. In prospettiva, l'indice salariale della BCE, aggiornato con i dati sugli accordi negoziati fino alla metà di ottobre 2026, suggerisce che le pressioni sulle retribuzioni contrattuali raggiungeranno il 2,8 per cento nella prima metà del 2027, scendendo successivamente al 2,4 nel terzo trimestre dello stesso anno[6]. Inoltre, i partecipanti all'indagine telefonica condotta dalla BCE presso le imprese si attendono un lieve

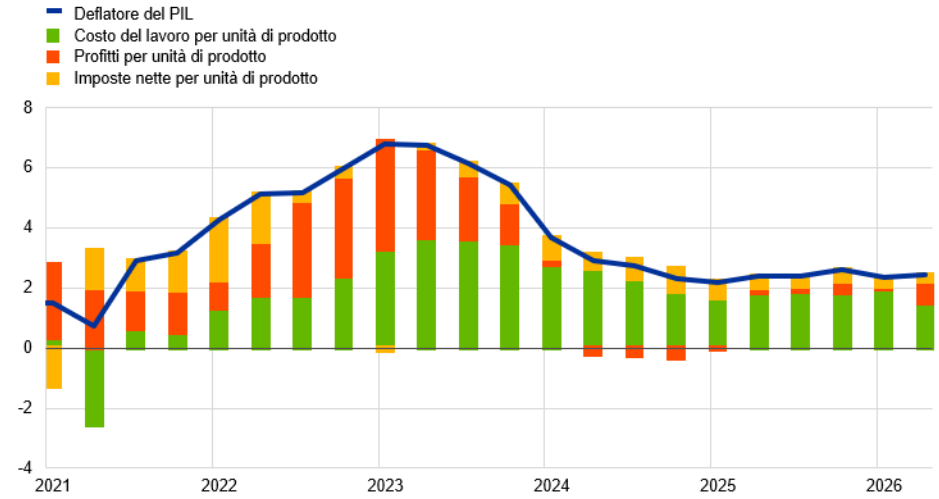
[6] Per ulteriori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BCE *ECB wage tracker suggests slightly higher wage growth in first three quarters of 2027 compared with the full year of 2026* del 4 novembre 2026.

rallentamento della crescita salariale, che scenderebbe dal 3,0 per cento nel 2026 al 2,9 nel 2027 (cfr. il riquadro 4).

Grafico 11

Scomposizione del deflatore del PIL

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



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

Le indagini condotte presso i previsori professionali, gli analisti monetari e i consumatori mostrano un temporaneo aumento delle aspettative di inflazione a breve termine e nessuna variazione di quelle a più lungo termine.

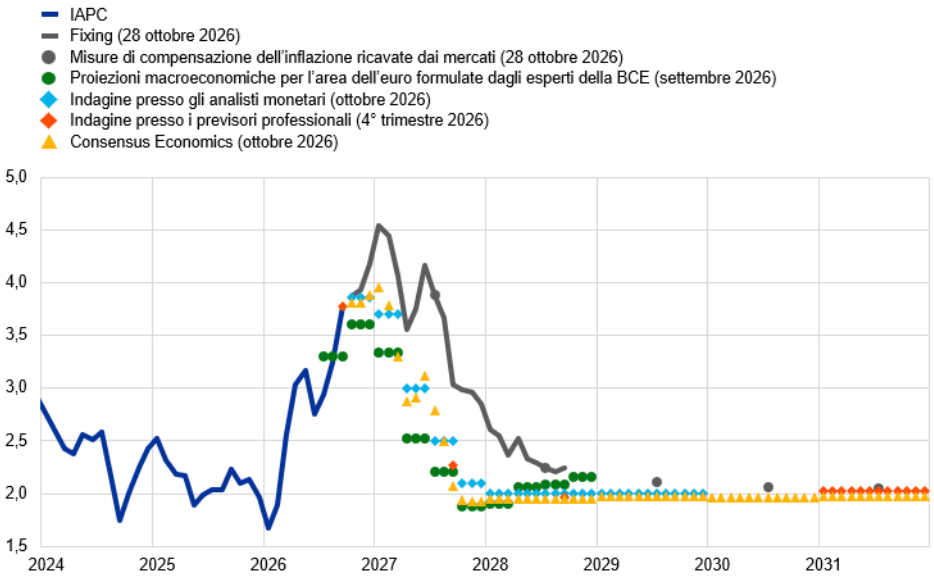
Le aspettative di inflazione a breve termine per l'anno corrente sono aumentate sia nell'edizione di ottobre dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) sia nell'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativa al quarto trimestre del 2026, collocandosi, rispettivamente, al 3,1 e al 3,0 per cento, in rialzo dal 2,9 e dal 2,7 per cento. Entrambe le indagini segnalano un calo dell'inflazione nel 2027, che si porterebbe al 2,8 per cento secondo l'indagine SMA e al 2,6 secondo l'indagine SPF (cfr. il pannello a) del grafico 12). Riguardo alle percezioni e alle aspettative di inflazione a breve termine dei consumatori, nell'indagine di settembre 2026 sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE, il tasso mediano di inflazione percepita nei dodici mesi precedenti è aumentato lievemente al 3,6 per cento, dal 3,5 in agosto (cfr. il pannello b) del grafico 12). Nello stesso periodo anche le aspettative mediane di inflazione nei dodici mesi successivi hanno registrato un lieve incremento, passando dal 3,0 al 3,1 per cento, mentre quelle a tre e cinque anni sono rimaste invariate, rispettivamente, al 2,9 e al 2,5 per cento. I tassi mediani delle aspettative di inflazione a più lungo termine rilevati dalle indagini SMA e SPF si sono mantenuti altresì stabili al 2 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 12).

Grafico 12

Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

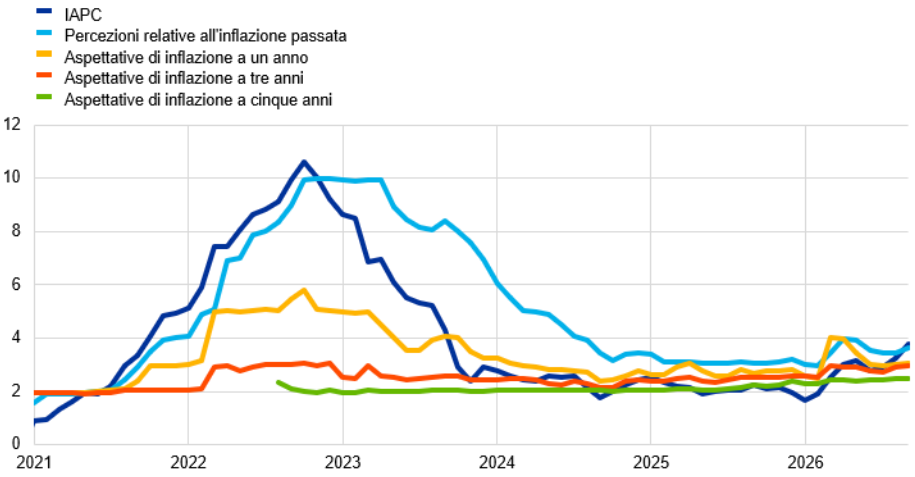
a) Inflazione complessiva, misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, proiezioni di inflazione e misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini

(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 della BCE, settembre 2026* ed elaborazione 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 28 ottobre 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 ottobre 2026 è stata condotta tra il 12 e il 14 ottobre 2026. L'indagine presso i previsori professionali (SPF) relativa al quarto trimestre del 2026 si è svolta tra il 2 e il 7 ottobre 2026. Le previsioni di Consensus Economics sono aggiornate al 12 ottobre 2026. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2026 dagli esperti della BCE sono state ultimate il 28 agosto 2026 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 19 agosto 2026. Nel pannello b) le linee relative all'indagine sulle aspettative dei consumatori (CES) indicano i tassi mediani. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2026.

Nel periodo in esame, compreso tra il 10 settembre e il 28 ottobre 2026, le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati sono aumentate, mentre le aspettative a più lungo termine ricavate dai mercati

sono rimaste ben ancorate (cfr. il pannello a) del grafico 12). Le prospettive di inflazione incorporate nei prezzi di mercato hanno subito un incremento sul breve termine, riflettendo i rincari dei beni energetici. Gli inflation fixing, ossia i contratti swap legati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei tabacchi, sono saliti sugli orizzonti temporali brevi, raggiungendo un massimo del 4,5 per cento a gennaio 2027, valore superiore di circa 31 punti base rispetto all'inizio del periodo in esame. Sugli orizzonti temporali più lunghi, essi indicano che secondo le aspettative degli investitori l'inflazione si manterrebbe su livelli elevati nella prima metà del 2027, per poi ridursi bruscamente nella seconda parte dell'anno, fino a raggiungere, entro il 2028, livelli prossimi all'obiettivo di inflazione del 2 per cento perseguito dal Consiglio direttivo. Oltre il breve termine, il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte di un anno si è ridotto di 10 punti base, collocandosi intorno al 2,2 per cento alla fine del periodo in esame. Se corretta per i premi per il rischio di inflazione, tuttavia, la stessa misura è diminuita di 1 punto base, attestandosi al 2,1 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.

4 Andamenti del mercato finanziario

Nel periodo in esame, compreso tra il 10 settembre e il 28 ottobre 2026, i mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati influenzati principalmente dagli andamenti del conflitto in Medio Oriente e da una rimodulazione dei prezzi nei mercati dei titoli di Stato. L'aumento dei tassi annunciato dal Consiglio direttivo il 10 settembre era ampiamente previsto e interamente trasmesso ai mercati monetari. Al termine del periodo in esame la curva a termine del tasso di riferimento euro short-term rate (€STR) incorporava implicitamente circa 43 punti base di aumenti cumulati dei tassi di riferimento entro la fine del primo trimestre del 2027, in diminuzione rispetto al livello incorporato all'inizio del periodo. I tassi privi di rischio sia a breve sia a lungo termine sono leggermente diminuiti nell'area dell'euro nel periodo di riferimento. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono aumentati, rispecchiando i più ampi differenziali tra tali titoli e i tassi privi di rischio. Nel periodo in esame gli indici generali dei mercati azionari dell'area dell'euro sono diminuiti, per effetto di una moderazione generalizzata della propensione al rischio. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie si sono ampliati sia nel segmento di qualità elevata (investment grade) sia in quello ad alto rendimento (high yield). Sui mercati dei cambi, l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (-4,2 per cento) e su base ponderata per l'interscambio (-2,5 per cento).

Nel periodo di riferimento i tassi privi di rischio a breve e a lungo termine nell'area dell'euro sono diminuiti. 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 del 10 settembre 2026, al termine del periodo in esame il tasso di riferimento €STR si è collocato al 2,44 per cento. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 22 miliardi di euro, portandosi a 2.095 miliardi, riflettendo principalmente la costante riduzione dei portafogli di titoli dell'Eurosistema detenuti per finalità di politica monetaria. Nel periodo in esame i tassi a termine sulle scadenze di breve periodo sono diminuiti: la curva a termine dell'€STR al 28 ottobre 2026 incorporava aumenti dei tassi di riferimento cumulati pari a circa 43 punti base entro la fine del primo trimestre del 2027, in diminuzione rispetto ai 71 punti base incorporati il 10 settembre. Con riferimento al periodo successivo alla metà del 2028, la curva è rimasta sostanzialmente stabile fino alla scadenza quinquennale, mentre è scesa sugli orizzonti più lunghi. Il calo della curva a termine, che ha in parte compensato i precedenti rialzi avvenuti in corrispondenza della riunione del Consiglio direttivo di settembre, ha rispecchiato la comunicazione della banca centrale nel periodo intercorrente tra le riunioni di politica monetaria, nonché le variazioni delle prospettive economiche e della propensione al rischio, in un contesto di ampliamento dei differenziali dei titoli di Stato e delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro.

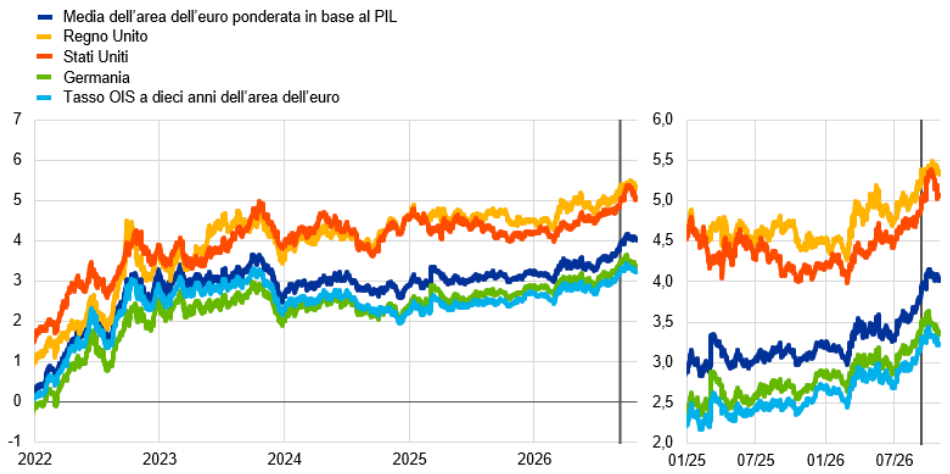
Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati, rimanendo prossimi ai massimi pluriennali (cfr. il grafico 13). Al termine del periodo in esame il tasso nominale degli overnight index swap (OIS) a dieci anni era diminuito, dal 3,4 al 3,2 per cento, mentre il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è aumentato di 8 punti base, collocandosi intorno al 4,0 per cento al termine del periodo. L'aumento

ha rispecchiato un ampliamento dei differenziali dei titoli di Stato di 17 punti base, in quanto la costante tendenza al rialzo dei rendimenti a lungo termine a livello mondiale dal 2024 ha accentuato i timori per i conti pubblici, spingendo gli investitori a richiedere una maggiore remunerazione per detenere titoli di Stato. La dispersione fra paesi dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto ai tassi privi di rischio è rimasta contenuta in confronto ai livelli storici, ad eccezione del differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato francesi a dieci anni e il tasso OIS, che si è ampliato di 59 punti base. Il rendimento dei titoli del Tesoro statunitensi a dieci anni è aumentato di circa 4 punti base, portandosi al 5,1 per cento, mentre quello dei titoli di Stato decennali del Regno Unito (gilt) è cresciuto di circa 5 punti base, collocandosi al 5,3 per cento. L'aumento dei rendimenti a lungo termine nel periodo in esame ha prolungato una tendenza al rialzo, osservata dalla fine del 2024 e che ha interessato le principali aree valutarie.

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 (10 settembre 2026). Le ultime osservazioni si riferiscono al 28 ottobre 2026.

Nel periodo in esame gli indici generali dei mercati azionari dell'area dell'euro sono leggermente diminuiti, per effetto di una diffusa moderazione della propensione al rischio. Nel complesso, i mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato una flessione dell'1,5 per cento nel periodo di riferimento, a causa di un calo delle quotazioni delle azioni bancarie, pari al 7,4 per cento. Il sottoindice relativo alle società non finanziarie è aumentato dello 0,7 per cento. Le differenze tra gli indici nazionali sono state generalmente contenute, a significare una moderazione generalizzata della propensione al rischio. Negli Stati Uniti l'indice generale del mercato azionario è aumentato del 2,0 per cento. Le società non finanziarie statunitensi hanno registrato un aumento del 2,5 per cento, che riflette principalmente l'andamento delle azioni legate all'intelligenza artificiale (IA), mentre le quotazioni azionarie delle banche statunitensi sono diminuite dell'1,2 per cento.

Nel periodo in esame i differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ampliati sia nel segmento investment grade sia in quello

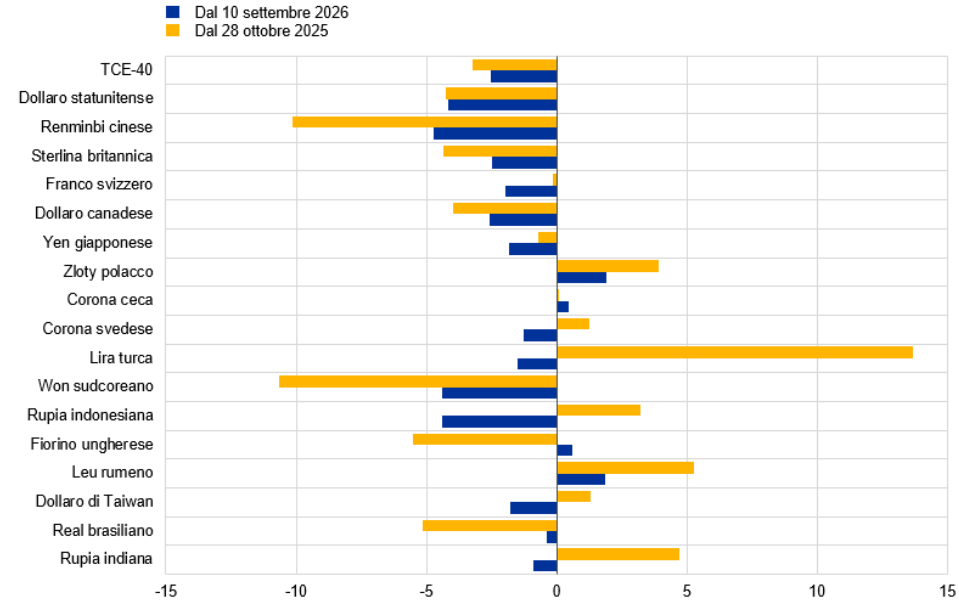
high yield. Tale aumento è stato più marcato in quest'ultimo, nel quale i differenziali sono aumentati di circa 69 punti base, mentre il relativo ampliamento per il segmento investment grade è stato pari a circa 26 punti base per le società finanziarie e a 20 punti base per quelle non finanziarie. I livelli dei differenziali sono rimasti tuttavia contenuti in una prospettiva storica.

Sui mercati dei cambi l'euro si è deprezzato sia nei confronti del dollaro statunitense sia su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 14). Tale deprezzamento ha rispecchiato principalmente le variazioni delle aspettative di mercato riguardo a un ulteriore inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti, nonché le crescenti preoccupazioni per la finanza pubblica e l'incertezza politica legata al risanamento dei conti pubblici in diversi paesi dell'area dell'euro. A tali timori si sono aggiunti un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato e un ampliamento dei differenziali rispetto ai tassi privi di rischio. Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 40 più importanti partner commerciali dell'area, è sceso del 2,5 per cento. Tale flessione è stata generalizzata in quanto l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (-4,2 per cento), delle divise dei mercati emergenti, compreso il renminbi cinese (-4,7 per cento), e di altre importanti valute, come la sterlina britannica (-2,5 per cento) e il franco svizzero (-2,0 per cento). Lo shock energetico derivante dal conflitto prolungato in Medio Oriente ha continuato a gravare sull'euro.

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 in vigore il 28 ottobre 2026.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

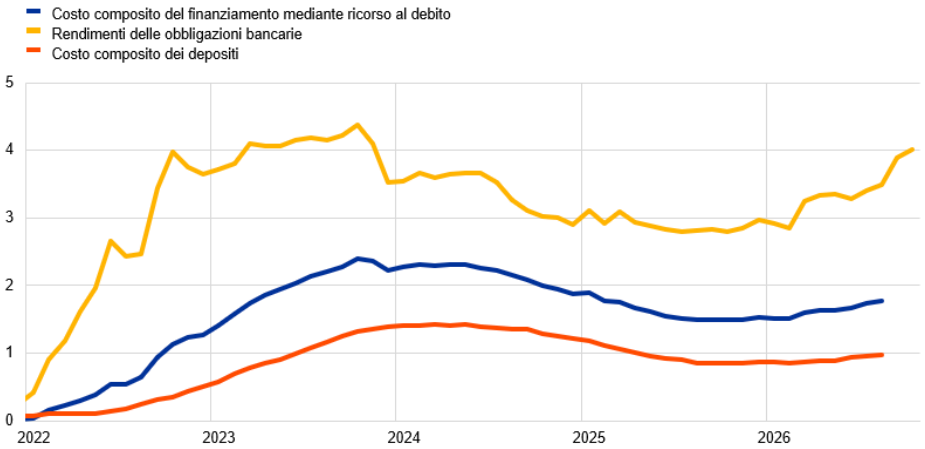
Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del 10 settembre 2026 le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie si sono inasprite. Ad agosto i tassi sui prestiti bancari sono saliti al 3,6 per cento per le famiglie, pur rimanendo sostanzialmente invariati per le imprese al 3,8 per cento. Nel periodo in esame, compreso tra il 10 settembre e il 28 ottobre 2026, è aumentato il costo del finanziamento mediante capitale di rischio e quello del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato ha registrato una crescita lieve, di riflesso, rispettivamente, all'incremento del premio per il rischio azionario e a un aumento dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie. Ad agosto e settembre la crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese è scesa al 4,2 per cento, dal 4,4 di luglio, e quella dei prestiti alle famiglie è rimasta invariata al 3,1 per cento.
La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) si è mantenuta stabile, al 3,5 per cento. Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2026, le banche hanno segnalato un calo della domanda di nuovi prestiti da parte delle imprese e un ulteriore inasprimento dei criteri di concessione del credito nel terzo trimestre dell'anno. La domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è diminuita notevolmente e la domanda di credito al consumo ha subito un lieve calo, mentre i criteri per la concessione del credito alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati e quelli per il credito al consumo si sono inaspriti.
Nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on Access to Finance of Enterprises, SAFE) per il terzo trimestre del 2026, le imprese hanno segnalato un aumento dei tassi di interesse bancari, nonché il protrarsi dell'inasprimento delle altre condizioni di prestito.

I costi della provvista bancaria sono aumentati ad agosto, proseguendo la loro graduale tendenza al rialzo a partire da marzo (cfr. il grafico 15). Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro è aumentato all'1,8 per cento ad agosto, dall'1,7 di luglio e rispetto all'1,5 di marzo. Tale andamento è stato determinato principalmente dal perdurante aumento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie, che ha riflesso diffuse pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari mondiali, nonché dall'ampliamento dei differenziali dei credit default swap per le banche dell'area dell'euro, in un contesto di timori per i conti pubblici di diversi paesi dell'area che hanno innescato una rivalutazione del rischio sovrano (cfr. la sezione 4 *Andamenti del mercato finanziario*). I tassi interbancari sono aumentati a seguito della decisione del Consiglio direttivo di innalzare i tre tassi di interesse di riferimento della BCE a giugno e a settembre. Ad agosto il tasso composito sui depositi, che misura il costo marginale della provvista bancaria tramite depositi, è rimasto stabile all'1,0 per cento, sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente. I tassi di interesse sui depositi a termine e sui conti di risparmio sono aumentati, riflettendo la trasmissione da parte delle banche del precedente aumento dei tassi di riferimento, mentre i tassi sui depositi a vista di imprese e famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati.

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 ad agosto 2026 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito e per il costo composito dei depositi, e al 28 ottobre 2026 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

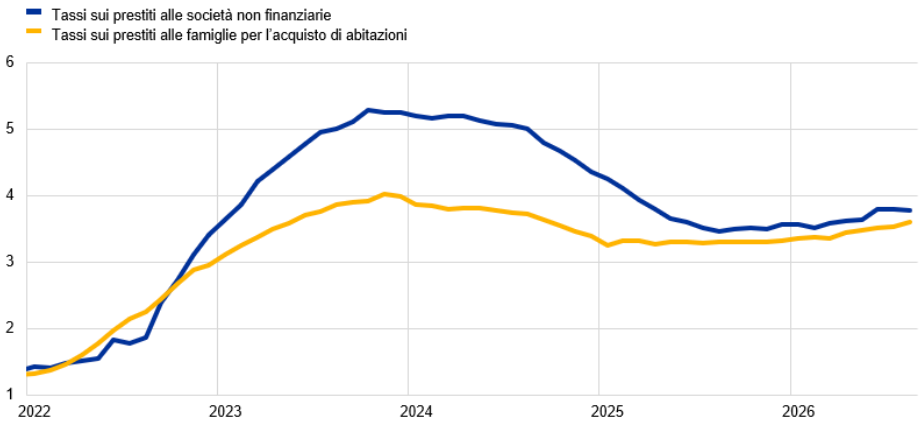
I tassi sul credito bancario alle famiglie sono ulteriormente aumentati, mentre quelli alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. il grafico 16).

Il costo dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato lievemente dal 3,5 per cento di luglio al 3,6 di agosto, riflettendo la trasmissione in atto da tassi di mercato più elevati. L'aumento dei tassi privi di rischio e dei rendimenti delle obbligazioni sovrane ha esercitato pressioni al rialzo sui tassi sui mutui ipotecari e sui prestiti alle imprese a più lungo termine. L'aumento dei tassi sui mutui ipotecari ha interessato in maniera generalizzata tutti i periodi di determinazione iniziale del tasso, ma soprattutto i mutui con periodi di determinazione iniziale brevi (fino a un anno). Ad agosto il costo dei prestiti bancari alle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato al 3,8 per cento, celando andamenti contrastanti tra i vari segmenti di prestito. I tassi sui prestiti di modesta entità hanno continuato ad aumentare, mentre quelli sui prestiti di grande entità (superiori al milione di euro) sono diminuiti. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese si è ampliato a 68 punti base.

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 ad agosto 2026.

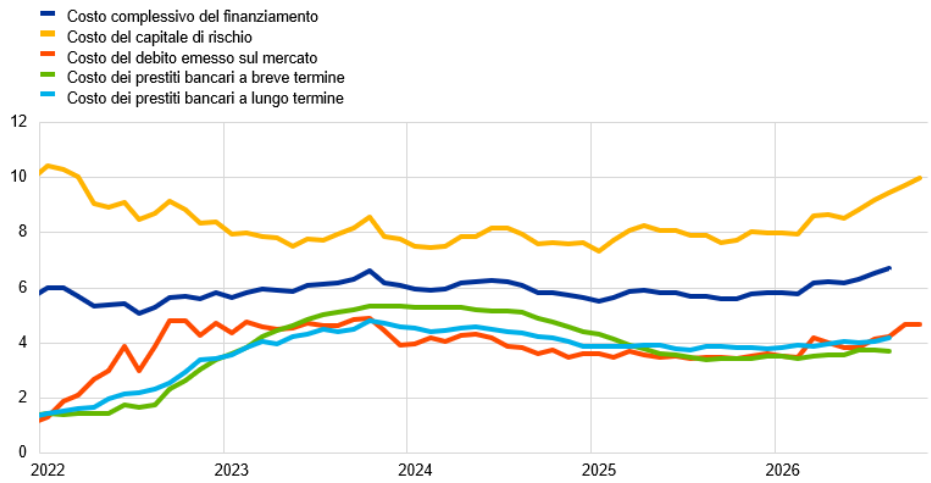
Nel periodo in esame, compreso tra il 10 settembre e il 28 ottobre 2026, il costo del finanziamento mediante capitale di rischio è cresciuto ulteriormente e il costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato ha subito solo un lieve aumento. Ad agosto il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie, ovvero il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, è aumentato per il terzo mese consecutivo, portandosi al 6,7 per cento (cfr. il grafico 17)[7]. La principale determinante di tale aumento è stata il costo del capitale di rischio, mentre il costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato e quello dei prestiti bancari sono rimasti sostanzialmente invariati. Anche i dati giornalieri relativi al periodo in esame mostrano un ulteriore innalzamento del costo del finanziamento mediante capitale di rischio dovuto a un premio per il rischio azionario più elevato. Il costo del debito emesso sul mercato ha registrato un lieve aumento dovuto al rialzo dei differenziali delle obbligazioni societarie, soprattutto nel segmento ad alto rendimento (cfr. la sezione 4 *Andamenti del mercato finanziario*).

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

Grafico 17

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



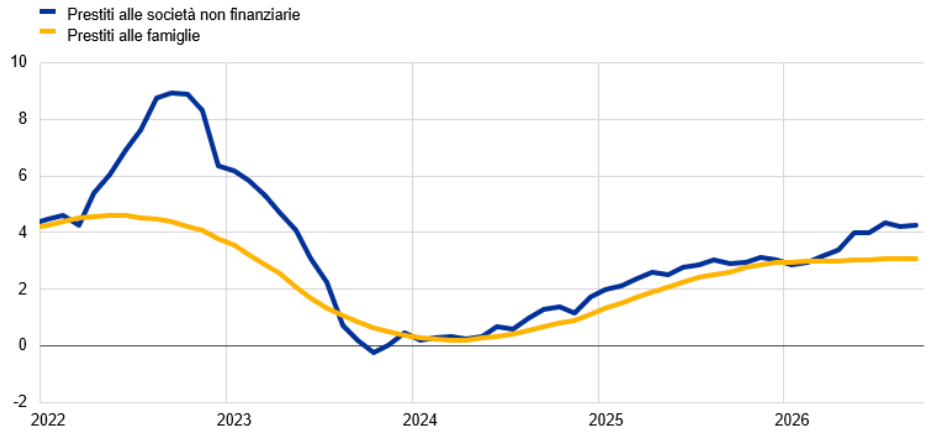
Fonti: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., LSEG ed elaborazioni della BCE.
Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie si basa su dati mensili ed è calcolato come media dei costi dei prestiti bancari a breve e a lungo termine (dati medi mensili) 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 28 ottobre 2026 per il costo del debito emesso sul mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri) e ad agosto 2026 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari a breve e a lungo termine (dati mensili).

Tra agosto e settembre la crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie è rimasta invariata (cfr. il grafico 18). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle società non finanziarie si è mantenuto al 4,2 per cento ad agosto e settembre, al di sotto del 4,4 per cento registrato a luglio e prossimo alla sua media storica del 4,3 per cento calcolata dall'inizio del 1999. Il tasso di crescita annuale del finanziamento esterno mediante ricorso al debito da parte delle imprese è aumentato al 4,2 per cento, dal 4,1 di agosto e luglio, riflettendo un incremento delle emissioni nette di obbligazioni societarie. I prestiti a breve termine sono notevolmente aumentati, proseguendo la tendenza al rialzo iniziata a febbraio 2026, probabilmente per effetto del maggiore fabbisogno di capitale circolante a fronte dello shock energetico. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato al 3,1 per cento, collocandosi al di sotto della sua media storica del 4,1 per cento calcolata dall'inizio del 1999. La lieve riduzione dei tassi di crescita dei mutui ipotecari e del credito al consumo è stata compensata da un marcato aumento della crescita delle altre forme di prestito alle famiglie, compresi i prestiti alle imprese individuali.

Grafico 18

Prestiti delle IFM nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



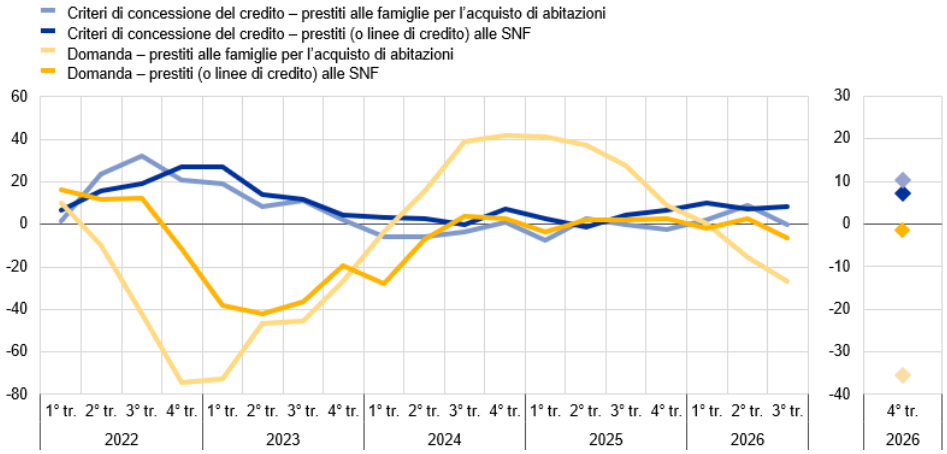
Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.
Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono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

Nel terzo trimestre del 2026 l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, condotta tra il 21 settembre e il 6 ottobre 2026, segnala un ulteriore inasprimento dei criteri per la concessione del credito alle imprese e criteri sostanzialmente invariati per i mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. il grafico 19). L'irrigidimento dei criteri di concessione del credito per prestiti o linee di credito a favore delle imprese dell'area dell'euro è stato superiore alle aspettative formulate dalle banche nella precedente rilevazione. La maggiore percezione dei rischi per le prospettive economiche e la minore tolleranza al rischio da parte degli intermediari sono rimasti i principali fattori che hanno contribuito a tale irrigidimento. Alcune banche hanno segnalato pressioni in senso restrittivo derivanti dall'incertezza geopolitica e dagli andamenti nei mercati dell'energia. Le banche hanno segnalato criteri di concessione del credito sostanzialmente invariati per i mutui ipotecari e un ulteriore inasprimento netto per il credito al consumo, a cui hanno contribuito, quali principali determinanti, una minore tolleranza al rischio e una maggiore percezione dello stesso. Per il quarto trimestre del 2026 gli intermediari dell'area dell'euro prevedono un ulteriore irrigidimento dei criteri di concessione del credito alle imprese e un inasprimento significativo per i prestiti per l'acquisto di abitazioni e 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 terzo trimestre del 2026.

Nel terzo trimestre del 2026 le banche hanno segnalato un calo della domanda di prestiti da parte delle imprese, una forte diminuzione della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni e una lieve flessione di quella di credito al consumo[8]**.** La minore domanda di prestiti da parte delle imprese è stata inattesa, dal momento che le banche avevano previsto un aumento nella precedente edizione dell'indagine. La domanda di prestiti è stata frenata principalmente dall'incremento dei tassi di interesse. Tra gli altri fattori che hanno contribuito al calo figurano la minore domanda di investimenti fissi da parte delle piccole e medie imprese (PMI) e la sostituzione con fonti di finanziamento alternative. La domanda di liquidità per scorte e capitale circolante, e in misura minore quella relativa al rifinanziamento e alla ristrutturazione del debito, hanno continuato a esercitare una pressione al rialzo sulla domanda di prestiti. La domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni si è contratta considerevolmente, mentre quella di credito al consumo ha registrato solo un lieve calo. Nel caso dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, la flessione netta segnalata è stata la più pronunciata dal terzo trimestre del 2023 ed è risultata maggiore di quanto previsto dalle banche. L'andamento dei tassi di interesse è stato il principale fattore alla base del calo, seguito dal deterioramento del clima di fiducia dei consumatori e dal peggioramento delle prospettive del mercato immobiliare. L'aumento dei tassi di interesse e il calo della fiducia dei consumatori, unitamente

[8] In risposta a un quesito specifico sull'importanza di nuovi prestiti per finanziare l'adozione o lo sviluppo dell'IA da parte delle imprese, le banche hanno indicato che stanno ancora adeguando le loro prassi creditizie al crescente utilizzo di queste tecnologie. Diversi intermediari hanno segnalato di attendersi un aumento graduale ma sostenuto della domanda di prestiti per il finanziamento delle infrastrutture digitali, in particolare dei centri di elaborazione dati. Le banche hanno inoltre riferito che i loro prestiti attuali e futuri legati all'IA tendono a essere destinati ai fornitori di infrastrutture piuttosto che agli sviluppatori di software o alle aziende che adottano l'IA, e che tale orientamento dovrebbe accentuarsi nei prossimi mesi.

alla contrazione della spesa per beni durevoli, hanno indebolito la domanda di credito al consumo. Per il quarto trimestre del 2026, le banche si attendono una domanda di prestiti alle imprese sostanzialmente invariata e un calo più marcato della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo.

Le condizioni di raccolta delle banche sono ulteriormente peggiorate, mentre la minore liquidità in eccesso e i maggiori rischi di deterioramento della qualità del credito hanno avuto un impatto restrittivo sui criteri di concessione dei prestiti. In base alle risposte delle banche ai quesiti ad hoc dell'indagine, nel terzo trimestre del 2026 la loro capacità di accesso al finanziamento tramite titoli di debito, ai mercati monetari e alla raccolta al dettaglio è ulteriormente peggiorata, mentre è rimasta sostanzialmente invariata per quanto riguarda le cartolarizzazioni.
Nei prossimi tre mesi le banche si aspettano un ulteriore deterioramento dell'accesso al finanziamento per tutte e quattro le categorie. Nello scorso anno la riduzione del portafoglio di attività di politica monetaria della BCE ha avuto un impatto lievemente negativo sulla posizione di liquidità e sulle condizioni di finanziamento di mercato delle banche dell'area dell'euro. L'impatto sulla redditività delle banche è stato tuttavia ritenuto lievemente positivo, poiché il loro margine di interesse netto, complessivamente più elevato, è stato solo parzialmente compensato da lievi perdite in conto capitale. Gli intermediari prevedono che tali effetti si protrarranno nel corso del prossimo anno. Le banche hanno inoltre segnalato un impatto restrittivo netto delle quote di crediti deteriorati e di altri indicatori della qualità creditizia sulle condizioni di concessione del credito per tutte le categorie di prestiti, dovuto principalmente a una maggiore percezione del rischio.
In risposta a un nuovo quesito, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato che nello scorso anno il contributo delle attività digitali alla propria strategia aziendale è stato leggermente positivo, mentre l'impatto sulla situazione finanziaria complessiva e sui criteri di concessione del credito è stato neutro. Per il prossimo anno, gli intermediari si attendono che le attività digitali abbiano un impatto sempre più positivo sulla propria strategia aziendale, ma negativo sull'attività di raccolta al dettaglio.

Nell'ultima indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (SAFE), condotta fra il 26 agosto e il 2 ottobre 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 terzo trimestre del 2026, il 46 per cento netto delle imprese ha segnalato un aumento dei tassi di interesse bancari, rispetto al 42 per cento netto registrato nel trimestre precedente. L'incremento dei tassi di interesse è stato segnalato con maggior frequenza dalle imprese di grandi dimensioni rispetto alle PMI. Oltre ai tassi di interesse, le imprese hanno dovuto far fronte anche a maggiori costi di finanziamento diversi dagli interessi, sebbene il ritmo di inasprimento si sia lievemente attenuato.

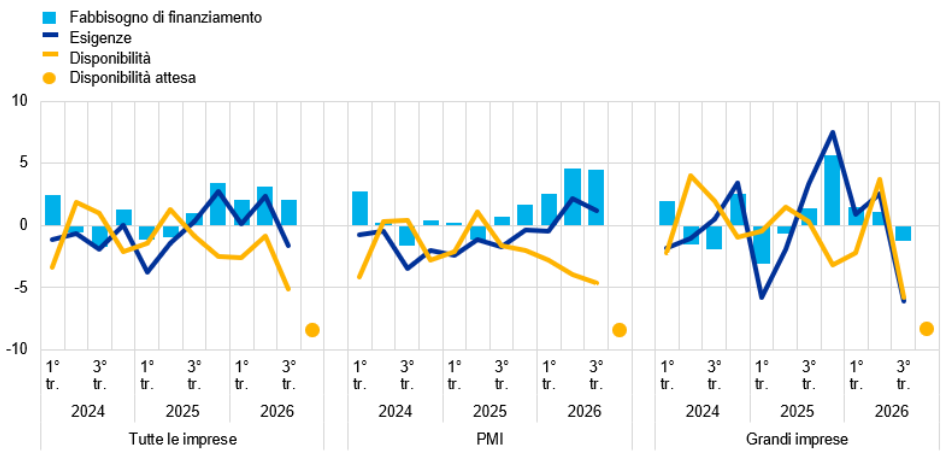
La disponibilità di prestiti bancari è diminuita in misura maggiore rispetto al fabbisogno di tali prestiti, con conseguente ampliamento del fabbisogno di finanziamento percepito (cfr. il grafico 20). Nel terzo trimestre del 2026, il 2 per cento netto delle imprese ha indicato una diminuzione del fabbisogno di prestiti bancari (rispetto al 2 per cento netto delle imprese che nel trimestre

precedente ne avevano segnalato un aumento), mentre il 5 per cento netto delle stesse ha segnalato un calo della disponibilità di prestiti bancari (dal -1 per cento del trimestre precedente). L'andamento della disponibilità di prestiti bancari è stato analogo per tutte le classi dimensionali: sia le PMI sia le grandi imprese ne hanno segnalato un calo. Le PMI hanno segnalato un fabbisogno sostanzialmente invariato di prestiti bancari (1 per cento netto, in calo rispetto al 2), mentre le grandi imprese hanno indicato una flessione (-6 per cento netto, rispetto al 3 del trimestre precedente). Di conseguenza, l'indicatore del fabbisogno di finanziamento tramite prestiti bancari nell'area dell'euro, un indice che coglie la differenza tra le variazioni di fabbisogno e disponibilità, è rimasto positivo per il 2 per cento netto delle imprese, rispetto al 3 del trimestre precedente. In prospettiva, l'8 per cento netto di tutte le imprese prevede un calo della disponibilità di prestiti bancari nei prossimi tre mesi.

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 40ª (luglio-settembre 2026).

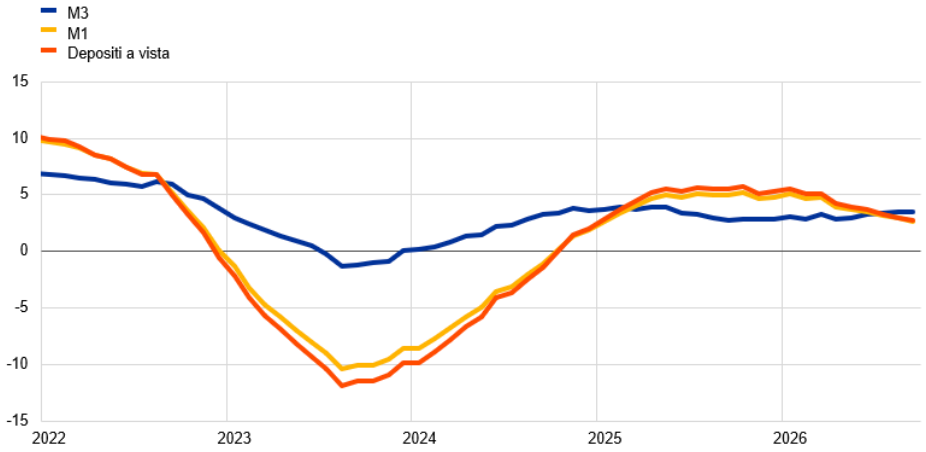
A settembre la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è rimasta stabile, in un contesto caratterizzato da dinamiche a breve termine più deboli (cfr. il grafico 21). A settembre la crescita sui dodici mesi di M3 è rimasta invariata al 3,5 per cento, ben al di sotto della sua media storica del 5,2 per cento calcolata dall'inizio del 1999. La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende circolante e depositi a vista, è scesa al 2,7 per cento, dal 2,9 di agosto, riflettendo uno spostamento dai depositi a vista verso quelli a termine e un maggiore contributo da parte degli strumenti negoziabili, che, come i depositi a termine, offrono agli investitori rendimenti più elevati. Per quanto riguarda le contropartite, la crescita sui dodici mesi di M3 è stata sostenuta dagli afflussi netti dall'estero verso l'area dell'euro e dalla crescita del credito interno, mentre la

riduzione in atto del bilancio dell'Eurosistema ha continuato a gravare sulla crescita di tale aggregato.

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 settembre 2026.

Riquadri

1 Narrative e rischi: uno strumentario quantitativo per valutare gli scenari applicati al conflitto in Medio Oriente

a cura di Niccolò Battistini, Mohammed Chahad e Luís Fonseca

Il presente riquadro introduce un sistema di riferimento quantitativo per valutare gli scenari alternativi a quello di base contenuto nelle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE, focalizzandosi sulla plausibilità del loro impatto economico. Come tipicamente avviene nel contesto delle politiche economiche, lo scenario di base delle proiezioni rappresenta l'esito più probabile nel quadro dei possibili esiti futuri, tenendo conto dello stato attuale dell'economia e di una serie di ipotesi tecniche. Per sottolineare l'incertezza che caratterizza lo scenario di base, tali proiezioni sono spesso accompagnate da scenari alternativi che esplorano le implicazioni macroeconomiche di narrative economiche rilevanti ai fini delle politiche (cfr. Banca centrale europea, 2025). Come osservato da Cordova-Pozo e Rouwette (2023), tuttavia, la letteratura che valuta la rilevanza degli scenari resta limitata[1]. Il presente riquadro propone una metodologia volta a colmare, in parte, tale lacuna valutando gli scenari con particolare attenzione alla plausibilità degli esiti macroeconomici rispetto agli andamenti empirici[2].

La prima fase della valutazione di plausibilità di uno scenario consiste nel costruire distribuzioni predittive congiunte, in grado di cogliere le dinamiche temporali e le relazioni fra variabili. L'obiettivo è ricavare una densità congiunta per un insieme di variabili macroeconomiche, in questo caso la crescita del PIL in termini reali e l'inflazione misurata sullo IAPC, centrate intorno allo scenario di base e tenuto conto delle correlazioni temporali e fra variabili. Tale valore si ottiene stimando le relazioni dinamiche tra le variabili, mediante due approcci complementari basati su distribuzioni univariate[3]. In primo luogo, si ricavano le distribuzioni condizionali univariate tramite regressioni quantiliche bayesiane, che vengono poi combinate in un valore di densità congiunta applicando la regola della catena delle probabilità. In secondo luogo, si costruiscono densità congiunte mediante una funzione copula che combina distribuzioni marginali univariate con gli andamenti storici. Nell'applicazione qui descritta, questi marginali sono derivati da due fonti: a) i dati storici e b) una distribuzione basata su un'indagine (quella condotta dalla BCE presso i previsori professionali, Survey of Professional

1 Un recente contributo a questo corpus letterario è il quadro di sintesi proposto da Adrian et al. (2025), che assegna agli scenari pesi di importanza per approssimare al meglio una distribuzione obiettivo e i riferimenti.

2 La metodologia qui descritta può essere applicata anche ad altri due criteri comunemente utilizzati per la valutazione quantitativa degli scenari: la coerenza tra gli shock sottostanti e la portata dello scenario in questione, come discusso in un documento di ricerca della BCE di prossima pubblicazione, attinente al presente riquadro.

3 Altri tipi di approccio, pur fornendo direttamente le distribuzioni congiunte, sono spesso basati su ipotesi semplificatrici (come la similitudine strutturale tra le variabili e la dipendenza lineare) e generano quindi distribuzioni del rischio meno articolate.

Forecasters, SPF) che incorpora le valutazioni prospettiche dei previsori professionali in merito agli andamenti economici futuri[4]. Le densità congiunte che ne derivano sono centrate in maniera tale che la loro moda corrisponda alle proiezioni dello scenario di base. Tali distribuzioni congiunte centrate sono calcolate su finestre mobili di 20 anni a partire dai primi anni '80 al fine di valutare gli scenari rispetto al periodo storico a essi più favorevole. Calcolando la densità su finestre mobili, il sistema di riferimento coglie le relazioni variabili nel tempo tra i parametri. Tale passaggio è fondamentale, poiché gli scenari simulati potrebbero riflettere diverse dinamiche temporali e correlazioni fra variabili che potrebbero differire da uno specifico andamento storico.

Nella seconda fase si valuta la plausibilità empirica degli esiti degli scenari calcolandone la probabilità in relazione allo scenario di base. In linea con Doan et al. (1984), la plausibilità può essere valutata verificando quanto sia insolito l'andamento di uno scenario rispetto alla traiettoria più probabile[5]. L'indice di plausibilità empirica si ottiene calcolando dapprima, per ciascun sottocampione storico, la probabilità dei profili congiunti di crescita e inflazione in un dato scenario rispetto alla probabilità dei profili delineati nello scenario di base[6]. L'indice finale corrisponde al valore più elevato tra quelli dei diversi sottocampioni per un dato scenario ed è compreso tra 0, se i risultati economici dello scenario sono praticamente privi di precedenti storici, e 100, se i profili dello scenario sono plausibili quanto quelli dello scenario di base. È importante notare che il punteggio valuta se i comovimenti delle variabili di esito di un particolare scenario (piuttosto che gli eventi alla base della sua narrativa, come le turbative specifiche nei mercati energetici o la modifica di un determinato regime tariffario) si siano concretizzati in passato. Di conseguenza, può essere applicato a un'ampia serie di scenari, compresi quelli caratterizzati da una narrativa che potrebbe non essersi mai effettivamente verificata.

Applicando tale sistema di riferimento agli scenari relativi al conflitto in Medio Oriente nelle proiezioni degli esperti della BCE di settembre 2026, emerge che lo scenario grave presenta una minore plausibilità empirica rispetto allo scenario più moderato o a quello avverso. Il pannello a) del grafico A riporta l'andamento della crescita del PIL in termini reali e dell'inflazione misurata sullo IAPC, come delineato negli scenari relativi al conflitto in Medio Oriente pubblicati nel riquadro 4 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2026*. Tali scenari differiscono nelle rispettive ipotesi sui prezzi delle materie prime energetiche e sull'incertezza finanziaria, nonché sull'intensità degli effetti indiretti e di secondo impatto sull'inflazione e coprono un'ampia gamma di esiti economici, con deviazioni assolute cumulate rispetto allo scenario di base delle proiezioni comprese tra 0,2 e 1,2 punti percentuali per la crescita del PIL in termini reali e tra 1,0 e 4,3 punti percentuali per l'inflazione misurata sullo IAPC. Il pannello b) mostra l'indice di plausibilità per

4 Per ulteriori dettagli, cfr. The ECB Survey of Professional Forecasters - Third quarter of 2026.

5 Tenendo conto dell'asimmetria e delle code pesanti delle distribuzioni, questa misura potrebbe risultare più adatta ai fini dell'analisi del presente riquadro rispetto, ad esempio, all'indice di implausibilità sviluppato da Doan et al. (1984).

6 Adottando una prospettiva più ampia che non si concentri su variabili o orizzonti specifici, questo approccio offre un'alternativa al quadro di sintesi degli scenari proposto da Adrian et al. (2025).

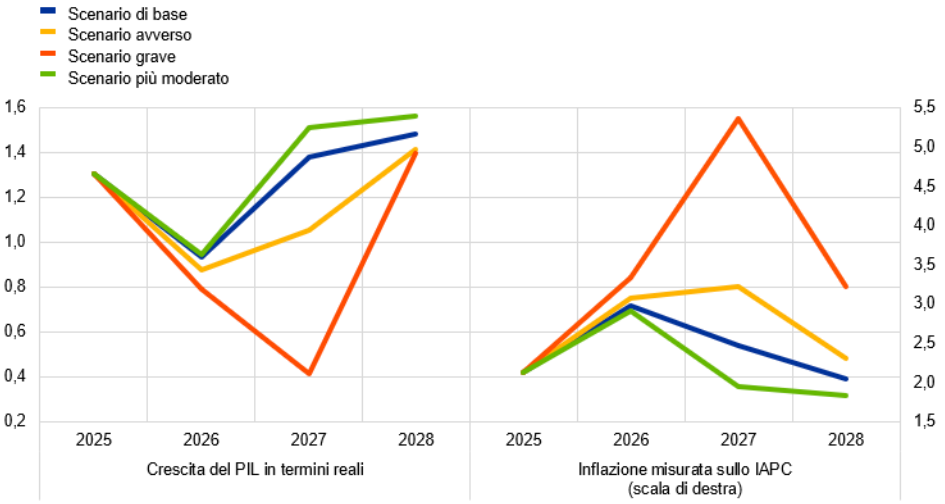
ciascuno scenario, rivelando che quello più moderato mostra un'elevata plausibilità, con un indice compreso tra 82 e 96, nei diversi approcci impiegati. Per lo scenario avverso l'intervallo è compreso tra 56 e 85, mentre quello grave è considerato notevolmente meno plausibile. Nonostante la minore plausibilità, resta importante analizzare quest'ultimo scenario per tenere conto di un'ampia gamma di possibili esiti del conflitto, rilevanti ai fini delle decisioni sulle politiche economiche.
La valutazione di plausibilità rimane robusta alle diverse metodologie applicate per calcolare le densità congiunte, sebbene ciò non sia garantito per costruzione, date le notevoli differenze nei diversi approcci.

Grafico A

Plausibilità empirica dello scenario di base e di quelli alternativi

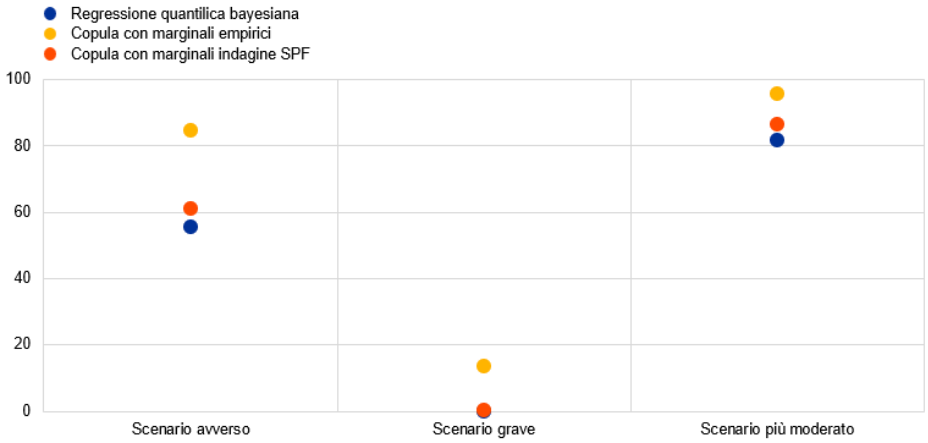
a) Scenario di base e scenari alternativi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) Indice di plausibilità empirica in diversi scenari

(indice, scenario di base = 100)



Fonti: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2026* ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: nel pannello a) l'acronimo IAPC si riferisce all'indice armonizzato dei prezzi al consumo. Nel pannello b) la plausibilità empirica è misurata come probabilità massima in relazione allo scenario di base nei diversi sottocampioni storici. Per ciascun sottocampione la probabilità relativa si ottiene dalla densità congiunta dei profili della crescita del PIL in termini reali e dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'intero orizzonte di proiezione, centrati in maniera tale che le proiezioni dello scenario di base si collochino in corrispondenza della moda della distribuzione. L'acronimo SPF sta per Survey of Professional Forecasters, l'indagine presso i previsori professionali.

La plausibilità empirica degli scenari va oltre la semplice valutazione della gravità, poiché riflette anche correlazioni temporali e fra variabili. Il nesso tra plausibilità e gravità può essere illustrato confrontando le valutazioni di diversi scenari con livello di gravità analogo. Ad esempio, lo scenario avverso legato agli eventi in Medio Oriente mostra un livello di gravità (misurato come deviazione assoluta cumulata rispetto ai valori dello scenario di base) simile a quello di uno scenario ipotetico ad hoc a traiettoria piatta in cui la crescita del PIL e l'inflazione misurata sullo IAPC si mantengono costanti sulle rispettive medie di base su un orizzonte di tre anni. Tuttavia, come illustrato nella tavola A, tenendo conto delle correlazioni temporali e fra variabili, gli esiti dello scenario avverso risultano molto più plausibili di quelli dello scenario a traiettoria piatta, con punteggi di plausibilità empirica pari, rispettivamente, a 56 e quasi 0. Dal confronto emerge inoltre che l'omissione di una o entrambe le dimensioni di dipendenza comporta una valutazione parziale, spesso fuorviante, della plausibilità degli esiti previsti dallo scenario. Ciò è evidente, ad esempio, per l'ipotetico scenario a traiettoria piatta: l'inosservanza delle dipendenze temporali o fra variabili produce stime di plausibilità empirica elevate che difficilmente possono essere corrette con la semplice aggregazione di tali valutazioni parziali, come il calcolo della media.

Tavola A

Plausibilità empirica in base a correlazione temporale e di variabili incrociate nulla, parziale o piena

a) Scenario avverso legato agli eventi in Medio Oriente

(indice, scenario di base = 100)

Plausibilità empirica	Solo 2026	Solo 2027	Solo 2028	Tutti gli anni (dipendenza temporale)
Solo PIL in termini reali	96,0	97,2	99,8	93,9
Solo IAPC	71,9	83,3	98,8	70,7
Entrambe le variabili (dipendenza incrociata)	69,0	80,6	98,6	55,7

b) Scenario ad hoc a traiettoria piatta

(indice, scenario di base = 100)

Plausibilità empirica	Solo 2026	Solo 2027	Solo 2028	Tutti gli anni (dipendenza temporale)
Solo PIL in termini reali	29,1	99,4	98,6	18,7
Solo IAPC	8,4	100,0	96,5	0,2
Entrambe le variabili (dipendenza incrociata)	0,2	99,4	96,6	0,1

Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: la densità congiunta è costruita mediante regressione quantilica bayesiana.

In conclusione, il sistema di riferimento quantitativo proposto per la valutazione degli scenari fornisce una misura della plausibilità empirica degli esiti ipotizzati negli scenari. Non valuta, tuttavia, la plausibilità economica della narrativa dello scenario o della sua probabilità di concretizzazione, in quanto tali valutazioni restano nell'ambito discrezionale delle politiche economiche.
Scenari basati su fondamenti solidi possono riportare bassi punteggi di plausibilità

empirica se danno luogo a combinazioni di crescita e inflazione con limitati precedenti storici (come le misure di lockdown durante la pandemia di COVID-19). Per contro, uno scenario privo di precedenti che evidenzia comovimenti macroeconomici standard può legittimamente essere classificato con un elevato punteggio di plausibilità empirica. In tutti i casi, la metrica va interpretata con cautela e corredata dalla narrativa qualitativa dello scenario e dalle relative valutazioni degli esperti e dei responsabili delle politiche economiche. Occorre infine rilevare che la metodologia proposta non è in grado di distinguere i contributi delle principali determinanti al punteggio di plausibilità empirica, che possono derivare, ad esempio, da shock sottostanti allo scenario, dai canali di trasmissione e da un'errata specificazione del modello.

Riferimenti bibliografici

Adrian, T., Giannone, D., Luciani, M. e West, M. (2025), "Scenario Synthesis and Macroeconomic Risk", *IMF Working Papers*, n. 2025/105, Fondo monetario internazionale.

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

Cordova-Pozo, K. e Rouwette, E. (2023), "Types of scenario planning and their effectiveness: A review of reviews", *Futures*, vol. 149, 103153.

Doan, Y., Litterman, R. e Sims, C. (1984), "Forecasting and conditional projection using realistic prior distributions", *Econometric Reviews*, vol. 3, numero 1, pagg. 1-100.

2 Estati estreme: implicazioni per il prodotto nel settore delle costruzioni nell'area dell'euro

a cura di Johannes Gareis

L'estate del 2026 è stata caratterizzata da episodi ripetuti e prolungati di caldo estremo in ampie regioni dell'area dell'euro, con implicazioni potenzialmente significative per l'attività nel settore delle costruzioni. Quello delle costruzioni è tra i settori più esposti alle condizioni meteorologiche, dato che gran parte della relativa attività si svolge all'aperto e comporta lavori con elevato sforzo fisico. Le alte temperature rendono più difficoltoso lavorare in sicurezza, tanto che i lavoratori dei settori esposti alle condizioni climatiche, come quello delle costruzioni, sembrerebbero ridurre le ore di lavoro nelle giornate di calore intenso, rimandando in parte l'attività a momenti più freschi della stessa giornata o ai giorni successivi[1]. L'impatto sulle ore di lavoro potrebbe amplificarsi per effetto di disposizioni di legge, dal momento che a oggi diversi paesi dell'area dell'euro prevedono che le attività lavorative all'aperto possano essere adeguate o sospese in periodi di caldo estremo[2]. Inoltre, recenti studi econometrici suggeriscono che gli eventi meteorologici estremi possano avere considerevoli effetti di breve periodo sull'attività economica e settoriale nelle maggiori economie dell'area dell'euro[3]. Il presente riquadro discute quali siano state le implicazioni dovute alle condizioni meteorologiche che hanno caratterizzato la scorsa estate per il prodotto nel settore delle costruzioni nell'area dell'euro. Il riquadro si basa sull'indagine condotta dalla Commissione europea presso le imprese, quale indicatore tempestivo degli effetti avversi dovuti alle condizioni meteorologiche, e sull'evidenza storica del loro impatto sul prodotto.

La quota di imprese di costruzione che hanno indicato le condizioni meteorologiche come fattore limitante per la propria attività ha raggiunto livelli eccezionalmente elevati l'estate scorsa. I vincoli dovuti alle condizioni meteorologiche sono prevalentemente un fenomeno invernale: nell'area dell'euro, la quota di imprese che hanno segnalato tali vincoli per i mesi di gennaio e febbraio è, in media, superiore al 20 per cento, a fronte di una percentuale inferiore al 3 per cento per i mesi di luglio e agosto (cfr. il grafico A). Quest'anno, tuttavia, si è osservato un diverso andamento. Sebbene nei primi mesi dell'anno i vincoli dovuti alle condizioni meteorologiche si siano mantenuti all'interno del consueto intervallo di valori, le percentuali sono aumentate in misura significativa per i mesi estivi. Ad agosto il 7,8 per cento delle imprese ha individuato nelle condizioni

1 Cfr. Organizzazione internazionale del lavoro (2019), nonché Graff Zivin e Neidell (2014).

2 In Francia le norme in vigore dal luglio 2025 impongono ai datori di lavoro, inclusi quelli che operano nel settore delle costruzioni, di adeguare modalità e orario di lavoro nei periodi di caldo intenso. In Italia, diverse regioni hanno emanato ordinanze stagionali che vietano il lavoro all'aperto nell'edilizia e nell'agricoltura, generalmente tra le 12:30 e le 16:00 nei giorni in cui sono previsti elevati rischi di caldo estremo. In Spagna, la legislazione introdotta nel 2023 prevede l'adeguamento delle condizioni e dell'orario di lavoro in presenza di allerta meteo per temperature estreme e laddove risultino insufficienti altre misure preventive esistenti, mentre la Grecia ha imposto la sospensione temporanea del lavoro all'aperto nei periodi di temperature particolarmente elevate.

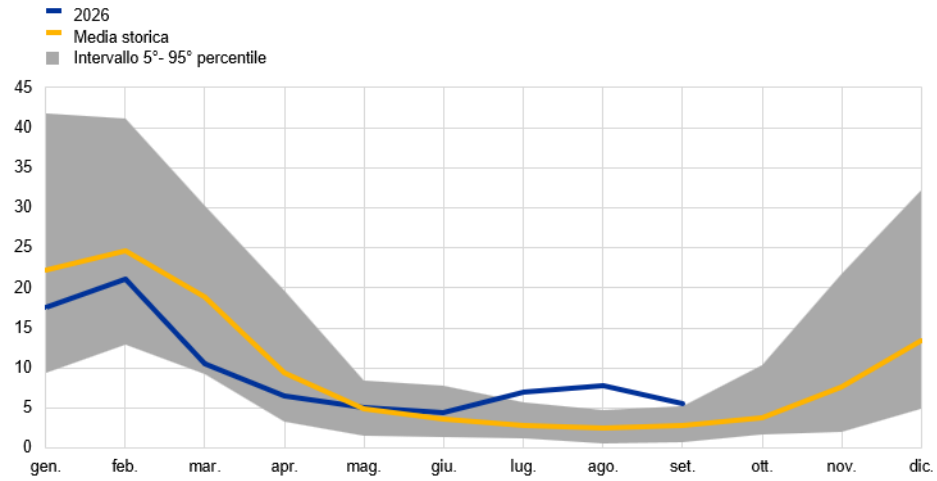
3 Cfr. Andersson et al. (2026).

meteorologiche un fattore limitante, facendo registrare il valore più elevato per il mese di agosto dall'inizio della serie nel 1991, superiore anche a un precedente picco del 5,8 per cento. Il dato di luglio, pari al 7,0 per cento, è stato il secondo più alto mai registrato per tale mese. A settembre i vincoli sono scesi al 5,5 per cento, rimanendo tuttavia al di sopra del loro livello abituale per tale periodo dell'anno e segnando il terzo valore più elevato registrato a settembre dal 1991. L'incremento è stato generalizzato in vari paesi, seppur con andamenti eterogenei. È stato particolarmente marcato in Francia, dove i valori hanno raggiunto i massimi storici in ciascuno dei tre mesi, probabilmente anche a causa delle nuove norme sul lavoro in caso di allerta per il caldo. Ad agosto i vincoli dovuti alle condizioni meteorologiche sono aumentati in misura notevole anche in Germania e sono risultati elevati in Italia, nonché in diversi paesi più piccoli come la Lituania, la Croazia e la Slovenia, mentre sono rimasti prossimi o inferiori ai livelli abituali in Austria, Belgio e Finlandia. Inoltre, a settembre i valori hanno raggiunto un massimo storico in Grecia.

Grafico A

Condizioni meteorologiche come fattore limitante per l'attività di costruzione nell'area dell'euro

(in percentuale degli intervistati)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
Note: quota di imprese di costruzione che individuano nelle condizioni meteorologiche un fattore limitante per la propria attività; dati non destagionalizzati. La media storica e l'intervallo tra il 5° e il 95° percentile sono calcolati per ciascun mese solare nel periodo 1991-2025. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2026.

I dati storici suggeriscono che i valori insolitamente elevati dei vincoli dovuti alle condizioni meteorologiche registrati nella scorsa estate avranno probabilmente impatti modesti e di natura temporanea sul prodotto del settore delle costruzioni. Per quantificare tale impatto, è stata stimata la relazione tra i vincoli dovuti alle condizioni meteorologiche e il prodotto nel settore delle costruzioni utilizzando dati mensili relativi a tre comparti nel settore delle costruzioni in 11 paesi dell'area dell'euro, per i quali sono disponibili dati a livello di comparto nel periodo

1995-2026[4]. Gli effetti avversi dovuti alle condizioni meteorologiche sono misurati dalla quota rilevata nell'indagine in deviazione dalla media storica riferita allo stesso mese solare, eliminando così i normali andamenti stagionali. Le stime indicano che un aumento di 1 punto percentuale della quota di imprese che segnalano vincoli dovuti alle condizioni meteorologiche, rispetto ai livelli storicamente osservati in quel periodo dell'anno, si associa a una riduzione del prodotto nel settore delle costruzioni di circa lo 0,05 per cento nello stesso mese. L'effetto stimato è di breve durata: il prodotto segna una ripresa nel mese successivo, coerente con l'ipotesi che i lavori rinviati siano successivamente recuperati anziché essere persi in via definitiva. L'applicazione di tali stime ai dati rilevati la scorsa estate suggerisce che gli effetti avversi dovuti alle condizioni meteorologiche abbiano ridotto il prodotto nel settore delle costruzioni di circa lo 0,2 per cento a luglio, lo 0,3 ad agosto e lo 0,1 a settembre, con l'effetto stimato che si attenua successivamente (cfr. il grafico B)[5]. Le percentuali riportate si riferiscono all'impatto stimato delle sole condizioni meteorologiche, mentre i risultati mensili effettivamente osservati riflettono anche altri fattori. Nel complesso, i risultati indicherebbero un modesto impatto negativo sul prodotto del settore delle costruzioni nel terzo trimestre, cui seguirebbe un recupero nel quarto e, quindi, un effetto trascurabile sull'attività economica generale.

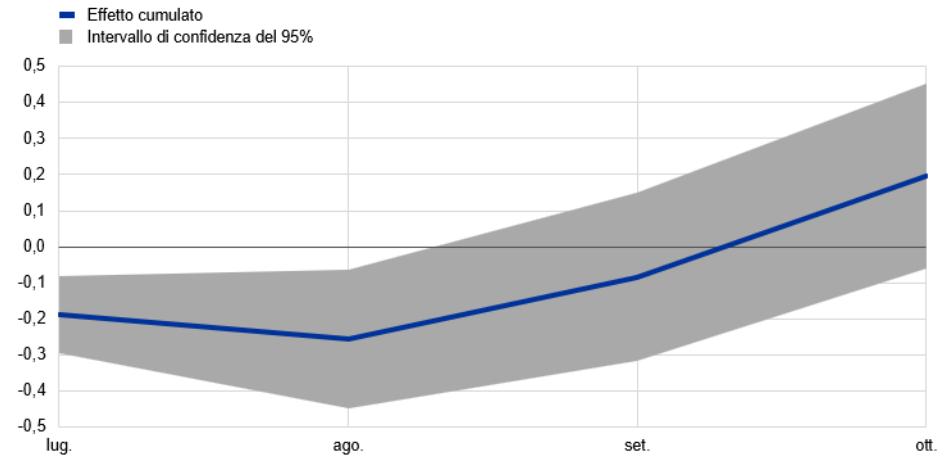
4 La stima utilizza proiezioni locali (cfr. Jordà, 2005) del logaritmo relativo al prodotto nel settore delle costruzioni per il vincolo connesso alle condizioni meteorologiche, misurato come deviazione dalla media di un dato mese solare, accorpando i dati relativi alla costruzione di edifici, alle opere di ingegneria civile e ai lavori specializzati di costruzione in Austria, Belgio, Croazia, Finlandia, Francia, Germania, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia e Spagna. Sono escluse l'Italia e la Grecia, poiché per questi paesi non sono disponibili dati mensili sulla produzione disaggregati per comparto nel settore delle costruzioni. La specificazione include tre ritardi per la variabile climatica, due ritardi per la crescita del prodotto, nonché effetti fissi per paese-settore e tempo (anno-mese) con errori standard clusterizzati per mese. I dati dell'indagine relativi alla Spagna sono corretti per tenere conto di una discontinuità di livello a inizio 2025. I coefficienti dei comparti, che non differiscono tra loro in misura significativa, sono aggregati utilizzando i pesi di produzione Eurostat 2021.

5 Nell'area dell'euro il prodotto nel settore delle costruzioni è aumentato dell'1,8 per cento ad agosto, dopo essere rimasto sostanzialmente invariato a luglio e aver segnato un calo dell'1,6 per cento a giugno. L'incremento di agosto riflette il forte aumento osservato in Germania per il completamento di un grande progetto di infrastruttura energetica. Nel complesso, le stime degli effetti connessi alle condizioni meteorologiche per luglio e agosto sono contenute rispetto alla consueta volatilità mensile del prodotto nel settore delle costruzioni.

Grafico B

Effetto stimato delle turbative connesse alle condizioni meteorologiche dell'estate 2026 sul prodotto nel settore delle costruzioni nell'area dell'euro

(deviazione percentuale del livello del prodotto)



Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: funzione cumulata complessiva di risposta del prodotto nel settore delle costruzioni alle anomalie meteorologiche osservate a luglio, agosto e settembre 2026, basata su proiezioni locali stimate su un panel di 31 coppie paese-settore in 11 paesi dell'area dell'euro nel periodo 1995-2026, con effetti fissi per paese-settore e tempo (anno-mese). L'area ombreggiata indica l'intervallo di confidenza del 95 per cento.

Vi è tuttavia notevole incertezza riguardo all'impatto stimato del caldo estremo registrato durante l'estate. Le stime si basano principalmente su episodi di effetti avversi connessi alle condizioni meteorologiche nei mesi più freddi dell'anno, che rappresentano circa il 70 per cento dei principali effetti avversi osservati nel campione, e la risposta alle ondate di calore estremo può essere diversa da quella associata alle condizioni meteorologiche nei periodi rigidi[6]. Inoltre, le norme più stringenti in materia di salute e sicurezza sul lavoro, introdotte negli ultimi anni in diversi paesi per far fronte al caldo, sono successive a gran parte del campione di stima e potrebbero rendere l'attività nel settore delle costruzioni più sensibile alle temperature elevate rispetto al passato. Per contro, le imprese potrebbero in parte attribuire alle condizioni meteorologiche la maggiore debolezza dell'attività produttiva in presenza anche di altri fattori: si registrerebbe in tal caso una sovrastima dei relativi effetti. A prescindere da ciò, le stime colgono solo effetti avversi di breve periodo. Tuttavia, qualora gli episodi di caldo estremo dovessero diventare più frequenti o prolungati, potrebbe diventare più difficile recuperare i lavori rinviati, mentre limitazioni ricorrenti all'orario di lavoro e i connessi costi di adattamento potrebbero gravare in modo più persistente sull'attività nel settore delle costruzioni.

6 Per effetti avversi di ampia portata si intendono i mesi in cui la quota di imprese che segnalano vincoli connessi alle condizioni meteorologiche supera di oltre 5 punti percentuali la media del corrispondente mese solare; circa il 70 per cento di tali effetti si verifica tra ottobre e aprile e meno di un quinto tra giugno e agosto. L'effetto stimato per i mesi estivi è analogo a quello relativo al resto dell'anno, ma tale stima è caratterizzata da minore precisione.

Il caldo estremo potrebbe inoltre avere ripercussioni più diffuse sull'attività economica nel più lungo periodo[7].

Nel complesso, le evidenze indicano che le condizioni meteorologiche estreme di quest'estate abbiano causato in modo insolitamente diffuso effetti avversi sull'attività nel settore delle costruzioni, ma che il loro effetto sul prodotto sia stato probabilmente modesto e per lo più temporaneo. La debolezza mostrata dai dati relativi all'attività del settore delle costruzioni nel terzo trimestre, riconducibile alle condizioni meteorologiche, non dovrebbe pertanto essere necessariamente interpretata come un segnale di indebolimento della dinamica di fondo. Poiché si prevede che gli episodi di caldo estremo estivo diventino più frequenti e duraturi, le informazioni ricavate dalle indagini sui vincoli connessi alle condizioni meteorologiche possono fornire indicazioni tempestive sui loro effetti temporanei e contribuire a distinguerli dagli andamenti di fondo dell'attività nel settore delle costruzioni.

Riferimenti bibliografici

Andersson, M., Battistini, N. e Bobasu, A. (2026), "Heatwaves, coldwaves, floods, and droughts: the short-term impact of extreme weather events on economic activity", *Working Paper Series*, n. 3203, BCE, Francoforte sul Meno, marzo.

Graff Zivin, J. e Neidell, M. (2014), "Temperature and the Allocation of Time: Implications for Climate Change", *Journal of Labor Economics*, vol. 32, n. 1, pagg. 1-26.

Jordà, Ò. (2005), "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, vol. 95, n. 1, pagg. 161-182.

Organizzazione internazionale del lavoro (2019), *Working on a warmer planet: the impact of heat stress on labour productivity and decent work*, Ufficio internazionale del lavoro, Ginevra.

Usman, S., González-Torres Fernández, G. e Parker, M. (2025), "Going NUTS: the regional impact of extreme climate events over the medium term", *European Economic Review*, vol. 178.

[7] Per evidenze più generali riguardo agli effetti persistenti delle ondate di calore estive sul prodotto, cfr. Usman et al. (2025). La loro analisi si basa su dati regionali annuali riferiti all'intera economia e considera gli effetti nel medio periodo che si trasmettono attraverso canali macroeconomici più ampi, inclusi gli effetti potenziali trasmessi mediante la popolazione e la produttività a livello regionale, anziché le perdite temporanee di produzione considerate nel presente riquadro.

3 Qual è il contributo del settore privato all'occupazione nei servizi pubblici?

a cura di Afonso S. Moura

Negli ultimi anni i servizi pubblici hanno fornito un contributo rilevante alla crescita dell'occupazione aggregata nell'area dell'euro. Dalla pandemia di COVID-19 l'occupazione nei servizi pubblici è cresciuta più rapidamente che nella maggior parte degli altri settori; il peso di tale comparto sull'occupazione complessiva dell'area è pertanto aumentato. Alla fine del 2025 la sua quota superava di circa 0,8 punti percentuali il valore segnato nel 2019, collocandosi su un livello pressoché pari al massimo toccato nel 2021[1,2]. Negli ultimi tre anni i servizi pubblici hanno offerto un contributo eccezionalmente consistente alla crescita dell'occupazione nell'area dell'euro, rappresentandone oltre un terzo, sebbene tale settore impieghi meno di un quarto dei lavoratori totali (cfr. il pannello a) del grafico A). Il presente riquadro analizza questo contributo da due angolazioni. In primo luogo, individua nella sanità il principale motore all'interno dei servizi pubblici e argomenta come ciò rifletta una tendenza strutturale. In secondo luogo, mostra che una quota significativa dell'occupazione nei servizi pubblici, in particolare nella sanità e nell'assistenza sociale, è di fatto riconducibile al settore non pubblico, data la domanda di servizi di assistenza residenziale e sociale alimentata dall'invecchiamento della popolazione. L'importanza del settore privato nell'erogazione di servizi pubblici induce a riconsiderare il contributo sempre maggiore di tali servizi all'espansione dell'occupazione e la percezione, a ciò associata, di un settore pubblico in crescita. Allo stesso tempo, molti posti di lavoro nei servizi pubblici riconducibili al settore privato potrebbero essere in parte finanziati indirettamente dallo Stato, ad esempio tramite trasferimenti sociali in natura o assicurazioni per l'assistenza a lungo termine. I risultati dell'analisi, pertanto, riguardano i soggetti che impiegano tali lavoratori, piuttosto che l'incidenza complessiva dei servizi pubblici sulle finanze pubbliche.

1 Cfr. Consolo e Dias da Silva (2022) per un'analisi dettagliata delle caratteristiche dell'occupazione nei servizi pubblici durante la pandemia e altre recessioni precedenti.

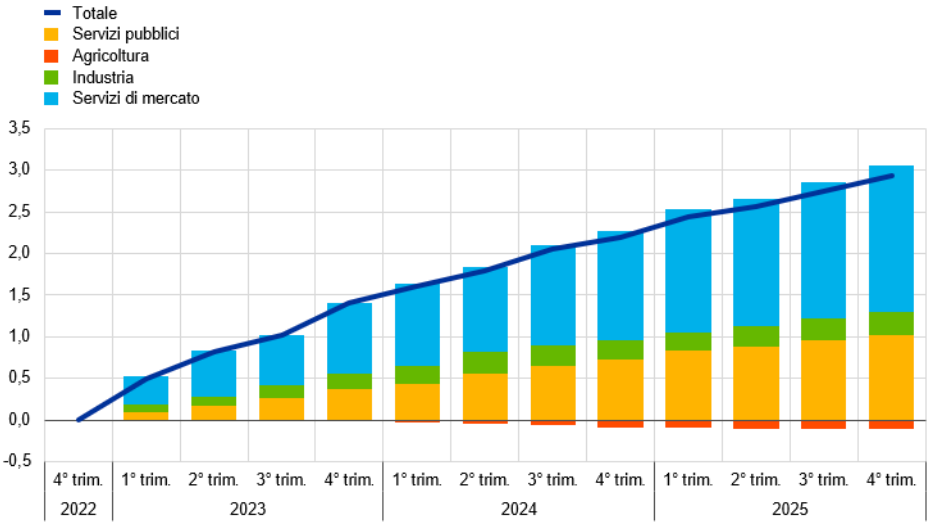
2 Il valore massimo del 2021 è stato in gran parte determinato da un effetto meccanico. Mentre altri settori hanno registrato significative contrazioni agli inizi del 2020, l'occupazione nei servizi pubblici si è mantenuta relativamente stabile, per poi tornare a crescere in misura consistente dopo la pandemia.

Grafico A

Scomposizione settoriale della crescita dell'occupazione

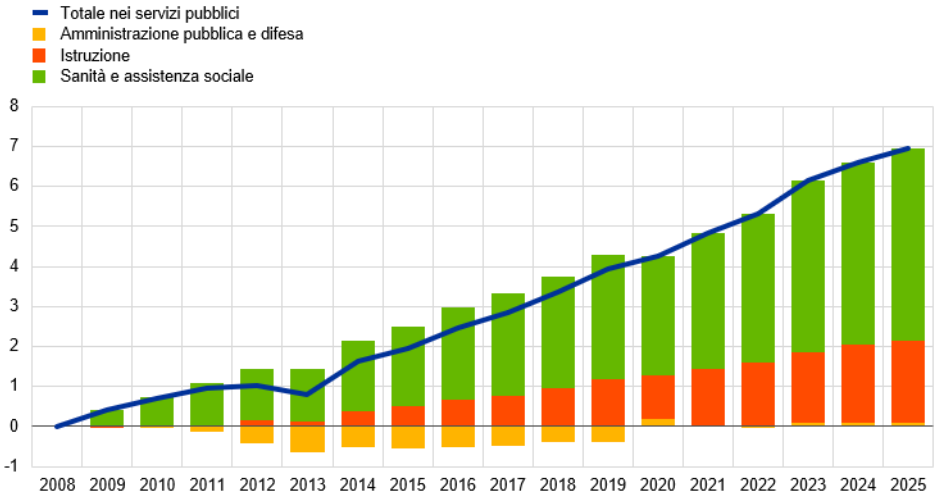
a) Crescita dell'occupazione totale e contributi settoriali

(variazioni percentuali sul totale, contributi in punti percentuali per settore)



b) Crescita totale dei lavoratori nei servizi pubblici e contributi settoriali

(milioni di lavoratori)



Fonti: Eurostat, indagine condotta dall'Eurostat sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: il pannello a) mostra la crescita cumulata dell'occupazione totale rispetto al quarto trimestre del 2022. La voce "Servizi pubblici" include i settori del livello a una cifra della classificazione statistica NACE denominati "sanità e assistenza sociale", "istruzione" e "amministrazione pubblica e difesa". Per "Servizi di mercato" si intendono tutti gli altri settori non ricompresi nelle voci "Servizi pubblici", "Agricoltura" o "Industria". Il pannello b) riporta la crescita cumulata dell'occupazione totale nei servizi pubblici rispetto al 2008. I contributi settoriali seguono il livello a una cifra della classificazione NACE.

La sanità ha rappresentato la principale determinante della crescita dell'occupazione nei servizi pubblici, riflettendo una tendenza strutturale piuttosto che un fattore di natura ciclica. All'interno dei servizi pubblici, la categoria "sanità e assistenza sociale" ha fornito il contributo maggiore all'espansione dell'occupazione negli ultimi anni. La sua crescita media annua, pari a circa il 2 per cento negli ultimi tre anni, è ben al di sopra dello 0,8 per cento registrato per la categoria "amministrazione pubblica e difesa" e dell'1,2 per cento

osservato per la categoria “istruzione”. Non si tratta di un fenomeno recente. Tra il 2008 e il 2025 il numero di occupati nei servizi pubblici è aumentato di circa 6,9 milioni, dei quali 4,8 milioni, quasi il 70 per cento, impiegati in “sanità e assistenza sociale”[3]. L’“istruzione” ha contribuito in misura più modesta, mentre l’occupazione in “amministrazione pubblica e difesa” è rimasta sostanzialmente stabile (cfr. il pannello b) del grafico A). Tale tendenza si è osservata in diversi paesi dell’OCSE, in cui l’occupazione nel settore della sanità e dell’assistenza sociale è cresciuta, in un periodo analogo, a un ritmo pressoché doppio rispetto al resto dell’economia, collocandosi a circa l’11 per cento dell’occupazione totale nel 2023[4].

I servizi sanitari sono erogati da soggetti privati molto più frequentemente rispetto ai servizi dell’amministrazione pubblica o dell’istruzione. I servizi pubblici non sono necessariamente erogati dal settore pubblico e tale distinzione incide sul modo in cui sono interpretati gli andamenti dell’occupazione nel settore. Secondo i dati dell’indagine condotta dalla BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey), circa l’85 per cento degli intervistati che lavorano nell’ambito dell’“istruzione” o dell’“amministrazione pubblica e difesa” riferisce di avere come datore di lavoro un’istituzione del settore pubblico (cfr. il pannello a) del grafico B). Ciò si pone in netto contrasto con il dato relativo al comparto “sanità e assistenza sociale”, in cui meno del 40 per cento afferma di essere impiegato da un datore di lavoro pubblico (cfr. il pannello b) del grafico B). Poiché risultano relativamente stabili nel tempo, tali quote possono essere utilizzate per approssimare il contributo del settore pubblico alla crescita complessiva dell’occupazione nei servizi pubblici[5]. Applicando le rispettive quote a ciascun sottosettore, solo circa la metà dei 6,9 milioni di posti di lavoro creati nei servizi pubblici dal 2008 può essere attribuita al settore pubblico, mentre la restante parte è riconducibile ad altre tipologie di soggetti erogatori (sia privati sia senza scopo di lucro). Limitatamente al comparto della sanità e dell’assistenza sociale, ciò suggerisce che solo circa 1,9 dei 4,8 milioni di posti di lavoro creati sarebbero alle dipendenze del settore pubblico. Dal momento che la creazione di molti nuovi posti di lavoro si è concentrata presso soggetti privati e senza scopo di lucro, la percentuale di lavoratori del pubblico impiego sull’occupazione totale, dopo essere scesa dal valore massimo raggiunto nel 2021, si è sostanzialmente stabilizzata. Vi sono, tuttavia, notevoli differenze tra paesi: la quota rappresentata dal settore pubblico tra gli occupati in sanità e assistenza sociale varia da circa il 64 per cento della Finlandia a circa il 30 per cento di Germania e Belgio. Ne emerge che il

3 Nel periodo compreso tra il 2008 e il 2019 i tassi medi annui di crescita dell’occupazione in sanità, istruzione e amministrazione pubblica si sono collocati rispettivamente intorno all’1,8, all’1,0 e al -0,3 per cento, confermando che la più vigorosa espansione dell’occupazione nel settore sanitario è antecedente alla pandemia.

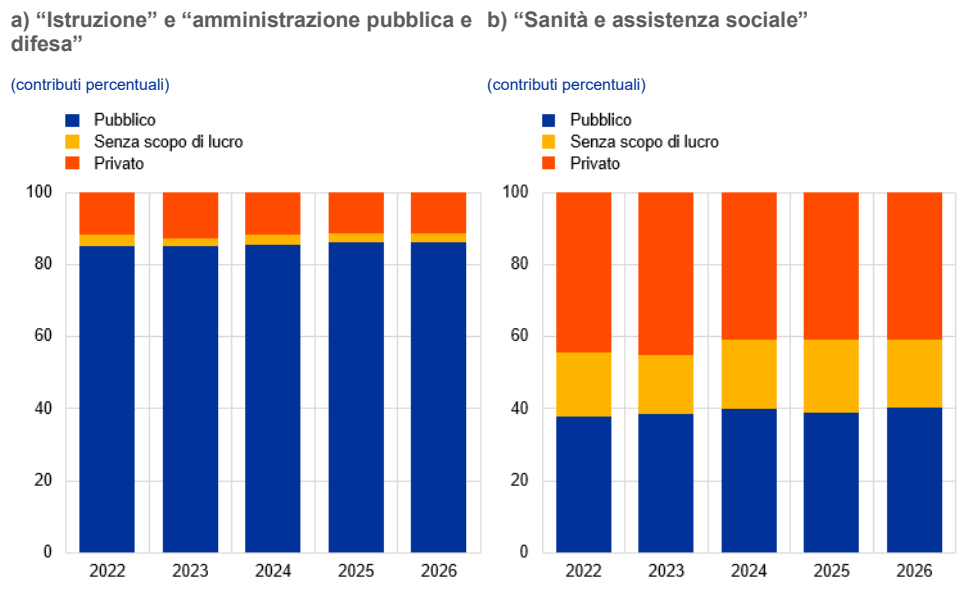
4 Cfr. OCSE (2025b) per le ultime tendenze nelle economie dell’OCSE.

5 Le domande sulla natura del datore di lavoro sono state incluse nell’indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori a partire dal 2022. Si calcola la quota media del settore pubblico all’interno dei sottosettori dei servizi pubblici per il periodo 2022-2026 e si applicano tali quote ai dati sull’occupazione ricavati dall’indagine sulle forze di lavoro a partire dal 2008. È opportuno rilevare che questo esercizio si basa sull’ipotesi che la ripartizione dei nuovi posti di lavoro tra il settore pubblico e il settore privato sia analoga a quella dell’occupazione esistente e che la composizione di soggetti pubblici e privati nell’erogazione dei servizi considerati sia rimasta sostanzialmente invariata dal 2008.

contributo del settore pubblico alla crescita dell'occupazione legata al comparto sanitario vari notevolmente tra i paesi dell'area dell'euro[6,7].

Grafico B

Natura del datore di lavoro: partecipanti all'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: i risultati sono ponderati per rappresentare l'intera popolazione anziché il solo campione dell'indagine. La pertinente domanda dell'indagine è così formulata: "In quale settore lavora attualmente? Se svolge più di un'attività lavorativa, consideri quella a cui dedica il maggior numero di ore settimanali". Il quesito è posto con cadenza annuale nel modulo tematico di maggio dedicato al mercato del lavoro.

Le attività di assistenza residenziale e assistenza sociale rivolte a persone anziane e con disabilità sono considerevolmente aumentate, di riflesso all'invecchiamento della popolazione. All'interno della categoria "sanità e assistenza sociale", la crescita osservata dal 2008 non si è distribuita in maniera uniforme. È stata più concentrata nell'assistenza residenziale e nell'assistenza sociale, che hanno guadagnato oltre 2,6 milioni di lavoratori, più che nella sanità, che comprende aree più tradizionali dell'attività medica e ha registrato un incremento di circa 2,1 milioni di lavoratori. Un'analisi dei dati più dettagliata, in particolare al livello a tre cifre della classificazione NACE, rivela che la quota più consistente della crescita osservata nell'assistenza residenziale e nell'assistenza sociale è riconducibile ad attività direttamente connesse all'invecchiamento, ossia a quelle legate all'assistenza prestata a persone anziane e con disabilità (cfr. il pannello a) del grafico C)[8]. I dati relativi ai diversi paesi sono sostanzialmente coerenti con i

6 I dati relativi alla Finlandia sono coerenti con l'elevata quota di occupazione riconducibile alle amministrazioni pubbliche nei paesi nordici, cfr. OCSE (2025a).

7 Le differenze tra paesi sono confermate anche dalla scomposizione dei dati sulla spesa secondo la classificazione delle funzioni delle amministrazioni pubbliche (Classification of the Functions of Government, COFOG). In Germania, ad esempio, la spesa sanitaria, confrontabile tra paesi se calcolata in percentuale del PIL, è costituita prevalentemente da trasferimenti sociali in natura piuttosto che dal costo del lavoro dipendente; ciò è coerente con il fatto che gli ospedali siano soprattutto erogatori di servizi operanti sul mercato.

8 I settori legati all'assistenza delle persone anziane e con disabilità sono definiti dalla somma dei sottosettori Q873 ("servizi di assistenza residenziale per anziani e disabili") e Q881 ("assistenza sociale non residenziale per anziani e disabili").

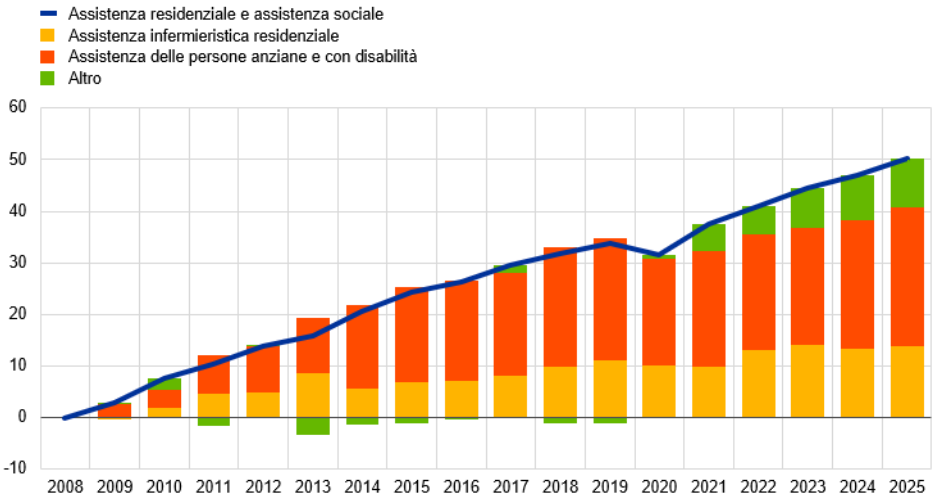
riscontri secondo cui le economie caratterizzate da aumenti più significativi della quota di popolazione di età pari o superiore a 65 anni tendono a evidenziare una crescita più sostenuta dell'occupazione in queste attività (cfr. il pannello b) del grafico C)[9]. Le popolazioni che invecchiano, quindi, non solo rimodellano la domanda di servizi sanitari, ma vedono anche il conseguente aumento dell'occupazione realizzarsi, in larga misura, al di fuori del settore pubblico. Gli erogatori privati assorbono una quota rilevante della domanda di lavoratori indotta dalle dinamiche demografiche.

Grafico C

Occupazione legata all'assistenza delle persone anziane e con disabilità

a) Crescita dell'occupazione nell'assistenza residenziale e nell'assistenza sociale e relativi contributi

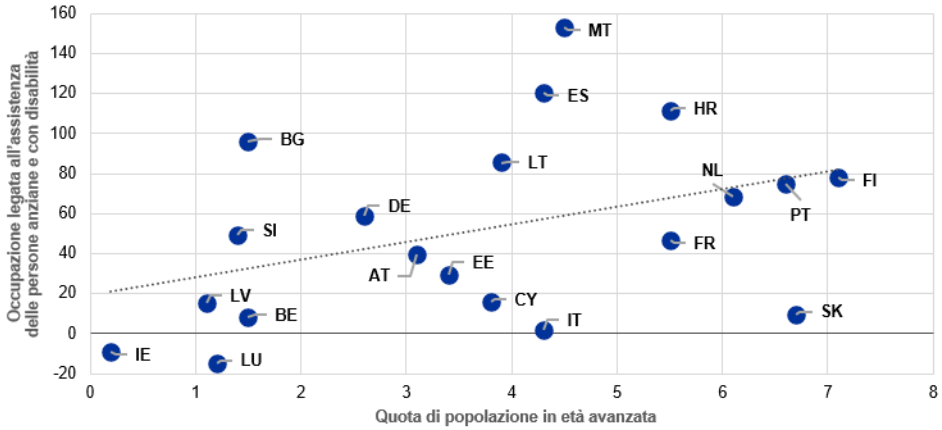
(variazioni percentuali sul totale, contributi in punti percentuali per settore)



[9] È opportuno sottolineare che si tratta di una valutazione prudente, dal momento che l'invecchiamento della popolazione potrebbe in parte trainare la crescita dell'occupazione anche in altre attività sanitarie non incluse nell'analisi.

b) Variazione dell'occupazione legata all'assistenza delle persone anziane e con disabilità e della quota di popolazione in età avanzata

(asse delle ascisse: punti percentuali; asse delle ordinate: variazione percentuale)



Fonti: Eurostat, indagine condotta dall'Eurostat sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey) ed elaborazioni della BCE.
Note: il pannello a) mostra la crescita cumulata dal 2008. Poiché per alcuni paesi non sono disponibili i dati al livello a tre cifre della classificazione statistica NACE a partire dal 2008, il relativo contributo è assegnato alla categoria "Altro"; di conseguenza, le barre arancioni e gialle rappresentano stime prudenti. Nel pannello b) le variazioni sono calcolate a partire dal primo anno per il quale sono disponibili informazioni sull'occupazione legata all'assistenza delle persone anziane e con disabilità e fino al 2025. La correlazione si conferma anche limitando l'analisi ai paesi per i quali sono disponibili dati a partire dal 2008. Per "Quota di popolazione in età avanzata" si intende la percentuale della popolazione di età pari o superiore ai 65 anni.

L'invecchiamento della popolazione sta determinando una crescita duratura dell'occupazione nei servizi pubblici, in larga parte al di fuori del settore pubblico. Non tutta l'occupazione nei servizi pubblici è riconducibile al settore pubblico: una quota considerevole dei posti di lavoro creati nel comparto della sanità e dell'assistenza sociale, che rappresenta il principale motore della crescita registrata dall'occupazione nei servizi pubblici, si colloca, di fatto, nel settore privato. Complessivamente, solo la metà circa dei 6,9 milioni di posti di lavoro creati nei servizi pubblici dal 2008 può essere attribuita direttamente al settore pubblico. Inoltre, l'aumento di questo tipo di occupazione sembra configurarsi come una tendenza strutturale di lungo periodo, strettamente legata all'invecchiamento della popolazione e destinata a proseguire.

Riferimenti bibliografici

Consolo, A. e Dias da Silva, A. (2022), *Il ruolo del pubblico impiego durante la crisi legata al COVID-19*, riquadro 1 nel numero 6/2022 di questo Bollettino.

OCSE (2025a), *Government at a Glance 2025*, OECD Publishing, Parigi.

OCSE (2025b), *Health at a Glance 2025*, OECD Publishing, Parigi.

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

a cura di Davide Fantino, Alex Melemenidis, 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 64 principali società non finanziarie che operano nell'area dell'euro[1]. Le interlocuzioni si sono svolte principalmente tra il 28 settembre e il 7 ottobre 2026.

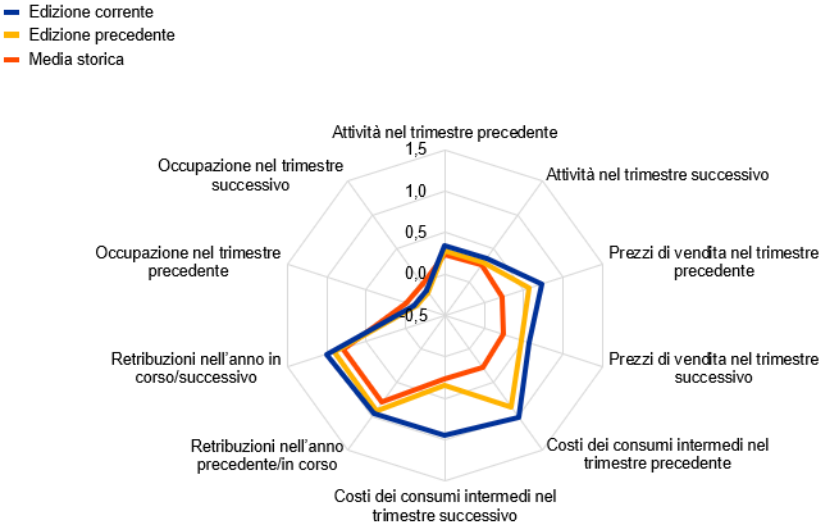
Le società contattate hanno segnalato una crescita ancora moderata dell'attività nel terzo trimestre e prospettato una dinamica invariata nel quarto (cfr. i grafici A e B). L'attività nel settore manifatturiero ha mostrato un andamento disomogeneo, con un forte aumento della domanda di prodotti elettronici a elevato valore aggiunto, apparecchiature elettriche e relativi macchinari. Al tempo stesso, molti altri comparti hanno continuato a risentire di volumi contenuti, invariati o in calo, in un contesto caratterizzato da una crescente concorrenza delle importazioni. Anche nel settore delle costruzioni e in quello immobiliare l'attività ha perso slancio. L'estate calda e secca ha gravato sulla produzione agricola e alimentare, ma ha accresciuto la domanda di sistemi di climatizzazione e innalzato, di conseguenza, la produzione di energia. Il commercio al dettaglio e i servizi di trasporto collegati hanno continuato a evidenziare una relativa debolezza, mentre la crescita nella maggior parte degli altri servizi alle imprese e ai consumatori è stata sostenuta.

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

Grafico A

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

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)

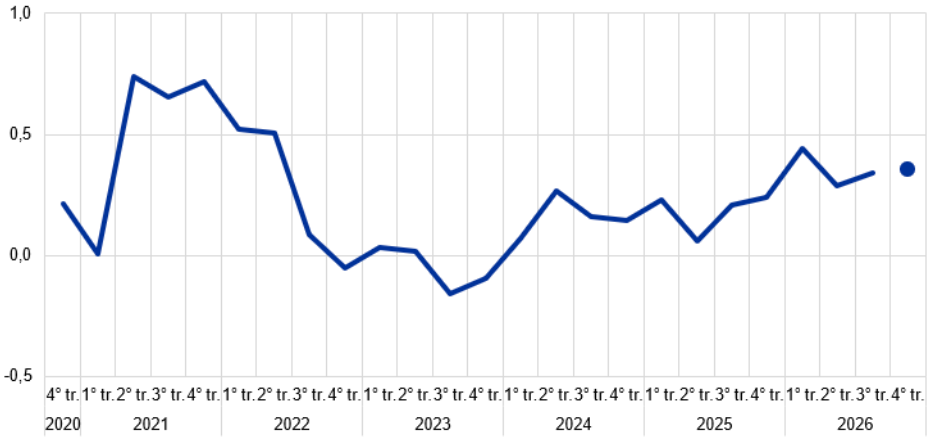


Fonte: BCE.
Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini), dei costi dei consumi intermedi (materiali, energia, trasporti, ecc.) e dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente, nonché riguardo alla dinamica salariale rispetto all'anno precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Una valutazione pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. Per l'edizione corrente, il trimestre precedente e il trimestre successivo si riferiscono, rispettivamente, al terzo e quarto trimestre del 2026, mentre per l'edizione precedente si riferiscono, rispettivamente, al secondo e al terzo 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.

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.

Le società contattate hanno delineato un quadro eterogeneo, ma ancora per lo più debole, della spesa per consumi. Nel commercio al dettaglio le imprese hanno

continuato a percepire la sensibilità dei consumatori ai prezzi e il conseguente orientamento verso prodotti di fascia inferiore come una significativa determinante della dinamica dei consumi, soprattutto in Germania e Francia, dove la fiducia dei consumatori si è collocata su livelli particolarmente contenuti. Le società operanti nel settore dei beni di consumo durevoli, anche in qualità di fornitrici, hanno segnalato una domanda debole o in calo di mobili ed elettrodomestici, in parte attribuibile al modesto andamento degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale. Hanno tuttavia rilevato una crescente domanda di prodotti di elettronica di consumo (in previsione di rincari) e autovetture. Nel caso di queste ultime, ciò si è riflesso in un marcato aumento della domanda di veicoli elettrici a batteria, dovuto agli elevati prezzi del carburante, e in un rapido incremento degli acquisti di veicoli ibridi importati dalla Cina. Secondo quanto riferito, la crescita della spesa per servizi al consumo è stata relativamente robusta, soprattutto per i servizi digitali (dati mobili, ecc.). Pur risentendo negativamente del conflitto in Medio Oriente, la spesa connessa al turismo ha mostrato una buona tenuta, dal momento che le destinazioni dell'area dell'euro hanno beneficiato dell'allontanamento dei flussi turistici dalle mete più vicine alle aree interessate dal conflitto.

La crescita degli investimenti e della spesa delle imprese è stata sempre più trainata dall'IA, dall'elettrificazione, nonché dalla difesa e dall'industria aerospaziale, sebbene in molti comparti l'attività e gli investimenti abbiano continuato a essere modesti. Le società contattate nei settori del software e della consulenza informatica hanno riferito il protrarsi di una crescita eccezionale, in quanto i clienti hanno accelerato la propria trasformazione digitale, modernizzato le infrastrutture esistenti, adottato soluzioni cloud e integrato l'IA in misura crescente nei rispettivi processi. Tale domanda è stata particolarmente sostenuta nei settori dell'amministrazione pubblica, della difesa, della sanità, delle scienze della vita, della tecnologia e dei servizi di pubblica utilità. L'indipendenza geopolitica si è mostrata una considerazione importante, dato il sempre maggiore impegno delle imprese a preservare la sovranità dei dati. Le esportazioni dell'area dell'euro nel settore dell'ingegneria hanno beneficiato del boom mondiale nella costruzione di centri dati, la cui realizzazione ha acquisito slancio anche nell'area. Le preoccupazioni geopolitiche hanno sostenuto il forte aumento della domanda di attrezzature per la difesa e l'industria aerospaziale, mentre gli elevati prezzi del petrolio e del gas, nonché la costruzione di centri dati, hanno generato una crescente domanda di infrastrutture per le energie rinnovabili. L'attività e gli investimenti nel comparto siderurgico hanno iniziato a essere favoriti dai recenti cambiamenti nelle politiche commerciali, in particolare dall'inasprimento di quote e dazi all'importazione a partire dal 1° luglio 2026. Tuttavia, altre industrie di processo, quali quella alimentare, chimica, tessile, della cellulosa e della carta, hanno continuato a risentire della debolezza della domanda, in un contesto caratterizzato da elevati costi di energia, manodopera e regolamentazione e da un'intensa concorrenza internazionale, fattori che hanno indotto a ridurre gli investimenti. Sulle prospettive delle imprese hanno inoltre inciso i timori riguardanti l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato e le elezioni previste in alcuni paesi.

La dinamica dell'occupazione è rimasta contenuta. Nel complesso, le società contattate hanno riferito una flessione degli organici sia nel settore manifatturiero sia,

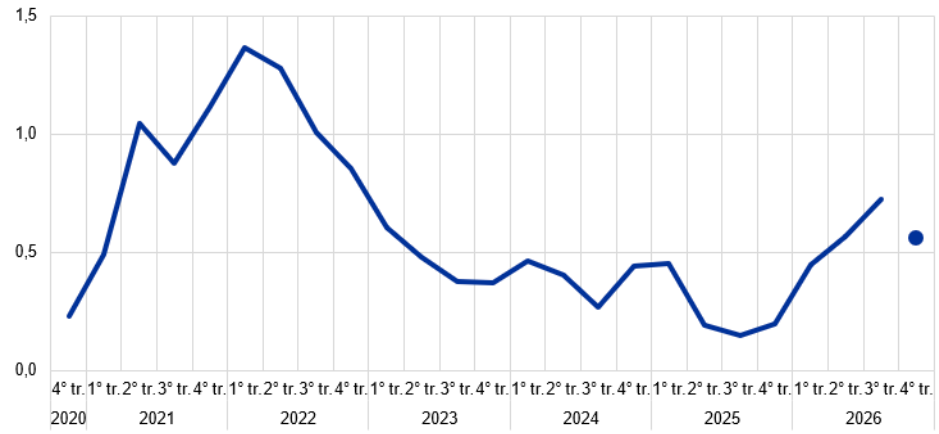
benché in misura minore, in quello dei servizi. Le perdite in termini di occupazione hanno continuato a essere significative nelle industrie manifatturiere interessate da interventi strutturali di riduzione dei costi volti al recupero di competitività a livello internazionale. Tale andamento, tuttavia, è stato in parte compensato dalla crescita in settori quali quello informatico, aerospaziale, della difesa e dell'energia, nonché tra le imprese fornitrici di tali settori. Nel comparto dei servizi molti referenti hanno segnalato prospettive stabili per l'occupazione, ritenendo che un aumento della domanda possa essere assorbito mediante incrementi di produttività e indicando in misura crescente l'azione facilitatrice svolta dall'IA. Al tempo stesso, le agenzie di selezione del personale hanno riferito un più contenuto calo degli organici o un loro modesto incremento, sebbene principalmente determinato da collocamenti temporanei anziché da assunzioni permanenti.

Le imprese intervistate hanno segnalato incrementi dei prezzi di vendita più marcati nel terzo trimestre, in presenza di pressioni sui costi superiori al previsto, e hanno dichiarato di attendersi una moderazione per il quarto trimestre (cfr. il grafico C). Aumenti significativi dei prezzi sono stati osservati nel comparto dell'energia e in quello dei trasporti e della logistica, per effetto dei più elevati prezzi dei prodotti derivati dal petrolio e dal gas a causa del conflitto in corso in Medio Oriente. Rincari sensibili sono stati registrati anche in gran parte del settore dei beni strumentali, a causa, da un lato, della domanda sostenuta e, dall'altro, del forte aumento dei prezzi dei chip di memoria indotto dal boom dell'IA e dalla connessa costruzione di centri dati. Nonostante una dinamica aggregata dei prezzi più vigorosa di quanto previsto alcuni mesi fa, la trasmissione dei maggiori costi derivanti dal conflitto in Medio Oriente è diventata sempre più difficoltosa, dato l'ulteriore incremento dei costi o il loro permanere su livelli elevati allo scadere delle coperture e al rinnovo dei contratti. Tale trasmissione è stata particolarmente difficoltosa, e più limitata, nei settori orientati ai consumatori. Circa il 90 per cento dei referenti di imprese di beni e servizi destinati ai consumatori ha affermato che la trasmissione ai prezzi di vendita è stata solo parziale o limitata, a fronte di meno della metà dei referenti di imprese orientate alla clientela aziendale (cfr. il grafico D). Le principali ragioni sono state individuate nella debolezza della domanda e nelle pressioni dal lato della competitività. In linea con tali valutazioni, le società intervistate hanno dichiarato di attendersi un qualche rallentamento dei prezzi di vendita nei prossimi mesi. Secondo le attese dei referenti, tuttavia, le pressioni sui costi continueranno a essere avvertite da molte imprese fino al 2027, in quanto seguiteranno a giungere a scadenza le coperture, aumenteranno i prezzi delle materie prime agricole e continueranno a trasmettersi gli incrementi dei prezzi praticati dai fornitori.

Grafico C

Indicazioni sull'andamento e sulle prospettive dei prezzi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)

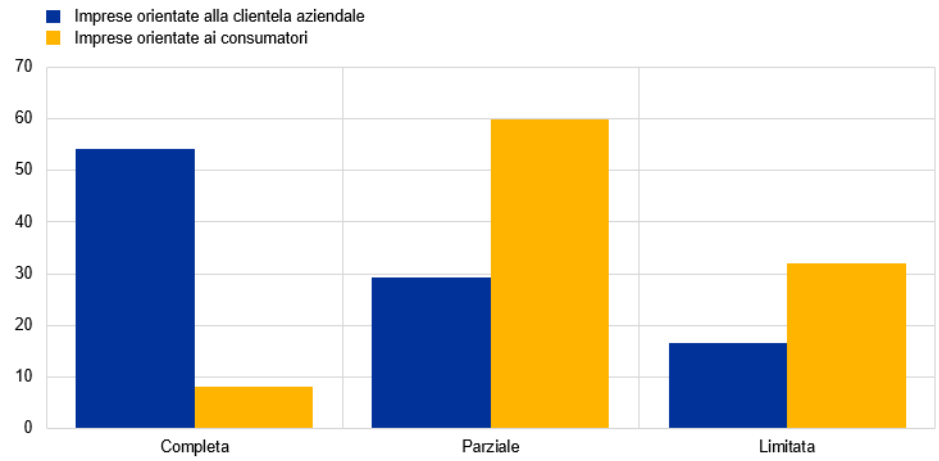


Fonte: BCE.
Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento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

Grafico D

Valutazione della trasmissione ai prezzi di vendita dei maggiori costi derivanti dal conflitto in Medio Oriente

(in percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

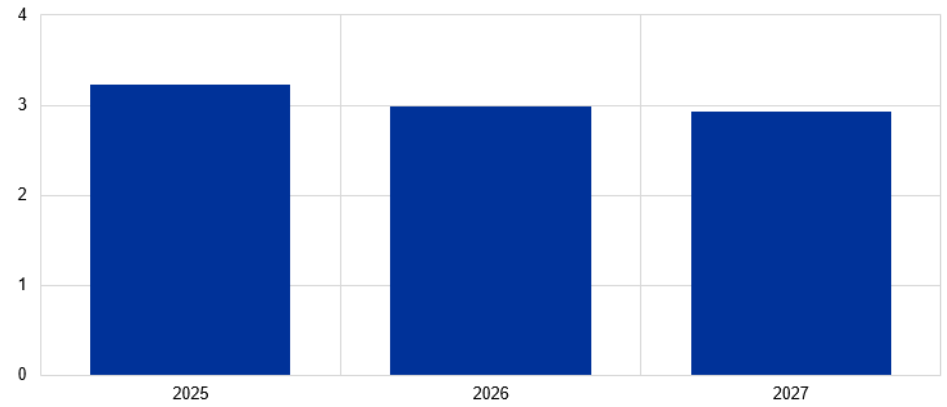
Le aspettative di un rallentamento delle retribuzioni sono in qualche misura diminuite (cfr. il grafico E). In media, le indicazioni quantitative fornite dai referenti implicano l'attesa di una decelerazione della crescita salariale dal 3,2 per cento nel 2025 al 3,0 nel 2026 e al 2,9 nel 2027. Si tratta di un rallentamento più contenuto rispetto alle precedenti edizioni dell'indagine. Coerentemente, secondo il 40 per cento circa delle società contattate (in aumento dal 20 per cento dell'edizione precedente), l'incremento dell'inflazione causato dal conflitto in Medio Oriente determinerà, o rischia di determinare, maggiori rivendicazioni salariali. La maggior parte degli intervistati, tuttavia, non prevede ancora effetti di rilievo sulla crescita

salariale, in considerazione della debolezza delle condizioni economiche e delle prospettive occupazionali.

Grafico E

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 50, 55 e 51 partecipanti.

Le società contattate si sono dichiarate negativamente sorprese dalla durata del conflitto in Medio Oriente, ma colpite in modo positivo dalla capacità di adattamento dimostrata dalle imprese. In questa edizione è stato chiesto ai referenti di valutare l'impatto del conflitto in Medio Oriente sulle condizioni dell'attività nel rispettivo settore e di confrontare tale valutazione con le aspettative formulate all'inizio del conflitto. Circa il 40 per cento ha riferito un calo dell'attività nel proprio comparto per effetto del conflitto, mentre il 20 per cento ne ha segnalato un incremento. La maggior parte, tuttavia, ha sottolineato l'impatto sui costi, il cui aumento è stato rilevato da quasi l'80 per cento degli intervistati. Le indicazioni sono risultate pressoché equamente distribuite tra coloro che hanno rilevato ripercussioni sulla propria attività "peggiori" o "migliori" di quanto atteso. Tra i primi si è osservata la tendenza a menzionare la durata del conflitto, in contrasto con le precedenti aspettative di una risoluzione più rapida. I secondi hanno invece segnalato la sorprendente tenuta e adattabilità delle imprese e delle loro catene di approvvigionamento. Alcuni hanno attribuito tale risultato a quanto appreso, alle modalità di adattamento e ai sistemi informativi introdotti in seguito ai diversi shock (dazi, pandemia e guerra) verificatisi nell'ultimo decennio.

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.

5 Il ruolo di costi e margini di raffinazione nella componente energetica dell'inflazione misurata sullo IAPC

a cura di Filippo Durero, Umberto Maglione, Ana-Simona Manu, Aidan Meyler, Mario Porqueddu, Tito Quadri e Ieva Rubene

Il conflitto in Medio Oriente continua a influenzare i prezzi dell'energia in un contesto di notevole incertezza. Alla fine di ottobre i prezzi del greggio di qualità Brent con scadenza più prossima (front-month) sono saliti oltre i 110 dollari statunitensi al barile, quasi il 60 per cento in più rispetto ai livelli precedenti al conflitto. Poiché le pressioni sui prezzi del greggio e la relativa volatilità restano elevate, le carenze originate dal Medio Oriente, insieme alle interruzioni della produzione in Russia, hanno messo a dura prova anche le operazioni di raffinazione e l'offerta di prodotti raffinati a livello mondiale, spingendo al rialzo i prezzi al consumo.

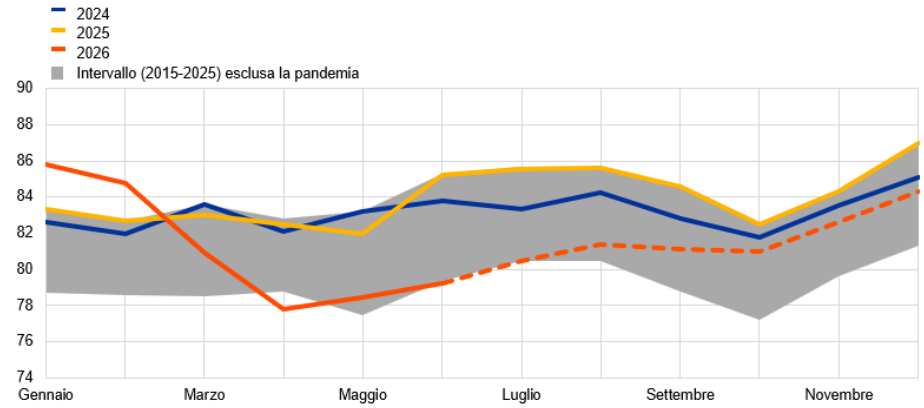
A causa della riduzione dell'attività delle raffinerie in Medio Oriente, in Russia e in Asia, i cicli di raffinazione a livello mondiale sono diminuiti drasticamente rispetto agli anni precedenti (cfr. i pannelli a) e b) del grafico A). Le raffinerie mediorientali hanno risentito della ridotta capacità di esportazione dovuta alla chiusura dello Stretto di Hormuz, mentre quelle asiatiche che dipendono dal greggio del Golfo hanno dovuto fronteggiare costose sostituzioni delle forniture.
Per salvaguardare l'offerta interna di carburante, dal mese di marzo anche la Cina ha frenato le relative esportazioni, con riduzioni significative che sono proseguite fino alla fine di giugno. Le restrizioni, tuttavia, si sono temporaneamente allentate a luglio e agosto. Anche la capacità di raffinazione russa è recentemente diminuita in seguito a una serie di attacchi alle infrastrutture energetiche da parte dell'Ucraina.
In risposta, la Russia ha prorogato i suoi divieti all'esportazione di diesel e benzina fino alla fine di gennaio 2027. Per i produttori di carburante, il divieto di esportazione del diesel è rimasto in vigore fino al 31 ottobre 2026, sebbene sia stato parzialmente allentato a partire dal 10 ottobre, a seguito di un accordo di fornitura con gli Stati Uniti. Di conseguenza, a fine settembre le importazioni via mare nell'UE di diesel e benzina erano inferiori rispettivamente del 56 e del 52 per cento rispetto ai livelli precedenti al conflitto, in un contesto di limitata disponibilità di sostituzione da parte di altri paesi (cfr. il pannello c) del grafico A).

Grafico A

Andamenti dei cicli di raffinazione a livello mondiale e importazioni di diesel via mare nell'UE

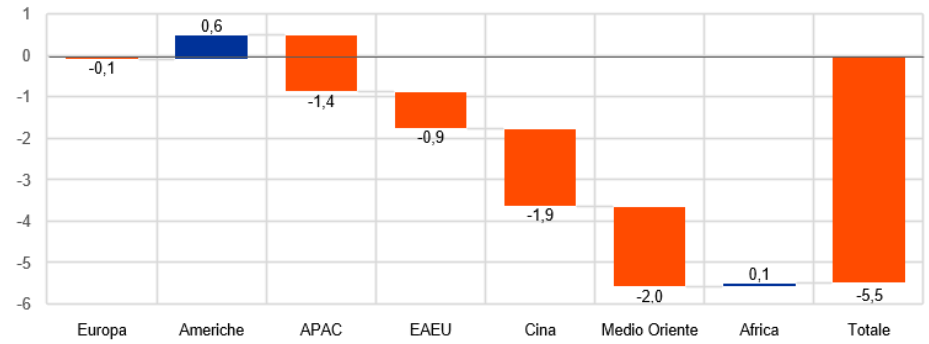
a) Cicli di raffinazione a livello mondiale

(milioni di barili al giorno)



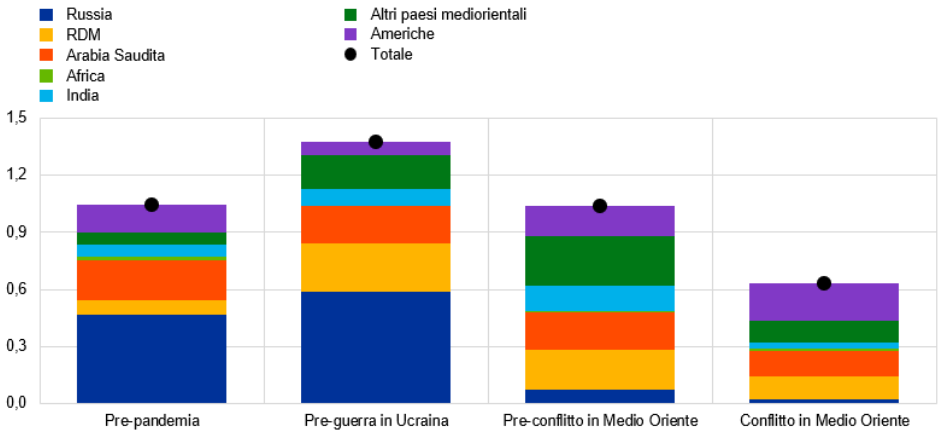
b) Calo complessivo dei cicli di raffinazione dalla fine del 2025

(variazione tra il 2025 e maggio 2026, in milioni di barili al giorno)



c) Importazioni di diesel via mare nell'UE, per paese di origine

(milioni di barili al giorno)



Fonti: Bloomberg, Agenzia internazionale per l'energia (AIE), LSEG, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: nel pannello a) la linea tratteggiata indica le previsioni dell'AIE; la voce "Intervallo (2015-2025) esclusa la pandemia" esclude il periodo da marzo 2020 a dicembre 2021. Nel pannello b) la voce "APAC" indica la regione Asia/Pacifico esclusa la Cina, il Medio Oriente e l'EAEU; la voce "EAEU" si riferisce all'Unione economica eurasiatica (Russia e altri paesi dell'Asia centrale, secondo le classificazioni dell'AIE). Nel pannello c), la voce "RDM" corrisponde al resto del mondo; la voce "Altri paesi mediorientali" indica il Medio Oriente esclusa l'Arabia Saudita; la voce "Pre-pandemia" si riferisce al periodo compreso tra il 1° gennaio 2018 e il 21 febbraio 2020; la voce "Pre-guerra in Ucraina" si riferisce al periodo compreso tra il 21 febbraio 2020 e il 24 febbraio 2022; la voce "Pre-conflitto in Medio Oriente" si riferisce al periodo dal 5 febbraio 2023 (inizio dell'embargo dell'UE) al 28 febbraio 2026; la voce "Conflitto in Medio Oriente" si riferisce al periodo a partire dal 28 febbraio 2026. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2026 (dati mensili) per i pannelli a) e b) e al 30 settembre 2026 per il pannello c) (dati giornalieri).

La limitata offerta di greggio e prodotti raffinati ha determinato un persistente aumento dei margini e dei costi di raffinazione a livello mondiale, in particolare per il diesel (cfr. il pannello a) del grafico B). Tale fenomeno sottolinea la natura interconnessa dei mercati dei combustibili liquidi, in cui le turbative in una regione, come il Medio Oriente o la Russia, hanno effetti di propagazione in tutto il mondo. Gli elevati margini di raffinazione del diesel (crack spread), che in Europa sono saliti a circa tre volte i livelli precedenti al conflitto in Medio Oriente, riflettono le tensioni dal lato dell'offerta a livello mondiale e l'incapacità dei mercati regionali di isolarsi completamente dagli shock esterni (cfr. il pannello b) del grafico B)[1]. Anche i margini di raffinazione della benzina sono aumentati fino a settembre, tuttavia si sono fortemente indeboliti a ottobre (cfr. il pannello c) del grafico B).

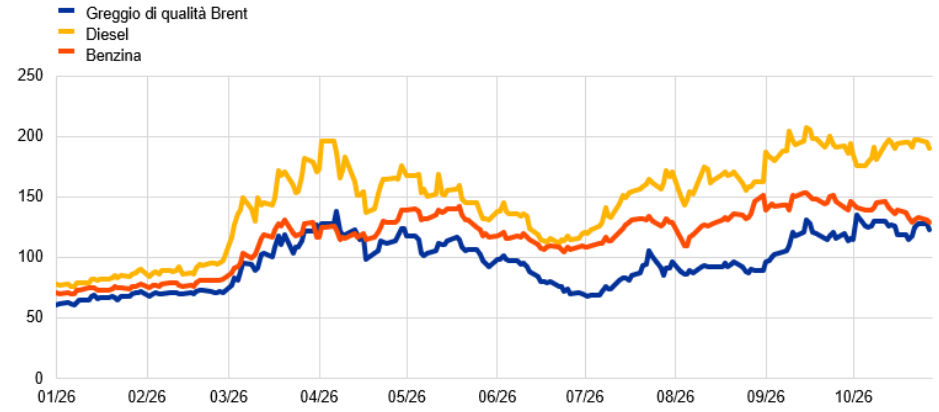
[1] Nel presente riquadro le espressioni "margini di raffinazione", "costi e margini di raffinazione" e "crack spread" sono utilizzate in modo intercambiabile. I margini di raffinazione sono calcolati come differenza tra il prezzo del prodotto raffinato e il prezzo del greggio. Sono compresi anche i costi di produzione del prodotto raffinato, quali i costi assicurativi, di trasporto e del lavoro, nonché un mark-up rispetto al costo di produzione.

Grafico B

Andamenti recenti dei prezzi del greggio, dei prodotti raffinati e dei costi e margini di raffinazione a livello internazionale

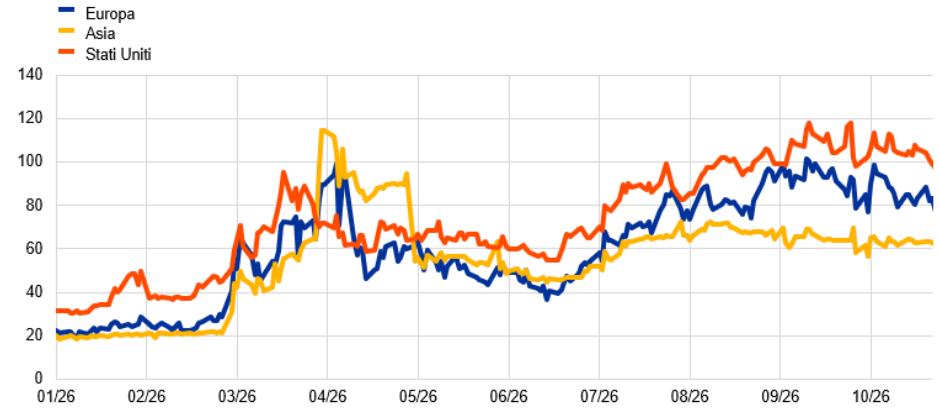
a) Prezzi del greggio di qualità Brent e di benzina e diesel raffinati in Europa

(dollari statunitensi al barile)



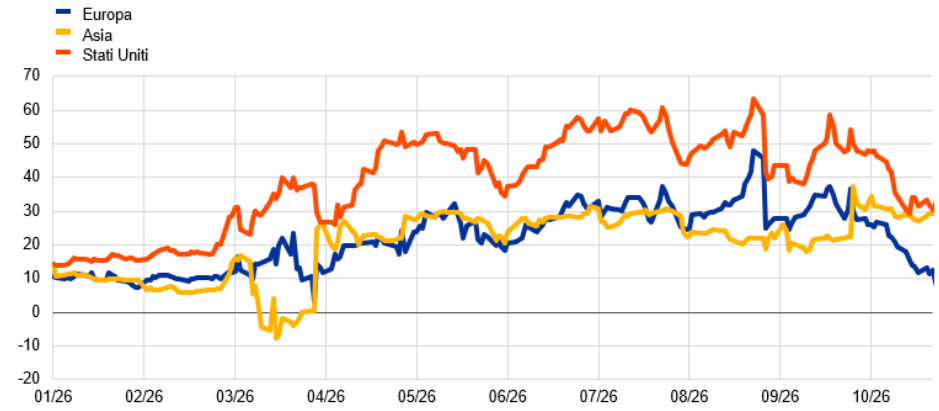
b) Costi e margini di raffinazione del diesel (crack spread)

(dollari statunitensi al barile)



b) Costi e margini di raffinazione della benzina (crack spread)

(dollari statunitensi al barile)



Fonti: Bloomberg, LSEG, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: nel pannello a) tutte le serie rappresentano i prezzi fisici/a pronti. I pannelli b) e c) mostrano i margini di raffinazione di diesel e benzina, calcolati come prezzi dei prodotti meno il parametro regionale di riferimento per il greggio. Tutte le serie utilizzano il contratto future disponibile più prossimo. Gli spread europei sono calcolati in riferimento al diesel ARA a bassissimo tenore di zolfo e benzina Eurobob rispetto al greggio Brent. Gli spread asiatici si riferiscono al diesel Singapore 10 ppm e benzina RON 92 rispetto al greggio di Dubai. Gli spread USA sono riferiti alla benzina New York Harbor ULSD e RBOB in rapporto al greggio West Texas Intermediate (WTI). Le ultime osservazioni si riferiscono al 28 ottobre 2026.

Oltre ad avere incorporato alcune variazioni strutturali, dal 2020 i margini di raffinazione nell'area dell'euro, misurati in termini reali, sono stati elevati e volatili (cfr. il pannello a) del grafico C). I margini si sono ridotti nel 2020, durante la pandemia di COVID-19 per poi registrare un forte rialzo a seguito dell'invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia; agli inizi del 2023 hanno raggiunto il livello massimo e, nella seconda metà del 2024, si sono attenuati riportandosi verso i livelli precedenti la pandemia. Dall'inizio del conflitto in Medio Oriente hanno ripreso ad aumentare; tale accresciuta volatilità fa seguito a un graduale aumento dei margini di raffinazione negli ultimi vent'anni, determinato da cambiamenti strutturali nel settore[2]. Storicamente, i picchi dei margini sono stati di breve durata, in quanto incentivano l'adeguamento sia dell'equilibrio tra domanda e offerta sia del mix di produzione da parte delle raffinerie. La correzione delle turbative attuali, tuttavia, potrebbe risultare più difficoltosa e richiedere più tempo.

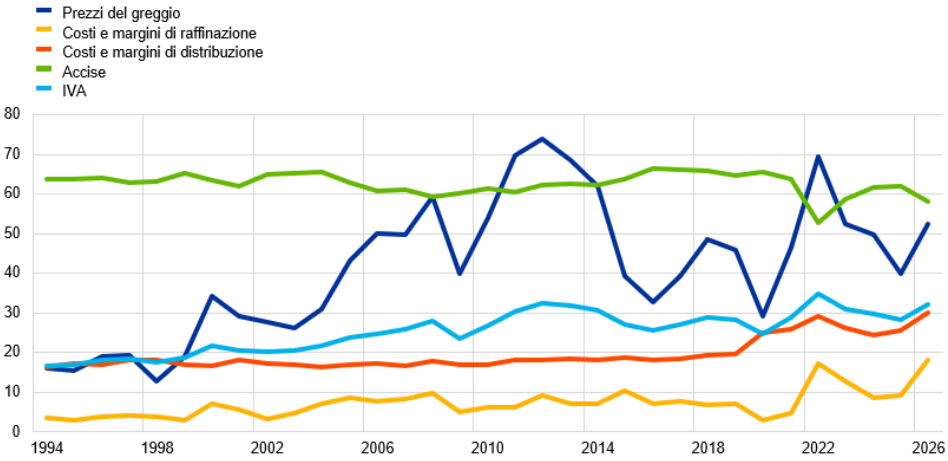
2 I margini di raffinazione in termini nominali sono aumentati nel tempo. Dopo essere stati molto bassi fino al 2003, pari a circa 4 dollari statunitensi al barile sia per la benzina sia per il diesel, con la crescita delle tensioni nei mercati mondiali della raffinazione e con l'emergere della domanda cinese i margini sono aumentati, mantenendosi in media a circa 10 dollari statunitensi al barile dal 2004 al 2021 (in genere, con livelli leggermente superiori per il diesel rispetto alla benzina). A partire dall'invasione russa dell'Ucraina, i margini si sono collocati, in media, a circa 14 dollari statunitensi al barile per la benzina e a 28 dollari statunitensi al barile per il diesel.

Grafico C

Andamenti dei prezzi dei carburanti liquidi per trasporto e riscaldamento

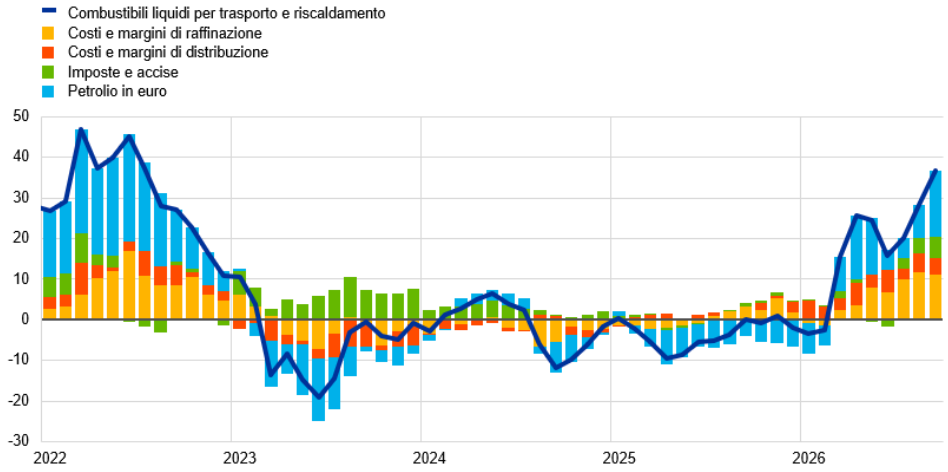
a) Componenti dei prezzi dei carburanti liquidi in termini reali

(centesimi di euro al litro nel 2026)



b) Scomposizione dell'inflazione relativa ai carburanti liquidi

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



Fonti: Eurostat, LSEG, Commissione europea (bollettino petrolifero settimanale) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: i prezzi dei carburanti liquidi sono calcolati come media ponderata dei prezzi dei carburanti per il trasporto (diesel e benzina) e il riscaldamento, utilizzando pesi dello IAPC. Nel pannello a) le singole componenti sono espresse in centesimi di euro al litro nel 2026, deflazionati con l'inflazione misurata sullo IAPC. I dati del 2026 si riferiscono ai mesi da inizio anno fino al 28 ottobre 2026.
Nel pannello b) le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2026.

A seguito della pandemia e dell'invasione russa dell'Ucraina si sono inoltre verificati cambiamenti nella dinamica di costi e margini di distribuzione e nella componente fiscale dei prezzi dei carburanti liquidi. Nel 2020 i costi e i margini di distribuzione sono aumentati in termini reali (possibilmente perché le società petrolifere integrate hanno cercato di compensare il calo dei volumi di vendita e dei margini di raffinazione), ma dal 2022 hanno seguito gli andamenti dei margini di raffinazione e restano su livelli superiori a quelli precedenti la pandemia. Dal 2022 le variazioni delle accise hanno in parte compensato tali andamenti. Dopo essere rimaste sostanzialmente stabili in termini reali fino al 2022, le accise sono state ridotte nel 2022 e nel 2023. Nel 2026 la riduzione delle accise, che riflette le misure

fiscali volte a contenere i rincari energetici, è stata limitata rispetto agli aumenti del greggio e dei margini di raffinazione e distribuzione[3].

Le variazioni dei margini di raffinazione hanno occasionalmente influenzato i prezzi al consumo quasi quanto l'andamento dei prezzi del greggio, soprattutto nei momenti di crisi energetica (cfr. il pannello b) del grafico C). Dalla fine di febbraio 2026 i margini di raffinazione sono notevolmente aumentati, facendo salire il tasso di inflazione dei carburanti liquidi per il trasporto e il riscaldamento[4]. Data la loro importanza per l'inflazione misurata sullo IAPC, è utile cogliere tali dinamiche nei modelli previsivi. Una valutazione in tempo reale delle previsioni effettuata sulla base di un modello elaborato dalla BCE per i beni energetici, denominato short-term inflation projection (STIP), suggerisce che l'utilizzo dei contratti future finanziari per prevedere i prezzi dei carburanti liquidi destinati al trasporto e al riscaldamento nell'area dell'euro consenta un lieve miglioramento delle previsioni, in particolare su orizzonti da 3 a 11 mesi per l'intero campione e su un orizzonte di un mese per il periodo precedente la pandemia (fino al 2019)[5]. I benefici sono meno evidenti durante il periodo di elevata inflazione, quando le quotazioni dei contratti future hanno generalmente sottostimato i successivi andamenti dei prezzi.

Il modello STIP relativo all'energia mostra che i margini di raffinazione possono incidere in misura significativa sull'inflazione dei beni energetici. Il modello è stato applicato utilizzando due serie di dati e ipotesi: in primo luogo adottando le ipotesi relative a greggio, gas e diesel e benzina raffinati, basate sulla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2026 (21 maggio); in secondo luogo, utilizzando i nuovi dati e lo stesso insieme di ipotesi basate sulla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2026 (19 agosto). In entrambi i casi, per orientare le prospettive sono stati utilizzati i contratti future sui prezzi dei prodotti raffinati provenienti dai mercati finanziari. Nonostante le ipotesi di prezzi del petrolio più bassi, la previsione di settembre anticipa un aumento dell'inflazione dei beni energetici, riconducibile principalmente ai maggiori costi e margini di raffinazione (cfr. i pannelli a) e b) del grafico D).

3 Poiché l'imposta sul valore aggiunto (IVA) è riscossa in termini percentuali, la componente IVA in centesimi di euro per ciascun litro varierà al variare della somma delle altre componenti (prezzo del greggio, margini di raffinazione e distribuzione, accise), anche se l'aliquota IVA è costante.

4 Cfr. Kuik et al. (2026). Per una scomposizione simile nel 2022, cfr. Kuik et al. (2022).

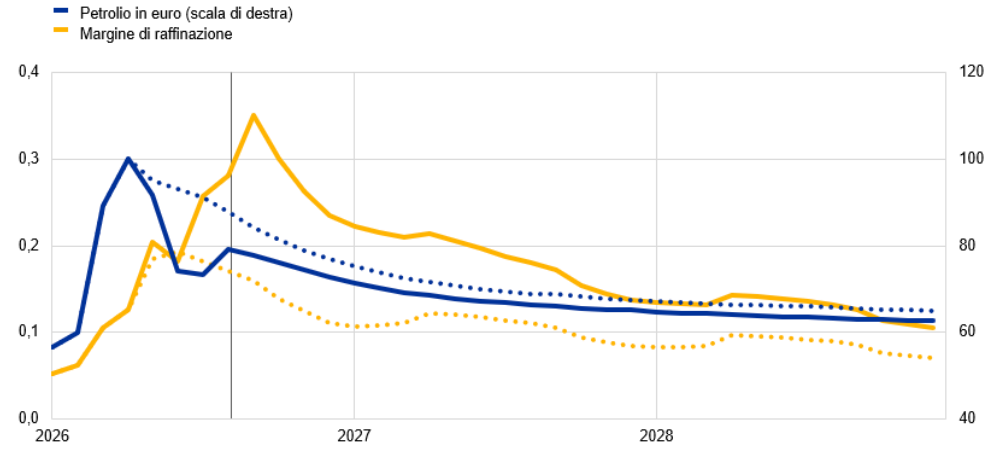
5 Il modello STIP relativo all'energia utilizzato per la valutazione è descritto in Bańbura et al. (2025).

Grafico D

Ruolo potenziale dei margini di raffinazione nelle prospettive relative alla componente energetica dello IAPC

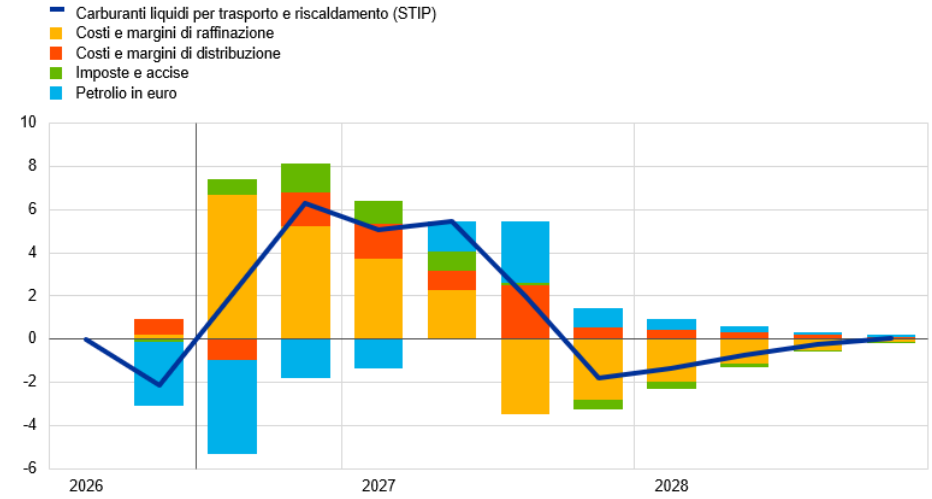
a) Ipotesi per il modello STIP relativo all'energia

(scala di sinistra: euro al litro; scala di destra: euro al barile)



b) Revisione delle previsioni di inflazione del modello STIP per i carburanti liquidi per trasporto e riscaldamento: impatto dei dati e variazioni delle ipotesi tra le proiezioni degli esperti di giugno e settembre 2026

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat, LSEG, Commissione europea (bollettino petrolifero settimanale) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: il pannello a) confronta le ipotesi basate sulla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni di settembre 2026 (19 agosto, linee continue) e di giugno 2026 (21 maggio, linee tratteggiate). Il pannello b) mostra la revisione della previsione relativa al tasso di variazione sui dodici mesi tra le due date di ultimo aggiornamento. La linea verticale continua nei due pannelli indica l'ultima osservazione disponibile per le proiezioni di settembre 2026.

Tali risultati evidenziano il motivo per cui gli esperti della BCE e dell'Eurosistema monitorino attentamente i profili dei prezzi del diesel e della benzina raffinati nelle proprie proiezioni. Nello specifico, dall'inizio del conflitto in Medio Oriente sono stati utilizzati i contratti future finanziari per l'acquisto di benzina e diesel raffinati per contribuire alla formulazione delle proiezioni, assicurando che queste siano basate su tutte le informazioni rilevanti e necessarie per una corretta valutazione delle prospettive di inflazione e dei rischi per il futuro.

Riferimenti bibliografici

Bańbura, M., Bobeica, E., Giammaria, A., Porqueddu, M. e van Spronsen, J. (2025), "A new model to forecast energy inflation in the euro area", *Working Paper Series*, n. 3062, BCE.

Banca centrale europea (2026), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2026*.

Banca centrale europea (2026), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2026*.

Kuik, F., Adolfsen, J.F., Lis, E.M. e Meyler, A. (2022), *Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo*, articolo 1 nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

Kuik, F., Lis, E., Nickel, C. e Porqueddu, M. (2026), "From well to pump: how fuel prices are formed", *Il Blog della BCE*, BCE, 31 luglio.

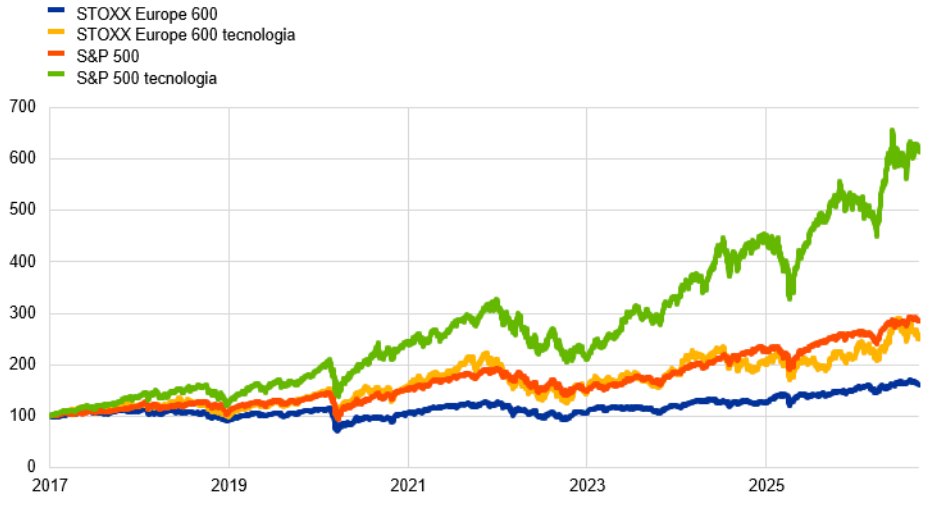
6 Intelligenza artificiale e imprese europee: il costo del finanziamento sul mercato

a cura di Irene Ferrari, Sofia Gori, Johannes Groß, Fabian Schupp e Sigurd Steffensen

Dalla fine del 2022 l'intelligenza artificiale (IA) è stata uno dei principali fattori a guidare i mercati finanziari di tutto il mondo e le azioni nel settore tecnologico hanno riportato risultati notevolmente superiori (cfr. il grafico A).
Tali performance superiori sono state particolarmente sorprendenti negli Stati Uniti, attribuibili principalmente a un piccolo gruppo di operatori hyperscale, e sono evidenti tra le imprese europee che occupano posizioni a monte nel consolidamento delle infrastrutture di IA a livello mondiale. Tuttavia, l'influenza dell'IA sui mercati non si limita a un gruppo ristretto di fornitori di infrastrutture e risale a un tempo meno recente. Molte aziende integrano l'intelligenza artificiale nelle loro attività, sia sviluppando prodotti che ne sono potenziati, sia adottando processi abilitati dall'IA per migliorare la produttività[1]. Il presente riquadro introduce pertanto una nuova misura a livello di impresa dell'esposizione all'IA, derivata dalle discussioni su questo argomento emerse nei resoconti degli annunci degli utili agli investitori. Ce ne si avvale per esaminare come l'esposizione delle imprese europee all'IA si rifletta nei rendimenti azionari e nei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie[2].

Grafico A
Risultati di STOXX Europe 600 e S&P 500 e dei loro sottosettori tecnologici

(indice: 2 gennaio 2017 = 100)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della Banca centrale europea (BCE).
Note: il grafico mostra i livelli degli indici azionari di riferimento europei e statunitensi e i rispettivi sottosettori tecnologici nel tempo. Le ultime osservazioni si riferiscono al 15 settembre 2026.

1 Cfr., ad esempio, Acemoglu e Restrepo (2020) e Babina et al. (2024).

2 Gli annunci degli utili agli investitori sono stati già utilizzati per misurare l'esposizione delle imprese statunitensi all'IA (cfr. Ca' Zorzi et al., 2025).

Le imprese sono classificate come esposte all'IA quando i loro annunci degli utili agli investitori citano l'IA in relazione alla fornitura di infrastrutture, allo sviluppo di prodotti o al miglioramento dei processi aziendali e della produttività[3]**.** Questi criteri sono applicati alle imprese incluse nell'indice STOXX Europe 600, rilevando non solo quelle che forniscono tecnologia dell'IA, ma anche le imprese di tutti i settori che incorporano l'IA nei loro prodotti e nella loro operatività. L'approccio tiene conto anche della natura evolutiva dell'IA: l'informativa delle imprese si adegua al progresso tecnologico e alla relativa diffusione in tutti i settori, consentendo di seguire tale evoluzione attraverso una misura basata su dichiarazioni contemporanee. Si tratta di un elemento prezioso, considerando che l'analisi si basa sull'individuazione tempestiva delle notizie relative all'IA. Di conseguenza, l'esposizione all'IA è misurata trimestralmente a partire dal 2017 e trattata come variabile nel tempo, consentendo all'analisi di tenere conto dell'eterogeneità tra imprese e della variazione nel tempo specifica per settore[4].

Dal 2022 è aumentata in misura significativa la quota di imprese esposte all'IA, che viene citata negli annunci degli utili agli investitori prevalentemente come fonte di innovazione di prodotto e crescita (cfr. il grafico B). Il 75 per cento degli annunci degli utili agli investitori che richiamano l'IA fa riferimento all'innovazione dei prodotti o alle opportunità di crescita scaturite dal miglioramento dell'offerta produttiva dovuto all'intelligenza artificiale, mentre nel 50 per cento dei casi il dibattito verte sui connessi guadagni di produttività e talvolta vengono citati entrambi questi aspetti. Vi è una spiccata eterogeneità tra settori e nel tempo: le aziende informatiche parlavano di innovazione di prodotto connessa all'IA già nel 2017, mentre le imprese di altri settori hanno iniziato a fare riferimento ai miglioramenti di produttività derivanti dall'IA principalmente dopo il lancio di ChatGPT, alla fine del 2022. Ciò è in linea con i risultati di giugno e dicembre 2025 dell'indagine della BCE sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro, che mostrano casi d'uso dell'IA più orientati all'innovazione nel settore informatico, a fronte di una maggiore enfasi sulla riduzione dei costi nella manifattura, nelle costruzioni, nel commercio e in altri servizi[5].

---

3 Questo approccio si basa su Ferrari et al. (2026). Tale impostazione consente la classificazione multi-etichetta, àncora le definizioni di IA al momento di ogni annuncio e fornisce una motivazione per ogni segnalazione, a beneficio dell'interpretabilità e della qualità delle decisioni. Poiché le imprese potrebbero essere incentivate a influenzare le percezioni degli analisti quando trattano del loro utilizzo dell'IA sugli annunci degli utili agli investitori, il modello previene l'"AI washing", cioè una presentazione fuorviante dell'effettivo uso dell'IA, escludendo dichiarazioni vaghe non esplicitamente collegate alla performance.

4 La misura è strettamente correlata a una classificazione consolidata a livello di settore fornita da Calvino et al. (2024), che combina indicatori del capitale umano, dell'innovazione, dell'esposizione corretta per le barriere e dell'uso dell'IA.

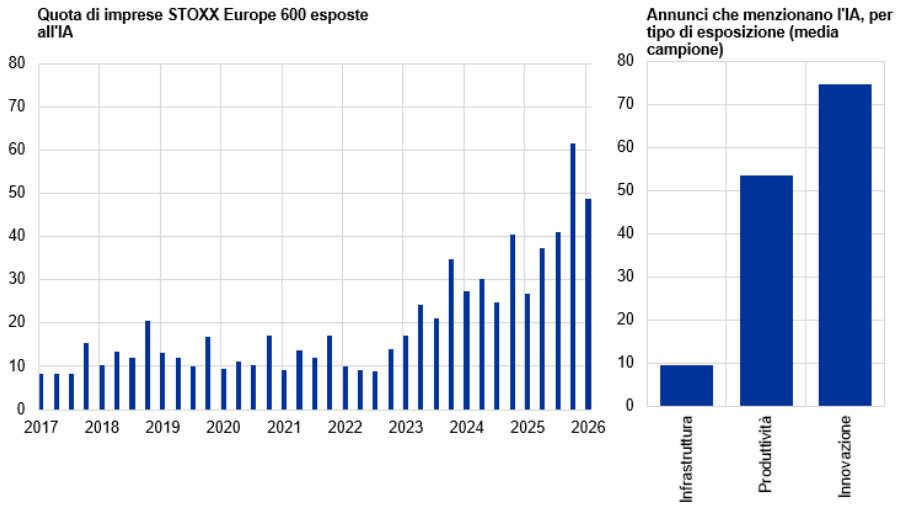
5 Cfr. Ferrando et al. (2026). Anche le informazioni desunte dalle indagini condotte dalla BCE indicano una diffusione dell'IA rapida ma disomogenea: circa tre quarti delle grandi imprese dell'area dell'euro intervistate nel 2024 hanno segnalato l'utilizzo dell'IA nella propria attività d'impresa (cfr. Bergeaud et al., 2025). Dati complementari tratti dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori mostrano che la quota di lavoratori che segnalano un utilizzo dell'IA sul posto di lavoro è all'incirca raddoppiata tra il 2024 e il 2026, con una significativa eterogeneità tra le occupazioni e le caratteristiche dei lavoratori (cfr. Dias da Silva et al., 2026).

Grafico B

Quota delle imprese STOXX Europe 600 esposte all'IA e scomposizione per tipo di esposizione

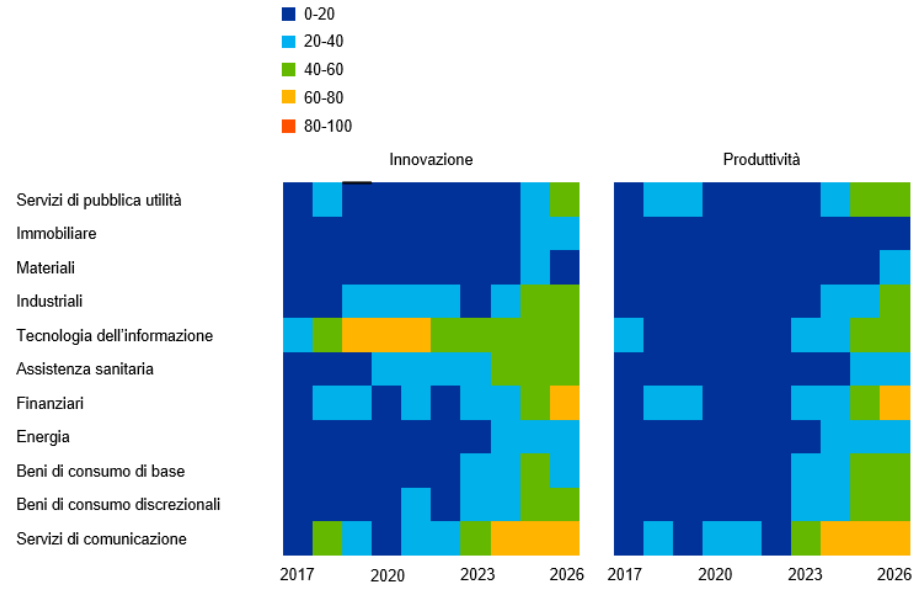
a) Quota complessiva

(valori percentuali)



b) Quota per esposizione in termini di innovazione e produttività

(valori percentuali)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.
Note: il campione comprende tutte le imprese incluse nell'indice STOXX Europe 600 e riguarda il periodo compreso tra il primo trimestre del 2017 e il secondo trimestre del 2026. Pannello a): quota trimestrale degli annunci degli utili agli investitori in cui viene citata l'IA (lato sinistro) e relativa scomposizione per tipologia di esposizione nel periodo campione (lato destro). Pannello b): quota annuale di imprese in ciascun settore del Global Industry Classification Standard, che hanno citato un'esposizione in termini di innovazione (lato sinistro) e produttività (lato destro). La quota annuale del 2026 è approssimata utilizzando le quote relative al primo e al secondo trimestre. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026.

Dal punto di vista teorico, non è immediato stabilire se l'esposizione all'IA determini un aumento o una diminuzione dei costi di finanziamento delle imprese. L'adozione dell'intelligenza artificiale potrebbe innalzare i flussi di cassa attesi, generando una crescita delle valutazioni azionarie e un'attenuazione del

rischio di credito percepito, ma solo se gli investitori credessero di trovarsi di fronte a un autentico progresso delle aziende, piuttosto che a mere dichiarazioni non comprovate. Dal lato del debito, l'adozione dell'intelligenza artificiale spesso richiede ingenti investimenti di capitale iniziali concentrati in attività immateriali con un valore collaterale limitato, che potrebbero aumentare i costi di finanziamento. Poiché si tratta di meccanismi che agiscono in modo contemporaneo, l'analisi esamina se l'esposizione all'IA sia sistematicamente associata a rendimenti azionari e costi di finanziamento obbligazionario diversi da quelli delle imprese non esposte all'IA.

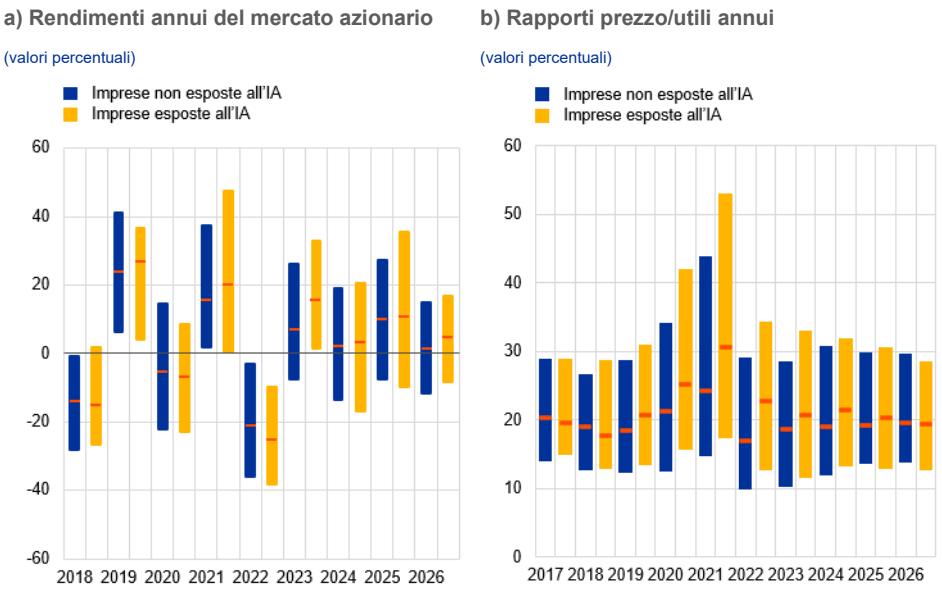
Una regressione longitudinale mostra un premio per il rendimento del capitale azionario di circa 1,3 punti percentuali al trimestre per le imprese esposte all'IA (cfr. il grafico C)[6]**.** I rendimenti azionari trimestrali sono sottoposti a una regressione su indicatori di esposizione all'IA, tenendo conto delle caratteristiche a livello di impresa, di risultati inattesi per gli utili, degli effetti fissi a livello di impresa e di settore-trimestre, nonché delle tendenze temporali specifiche per settore. Ciò garantisce che le imprese esposte all'IA siano confrontate con quelle non esposte appartenenti allo stesso settore e osservate nello stesso trimestre, depurando l'analisi dalle variazioni che interessano l'intero settore[7]. I risultati della regressione sono in linea con i profili descrittivi nei dati: nella maggior parte degli anni le imprese esposte all'IA hanno registrato rendimenti azionari mediani sui dodici mesi superiori a quelli delle imprese non esposte (cfr. il pannello a) del grafico C) e hanno anche mostrato rapporti prezzo/utili più elevati (cfr. il pannello b) del grafico C). Ciò è coerente con un profilo azionario di più lunga durata, in cui gran parte del valore delle imprese dell'IA è legato a utili che dovrebbero maturare in futuro.

6 Poiché molte imprese segnalano più di un tipo di esposizione all'IA, le categorie non si escludono a vicenda e l'analisi si concentra quindi sull'esposizione complessiva delle imprese.

7 È importante sottolineare che il premio non riflette semplicemente il più ampio rialzo dei titoli tecnologici. Escludendo il settore informatico dal campione, il premio stimato si conferma simile per entità e significatività, confermando che il differenziale di rendimento si applica alla più ampia gamma delle imprese. Il premio è identificato dalla variazione nell'ambito della stessa impresa, confrontandola in trimestri con e senza un'informativa concreta sull'IA, al netto di risultati inattesi relativi agli utili comunicati in occasione degli annunci agli investitori e dei fondamentali e della dinamica dell'impresa, misurati nel periodo precedente.

Grafico C

Rendimenti azionari e rapporti prezzo/utili per le imprese Stoxx Europe 600 esposte e non all'IA



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.
Note: il pannello a) mostra la distribuzione dei rendimenti azionari annui, ponderati per il valore di mercato a fine anno. Il pannello b) mostra la distribuzione dei rapporti prezzo/utili annui, ponderati per il valore di mercato a fine anno. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026.

I mercati obbligazionari delle società non finanziarie mostrano un profilo sostanzialmente analogo a quello dei mercati azionari (cfr. il grafico D).

Le regressioni longitudinali che utilizzano i differenziali trimestrali corretti per le opzioni per il periodo compreso tra il 2019 e il 2026, con i controlli specifici per obbligazione ed emittente, mostrano che l'esposizione all'IA corrisponde a differenziali più ristretti di circa 5 punti base: un nesso modesto, ma robusto, tra l'esposizione all'IA e un minore costo del debito implicito nel mercato[8]. Anche questa considerazione trova corrispondenza nei profili descrittivi dei dati. Gli emittenti esposti all'IA mostrano costantemente differenziali inferiori rispetto a quelli degli emittenti non esposti: sia la mediana sia l'intervallo interquartile si sono spostati verso il basso nella maggior parte degli anni (cfr. il pannello a) del grafico D).

Le imprese esposte hanno inoltre emesso una quota maggiore di obbligazioni con scadenze superiori a dieci anni (cfr. il pannello b) del grafico D), mentre le emissioni delle imprese non esposte sono più concentrate sulle scadenze intermedie. Questa combinazione indica condizioni di finanziamento più favorevoli, in quanto le

8 A differenza dei risultati relativi alle azioni, nessuno dei tre tipi di esposizione è associato singolarmente a differenziali più ristretti, se indicato separatamente. Ciò suggerisce che i mercati obbligazionari valutano l'adozione dell'IA in termini complessivi, piuttosto che differenziando forme specifiche, il che è coerente con molte imprese che segnalano più di un tipo di esposizione.

scadenze più lunghe richiederebbero di norma differenziali più ampi, non più ristretti[9].

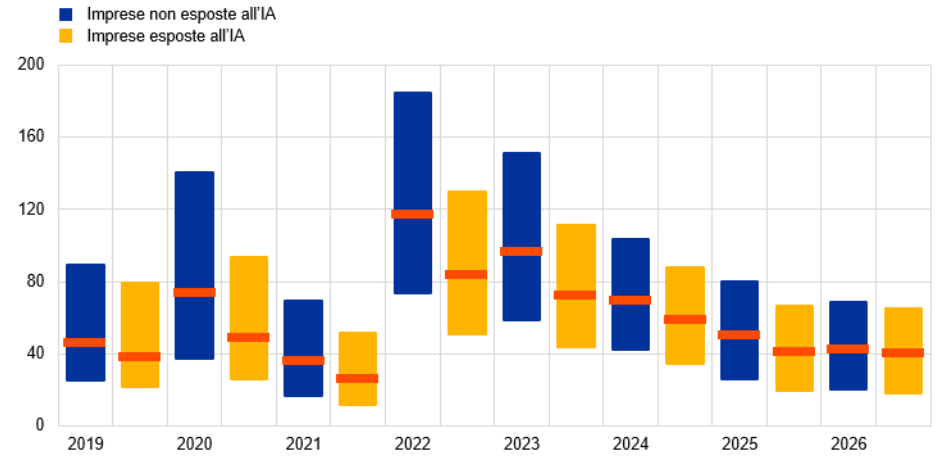
[9] A tale riguardo, si riscontra che anche gli operatori hyperscale statunitensi che finanziano la costruzione di infrastrutture di IA attraverso i mercati europei del debito societario emettono obbligazioni con scadenze più lunghe. Per queste imprese, tuttavia, l'emissione di titoli di debito connessi all'IA è associata a differenziali di credito più elevati, non inferiori, rispetto alle loro omologhe, in quanto gli investitori sembrano richiedere un premio per il rischio legato all'incertezza che caratterizza gli investimenti delle imprese in IA. Cfr. Duquerroy et al. (2026).

Grafico D

Differenziali tra obbligazioni societarie e struttura dei titoli per scadenze per società non finanziarie STOXX Europe 600 esposte e non all'IA

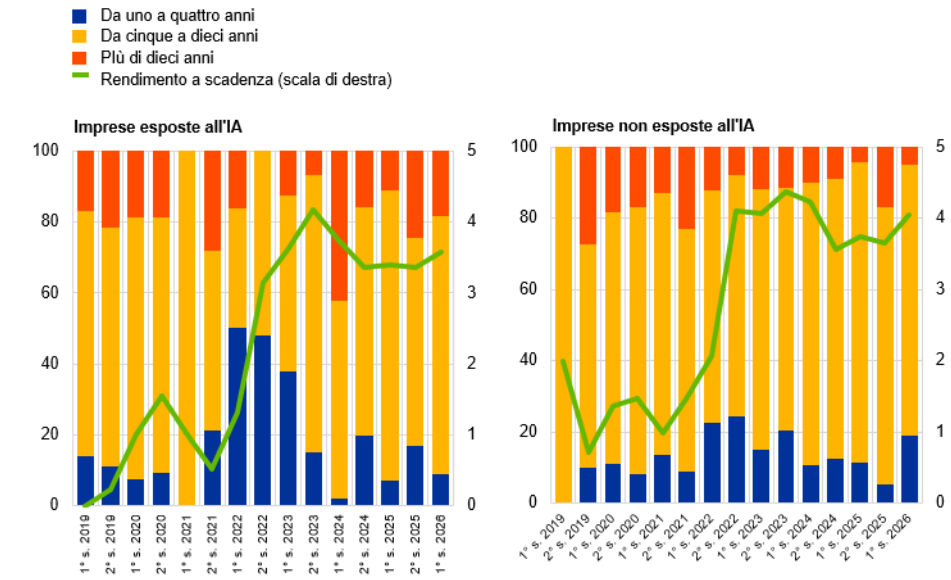
a) Differenziali corretti per le opzioni

(punti base)



b) Struttura per scadenze delle nuove emissioni obbligazionarie

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



Fonti: LSEG, BCE (archivio centralizzato sui titoli (Centralised Securities Database,CSDB), CSEC), ICE, Moody's Analytics ed elaborazioni della BCE.
Note: il pannello a) mostra la distribuzione annuale dei differenziali corretti per le opzioni sulla curva swap. I differenziali sono winsorizzati e ponderati per le consistenze in essere in euro. Il campione copre obbligazioni denominate in euro con vita residua compresa tra 1 e 30 anni, un ammontare emesso al di sopra di 1 milione di euro e differenziali compresi tra -100 e 3.500 punti base. Il pannello b) mostra le nuove emissioni obbligazionarie per categoria di scadenza come quota delle consistenze in essere in euro, con il rendimento a scadenza calcolato come media ponderata per le consistenze stesse. Il campione comprende le obbligazioni denominate in euro con vita residua compresa tra 1 e 30 anni e un ammontare emesso superiore a 1 milione di euro. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2026.

Dall'analisi svolta nel presente riquadro risulta una relazione positiva tra l'esposizione all'IA e i prezzi delle azioni e delle obbligazioni societarie in tutta l'economia europea. L'associazione dell'intelligenza artificiale con una diminuzione dei costi di finanziamento tramite ricorso al mercato è distribuita più ampiamente di quanto suggerisca la concentrazione del rialzo dei titoli informatici. Tuttavia, questa

relazione si fonda sulle aspettative circa i rendimenti della tecnologia. Se tali aspettative dovessero deludere, le valutazioni e i differenziali potrebbero subire revisioni dei prezzi brusche e ampie, estendendosi ben oltre le imprese che sostengono il ciclo degli investimenti in IA. Sono necessarie ulteriori analisi per stabilire l'entità potenziale di tale ridefinizione dei prezzi e il suo effetto sulle condizioni di finanziamento aggregate nell'area dell'euro[10].

Riferimenti bibliografici

Acemoglu, D. e Restrepo, P. (2020), "Robots e Jobs: Evidence from US Labor Markets", *Journal of Political Economy*, vol. 128, n. 6, aprile.

Andersson, M., Breckenfelder, J., Corradin, S., Nikolov, K. e Viola, M.A. (2026), "The AI boom: rational enthusiasm or the next dot-com bubble?", *Il Blog della BCE*, BCE, 17 agosto.

Babina, T., Fedyk, A., He, A. e Hodson, J. (2024), "Artificial intelligence, firm growth, and product innovation", *Journal of Financial Economics*, vol. 151, gennaio.

Bergeaud, A., González-Torres Fernández, G., Labhard, V. e Sellner, R. (2025), "AI can boost productivity – if firms use it", *Il Blog della BCE*, BCE, 28 marzo.

Calvino, F., Dernis, H., Samek, L. e Ughi, A. (2024), "A sectoral taxonomy of AI intensity", *OECD Artificial Intelligence Papers,* n. 30, OCSE, dicembre.

Ca' Zorzi, M., Lopardo, G. e Manu, A.-S. (2025), "Verba volant, transcripta manent: what corporate earnings calls reveal about the AI stock rally", *Working Paper Series*, n. 3093, BCE, agosto.

Dias da Silva, A., Lebastard, L. e Sondermann D. (2026), "AI adoption and the productivity promise: what workers report", *Il Blog della BCE*, BCE, 26 agosto.

Duquerroy, A., Furtuna, O., Rahmouni-Rousseau, I. e Vaz Cruz, L. (2026), "Big tech, big debt: when US tech giants tap the euro area bond market", *Il Blog della BCE*, BCE, 31 agosto.

Ferrando, A., Lamboglia, S., Rariga, J. e Schmidt, M. (2026), "Adoption and investment in AI across the euro area: insights from harmonised firm-level data", *Occasional Paper Series*, n. 395, BCE, luglio.

Ferrari, I., Groß, J., Schupp, F. e Steffensen, S. (2026), "AI Exposure and the Costs of Market-based Financing in Europe: Evidence from Earnings Call Transcripts", mimeo.

[10] Per ulteriori informazioni sul rischio di valutazione associato all'IA e sul potenziale impatto di una correzione dei titoli azionari statunitensi sulle condizioni finanziarie dell'area dell'euro, cfr. Andersson et al. (2026).

7 La competitività delle banche e il suo ruolo nella politica monetaria

a cura di Lorenzo Ferrante, Franziska Maruhn e Carla Valero Escribá

Il presente riquadro fornisce evidenze sulla competitività delle banche nell'area dell'euro e sul suo legame con la trasmissione della politica monetaria. Di recente le istituzioni europee hanno preso in esame misure volte a rafforzare la competitività delle banche attraverso la riduzione della frammentazione transfrontaliera e la semplificazione dei requisiti regolamentari e di segnalazione (cfr. Commissione europea, 2026). La competitività delle banche non è un concetto di immediata definizione. Le banche sono competitive nella misura in cui generano profitti sulla base di un modello di business sostenibile (anziché sfruttare il proprio potere di mercato), sono adeguatamente capitalizzate e possono accedere al finanziamento e alla liquidità sul mercato a costi contenuti. Queste caratteristiche consentono loro di continuare a erogare credito nelle fasi di turbolenza economica o finanziaria e nei diversi cicli di politica monetaria. La competitività delle banche sostiene a sua volta l'efficace trasmissione della politica monetaria[1].

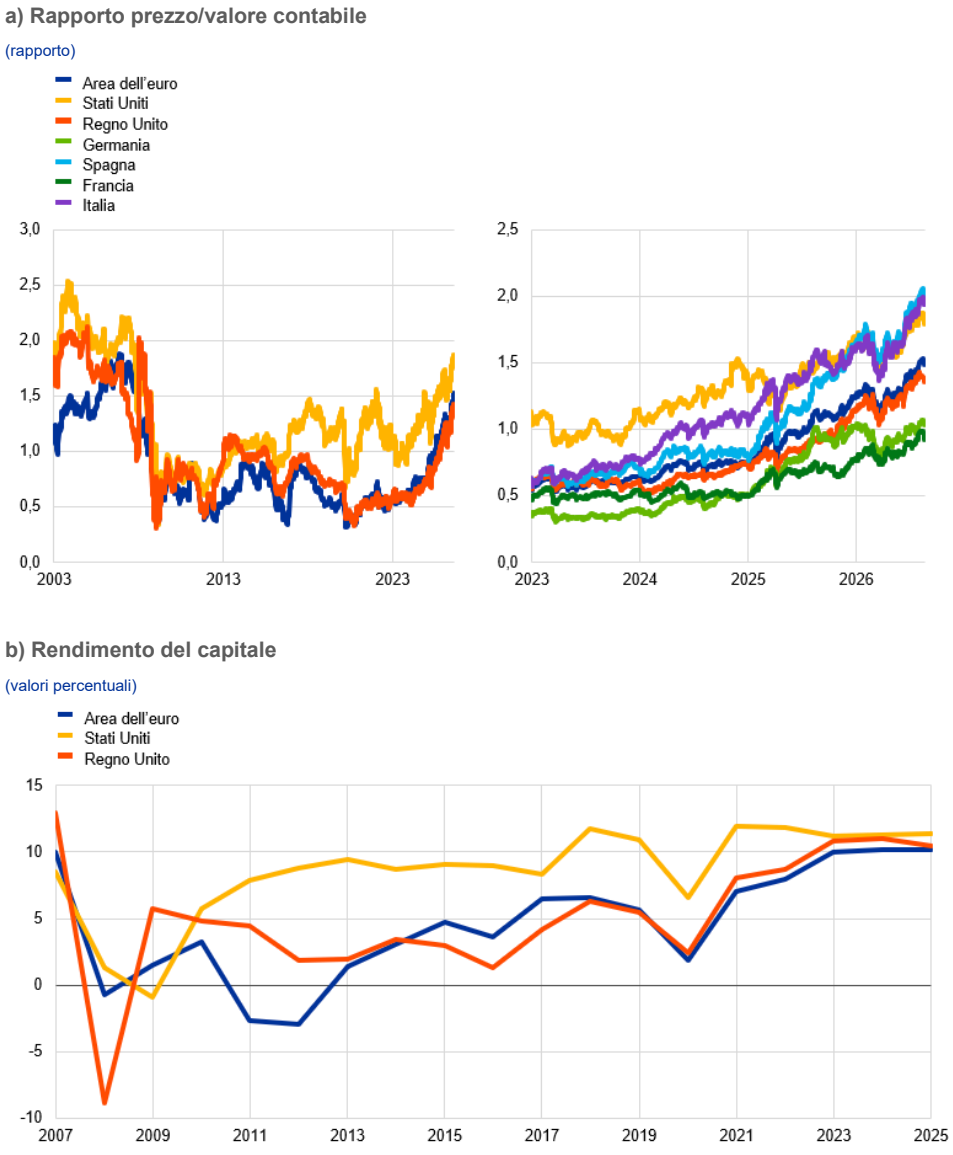
Le banche dell'area dell'euro sono oggi più competitive di quanto lo siano state per gran parte del periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale, in quanto i margini di intermediazione si sono ampliati e i bilanci sono in ripresa (cfr. il grafico A). Un modo per valutare la competitività delle banche è attraverso indicatori di performance basati sulle valutazioni di mercato. Questi riflettono le aspettative degli investitori circa gli utili futuri e forniscono, pertanto, una valutazione di mercato delle prospettive di redditività e di performance. I rapporti tra il prezzo di mercato e il valore contabile (price-to-book ratio) delle banche dell'area dell'euro sono molto migliorati negli ultimi anni, riflettendo il rafforzamento dei bilanci e l'aumento dei margini di intermediazione dovuto alla ripresa dei margini di interesse netti; il divario nei confronti delle controparti statunitensi a partire dal 2023 si è quindi ridotto, sebbene permangano differenze significative tra i paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico A). Un altro modo per analizzare la competitività delle banche consiste nell'esaminarne la redditività, anch'essa migliorata rispetto agli istituti creditizi al di fuori dell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico A). Sebbene gli indicatori basati sulle valutazioni di mercato si concentrino solo sugli enti quotati e la redditività delle banche sia retrospettiva, anche una metrica più ampia,

[1] Per ulteriori approfondimenti sulle questioni discusse nel presente riquadro, in particolare per quanto riguarda la definizione di competitività nel settore bancario e il ruolo dei requisiti patrimoniali e della frammentazione nell'area dell'euro, cfr. ad esempio Vujčić (2026), Machado (2026), Elderson (2026) e Buch (2025).

basata sulla replica dei portafogli, mostra un sostanziale miglioramento negli ultimi anni (cfr. Altavilla et al., 2024)[2].

Grafico A

Rapporto prezzo/valore contabile e rendimento del capitale per le banche dell'area dell'euro e le altre istituzioni creditizie



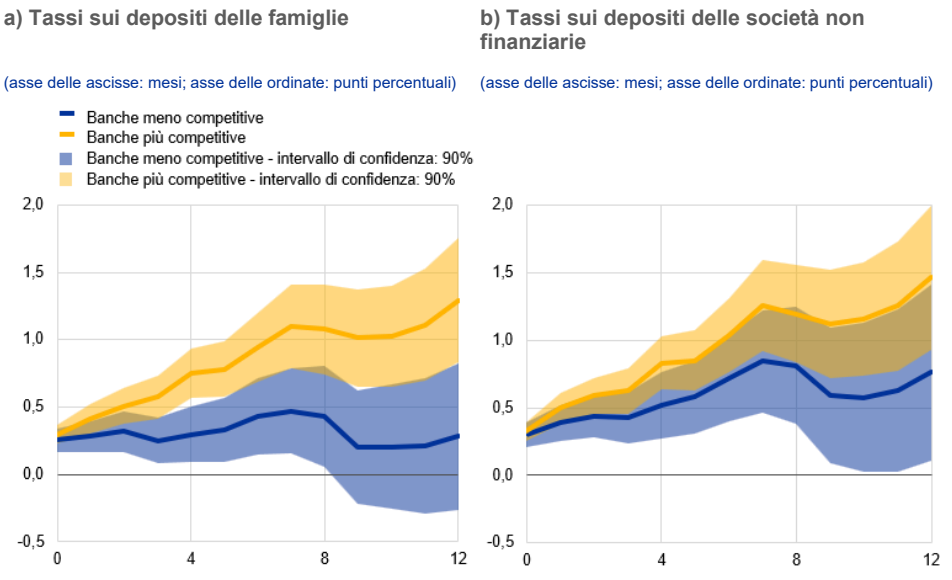
Fonti: LSEG, BCE (segnalazioni di vigilanza, dati bancari consolidati), Federal Deposit Insurance Corporation, Moody's Analytics BankFocus (precedentemente BvD BankFocus) ed elaborazioni della BCE.
Note: nel pannello a) il rapporto prezzo/valore contabile è il rapporto tra il prezzo delle azioni di una banca e il suo valore contabile per azione. Nel pannello b) il rendimento del capitale (return on equity, ROE) è calcolato su base mobile di quattro trimestri. Per i periodi precedenti al 2015, il ROE per l'area dell'euro è basato su dati bancari consolidati. Le ultime osservazioni si riferiscono al 21 agosto 2026 per il rapporto prezzo/valore contabile e al 2025 per il ROE.

[2] La misura elaborata in Altavilla et al. (2024) coglie la performance delle banche mettendo a confronto i rendimenti dei loro bilanci con il rendimento che genererebbe un portafoglio di mercato con caratteristiche simili in termini di scadenze e rischio. Il "margine di vantaggio" che le banche dell'area dell'euro hanno sui mercati finanziari è ora positivo, dopo una fase di segno negativo che ha coinvolto, tra il 2015 e la metà del 2022, la maggior parte degli enti creditizi. Tale margine ha iniziato a segnare una ripresa durante il rapido rialzo dei tassi di interesse da parte della Banca centrale europea (BCE), per poi tornare in territorio positivo con lo stabilizzarsi della curva dei rendimenti.

Le banche più competitive hanno dimostrato una maggiore capacità di tenuta agli shock e hanno reso più efficace la trasmissione della politica monetaria (cfr. il grafico B). Dal punto di vista della trasmissione della politica monetaria, la competitività delle banche è rilevante, soprattutto se sostiene la capacità di intermediazione delle stesse nell'arco del ciclo. Durante lo shock pandemico, nel 2020 e nel 2021, le banche più competitive sono state meno dipendenti dai prestiti assistiti da garanzie pubbliche e dalle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) dell'Eurosistema e sono state in grado di trasmettere meglio lo stimolo della politica monetaria (cfr. Altavilla et al., 2024). Le banche più competitive evidenziano inoltre una maggiore capacità di trasmissione delle variazioni dei tassi di politica monetaria ai tassi sui depositi, in particolare quelli delle famiglie (cfr. il pannello a) del grafico B). Per quanto riguarda i depositi delle imprese le differenze sono meno pronunciate: le stime puntuali divergono, ma vi è una parziale sovrapposizione degli intervalli di confidenza (cfr. il pannello b) del grafico B). È probabile che ciò rifletta il fatto che le banche più competitive sono maggiormente in grado di trattenere i depositi, aumentandone la remunerazione nei periodi di rialzo dei tassi e riducendola in seguito a un allentamento della politica monetaria, senza il rischio di perdere raccolta. Per quanto riguarda i tassi sui prestiti, il grado di trasmissione non dipende dalla competitività degli enti creditizi; ciò indica che la maggiore remunerazione offerta dalle banche più competitive non deriva dall'estrazione di rendite più elevate dai debitori.

Grafico B

Trasmissione della politica monetaria ai tassi sui depositi in rapporto alla competitività delle banche



Fonti: BCE (iBSI, iMIR, AnaCredit, SHSG, CSDB, segnalazioni di vigilanza) ed elaborazioni della BCE.
Note: le banche sono classificate come più o meno competitive per ciascun trimestre in base al 50° percentile del "margine" come in Altavilla et al. (2024). I grafici mostrano la variazione cumulata dei tassi sui nuovi depositi delle imprese a seguito di un aumento di 1 punto percentuale del tasso di riferimento. Gli impatti sono stimati utilizzando regressioni delle "local projection" della variazione dei tassi di interesse sulle nuove operazioni tra t-1 e t+h rispetto alla variazione del tasso di riferimento tra t-1 e t (spiegabile con gli shock di politica monetaria ad alta frequenza), dove h si riferisce ai mesi. Il modello include la variabile dipendente ritardata, controlli bancari ed effetti fissi per paese. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2026.

I guadagni di efficienza in termini di costi emergono come fattore determinante degli andamenti recenti (cfr. il grafico C). Le variazioni della competitività possono

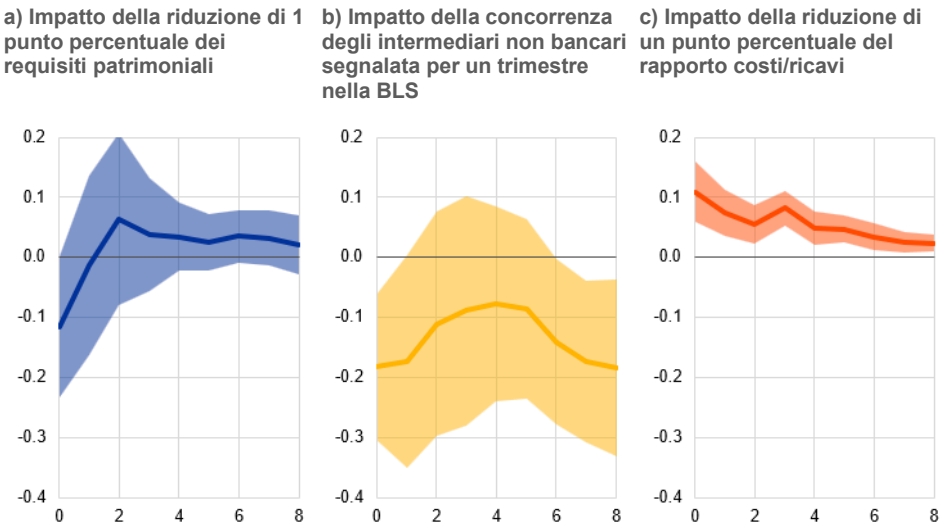
riflettere varie determinanti. In primo luogo, l'effetto stimato di requisiti patrimoniali meno stringenti sulla competitività non è statisticamente significativo, riflettendo verosimilmente fattori di compensazione (cfr. il pannello a) del grafico C). Da un lato, requisiti patrimoniali più stringenti potrebbero accrescere i costi di transizione per singole banche con vulnerabilità specifiche, con impatti negativi sulla redditività. Dall'altro, tali requisiti sostengono la capacità di tenuta del sistema bancario agli shock avversi e contribuiscono a prevenire un'eccessiva assunzione di rischi. Inoltre, in un contesto di bilanci bancari generalmente solidi, gli inasprimenti mirati dei requisiti patrimoniali per singole banche possono essere assorbiti e non costituiscono un ostacolo alla competitività del sistema bancario[3]. In secondo luogo, una banca meno competitiva potrebbe perdere quote di mercato a favore di altre banche, di istituti non bancari o di attività finanziarie che offrono servizi simili alla clientela. Si osserva infatti un'associazione tra allentamento dei criteri per la concessione del credito derivante dalla percezione di un aumento della concorrenza, come riportato nell'indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS), e minore competitività delle banche, anche dopo aver tenuto conto di caratteristiche osservabili e non osservabili a livello di singola banca e di fattori specifici per paese (cfr. il pannello b) del grafico C). Allo stesso tempo, negli ultimi anni la pressione concorrenziale complessiva proveniente da soggetti non bancari si è stabilizzata, rispecchiando la specializzazione nei diversi segmenti di clientela e l'interazione reciprocamente vantaggiosa tra banche e istituti non bancari, ad esempio attraverso cartolarizzazioni o esposizioni reciproche. In terzo luogo, i guadagni di efficienza in termini di costi hanno effetti positivi significativi e duraturi sulla competitività delle banche (cfr. il pannello c) del grafico C). È pertanto probabile che le banche dell'area dell'euro possano conseguire guadagni di competitività durevoli grazie a una migliore efficienza in termini di costi.

[3] Cfr., ad esempio, Behn e Reghezza (2025).

Grafico C

Impatto delle variazioni di potenziali determinanti sulla competitività bancaria

(asse delle ascisse: trimestri successivi; asse delle ordinate: punti percentuali)



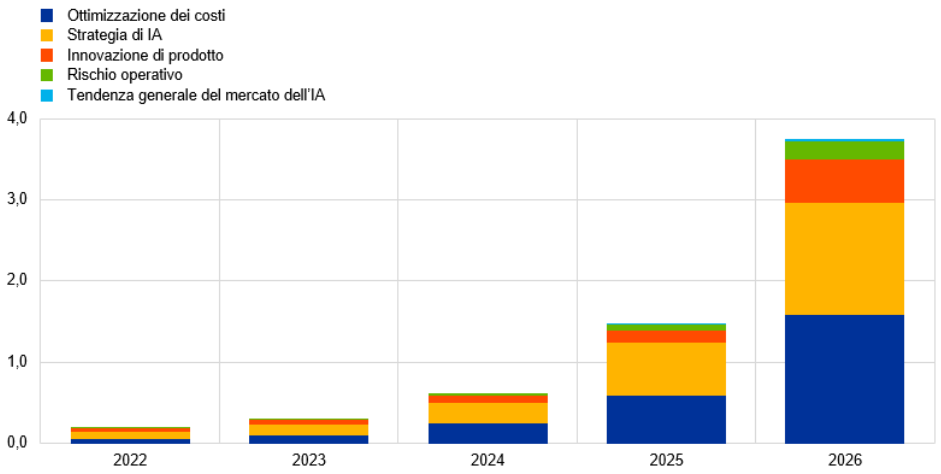
Fonti: Altavilla et al. (2024), BCE (iBSI, iMIR, AnaCredit, SHSG, CSDB, segnalazioni di vigilanza, BLS) ed elaborazioni della BCE.
Note: risultati delle stime tramite Panel Local Projection che tengono conto della liquidità, della composizione della provvista e degli effetti fissi per banca e paese-tempo. La variabile dipendente è la differenza tra il rendimento realizzato e quello dei portafogli replicati, misurato in punti percentuali. Per maggiori dettagli, cfr. Altavilla et al. (2024). Il pannello b) mostra l'impatto di un trimestre in cui la banca segnala un effetto della concorrenziale di soggetti non bancari, come risulta dall'indagine BLS. Le aree ombreggiate indicano intervalli di confidenza del 90 per cento. Il periodo campione è compreso fra il quarto trimestre del 2015 e il primo del 2026.

Gli investimenti in tecnologie di digitalizzazione e intelligenza artificiale (IA) dovrebbero favorire guadagni di efficienza, che possono essere conseguiti anche razionalizzando le operazioni e adottando un approccio mirato alla chiusura di filiali locali (cfr. il grafico D). Le dimensioni medie dei gruppi bancari nell'area dell'euro sono costantemente aumentate, mentre i costi operativi (in percentuale del capitale azionario) sono generalmente diminuiti. Le banche hanno ridotto tali costi razionalizzando la struttura del proprio gruppo, chiudendo un numero considerevole di filiali locali e riducendo il personale, facilitate in questo dall'aumento delle attività bancarie online e dalla digitalizzazione. In prospettiva, le banche stanno cercando sempre più di sfruttare le tecnologie dell'IA per aumentare l'efficienza in termini di costi. Quasi la metà dei riferimenti all'adozione dell'IA da parte dei dirigenti bancari riguarda specificamente i potenziali benefici in termini di ottimizzazione dei costi in futuro (cfr. il grafico D).

Grafico D

Riferimenti all'IA nelle conferenze di presentazione degli utili delle banche per argomento

(numero di riferimenti per conferenza)



Fonti: Capital IQ ed elaborazioni della BCE.
Note: il grafico si basa su trascrizioni di 761 conferenze di presentazione degli utili ("Earnings calls") di 51 banche dell'area dell'euro, analizzate con l'ausilio di un modello linguistico di grandi dimensioni (LLM) e istruzioni (prompt) dettagliate. Il modello LLM individua i riferimenti all'IA e li classifica in cinque aree tematiche generali. Ogni conferenza di presentazione degli utili può riguardare più aree. I dati per il 2026 si riferiscono alle conferenze di presentazione degli utili fino al secondo trimestre dell'anno.

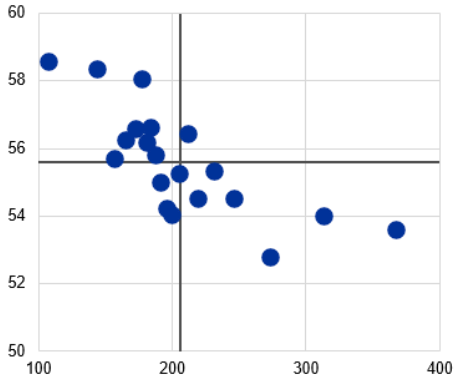
Le banche dell'area dell'euro potrebbero diventare più competitive se venissero compiuti progressi verso il completamento dell'Unione del risparmio e degli investimenti o attraverso un ulteriore consolidamento (cfr. il grafico E). La frammentazione del mercato impedisce alle banche dell'area dell'euro di conseguire un'efficienza in termini di costi che consentirebbe loro di erogare credito alla clientela a condizioni competitive. I gruppi bancari più competitivi sono tipicamente caratterizzati da una maggiore diffusione geografica, con vantaggi in termini di rapporti costi/ricavi più bassi (cfr. il pannello a) del grafico E).
Il consolidamento delle banche, anche a livello transfrontaliero, che è stato particolarmente limitato all'interno dell'area dell'euro, offrirebbe una soluzione alternativa per un ulteriore miglioramento dell'efficienza bancaria. I risultati delle fusioni precedenti dimostrano che tale consolidamento può migliorare l'efficienza operativa, lo stato di salute dei bilanci e la diversificazione settoriale delle banche, contribuendo in tal modo a rafforzarne la capacità di intermediazione e, al tempo stesso, aumentandone automaticamente le quote di mercato (cfr. il pannello b) del grafico E). Questo, di per sé, ridurrebbe la concorrenza nei mercati bancari locali e potrebbe indebolire la trasmissione della politica monetaria. Tuttavia, nel caso del consolidamento transfrontaliero in un mercato dei prestiti più integrato a livello dell'area dell'euro, gruppi bancari più grandi, diversificati e competitivi potrebbero arrecare benefici ai debitori, rafforzando la stabilità e favorendo l'accesso al credito durante le diverse fasi del ciclo di politica monetaria, assicurando che gli impulsi di politica monetaria si trasmettano loro.

Grafico E

Diffusione geografica, consolidamento e competitività delle banche

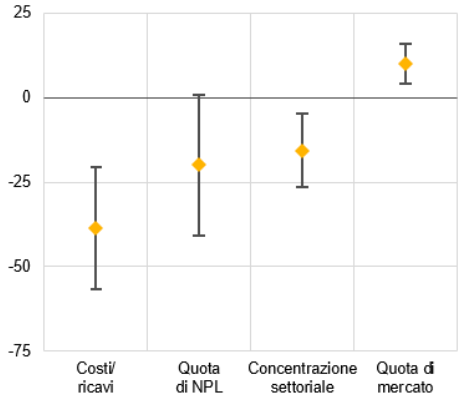
a) Rapporto tra diffusione geografica ed efficienza in termini di costi

(asse delle ascisse: diffusione geografica, chilometri; asse delle ordinate: rapporto costi/ricavi, valori percentuali)



b) Impatto delle fusioni sull'efficienza delle banche e su altre caratteristiche

(deviazione standard, valori percentuali)



Fonti: BCE (AnaCredit, segnalazioni di vigilanza), OpenStreetMap ed elaborazioni della BCE.
Note: il pannello a) mostra il grafico di dispersione a intervalli, basato su 1.034 banche dell'area dell'euro. Le due linee grigie indicano le medie ponderate aggregate. La copertura geografica è misurata dalla distanza media ponderata rispetto alle imprese che hanno ottenuto prestiti dalla banca negli ultimi 12 mesi (la ponderazione è in base all'entità del prestito). Il pannello b) mostra i risultati delle regressioni col metodo della "differenza nelle differenze", che valutano le variazioni successive alla fusione delle banche, inclusi gli effetti fissi bancari e temporali. "Costi/ricavi" si riferisce al rapporto tra queste due grandezze e "Quota di NPL" si riferisce all'incidenza dei crediti deteriorati. Le variabili dipendenti sono standardizzate. Gli effetti nel corso degli anni successivi alla fusione sono cumulati. Le barre di errore rappresentano intervalli di confidenza del 95 per cento. La concentrazione settoriale dei prestiti è misurata da un indice Herfindahl-Hirschman a livello di banca. Il pannello a) si riferisce al periodo compreso tra il primo trimestre del 2019 e il secondo del 2026, mentre il pannello b) si riferisce al periodo tra il 2011 e il 2025.

Riferimenti bibliografici

Altavilla, C., Begenau, J., Burlon, L. e Maruhn, F. (2024), "Determinants of bank performance: evidence from replicating portfolios", *Working Paper Series*, n. 2937, BCE, versione rivista a gennaio 2025.

Behn, M. e Reghezza, A. (2025), "Capital requirements: a pillar or a burden for bank competitiveness?", *Occasional Paper Series*, n. 376, BCE, ottobre.

Buch, C. (2025), "The evidence is in: resilient banks build Europe's growth on solid ground", intervento di apertura in occasione del *2025 European Banking Authority Policy Research Workshop* sul tema "Bridging capital and growth – the role of financial structures and intermediaries", Parigi, 19 novembre.

Commissione europea (2026), "Competitività del settore bancario e mercato unico bancario", Comunicazione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM (2026) 615 final, 17 luglio.

Elderson, F. (2026), "Boosting prosperity through deeper integration", intervento di apertura in occasione della conferenza *Financing Europe: a new era of strategic investment*, Bruxelles, 12 maggio.

Machado, P. (2026), “Competitiveness and simplification – a common agenda for European banks”, intervento pronunciato in occasione dell’Expansión XVII Financial Forum, Madrid, 28 settembre.

Vujčić, B. (2026), “Resilience, integration and competitiveness: building the future of European banking”, intervento di apertura pronunciato in occasione della 10ª conferenza annuale del Comitato europeo per il rischio sistemico, Francoforte sul Meno, 2 ottobre.

8 Chi detiene le stablecoin? Nuovi dati sui consumatori dell'area dell'euro

a cura di Alexandra Born, Johanne Evrard, Dimitris Georgarakos, Geoff Kenny, Claudia Lambert, Justus Meyer, Trixi Pairan e Luca Zannier

L'espansione del mercato delle stablecoin, le crescenti interconnessioni con il settore finanziario e l'aumento della detenzione da parte dei consumatori potrebbero incidere sulla stabilità finanziaria dell'area dell'euro. Il mercato mondiale delle stablecoin si è espanso rapidamente a partire dal 2020, ma di recente si è stabilizzato (cfr. il pannello a) del grafico A). Al tempo stesso, sono aumentate le interconnessioni delle stablecoin con il settore finanziario tradizionale, in particolare tramite le attività detenute a riserva[1]. Il mercato delle stablecoin denominate in euro, sebbene in espansione, rimane relativamente limitato (cfr. il pannello b) del grafico A). Le stablecoin sono utilizzate principalmente per la negoziazione di cripto-attività, ma possono potenzialmente fungere anche da strumento per i pagamenti transfrontalieri. Il presente riquadro sfrutta informazioni esclusive sulle famiglie, tratte dalle edizioni dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotte ad agosto e a novembre 2025, per esaminare l'entità e la composizione delle detenzioni di stablecoin presso i consumatori dell'area dell'euro[2]. Le esposizioni correnti nell'area dell'euro appaiono contenute, ma la concentrazione della detenzione tra gli investitori nel settore delle cripto-attività e la rilevanza dei token ancorati al dollaro statunitense potrebbero amplificare gli shock. Un utilizzo più ampio delle stablecoin nell'area dell'euro, soprattutto al di fuori dell'ecosistema delle cripto-attività, potrebbe accrescere, nel tempo, i rischi per la finanza tradizionale[3].

1 Cfr. Ferrari Minesso e Habib (2022).

2 L'indagine CES riguarda gli undici maggiori paesi dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. Bańkowska et al. (2021), Georgarakos e Kenny (2022) e la pagina web dedicata all'indagine CES della BCE.

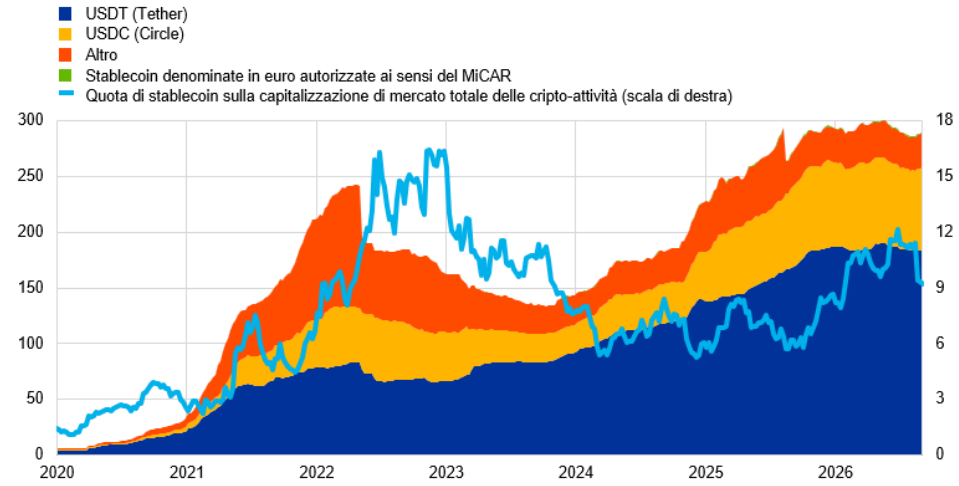
3 La principale vulnerabilità delle stablecoin è che i detentori potrebbero perdere fiducia nella possibilità di riscattarle al valore nominale, dando origine a liquidazioni improvvise. Una corsa al riscatto delle stablecoin potrebbe innescare una svendita delle relative attività di riserva, che potrebbe ripercuotersi sui mercati finanziari tradizionali. Cfr. Aerts et al. (2025a) e Aerts et al. (2025b) per ulteriori dettagli sui legami e i canali di trasmissione delle stablecoin con i mercati finanziari tradizionali.

Grafico A

Evoluzione del mercato mondiale delle stablecoin

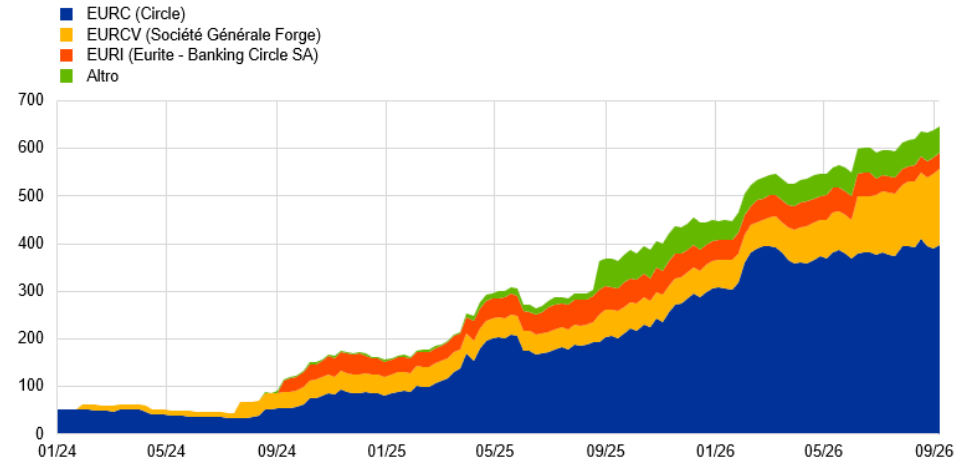
a) Dimensione delle stablecoin denominate in dollari statunitensi nell'ecosistema delle cripto-attività

(miliardi di dollari statunitensi, in percentuale)



b) Capitalizzazione di mercato delle stablecoin denominate in euro autorizzate ai sensi del MiCAR

(milioni di euro)



Fonti: CoinDesk, CoinMarketCap ed elaborazioni della BCE.
Note: la capitalizzazione di mercato si basa sull'offerta circolante di stablecoin. Ciò comprende EURC, EURCV, EURAU, EURØP, EURR, EURI, EURe ed EURQ. Le oscillazioni della quota di stablecoin sulla capitalizzazione totale del mercato delle cripto-attività dipendono principalmente da variazioni nella valutazione di altre cripto-attività. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2026.

L'utilizzo di stablecoin per agevolare transazioni nell'ecosistema delle cripto-attività potrebbe comportare un rischio per i consumatori, in quanto potrebbe influire sul sistema finanziario tradizionale[4]**.** Le stablecoin consentono di negoziare e scambiare monete fiduciarie con cripto-attività diverse e viceversa[5].

[4] Cfr. Bertsch (2023). Sebbene l'UE abbia adottato un quadro normativo per gli emittenti di stablecoin, il Regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR), che affronta i rischi derivanti da tali attività per i consumatori e per la stabilità finanziaria, le stablecoin non autorizzate ai sensi del regolamento potrebbero comunque comportare tali rischi; cfr. Comitato europeo per il rischio sistemico (2025).

[5] Cfr. il grafico A.6 in Aerts et al. (2025a).

Esse sono collegate al sistema finanziario tradizionale tramite le attività di riserva alle quali sono ancorate, con potenziali effetti di propagazione[6]. Inoltre, le stablecoin potrebbero consentire di effettuare pagamenti transfrontalieri a basso costo, rappresentando una possibile opzione per i consumatori che inviano denaro al di fuori dell'area dell'euro; tuttavia, le evidenze relative a questo tipo di impiego appaiono contrastanti[7].

L'esposizione diretta dei consumatori dell'area dell'euro alle cripto-attività sta gradualmente aumentando, a partire da livelli contenuti[8]. La quota di consumatori che detiene cripto-attività è aumentata dal 9,8 per cento di novembre 2024 al 13 per cento di agosto 2025 (cfr. il pannello a) del grafico B), in un periodo in cui i mercati delle cripto-attività e le stablecoin erano in rapida espansione (cfr. il grafico A). I risultati dell'indagine CES del 2025 distinguono le detenzioni di stablecoin tra le esposizioni dei consumatori alle cripto-attività: ad agosto il 5 per cento dei consumatori ha dichiarato di detenere stablecoin, ovvero oltre un terzo del totale dei consumatori in possesso di cripto-attività. La distribuzione stimata delle detenzioni di stablecoin in termini di importi investiti è orientata verso cifre più basse (cfr. il pannello b) del grafico B). Tuttavia, si stima che a novembre quasi il 10 per cento dei possessori di stablecoin detenesse consistenze pari o superiori a 10.000 euro, evidenziando un ampio intervallo di valori.

6 Le corse al riscatto di stablecoin potrebbero costringere gli emittenti a liquidare le attività per soddisfare le richieste di rimborso. Cfr. Comitato europeo per il rischio sistemico (2025) e Aerts et al. (2025a).

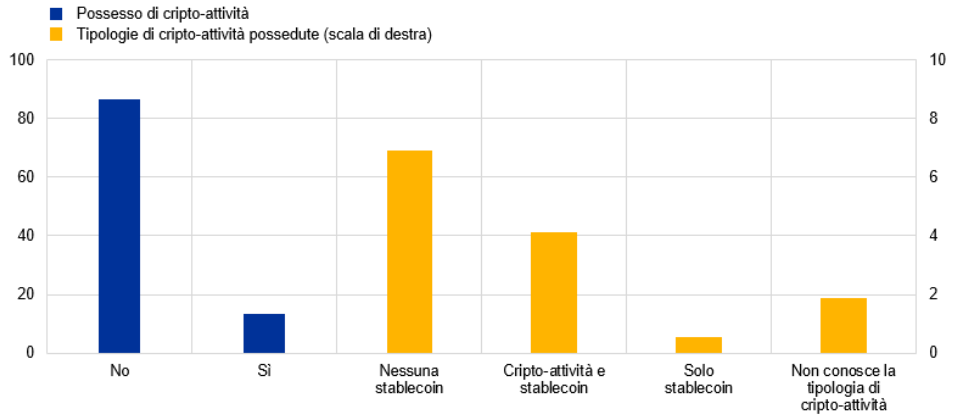
7 Cfr., ad esempio, Di Iorio et al. (2026) o Vlaicu (2026).

8 L'analisi si basa su dati sperimentali ricavati dalle edizioni di agosto e di novembre 2025 dell'indagine CES. I dati riguardano sia il possesso di stablecoin da parte dei consumatori sia il valore approssimativo delle detenzioni. Le risposte sono soggette a un grado di incertezza della misurazione che riflette la natura sperimentale dei dati, compresa la sensibilità alla struttura del questionario e ai campioni di piccole dimensioni, considerata la modesta percentuale di consumatori che detengono cripto-attività. Gli intervistati potrebbero altresì segnalare in modo inesatto le tipologie di attività e le detenzioni, percependo tali informazioni come sensibili.

Grafico B
Detenzioni di cripto-attività dei consumatori

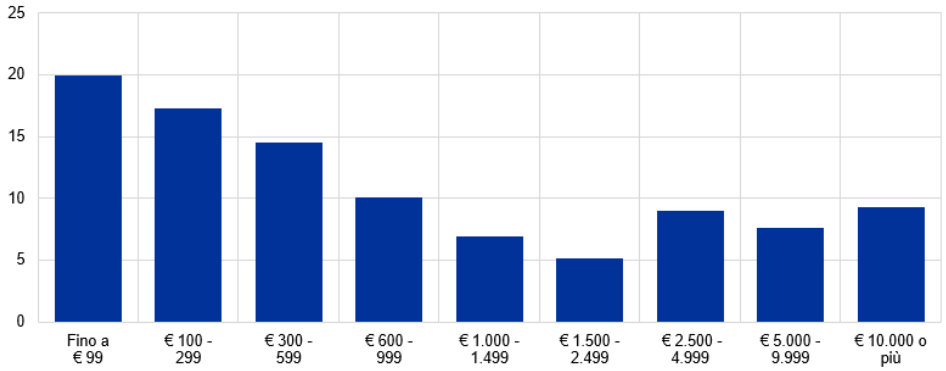
a) Possesso di stablecoin e cripto-attività

(in percentuale dei consumatori)



b) Stime delle consistenze di stablecoin

(percentuali di consumatori che detengono stablecoin)



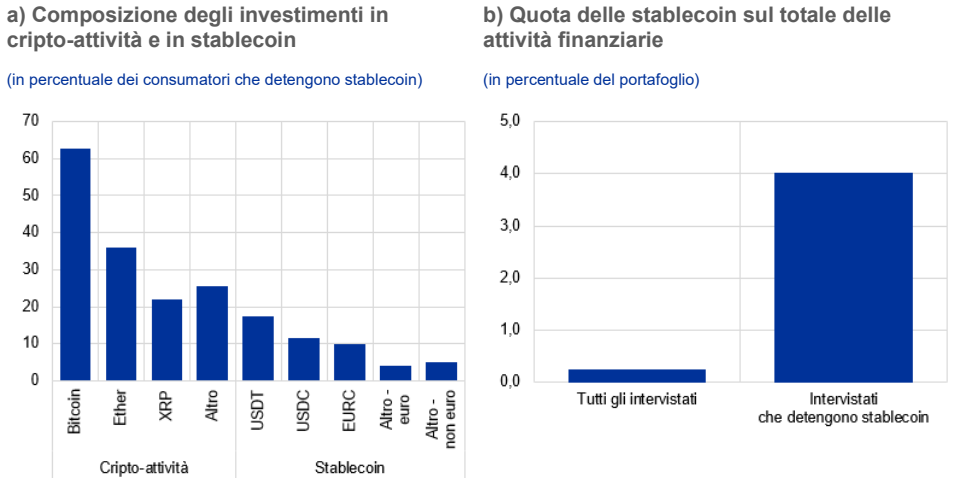
Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.
Note: dati ponderati in base alla popolazione di 11 paesi dell'area dell'euro. Pannello a): dati sperimentali desunti dal modulo tematico dell'indagine CES di agosto 2025. Ai consumatori è stata posta la seguente domanda: "Lei o qualche membro della sua famiglia possiede attualmente cripto-attività?", e, come approfondimento separato: "Quale attività, tra le seguenti, lei o qualche membro della sua famiglia possiede attualmente?". Pannello b): dati sperimentali desunti dal modulo tematico dell'indagine CES di novembre 2025. Ai consumatori che hanno segnalato eventuali investimenti in cripto-attività (tra cui le stablecoin) è stato chiesto: "In base alle sue conoscenze, qual è la principale tipologia di cripto-attività che lei o qualche membro della sua famiglia possiede attualmente?" e la scelta, su una scala di cinque livelli, era compresa tra "Investimento completamente in cripto-attività diverse dalle stablecoin" e "Investimento completamente in stablecoin". I pesi sono assegnati con incrementi di 0,25, su un intervallo di valori compreso tra 0 (solo cripto-attività diverse dalle stablecoin) e 1 (solo stablecoin), e l'investimento in stablecoin si calcola sulla base degli investimenti in cripto-attività dichiarati dagli intervistati.

L'esposizione dei consumatori dell'area dell'euro è caratterizzata dalla prevalenza di stablecoin denominate in dollari, in quanto i consumatori tendono a detenere cripto-attività che presentano la maggiore capitalizzazione di mercato. Circa il 63 per cento dei consumatori con un'esposizione verso cripto-attività detiene bitcoin; seguono ether (36 per cento) e XRP (22 per cento) (cfr. il pannello a) del grafico C). Tra le stablecoin, USDT è la più diffusa (17 per cento dei consumatori che detengono cripto-attività), davanti a USDC (12 per cento) ed EURC, denominata in euro (10 per cento). Le altre stablecoin, denominate e non denominate in euro, rappresentano congiuntamente meno del 9 per cento delle detenzioni dichiarate. Sebbene l'indagine non indichi direttamente come tali attività siano impiegate, i dati preliminari evidenziano un utilizzo maggiore tra gli intervistati nati in un altro paese dell'UE o al di fuori di essa. Considerando altre caratteristiche,

emerge come gli intervistati nati all'estero mostrino una probabilità di detenere stablecoin maggiore di 2,1 punti percentuali rispetto ai consumatori domestici. Tale andamento è coerente con l'ipotesi che le stablecoin siano utilizzate per effettuare pagamenti o rimesse transfrontalieri.

Grafico C

Composizione degli investimenti in cripto-attività dei consumatori



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati si riferiscono a 11 paesi dell'area dell'euro. Pannello a): dati sperimentali desunti dal modulo tematico dell'indagine CES di agosto 2025. Il pannello mostra le tipologie di cripto-attività e di stablecoin detenute dagli intervistati che hanno dichiarato di possedere cripto-attività. Considerata la piccola percentuale di intervistati in possesso di cripto-attività, anche le osservazioni sono contenute (1.286 intervistati). Dato che gli intervistati potevano selezionare più attività, le quote non corrispondono al 100 per cento. La voce "Altro" comprende la detenzione di attività non elencate separatamente nel questionario. Pannello b): dati sperimentali desunti dal modulo tematico dell'indagine CES di novembre 2025. Il pannello mostra le quote medie del portafoglio di stablecoin basate sulle stime indicate nel pannello b) del grafico B, nonché il valore complessivo delle attività finanziarie detenute dai consumatori (ad esempio, conti correnti bancari, azioni e fondi comuni di investimento). Le stime sono ponderate utilizzando pesi relativi alla popolazione.

L'utilizzo delle stablecoin come attività a fini transattivi potrebbe avere implicazioni più ampie per la stabilità finanziaria, qualora la loro diffusione continuasse ad aumentare. Le stablecoin rappresentano una quota esigua delle attività finanziarie dei consumatori e sono per lo più detenute insieme ad altre cripto-attività. Ciò risulta in linea con l'utilizzo principale delle stablecoin a fini transattivi nell'ecosistema delle cripto-attività (cfr. il grafico C). Sebbene l'uso relativamente contenuto delle stablecoin nell'area dell'euro limiti i rischi immediati per la raccolta bancaria, un futuro significativo aumento della loro diffusione si assocerebbe a tre vulnerabilità: a) l'esposizione a corse al riscatto e a fenomeni di "disancoraggio", in caso di scostamento significativo dal relativo valore nominale; b) possibili ricadute derivanti dalla liquidazione delle riserve di stablecoin in dollari statunitensi; e c) un possibile canale di sostituzione valutaria. Qualora l'utilizzo di stablecoin denominate in dollari da parte dei consumatori dell'area iniziasse a diffondersi oltre le transazioni in cripto-attività, le loro detenzioni di stablecoin non denominate in euro potrebbero segnare un incremento. A seconda del grado di adozione, ciò potrebbe influenzare la raccolta dei depositi, il meccanismo di trasmissione monetaria e il ruolo degli strumenti di pagamento denominati in euro[9]. Considerata l'importanza delle stablecoin nell'ecosistema delle cripto-attività, un forte shock (ad esempio, un evento di disancoraggio) potrebbe rivelarsi

[9] Cfr. Altavilla et al. (2026).

dannoso[10]. Dato che la maggior parte dei detentori di stablecoin possiede anche altre cripto-attività, ciò potrebbe ripercuotersi sul portafoglio complessivo. Per contro, uno shock negativo ai prezzi delle cripto-attività potrebbe innescare la svendita in massa di stablecoin, provocandone il potenziale disancoraggio e generando ulteriori effetti ricchezza. Il possesso congiunto delle due tipologie di attività suggerisce che l'utilizzo delle stablecoin funga da canale bidirezionale tra le cripto-attività e il patrimonio degli investitori. Gli shock potrebbero inoltre minare la fiducia degli investitori nelle stablecoin, contribuendo ulteriormente all'instabilità del mercato delle cripto-attività[11]. La volatilità delle valutazioni delle cripto-attività potrebbe costituire un rischio per la fiducia degli investitori attraverso le stablecoin.

Dai dati dell'indagine CES emerge che, sebbene le detenzioni attuali pongano rischi limitati per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro, la situazione potrebbe cambiare qualora la diffusione delle stablecoin dovesse aumentare in misura significativa. Con la costante evoluzione del mercato, i consumatori dell'area dell'euro potrebbero incrementare il possesso di stablecoin private, non bancarie e non denominate in euro, in particolare con l'ingresso su tali mercati di coorti più giovani e più inclini all'uso delle cripto-attività. Se da un lato persiste la possibilità di rischi di propagazione derivanti dall'arbitraggio regolamentare transfrontaliero, dall'altro l'UE ha introdotto un solido quadro normativo di riferimento, il regolamento sui mercati delle cripto-attività (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR), che riduce molti dei rischi esaminati in questa sede. Monitorare le esposizioni dei consumatori e dei canali di contagio resta essenziale per sostenere la fiducia dei consumatori e contenere i rischi per il loro patrimonio.

Riferimenti bibliografici

Aerts, S., Born, A., Gati, Z., Kochanska, U., Lambert, C., Reinhold, E. e van der Kraaij, A. (2025a), "Just another crypto boom? Mind the blind spots", *Financial Stability Review*, BCE, maggio.

Aerts, S., Lambert, C. e Reinhold, E. (2025b), "Stablecoins on the rise: still small in the euro area, but spillover risks loom", *Financial Stability Review*, BCE, novembre.

Altavilla, C., Boucinha, M., Burlon, L., Adalid, R., Fortes, R. e Maruhn, F. (2026), "Stablecoins and monetary policy transmission", *Working Paper Series*, n. 3199, BCE, marzo.

Bańkowska, K., Borlescu, A.M., Charalambakis, E., Dias Da Silva, A., Di Laurea, D., Dossche, M., Georgarakos, D., Honkkila, J., Kennedy, N., Kenny, G., Kolndrekaj, A., Meyer, J., Rusinova, D., Teppa, F. e Törmälehto, V.M. (2021), "ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation", *Occasional Paper Series*, n. 287, BCE, dicembre.

[10] Cfr. Du et al. (2025).

[11] Cfr. Vidal-Tomás (2025).

Bertsch, C. (2023), "Stablecoins: Adoption and Fragility", *Sveriges Riksbank Working Paper Series*, n. 423, 16 maggio.

Comitato europeo per il rischio sistemico (2025), "Crypto-assets and decentralised finance – report on stablecoins, crypto-investment products and multi-function groups", ottobre.

Di Iorio, A., Di Stefano, E., Mascioli, M. e Trebeschi, G. (2026), "Are Stablecoins Efficient for Remittances? Evidence from a Mystery Shopping Exercise by Banca d'Italia", *Markets, infrastructures, payment systems*, n. 86, Banca d'Italia, luglio.

Du, C., Sonawane, R. e Watsky, C. (2025), "In the Shadow of Bank Runs: Lessons from the Silicon Valley Bank Failure and Its Impact on Stablecoins", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 17 dicembre.

Ferrari Minesso, M. e Habib, M.M. (2022), "Euro-based stablecoins", *The international role of the euro*, BCE, giugno.

Georgarakos, D. e Kenny, G. (2022), "Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey", *Journal of Monetary Economics*, vol. 129(S), luglio, pagg. 1-14.

Vidal-Tomás, D. (2025), "Centralized exchanges & proof-of-solvency: The guardians of trust", *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, vol. 103, articolo 102183, settembre.

Vlaicu, R.C. (2026), "What's the Impact of Stablecoins on Remittances and Regulatory Risks?", *Inter-American Development Bank (IDB) Blog*, IDB, 26 marzo.

Articoli

1 La politica industriale nell'UE: nuove opportunità, vecchi rischi?

a cura di Sam Langfield, Daphne Momferatou e Ralph Setzer

1 Definizione e rilevanza per le banche centrali

La politica industriale può essere definita come l'insieme di interventi pubblici volti a trasformare la struttura dell'attività economica al fine di perseguire un obiettivo pubblico. La politica industriale indirizza deliberatamente i fattori produttivi verso settori specifici. Da un punto di vista concettuale, ciò distingue la politica industriale dalle misure di stabilizzazione macroeconomica e dalle politiche strutturali finalizzate a migliorare il contesto generale in cui operano le imprese (cfr. Juhász et al., 2024). Sebbene anche le politiche strutturali possano avere effetti distributivi – ad esempio, i settori ad alta intensità di ricerca e sviluppo (R&S) sarebbero favoriti da un credito di imposta per questo tipo di attività – la distinzione concettuale è utile per individuare politiche esplicitamente concepite per la riallocazione settoriale.

Mentre i fallimenti del mercato possono essere la logica della politica industriale, l'utilizzo a favore di settori o progetti specifici crea rischi di efficienza e di governance. La politica industriale può contribuire a fare fronte ai problemi di coordinamento, massimizzare l'impatto delle esternalità della conoscenza e ridurre le vulnerabilità (cfr. Fondo monetario internazionale, 2025). Tuttavia, poiché gli interventi promuovono selettivamente settori o attività specifici, occorre tenere conto dei costi opportunità impliciti. La riallocazione delle risorse a scapito di usi potenzialmente più produttivi può dare luogo a inefficienze allocative a causa dei limiti conoscitivi dei policy maker e della potenziale insorgenza di posizioni di rendita, soprattutto in ambienti con scarsa qualità istituzionale. Storicamente, ciò ha spesso indotto i governi a sostenere imprese consolidate e influenti a livello politico, piuttosto che affrontare i veri fallimenti del mercato (cfr. Grossman e Helpman, 1994). Resta da capire se la politica industriale moderna possa superare le frizioni informative, resistere all'influenza indebita di gruppi di interesse privati ed evitare inefficienze istituzionali nell'attuale contesto dell'Unione europea (UE).

Gli effetti macroeconomici della politica industriale adottata dai governi possono incidere sulla trasmissione della politica monetaria. Gli interventi in specifici settori alterano i prezzi relativi, ad esempio tramite sussidi sui costi dei fattori produttivi. Altri effetti di equilibrio generale possono scaturire da meccanismi di propagazione transfrontalieri, dalle politiche adottate in risposta da altri governi e dalle implicazioni per i conti pubblici. Da un lato, interventi efficaci possono incrementare la crescita potenziale o attenuare l'impatto inflazionistico degli shock sui prezzi. Dall'altro, misure mal concepite possono promuovere settori soggetti a

vincoli di capacità e distorcere le decisioni economiche. Anche politiche industriali adottate a livello nazionale in modo differenziato possono incidere sulla competitività internazionale e sulla frammentazione finanziaria, con implicazioni per la trasmissione della politica monetaria. Per queste ragioni, è importante che le banche centrali valutino l'impianto regolamentare e gli effetti macroeconomici della politica industriale.

La politica industriale è tornata a svolgere un ruolo di primo piano a livello mondiale per fare fronte alla frammentazione geoeconomica, al rapido cambiamento tecnologico e alla transizione climatica. Nel resto del presente articolo si illustra il rinnovato ruolo della politica industriale, passando in rassegna i risultati empirici sulla sua efficacia ed esaminando le opportunità e i rischi specifici che essa comporta nel contesto dell'UE. Si identificano poi i principi chiave per una strategia di politica industriale in Europa.

2 Rinnovata centralità della politica industriale

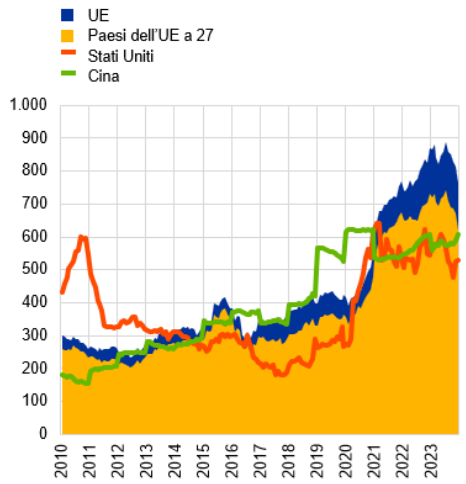
Nelle principali economie si è osservato un maggiore ricorso alla politica industriale. I governi utilizzano sovvenzioni mirate, sostegno patrimoniale e creditizio, misure commerciali e requisiti di localizzazione per promuovere determinati settori. Nell'UE e nei suoi Stati membri si è registrato un incremento di tali misure, con andamenti simili negli Stati Uniti e in Cina (cfr. il pannello a) del grafico 1). Si è anche manifestato un rinnovato interesse per la politica industriale da parte dei ricercatori: la quota di pubblicazioni che vi fanno riferimento è più che raddoppiata dal 2020 (cfr. il pannello b) del grafico 1).

Grafico 1

Rinnovata centralità della politica industriale a livello pratico e nella ricerca

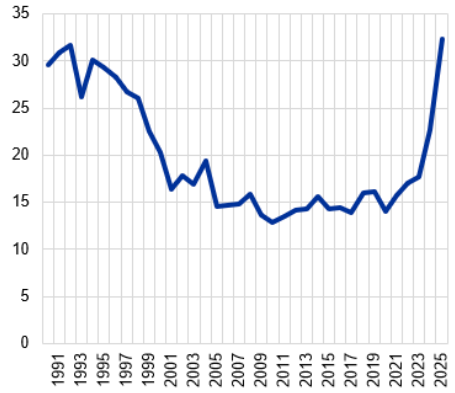
a) Misure di politica industriale adottate dall'UE e dai suoi Stati membri rispetto alla Cina e agli Stati Uniti

(numero di misure)



b) Pubblicazioni di ricerca che fanno riferimento alla politica industriale in percentuale delle pubblicazioni che fanno riferimento alla politica economica

(valori percentuali)



Fonti: New Industrial Policy Observatory, Evenett et al. (2024, 2025) e Google Scholar.
Note: il pannello a) mostra il numero progressivo su 12 mesi delle misure di politica industriale. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2023. Il pannello b) mostra le serie storiche annuali di tutte le pubblicazioni di ricerca con riferimento alla "politica industriale", in percentuale di quelle riferite alla "politica economica".

Alla base di questa rinnovata attenzione alla politica industriale ci sono tre tendenze strutturali: frammentazione geoeconomica, progresso tecnologico e cambiamento climatico.

In primo luogo, la frammentazione geoeconomica mette in evidenza le vulnerabilità delle catene di approvvigionamento e alimenta timori riguardo alla resilienza. La pandemia e i recenti conflitti hanno messo in luce i rischi macroeconomici associati alle dipendenze esterne. L'orientamento più interventista della politica commerciale negli Stati Uniti e l'avanzamento tecnologico in Cina, in parte sostenuto dalla politica industriale nazionale, stanno riconfigurando ulteriormente le reti produttive mondiali. Se da un lato la diminuzione dei prezzi all'importazione migliora le ragioni di scambio, la dipendenza da fornitori esteri aumenta l'esposizione alle interruzioni dell'offerta e alla coercizione geoeconomica, giustificando interventi da parte dei policy maker come assicurazione contro shock dei prezzi e delle quantità.

In secondo luogo, la rapida evoluzione tecnologica genera un balzo del prodotto potenziale. I progressi nelle tecnologie di uso generale, tra cui l'intelligenza artificiale e la robotica, aumentano il costo opportunità di operare al di sotto della frontiera della produttività a livello mondiale. Il dinamismo tecnologico può giustificare interventi in settori specifici, volti a stimolare l'innovazione a livello nazionale (gestendo la diffusione di conoscenze e i vincoli di finanziamento) o ad accelerarne l'adozione (facendo fronte ai problemi di coordinamento e alle esternalità di rete). Affinché una politica industriale orientata all'innovazione sia

attuata in modo efficace, è necessario superare i vincoli informativi, al fine di intervenire sui fallimenti del mercato in modo mirato.

In terzo luogo, la transizione climatica richiede investimenti su vasta scala nel capitale fisico. L'applicazione di un prezzo alle emissioni di anidride carbonica è la politica più utilizzata per incentivare la formazione di capitale necessaria, correggendo le esternalità ambientali sottostanti. Tuttavia, i segnali di prezzo potrebbero essere indeboliti da ostacoli agli investimenti, tra cui carenze di coordinamento nella realizzazione delle infrastrutture, effetti di rete nelle tecnologie verdi e frizioni finanziarie. Ciò potrebbe fornire una logica alla base di una politica industriale orientata agli obiettivi climatici, per integrare con interventi settoriali l'applicazione di un prezzo alle emissioni di anidride carbonica.

Le ragioni addotte per gli interventi sono sostanzialmente in linea con queste tendenze strutturali, ma l'enfasi differisce da un paese all'altro. Le misure dell'UE sono più spesso legate al clima, quelle statunitensi si concentrano maggiormente sulla resilienza e quelle cinesi sono più spesso imperniate sulla competitività[1].

3 Gli strumenti della politica industriale e l'efficacia empirica

Analisi della varietà e degli obiettivi degli strumenti di politica industriale

La politica industriale moderna si basa su un insieme consolidato di strumenti. Sulla base di Evenett et al. (2024, 2025), questo articolo si concentra su strumenti specifici per settore che possono essere classificati in due gruppi a seconda che forniscano sostegno finanziario o introducano misure restrittive sui mercati[2]. Tale classificazione è necessaria perché i risultati potrebbero divergere dalle intenzioni politiche dichiarate.

Sovvenzioni: contributi a fondo perduto, sgravi fiscali e contributivi, sussidi alla produzione, trasferimenti in natura e misure di stabilizzazione dei prezzi alterano le strutture di costo delle imprese. Effetti simili possono anche manifestarsi indirettamente, ad esempio quando gli appalti pubblici o i contratti di difesa sostengono tecnologie civili o imprese correlate. Questi strumenti forniscono un sostegno immediato, ma comportano costi di bilancio. Se concessi senza condizioni rigorose e senza criteri di revoca, i sussidi sono vulnerabili alle pressioni derivanti da

1 Secondo i dati del New Industrial Policy Observatory, il 40 per cento delle misure era orientato al clima, il 39 alla competitività e il 21 alla resilienza. Il clima rappresenta il 49 per cento degli interventi dell'UE e dei suoi Stati membri, a fronte del 12 per cento per la resilienza, che rappresenta invece il 39 per cento degli interventi statunitensi, mentre la competitività rappresenta il 73 per cento degli interventi cinesi.

2 Questa classificazione più ristretta esclude strumenti macrofinanziari più ampi talvolta associati alla politica industriale, quali la repressione finanziaria, l'accumulazione di riserve valutarie e i controlli sui capitali (cfr. Gourinchas et al., 2026).

gruppi di interesse, che determinano distorsioni nell'allocazione delle risorse proteggendo le imprese beneficiarie dalla disciplina di mercato.

Sostegno patrimoniale e creditizio: prestiti agevolati, garanzie, sussidi al pagamento degli interessi e apporti di capitale proprio finanziati dagli Stati trasferiscono il rischio dai bilanci del settore privato a quello pubblico. Tali interventi possono sostenere i settori supportati riducendo il costo del capitale per le imprese beneficiarie, in particolare quelle che sviluppano nuove tecnologie (cfr. il riquadro 1). La loro efficacia, tuttavia, dipende da un'attenta progettazione degli strumenti: interventi mal concepiti possono generare eccessivi costi per i bilanci pubblici, sostituirsi agli investimenti privati e sostenere imprese improduttive.

Politica commerciale: i governi applicano dazi all'importazione, quote, dazi antidumping e controlli all'esportazione per influenzare i prezzi e le quantità delle merci straniere rispetto alle merci nazionali in settori specifici. Tali misure possono isolare la capacità produttiva interna dalla concorrenza esterna e garantire l'approvvigionamento, ma possono aumentare i costi a valle alterando i vantaggi comparati, causando interruzioni delle catene di approvvigionamento mondiali e aumentando il rischio di ritorsioni. L'impatto netto sui bilanci pubblici derivante da queste misure è ambiguo: sebbene i dazi possano generare entrate, i risultati dipendono dalle elasticità delle importazioni.

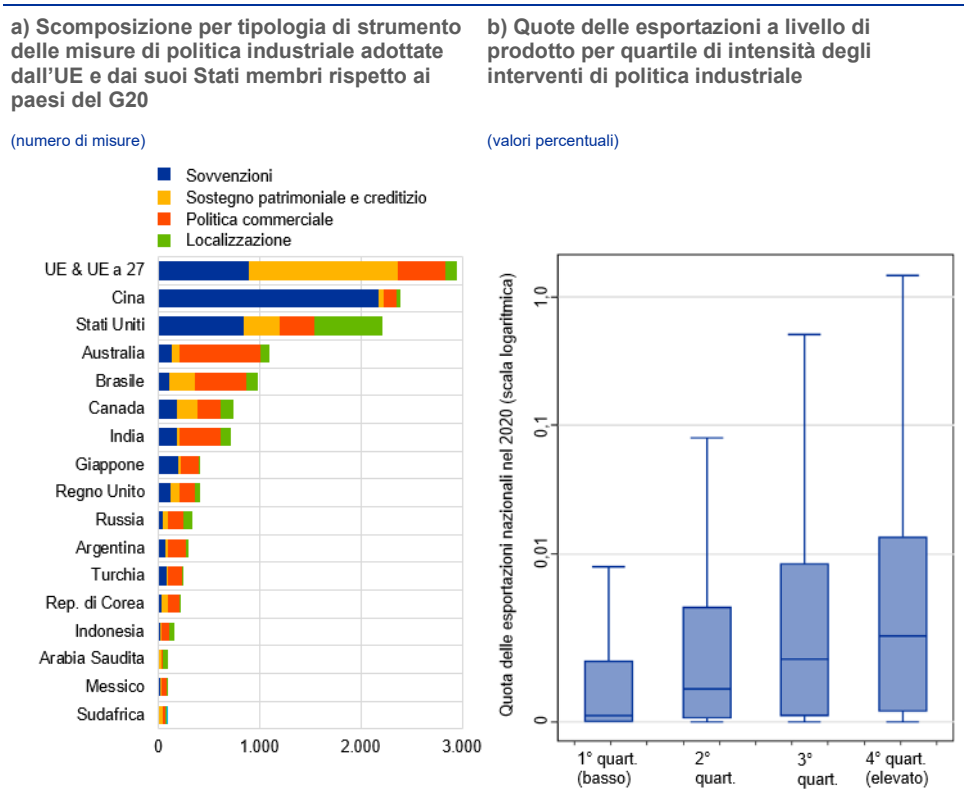
Localizzazione: i requisiti di contenuto locale, le preferenze negli appalti pubblici, le restrizioni agli investimenti diretti esteri e le normative specifiche a livello settoriale limitano l'accesso al mercato. Sebbene tali interventi possano coordinare gli standard tecnologici e favorire i produttori nazionali senza significative implicazioni sui bilanci pubblici, essi perseguono implicitamente finalità protezionistiche. I costi di compliance distorcono le decisioni a livello di impresa e gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri e alla concorrenza rischiano di frammentare i mercati; l'entità di tali effetti dipende dall'ambito di applicazione delle misure.

La combinazione delle politiche industriali varia tra le principali economie. Considerando il numero di interventi registrati tra il 2020 e il 2024, l'UE e i suoi Stati membri si classificano complessivamente al primo posto tra i partecipanti al G20; l'ampio ricorso a misure di sostegno patrimoniale e creditizio riflette in parte le politiche di sostegno adottate a seguito della pandemia e della crisi energetica (cfr. il pannello a) del grafico 2). Il conteggio degli interventi, tuttavia, non tiene conto dell'impatto sui bilanci pubblici e risente delle differenze nella trasparenza delle relative normative: nell'UE la disciplina degli aiuti di Stato pone vincoli stringenti in materia di trasparenza delle misure di politica industriale. La Cina registra un minor numero di interventi, ma si avvale di un più ampio sistema di misure di sostegno, finanziato con risorse pubbliche e affini, che include sovvenzioni, sostegno alle imprese pubbliche e finanziamento diretto dallo Stato (cfr. Garcia-Macia et al., 2025 e Attinasi et al., 2026). Gli Stati Uniti presentano una combinazione di politiche più bilanciata, e un maggiore ricorso ai requisiti di localizzazione. Altri paesi del G20 adottano le politiche industriali su scala più ridotta e tendono a ricorrere maggiormente a misure di politica commerciale.

Gli effetti macroeconomici dipendono anche dagli specifici settori destinatari degli interventi. Settori che possono dar luogo a strozzature lungo la catena di approvvigionamento e settori emergenti ad alta intensità di R&S sono fra i potenziali destinatari. Jakubik e Langfield (2026) trovano evidenza empirica di misure mirate nei settori che possono dare luogo alle strozzature, ma non in quelli ad alta intensità di R&S. Gli interventi di politica industriale sono invece più diffusi per i prodotti che già rappresentano una quota elevata delle esportazioni (cfr. il pannello b) del grafico 2). Sebbene gli interventi possano mirare a difendere i settori di esportazione dalla concorrenza estera sovvenzionata dallo Stato, una conseguenza involontaria potrebbe essere la protezione delle imprese consolidate dalla disciplina di mercato.

Grafico 2

Misure di politica industriale per tipo di strumento e quota di esportazione di determinati prodotti



Fonti: New Industrial Policy Observatory, Evenett et al. (2024, 2025) e Jakeubik e Langfield (2026).
Note: il pannello a) mostra il numero cumulato di misure di politica industriale introdotte nel periodo 2020-2024 nelle economie del G20 per tipologia di strumento. A differenza dei dati sugli aiuti di Stato riportati nel riquadro 2, sono incluse misure connesse alla crisi, giacché l'obiettivo è quello di confrontare la composizione delle nuove misure adottate. Il pannello b) è un box plot delle quote delle esportazioni nazionali a livello di prodotto nel 2020 (scala logaritmica) per l'UE e i suoi Stati membri, classificate per quartili di intensità di intervento nel periodo 2020-2024.

Riquadro 1

Finanziamento dell'innovazione da parte delle istituzioni pubbliche

a cura di Sam Langfield e Nikolaos Papadatos

Il capitale garantito dallo Stato rappresenta circa un terzo degli impegni nei mercati europei dei capitali di rischio. Sebbene tali finanziamenti possano affrontare i fallimenti del mercato che possono verificarsi nei settori che si collocano sulla frontiera tecnologica, comprese le frizioni

finanziarie e le esternalità della conoscenza, il conseguimento di risultati favorevoli dipende dall'assetto istituzionale. Il presente riquadro documenta le differenze negli assetti istituzionali e ne considera le implicazioni macroeconomiche.

In Europa, le istituzioni pubbliche finanziano l'innovazione attraverso mandati diversi. Alcune perseguono ampi obiettivi di sviluppo, che combinano il sostegno all'innovazione con la promozione delle esportazioni e il finanziamento per le piccole e medie imprese (PMI), mentre altre svolgono il ruolo di agenzie specializzate nell'affrontare specifici ostacoli allo sviluppo tecnologico. Il pannello a) del grafico A coglie due dimensioni di questa eterogeneità nella propensione al rischio: la quota di investimenti nelle prime fasi di sviluppo e l'età mediana delle imprese nel portafoglio degli investimenti. Le istituzioni pubbliche di recente costituzione, come SPRIN-D (Germania) e Saminvest (Svezia), mostrano un'elevata tolleranza ai fallimenti, con investimenti principalmente destinati a imprese giovani, con circa due anni di attività. Al contrario, le istituzioni consolidate come Tesi (Finlandia) si rivolgono alle imprese di età compresa tra i sei e gli otto anni in media, con investimenti finalizzati alle esigenze di espansione, piuttosto che allo sviluppo iniziale. A livello di UE, il Fondo europeo per gli investimenti (FEI) e il Consiglio europeo per l'innovazione (European Innovation Council, EIC) si collocano in una posizione intermedia, indirizzando circa la metà dei propri investimenti alle fasi di primo sviluppo.

L'orientamento a finanziare le imprese giovani e le dimensioni delle istituzioni sono associati negativamente: le istituzioni più piccole tendono a concentrarsi su investimenti volti alle prime fasi di sviluppo, mentre quelle più grandi operano nel segmento degli investimenti nelle fasi intermedie e avanzate. Di conseguenza, le istituzioni che sostengono la ricerca di base restano modeste in termini di capitale di rischio investito con finanziamenti pubblici. Le dimensioni incidono anche sulla modalità di investimento. Le istituzioni più grandi, come il FEI, operano attraverso strutture di fondi di fondi, che facilitano l'allocazione di ingenti disponibilità di capitali esternalizzando la selezione dei progetti a gestori patrimoniali privati, mentre i soggetti più piccoli generalmente intervengono direttamente a livello di impresa.

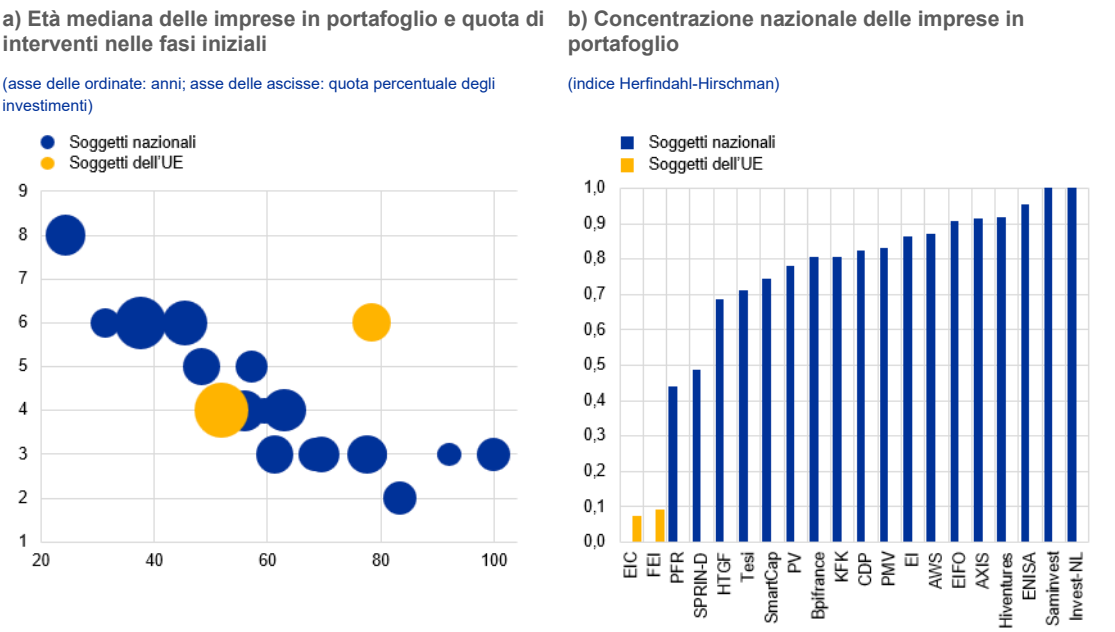
Questi approcci di investimento hanno diverse implicazioni. Quelli basati sui fondi di fondi attenuano il rischio di cattura e sostengono lo sviluppo del mercato dei venture capital, mentre gli interventi diretti permettono di orientare l'allocazione dei portafogli in base alle priorità della politica industriale (cfr. Moretti, 2025). Inoltre, l'orientamento basato sull'età delle imprese rileva rispetto all'obiettivo di utilizzare fondi pubblici per attrarre capitali privati (e, di converso, al rischio di spiazzare gli investitori privati); gli interventi a favore di imprese nelle fasi successive a quella iniziale sono soggetti in particolare a tre vincoli. In primo luogo, il margine per interventi di bilancio è insufficiente rispetto al fabbisogno aggregato di finanziamento delle scale-up. In secondo luogo, gli interventi nella fase di espansione rischiano di spiazzare gli investimenti privati: la moderata partecipazione delle amministrazioni pubbliche può essere complementare, ma un coinvolgimento più significativo tende a sostituirsi al capitale privato (cfr. Brander et al., 2015). In terzo luogo, i finanziamenti erogati nelle fasi successive potrebbero rivelarsi meno efficienti, in quanto gli interventi supportano l'innovazione incrementale nelle imprese consolidate, piuttosto che la ricerca di base da parte delle start-up (cfr. Aragonesi e Saxena, 2025).

La dispersione geografica rivela un'ulteriore dimensione di eterogeneità. La maggior parte delle istituzioni pubbliche nazionali mostra portafogli con valori dell'indice Herfindahl-Hirschman (Herfindahl-Hirschman Index, HHI) prossimi a uno; ciò indica che le suddette istituzioni effettuano investimenti quasi esclusivamente in imprese nazionali (cfr. il pannello b) del grafico A). Il FEI e l'EIC, invece, assegnano il capitale in modo più ampio tra le imprese dell'UE. Anche due agenzie

nazionali mostrano livelli di indice HHI relativamente bassi: SPRIN-D (Germania), che gestisce bandi aperti competitivi, i quali attirano partecipanti non nazionali, e PFR Ventures (Polonia), che favorisce una struttura di fondi di fondi che agevola la diversificazione. Se da un lato l'orientamento verso le imprese nazionali è coerente con il vantaggio informativo locale, dall'altro rischia di innescare una corsa alle sovvenzioni fra le istituzioni pubbliche e accrescere la frammentazione del mercato unico. Il sostegno all'innovazione fornito dal FEI e dall'EIC è più coerente con l'approfondimento del mercato, ma l'esistenza di agenzie nazionali operanti a livello transfrontaliero suggerisce che l'integrazione locale e la sperimentazione a livello nazionale non comportano necessariamente una preferenza eccessiva per le imprese nazionali.

Grafico A

Fase di orientamento e concentrazione geografica del venture capital delle amministrazioni pubbliche



Fonti: Pitchbook ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: il pannello a) mostra l'età mediana (in anni) delle imprese in portafoglio acquisite dalle istituzioni pubbliche per l'innovazione nel periodo 2015-2025 (asse delle ordinate) rispetto alla quota di imprese in portafoglio che si trovano nella fase iniziale, definite in base al tipo di sostegno: sovvenzione, finanziamento nella fase di avvio, venture capital destinato alle fasi iniziali, acceleratore o incubatore (asse delle ascisse). La dimensione dell'indicatore è proporzionale al logaritmo delle attività gestite dall'istituzione pubblica. Il pannello b) riporta l'indice di concentrazione di Herfindahl-Hirschman del paese in cui hanno sede le imprese in portafoglio. In entrambi i pannelli il giallo indica le due agenzie a livello di UE (EIC e FEI), mentre il blu indica le istituzioni nazionali.

Il venture capital pubblico può contribuire all'innovazione tecnologica e alla relativa adozione, in base all'assetto istituzionale. Il venture capital stimola l'attività brevettuale se finalizzato a investimenti nelle fasi iniziali di un'azienda (cfr. Popov e Roosenboom, 2012). Per portare a termine con successo il disinvestimento, è necessario che il capitale sia gestito da istituzioni autonome con competenze in materia di selezione e gestione dei progetti (cfr. Bottazzi et al., 2008). Le operazioni di investimento congiunte tra pubblico e privato consentono alle istituzioni pubbliche di assorbire il rischio nella fase iniziale, mantenendo nel contempo la disciplina del settore privato (cfr. Çamoğlu, 2026). Nelle fasi successive il coinvolgimento pubblico deve trovare il giusto mezzo tra sostenere l'espansione delle imprese e sostituirsi agli investitori privati. A tal fine è necessario mobilitare ingenti disponibilità di capitali privati con un orizzonte di investimento di lungo periodo, in particolare dai fondi pensione e dalle compagnie di assicurazione (cfr. Kukies e Noyer, 2026). Ciò mette in

evidenza la necessità di aumentare lo spessore dei mercati dei capitali per integrare le politiche industriali orientate all'innovazione.

Valutazioni empiriche dell'efficacia

Per valutare l'efficacia della politica industriale è necessario un approccio che esamini l'economia nel suo complesso. Le valutazioni del benessere devono considerare se gli effetti dello spostamento dei fattori siano giustificati da incrementi della produttività o della resilienza. Sebbene qualsiasi valutazione richieda un'ipotesi controfattuale, è più difficile osservare e quantificare la resilienza, soprattutto nel caso in cui non si verifichi uno shock avverso. Di conseguenza, la letteratura empirica si concentra principalmente su risultati osservabili, quali gli investimenti, l'occupazione e la produttività. Tuttavia, anche per gli obiettivi relativi alla resilienza, occorre tenere conto dei trade-off a livello di intero sistema economico: gli interventi mirati, pur sviluppando la resilienza a livello di settore, possono ridurla a livello aggregato, ad esempio sottraendo risorse ad altre attività critiche o rafforzando gli operatori consolidati protetti.

Dalle prime valutazioni empiriche è emerso che gli interventi settoriali tendevano a convogliare le risorse verso comparti in difficoltà, contribuendo al calo della crescita della produttività. I dati panel di diversi paesi mostrano che spesso gli aiuti non sono allocati in modo appropriato (cfr. Pack, 2000), come confermano gli studi relativi all'Asia orientale, incluso il Giappone (cfr. Beason e Weinstein, 1996) e la Corea del Sud (cfr. Lee, 1996), nonché i primi studi sull'assegnazione degli aiuti di Stato nell'UE (cfr. Neven e Röller, 2000). I vincoli informativi e i gruppi di interesse hanno indotto i policy maker a sostenere gli operatori consolidati a scapito dei settori ad alto potenziale che si trovavano ad affrontare fallimenti di mercato (cfr. Pack e Saggi, 2006). Questa letteratura ha dato origine all'ipotesi consolidata secondo la quale le politiche industriali difficilmente migliorano la produttività totale dei fattori.

La letteratura più recente identifica contesti specifici in cui la politica industriale può risolvere fallimenti del mercato settoriali nelle economie emergenti. Tali studi distinguono gli effetti delle politiche dalle tendenze settoriali sottostanti, utilizzando dati a livello di impresa e migliori strategie di identificazione. Gli interventi efficaci si basano più sul sostegno condizionato e sul mantenimento della concorrenza che sulla protezione illimitata, consentendo alle imprese non produttive di uscire dal mercato (cfr. Aghion et al., 2015 e Lane, 2020). Tuttavia, se le istituzioni sono deboli, gli stessi strumenti possono sostenere operatori consolidati ma inefficienti e generare capacità produttiva in eccesso (cfr. Barwick et al., 2025 e Fang et al., 2025). In linea con tali preoccupazioni, studi recenti indicano che la politica industriale cinese è associata a un calo della produttività aggregata a causa di una distorsione nell'allocazione dei fattori (cfr. Garcia-Macia et al., 2025).

Nelle economie mature la politica industriale non è giustificata soltanto dai problemi di coordinamento, bensì anche da investimenti insufficienti in

conoscenza, nonché da obiettivi di resilienza e di sicurezza. È stato dimostrato che gli enti pubblici di ricerca e appalto negli Stati Uniti accelerano lo sviluppo tecnologico puntando sulle innovazioni in fase iniziale e promuovendo le esternalità di conoscenza (cfr. Gross e Sampat, 2023 e Gazzani et al., 2025). I risultati degli studi sui sussidi alla produzione sono più contrastanti: l'espansione della capacità produttiva in settori mirati sottrae risorse ai concorrenti che non beneficiano di sovvenzioni, comportando, al contempo, costi per i bilanci pubblici (cfr. Goldberg et al., 2024). La letteratura suggerisce pertanto che nelle economie mature i benefici per la politica industriale siano dimostrati in misura più evidente nell'ambito della ricerca di base rispetto a quello della produzione a valle.

Le valutazioni degli interventi in Europa dimostrano la difficoltà di tradurre il sostegno mirato in crescita della produttività aggregata. Brandão-Marques e Toprak (2024) riscontrano che gli aiuti di Stato dell'UE hanno effetti positivi sull'occupazione e sugli utili delle imprese che beneficiano di sovvenzioni, ma non hanno alcun effetto sugli investimenti o sulla produttività. Inoltre, gli aiuti di Stato possono avere effetti avversi per le imprese concorrenti che non ricevono sovvenzioni, riducendo i benefici per il mercato unico. In linea con questi risultati, studi sugli interventi regionali nel Regno Unito mostrano un aumento dell'occupazione dei beneficiari in assenza di effetti positivi sulla produttività totale dei fattori (cfr. Criscuolo et al., 2019).

Nelle economie aperte i vincoli alle politiche industriali sono più stringenti. Nei mercati integrati, sussidi statali non coordinati possono alterare i prezzi relativi e distorcere i vantaggi comparati (cfr. Hodge et al., 2024). Analogamente, i dazi sulle importazioni, volti a proteggere la produzione interna, provocano l'aumento dei costi degli input per le industrie manifatturiere a valle riducendo l'occupazione (cfr. Flaaen e Pierce, 2026). Per far fronte a tali sfide, la politica industriale dovrebbe preservare la parità concorrenziale e contenere l'influenza dei gruppi di interesse.

4 Una nuova strategia di politica industriale per l'Europa

Caratteristiche specifiche del contesto europeo

Nell'UE i governi perseguono la politica industriale in un mercato unico parzialmente integrato. Una politica industriale decentralizzata potrebbe distorcere la concorrenza distribuendo le risorse a seconda delle diverse capacità di intervento dei paesi e delle preferenze relative alla loro destinazione, comportando il rischio di corse alle sovvenzioni. Contenere questo effetto distorsivo è un principio fondamentale alla base delle norme in materia di aiuti di Stato: mentre tali norme limitano la concessione di vantaggi economici selettivi a imprese o settori, gli Stati membri continuano a fornire un consistente sostegno di bilancio attraverso la politica industriale, la cui portata complessiva presenta difficoltà di misurazione (cfr. il riquadro 2). Un uso più intensivo di politiche industriali onerose dal punto di vista dei bilanci pubblici potrebbe richiedere un ulteriore coordinamento a livello di UE e, ove opportuno, un processo decisionale comune o una centralizzazione degli strumenti

di politica economica. Ciò potrebbe contribuire ad attenuare i rischi di cattura a livello locale, salvaguardare la concorrenza nel mercato unico e ridurre la probabilità di cattiva amministrazione a livello locale.

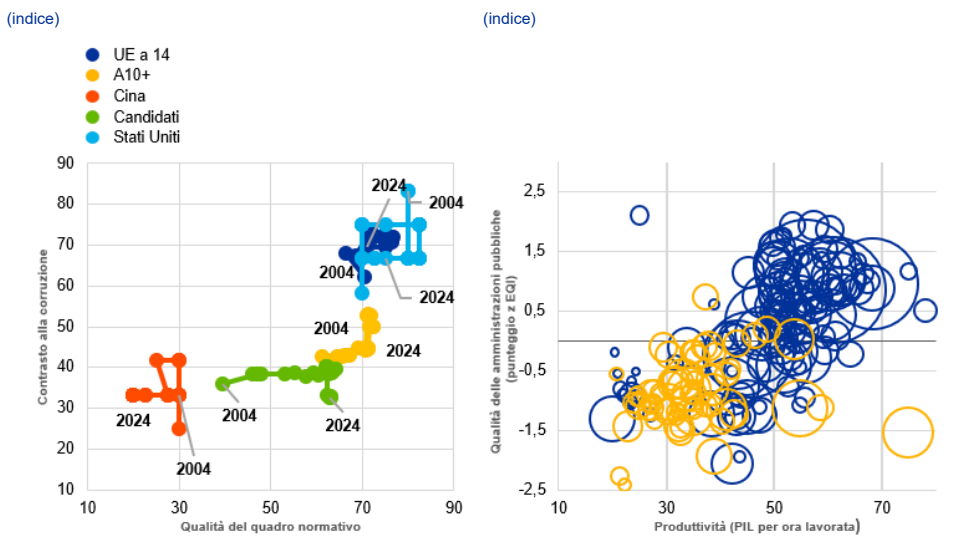
Al rischio di frammentazione si aggiunge la qualità istituzionale non uniforme tra gli Stati membri. L'intervento discrezionale richiede una "autonomia integrata": lo Stato deve essere informato sulle fonti di attrito, opponendosi alla ricerca di rendite di posizione e revocando il sostegno sulla base di criteri di revoca prestabiliti (cfr. Rodrik, 2004). Tuttavia, le istituzioni variano da un paese europeo all'altro. A livello nazionale, la qualità del quadro normativo e il contrasto alla corruzione differiscono significativamente tra i diversi gruppi di paesi (cfr. il pannello a) del grafico 3). A livello regionale, una qualità inferiore delle istituzioni pubbliche è associata a una minore produttività del lavoro (cfr. il pannello b) del grafico 3). Le regioni che necessitano di investimenti a sostegno della produttività potrebbero non avere la capacità amministrativa di progettare e monitorare gli interventi, aggravando le distorsioni nell'allocazione delle risorse e i casi di cattura politica.

Grafico 3

Qualità istituzionale in diversi paesi e regioni

a) Serie storiche del contrasto alla corruzione e della qualità del quadro normativo per gruppi di paesi dell'UE rispetto a Stati Uniti e Cina

b) Rapporto tra qualità delle amministrazioni pubbliche e produttività del lavoro nelle regioni dell'UE



Fonti: indicatori di governance della Banca mondiale, indice europeo della qualità delle amministrazioni pubbliche (European Quality of Government Index, EQI) (Università di Göteborg) ed Eurostat.
Note: il pannello a) mostra le serie temporali ponderate per il PIL, a livello di paese, del contrasto alla corruzione e della qualità del quadro normativo per gruppo di paesi nel periodo compreso tra il 2004 e il 2024. Valori più elevati indicano livelli di corruzione inferiori e una migliore qualità del quadro normativo. La voce "UE a 14" comprende i 14 paesi membri dell'UE prima dell'allargamento del 2004 (escluso il Regno Unito); la voce "A10+" indica i dieci paesi che hanno aderito all'UE nel 2004 più Bulgaria, Romania e Croazia; la voce "Candidati" indica i nove paesi candidati al 2026. Nel pannello b) è illustrata la qualità delle amministrazioni pubbliche, a livello regionale (NUTS-2), in rapporto alla produttività del lavoro (PIL per ora lavorata) nel 2024. Le dimensioni degli indicatori sono proporzionali al PIL regionale misurato in standard di potere d'acquisto (SPA), vale a dire corretto per le differenze dei livelli dei prezzi.

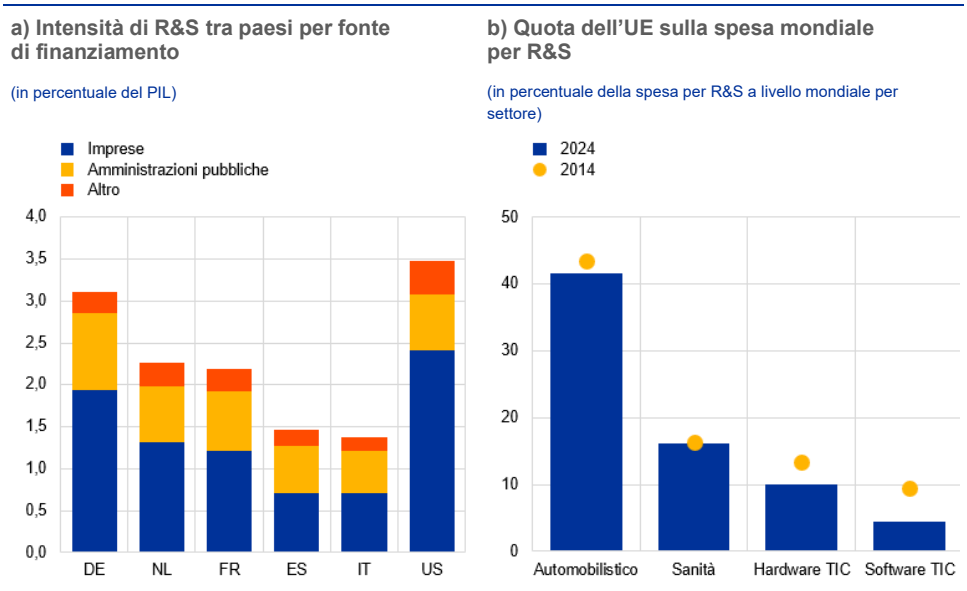
L'effetto della politica industriale dipende inoltre dalla struttura finanziaria e dagli ostacoli normativi all'attività transfrontaliera. Nell'UE il sostegno è fornito in larga misura attraverso crediti e garanzie erogati dai settori bancari nazionali, che favoriscono le imprese nazionali ad alta intensità di capitale con cui le banche

intrattengono relazioni consolidate. Tale sostegno può quindi rafforzare la distorsione a favore degli operatori consolidati. La frammentazione dei mercati azionari limita l'offerta di finanziamenti rischiosi, soprattutto per le imprese che dipendono dal capitale immateriale. Questa struttura finanziaria basata sulle banche grava sulla crescita economica (cfr. Langfield e Pagano, 2016), mentre i diversi assetti nazionali in materia di regolamentazione e di insolvenza limitano l'espansione transfrontaliera a livello di impresa (cfr. Baumann et al., 2026). Gli interventi specifici per settore non possono pertanto sostituire una più profonda integrazione dei mercati. Promuovere l'Unione del risparmio e degli investimenti, anche attraverso quadri di riferimento comuni in materia di diritto societario e riforma del sistema pensionistico, contribuirebbe a mobilitare il capitale di rischio e a migliorare l'efficacia della politica industriale nei settori ad alta intensità di innovazione (cfr. Arampatzi et al., 2025).

L'architettura istituzionale e finanziaria dell'Europa ne definisce la posizione rispetto alla frontiera tecnologica mondiale. Nell'UE la spesa per R&S in rapporto al PIL è inferiore rispetto a quella degli Stati Uniti, di riflesso ai minori investimenti nel settore imprenditoriale (cfr. il pannello a) del grafico 4). La composizione settoriale della spesa per R&S nell'Unione si concentra nei comparti industriali consolidati (cfr. Fuest et al., 2024), mentre i settori ad alta tecnologia ricevono stanziamenti inferiori (cfr. il pannello b) del grafico 4). Questa composizione è rilevante ai fini della produttività, in quanto i settori ad alta tecnologia generano maggiori effetti di propagazione e rappresentano una quota significativa del divario di produttività tra UE e Stati Uniti (cfr. Bothner et al., 2026 e Coatanlem e Coste, 2025).

Grafico 4

Struttura della spesa destinata a R&S per settore e per paese



Fonti: quadro di valutazione dell'innovazione (Innovation Scoreboard) della Commissione europea, Eurostat e OCSE.
Note: il pannello a) mostra la spesa per R&S in percentuale del PIL in alcuni Stati membri dell'UE e negli Stati Uniti, scomposta per fonte di finanziamento (la categoria "Altro" comprende la spesa per R&S finanziata con investimenti esteri). Il pannello b) mostra i quattro settori con i livelli più elevati di spesa per R&S a livello mondiale (che, complessivamente, rappresentavano l'80 per cento della spesa totale per R&S a livello mondiale nel 2024), e mette a confronto i primi 800 investitori in R&S dell'UE con le prime 2.000 società a livello mondiale, che rappresentano oltre il 90 per cento della spesa per R&S mondiale finanziata dal settore imprenditoriale.

Oltre a tali difficoltà istituzionali e finanziarie, l'economia relativamente aperta dell'UE definisce quali siano le politiche industriali più appropriate. Rispetto agli Stati Uniti e alla Cina, l'economia dell'UE mostra una maggiore apertura agli scambi con il resto del mondo. L'introduzione di misure restrittive, quali dazi o requisiti di contenuto locale, può dar luogo a ritorsioni e a una frammentazione geoeconomica (cfr. Baba et al., 2023 e Rotunno et al., 2026). Tali vincoli sono particolarmente rilevanti nell'ambito della politica industriale legata al clima, in cui l'UE deve trovare un compromesso tra ambizioni climatiche, apertura commerciale e salvaguardia del mercato unico (cfr. Wunsch e Langenus, 2026). La frammentazione può gravare sulla crescita economica e ridurre la resilienza, indebolendo le reti commerciali diversificate che aiutano le economie ad assorbire gli shock esterni. Per la manifattura dell'UE orientata all'esportazione, tali costi potrebbero superare i benefici a più breve termine derivanti dalla protezione delle industrie nazionali. Pertanto, si conferma l'importanza di preservare la neutralità concorrenziale e gli assetti commerciali multilaterali.

Le particolari caratteristiche istituzionali, finanziarie e macroeconomiche dell'Europa limitano la possibilità di replicare direttamente le politiche industriali estere. Il rapporto Draghi suggerisce di riorientare l'azione dell'UE verso le priorità politiche attraverso un coordinamento più forte, regole semplificate e un finanziamento più mirato (cfr. Draghi, 2024). L'UE ha introdotto diverse iniziative legislative, tra cui il regolamento sull'industria a zero emissioni nette, la normativa sulle materie prime critiche, il regolamento europeo sui chip e il pacchetto per la sovranità tecnologica. Inoltre, la proposta di regolamento sull'accelerazione industriale ha come obiettivo l'introduzione di norme mirate in materia di appalti pubblici e di investimenti diretti esteri. La proposta della Commissione relativa al prossimo quadro finanziario pluriennale prevede il riorientamento della spesa verso le priorità dell'UE, la transizione da un bilancio basato sui programmi a un quadro di riferimento basato sulle politiche, con l'obiettivo di indirizzare meglio i fondi europei, e il passaggio da pagamenti basati sui costi a erogazioni basate sui risultati. Gli esiti macroeconomici di queste iniziative dipenderanno dalla loro concreta definizione e dal grado di allineamento ai principi di progettazione basati sulle evidenze empiriche, compreso l'efficace coordinamento tra l'UE e i livelli nazionali.

Riquadro 2
Misurare le implicazioni della politica industriale sui bilanci pubblici

a cura di Steffen Osterloh

La politica industriale può incidere sui conti pubblici attraverso canali diretti e indiretti. È difficile quantificarne gli effetti e distinguerli da quelli delle politiche strutturali; ciò rende complesso il confronto tra paesi.

Per quanto riguarda la spesa, quantificare gli strumenti tramite costi di bilancio diretti, come le sovvenzioni, è abbastanza semplice; tuttavia, le misure fuori bilancio, come la spesa delle imprese pubbliche, possono complicarne la valutazione. Analogamente, la quantificazione dei sussidi agli interessi, nonostante essi abbiano un impatto diretto sui conti pubblici, è meno chiara, a causa di possibili differenze nella tempistica e nel trattamento contabile. Le garanzie creano passività potenziali che, in caso di escussione, comportano costi di bilancio diretti, i quali, tuttavia, non sono

noti a priori. Le immissioni di capitale pongono ulteriori difficoltà di misurazione: a seconda della struttura e della classificazione statistica, potrebbero non avere un impatto immediato sulla spesa, mentre le perdite o i rendimenti inferiori a quelli di mercato possono tradursi, nel tempo, in costi di bilancio. Altri strumenti di politica industriale comportano costi di bilancio più indiretti e, generalmente, più contenuti. Ad esempio, le preferenze relative alla localizzazione nell'ambito degli appalti pubblici potrebbero far aumentare la spesa pubblica.

In termini di entrate, gli strumenti di politica industriale includono aliquote fiscali agevolate, esenzioni, detrazioni o crediti d'imposta; di conseguenza, le entrate sono inferiori rispetto a quelle che si otterrebbero con un sistema fiscale uniforme. Al contempo, la politica industriale, se riesce a stimolare con successo la produzione interna, può generare ulteriori entrate, grazie all'ampliamento della base imponibile. Gli impatti netti sui bilanci pubblici dipendono dai costi delle singole misure e dai relativi effetti sull'attività economica e sulla base imponibile.

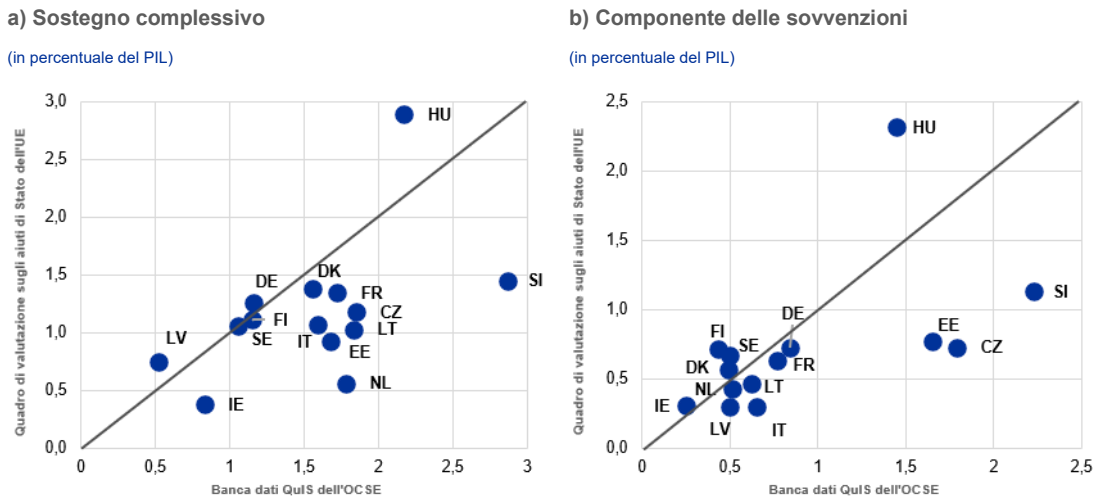
È possibile quantificare i costi di bilancio diretti della politica industriale utilizzando il quadro di valutazione sugli aiuti di Stato dell'UE e la banca dati Quantifying Industrial Strategies (QuIS) dell'OCSE. Entrambe le serie di dati forniscono una quantificazione completa dei costi delle misure di sostegno pubblico, ma differiscono dal punto di vista concettuale nella loro definizione di sostegno pubblico. Nel quadro di valutazione sugli aiuti di Stato dell'UE sono incluse le erogazioni ai sensi delle norme dell'UE in materia di aiuti di Stato, desunte dalle relazioni degli Stati membri. La banca dati QuIS dell'OCSE, al contrario, utilizza informazioni pubblicamente disponibili per identificare il sostegno della politica industriale a favore delle imprese volto a promuovere gli investimenti, a migliorare la competitività o a sostenere lo sviluppo economico. Le misure sono classificate in base al tipo di strumento e ai criteri di idoneità.

Dal confronto tra il quadro di valutazione sugli aiuti di Stato (esclusi gli aiuti in caso di crisi) e la banca dati QuIS dell'OCSE emerge che quest'ultima in genere riporta valori più elevati, con una spesa che, per il 2023, è compresa tra lo 0,5 e il 2,9 per cento del PIL nei paesi dell'UE (cfr. il pannello a) del grafico A)[3]. Si possono osservare notevoli variazioni anche tra i paesi non appartenenti all'UE: dallo 0,8 per cento del PIL in Canada al 3,2 per cento del PIL nel Regno Unito. I valori più elevati riportati nel QuIS dell'OCSE sono in larga misura riconducibili al fatto che tale banca dati considera le agevolazioni fiscali come incentivi agli investimenti (cfr. Criscuolo et al., 2022): nel contesto dell'UE, a meno che non siano destinate a specifiche imprese o settori, tali agevolazioni non sono di norma ritenute aiuti di Stato. Un'altra differenza riguarda gli strumenti finanziari come le garanzie: il quadro di valutazione indica la componente di aiuto delle garanzie, ossia il vantaggio economico trasferito al beneficiario, mentre la banca dati QuIS registra gli importi nozionali, che, pertanto, non sono inclusi nel grafico. Nonostante tali differenze, da un confronto delle sovvenzioni emerge un'elevata correlazione tra le due serie di dati, con sovvenzioni stimate tra lo 0,3 e lo 0,8 per cento del PIL nella maggior parte dei paesi dell'UE (cfr. il pannello b) del grafico A).

[3] La spesa per gli aiuti di Stato è aumentata temporaneamente a partire dal 2020 nell'ambito del quadro temporaneo adottato in risposta alla pandemia di COVID-19 e, successivamente, nell'ambito del quadro temporaneo per le crisi introdotto a seguito dell'invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia. Tale spesa non è inclusa nei grafici perché era motivata dalla stabilizzazione dell'emergenza e non costituiva una politica industriale strutturale. Nel 2024 era stata in gran parte eliminata e rappresentava solo circa lo 0,1 per cento del PIL.

Grafico A

Confronto tra il sostegno nel quadro di valutazione sugli aiuti di Stato dell'UE e nella banca dati QuIS dell'OCSE



Fonti: quadro di valutazione sugli aiuti di Stato dell'UE, banca dati QuIS dell'OCSE ed elaborazioni della BCE.
Note: il pannello a) mostra la somma delle sovvenzioni e delle agevolazioni fiscali registrate nella banca dati QuIS dell'OCSE (asse delle ascisse) rispetto alla spesa complessiva in aiuti di Stato registrata nel quadro di valutazione sugli aiuti di Stato dell'UE (asse delle ordinate). Il pannello b) mostra le sovvenzioni quantificate nella banca dati QuIS dell'OCSE (asse delle ascisse) rispetto alla somma delle categorie "Sovvenzioni dirette" e "Sovvenzioni dirette/Sussidi agli interessi" rilevate nel quadro di valutazione sugli aiuti di Stato (asse delle ordinate). In entrambi i pannelli le linee rappresentano la linea a 45 gradi.

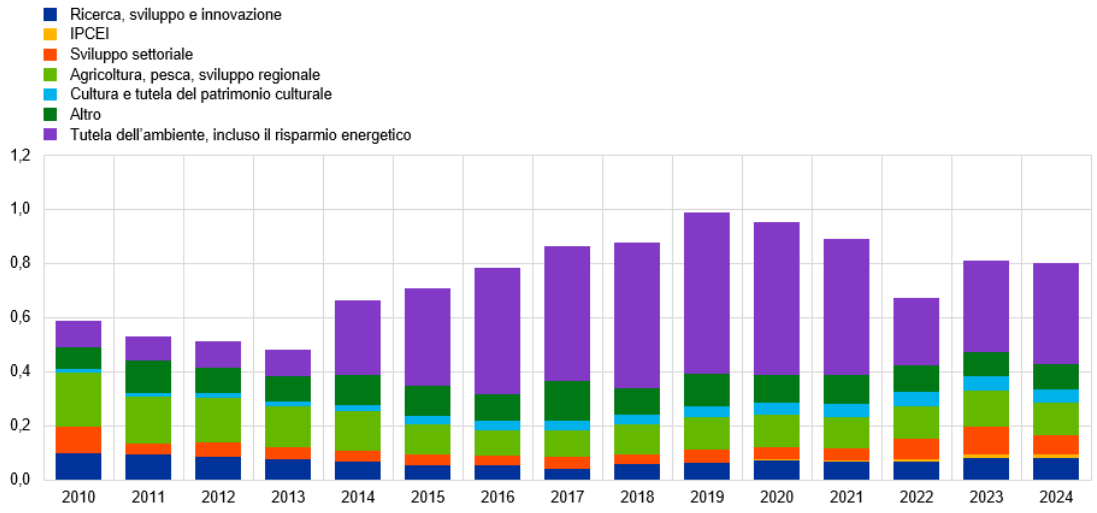
È possibile analizzare lo sviluppo del sostegno pubblico utilizzando il quadro di valutazione, che include tutti i paesi dell'UE (cfr. Bernasconi et al., 2026). Il sostegno pubblico non legato alle crisi in percentuale del PIL dell'area dell'euro è aumentato dallo 0,6 per cento del 2010 all'1 per cento nel 2019, per poi scendere allo 0,8 negli ultimi anni (cfr. il pannello a) del grafico B). Tali oscillazioni sono state determinate dal sostegno destinato alla tutela dell'ambiente, che, dal 2014 è diventato il principale obiettivo degli aiuti di Stato, di riflesso al significativo sostegno della Germania alle energie rinnovabili. Il sostegno destinato a ricerca, sviluppo e innovazione è diminuito tra il 2010 e il 2017 e, da allora, ha registrato solo una moderata ripresa, mantenendosi al di sotto dello 0,1 per cento del PIL. Analogamente, il sostegno destinato a importanti progetti di comune interesse europeo (important projects of common European interest, IPCEI) rimane contenuto: circa lo 0,01 per cento del PIL. Il sostegno ad altri obiettivi legati all'agricoltura, alla pesca e allo sviluppo regionale è lievemente diminuito nel tempo. Inoltre, la composizione del sostegno pubblico varia a seconda dei paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico B), sebbene la tutela dell'ambiente sia la categoria principale nella maggior parte dei paesi. Il sostegno destinato alla ricerca, allo sviluppo e all'innovazione si conferma contenuto, rappresentando in quasi tutti i paesi non più del 10 per cento del sostegno complessivo.

Grafico B

Sostegno pubblico nel quadro di valutazione sugli aiuti di Stato dell'UE

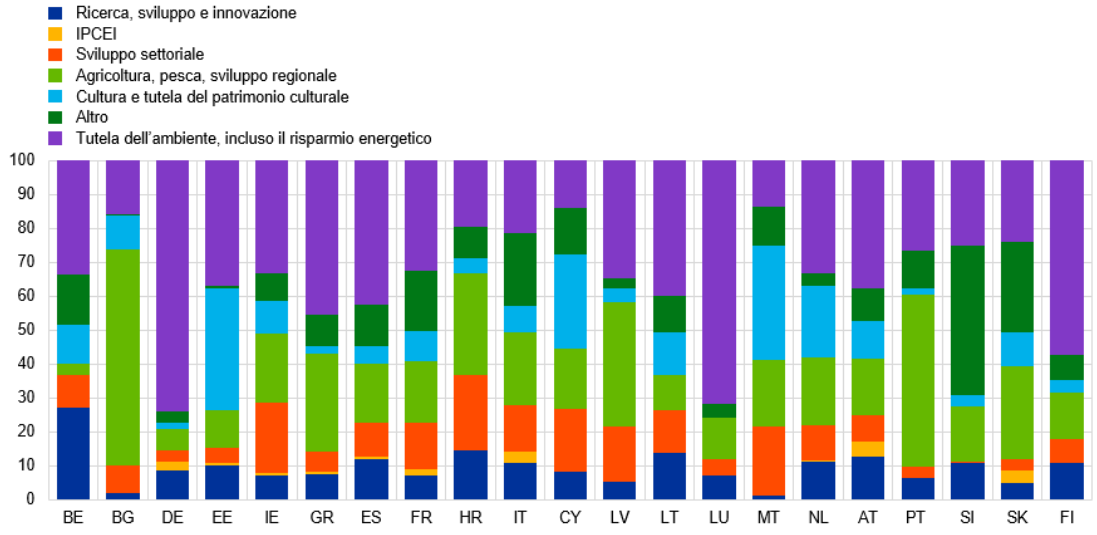
a) Sostegno complessivo nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



b) Composizione del sostegno, 2024

(quote percentuali)



Fonti: quadro di valutazione sugli aiuti di Stato dell'UE ed elaborazioni della BCE.
Note: la voce "Agricoltura, pesca, sviluppo regionale" comprende le categorie "Agricoltura, silvicoltura e aree rurali", "Pesca e acquacoltura" e "Sviluppo regionale". La voce "Altro" comprende le categorie "Aiuti alla chiusura", "Risarcimento dei danni causati da calamità naturali", "Occupazione", "Altro", "Promozione di esportazioni e internazionalizzazione", "Salvataggio e ristrutturazione", "PMI, compreso il capitale di rischio", "Sostegno sociale ai singoli consumatori" e "Formazione".

Principi di progettazione della politica industriale nel contesto dell'UE

Il contesto dell'UE richiede principi di progettazione delle politiche che integrino evidenze internazionali con le specificità di un mercato unico costituito da diversi paesi. La politica industriale a livello di UE può contribuire a

limitare la frammentazione e le corse alle sovvenzioni associate a interventi nazionali non coordinati fra loro, mettendo in comune, al contempo, le risorse per raggiungere economie di scala in attività o settori mirati. L'UE può partire dai quadri di riferimento esistenti, compreso il controllo degli aiuti di Stato e gli strumenti basati sui risultati, come il dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility), che offrono un'esperienza utile nel collegare i finanziamenti ai risultati. Al tempo stesso, le differenze nella qualità istituzionale e negli assetti normativi nazionali, unitamente al sistema finanziario europeo basato sul settore bancario, possono amplificare i rischi di distorsione nell'allocazione delle risorse. Pertanto, per rafforzare la governance, tutelare la concorrenza transfrontaliera e garantire che la politica industriale sia complementare alle riforme strutturali, vanno tenuti in considerazione cinque principi di progettazione.

In primo luogo, la politica industriale trae vantaggio da una definizione chiara degli obiettivi, che permette di orientare la selezione degli strumenti e di definire i criteri per la valutazione ex post. Gli obiettivi legati alla produttività e alla resilienza dovrebbero essere differenziati e le motivazioni generali dovrebbero essere tradotte in obiettivi operativi. Gli interventi volti a sostenere la resilienza economica richiedono una definizione degli obiettivi particolarmente mirata per evitare un'espansione del mandato. Una mancanza di precisione rischia di proteggere gli operatori consolidati anziché risolvere specifiche dipendenze e migliorare la capacità di tenuta dell'economia nel suo complesso.

In secondo luogo, l'identificazione di settori specifici dipende dal collegamento degli interventi a fallimenti del mercato ben identificati. Quando l'obiettivo è la crescita della produttività, gli interventi sono più efficaci se sono diretti ad attività che comportino la diffusione di conoscenze, come le tecnologie di frontiera nei settori in cui l'UE è in ritardo. Ciò evita che le scarse risorse di bilancio vengano utilizzate per sovvenzionare l'innovazione incrementale degli operatori consolidati privi di vincoli finanziari. Quando l'obiettivo è la resilienza, le attività da sostenere dovrebbero essere individuate basandosi sull'identificazione empirica delle dipendenze critiche e delle vulnerabilità lungo le catene di approvvigionamento. Non basta etichettare un settore come "strategico": la classificazione deve essere accompagnata da un'analisi economica e da una chiara identificazione dell'obiettivo di interesse pubblico, sia esso connesso a fallimenti del mercato, alla resilienza o a problemi di sicurezza.

In terzo luogo, la salvaguardia del mercato unico richiede meccanismi che tengano conto delle esternalità transfrontaliere. Le sovvenzioni nazionali possono distorcere la concorrenza, generando ripercussioni negative a livello transfrontaliero. Per evitare corse alle sovvenzioni e sfruttare le economie di scala, gli interventi dovrebbero dare priorità agli strumenti comuni dell'UE. Sebbene operare a livello di UE attenui le preoccupazioni relative alla frammentazione del mercato unico, non elimina la necessità di misure di salvaguardia contro un'errata allocazione delle risorse.

In quarto luogo, meccanismi di revoca predefiniti sono fondamentali per garantire la disciplina di mercato. I governi non possono prevedere con certezza quali progetti andranno a buon fine, quindi alcuni interventi falliranno. L'attuazione

delle politiche dovrebbe prevedere clausole di caducità per garantire che il sostegno venga revocato ai progetti con risultati insoddisfacenti o per i quali non sussistano più le ragioni dell'intervento. In assenza di meccanismi di revoca credibili, gli interventi temporanei rischiano di diventare permanenti, trattenendo risorse in impieghi improduttivi.

In quinto luogo, la politica industriale evidenzia l'importanza delle riforme strutturali. Con una capacità istituzionale limitata, la politica industriale rischia di sostituirsi alle riforme strutturali. Tuttavia, gli interventi saranno poco efficaci in assenza di miglioramenti strutturali. Ad esempio, il sovvenzionamento dei settori ad alta tecnologia non avrà successo se la frammentazione impedisce alle imprese di raggiungere una scala minima di efficienza. Promuovere l'Unione del risparmio e degli investimenti, allentare le rigidità del mercato del lavoro e ridurre l'onerosità amministrativa contribuirebbe a mobilitare il capitale di rischio privato a livello transfrontaliero. Tali condizioni consentono di riallocare capitale e manodopera dalle imprese in declino ai settori produttivi: un meccanismo di mercato che la politica industriale non può sostituire.

5 Osservazioni conclusive

La politica industriale può svolgere un ruolo nell'ambito del quadro politico più ampio, a condizione che gli interventi siano ben concepiti, mirati e limitati nel tempo. L'impatto macroeconomico degli interventi dipende dal contesto. Nel mercato unico costituito da diversi paesi dell'UE, caratterizzato da istituzioni eterogenee e da strutture finanziarie basate sul settore bancario, misure nazionali non coordinate fra loro rischiano di frammentare la concorrenza e di innescare corse alle sovvenzioni. Per essere efficace, la politica industriale necessita di un mandato chiaro, una governance solida, incentivi basati sul mercato e strumenti per una valutazione continua. Gli interventi dovrebbero essere progettati con una durata limitata e il sostegno alle attività ad alta intensità di capitale dovrebbe essere subordinato al raggiungimento di risultati, obiettivi e criteri di revoca predefiniti.

Anche in presenza di garanzie istituzionali, la politica industriale comporta compromessi macroeconomici. Quando l'obiettivo è la produttività, la politica industriale può essere più efficace se promuove l'innovazione e sostiene l'adozione di tecnologie di frontiera anziché proteggere gli operatori consolidati dalla concorrenza. Quando l'obiettivo è la resilienza, i policy maker devono valutare il valore assicurativo della riduzione delle dipendenze rispetto ai costi dell'inefficienza allocativa. In tutti i casi, l'intervento specifico per settore è solo un elemento di un insieme più ampio di misure; non può sostituirsi a riforme strutturali che migliorino le condizioni di base per la crescita potenziale.

Riferimenti bibliografici

Aghion, P., Cai, J., Dewatripont, M., Du, L., Harrison, A. e Legros, P. (2015), "Industrial policy and competition", *American Economic Journal: Macroeconomics*, n. 7(4), pagg. 1-32.

Aragoneses, M. e Saxena, S. (2025), "Industrial policy via venture capital", disponibile sul sito dell'SSRN.

Arampatzi, A., Christie, R., Evrard, J., Parisi, L., Rouveyrol, C. e van Overbeek, F. (2025), "Capital markets union: a deep dive", *Occasional Papers Series*, n. 369, BCE.

Attinasi, M.G., Boeckelmann, L., Moder, I., Pommer, T. e Spital, T. (2026), "Do government subsidies drive global imbalances?", *Il Blog della BCE*, BCE.

Baba, C., Lan, T., Mineshima, A., Misch, F., Pinat, M., Shahmoradi, A., Yao, J. e van Elkan, R. (2023), "Geoeconomic fragmentation: what's at stake for the EU", *Working Paper*, n. 245, FMI.

Barwick, P., Kalouptsidi, M. e Zahur, N. (2025), "Industrial policy implementation: empirical evidence from China's shipbuilding industry", *Review of Economic Studies*, n. 92, pagg. 3611-3648.

Baumann, A., Gati, Z., Momferatou, D., Parisi, L. e Quaglietti, L. (2026), *Permettere alle imprese europee di espandersi: le ragioni a favore di un regime di diritto societario in ambito UE per sbloccare investimenti, innovazione e crescita a livello transfrontaliero*, articolo 1 nel numero 6/2026 di questo Bollettino.

Beason, R. e Weinstein, D. (1996), "Growth, economies of scale, and targeting in Japan (1955-1990)", *Review of Economics and Statistics*, n. 78(2), pagg. 286-295.

Bernasconi, R., Domingo Enrich, E., Kostakis, V., Osterloh, S. e Quaglietti, L. (2026), *Aiuti di Stato nell'UE: un panorama in evoluzione*, riquadro 3 nel numero 4/2026 di questo Bollettino.

Bothner, J., Lopez-Garcia, P., Momferatou, D. e Setzer, R. (2026), "Why is Europe lagging behind in high tech sectors? The role of institutional and regulatory quality", *Working Papers Series*, n. 3185, BCE.

Bottazzi, L., Da Rin, M. e Hellmann, T. (2008), "Who are the active investors? Evidence from venture capital in Europe", *Journal of Financial Economics*, n. 89(3), pagg. 488-512.

Brandão-Marques, L. e Toprak, H. (2024), "A bitter aftertaste: how state aid affects recipient firms and their competitors in Europe", *Working Paper*, n. 250, FMI.

Brander, J., Du, Q. e Hellmann, T. (2015), "The effects of government-sponsored venture capital: International evidence", *Review of Finance*, n. 19(2), pagg. 571-618.

Çamoğlu, Ş. (2026), “Public capital, private selection: additionality in European venture capital”, mimeo.

Coatanlem, Y. e Coste, O. (2025), “Cost of Failure, Disruptive Innovation and Targeted Flexicurity: more evidence supporting targeted reforms”, *Working Paper*, Institute for European Policymaking presso l’Università Bocconi.

Criscuolo, C., Lalanne, G. e Díaz, L. (2022), “Quantifying industrial strategies (QuIS): Measuring industrial policy expenditures”, *Working Paper*, n. 5, OCSE.

Criscuolo, C., Martin, R., Overman, H.G. e Van Reenen, J. (2019), “Some causal effects of an industrial policy”, *American Economic Review*, n. 109(1), pagg. 48-85.

Draghi, M. (2024), The future of European competitiveness, *rapporto per la presidente della Commissione europea*.

Evenett, S., Jakubik, A., Kim, J., Martín, F., Pienknagura, S., Ruta, M., Baquie, S., Huang, Y. e Machado Parente, R. (2025), “Industrial policy since the Great Financial Crisis”, *Working Paper*, n. 222, FMI.

Evenett, S., Jakubik, A., Martín, F. e Ruta, M. (2024), “The return of industrial policy in data”, *Working Paper*, n. 1, FMI.

Fang, H., Li, M. e Lu, G. (2025), “Decoding China’s industrial policies”, *Working Paper*, n. 33814, National Bureau of Economic Research (NBER).

Flaaen, A. e Pierce, J. (2026), “Disentangling the effects of the 2018-2019 tariffs on a globally connected U.S. manufacturing sector”, *Review of Economics and Statistics*, n. 108(5), pagg. 1289-1303.

Fondo monetario internazionale (2025), “Industrial policy: managing trade-offs to promote growth and resilience”, *World Economic Outlook*, capitolo 3.

Fuest, C., Gros, D., Mengel, P.-L., Presidente, G. e Tirole, J. (2024), “EU innovation policy: how to escape the middle technology trap”, *Working Paper*, Institute for European Policymaking e ifo Institute.

Garcia-Macia, D., Kothari, S. e Tao, Y. (2025), “Industrial policy in China: quantification and impact on misallocation”, *Working Paper*, n. 155, FMI.

Gazzani, A., Martinez, J., Natoli, F. e Surico, P. (2025), “The public origins of American innovation”, *Discussion Paper*, n. 20788, Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Goldberg, P., Juhász, R., Lane, N., Lo Forte, G. e Thurk, J. (2024), “Industrial policy in the global semiconductor sector”, *Working Paper*, n. 32651, NBER.

Gourinchas, P.-O., Kindberg-Hanlon, G., Patnam, M., Rotunno, L. e Ruta, M. (2026), “Global Imbalances, Industrial Policy and Tariffs”, *Working Paper*, n. 67, FMI.

Gross, D.P. e Sampat, B.N. (2023), “Inventing the endless frontier: the role of the state in science, and the case of MIT’s Radiation Laboratory”, *American Economic Journal: Applied Economics*, n. 15(4), pagg. 1-38.

Grossman, G.M. e Helpman, E. (1994), “Protection for sale”, *American Economic Review*, n. 84(4), pagg. 833-850.

Hodge, A., Piazza, R., Hasanov, F., Li, X., Vaziri, M., Weller, A. e Wong, Y.C. (2024), “Industrial policy in Europe: a single market perspective”, *Working Paper*, n. 249, FMI.

Jakubik, A. e Langfield, S. (2026), “Salience over substance? Choosing the targets of industrial policy”, mimeo.

Juhász, R., Lane, N. e Rodrik, D. (2024), “The new economics of industrial policy”, *Annual Review of Economics*, n. 16, pagg. 213-242.

Kukies, J. e Noyer, C. (2026), “Financing innovative ventures in Europe”, Joint Report.

Lane, N. (2020), “The new empirics of industrial policy”, *Journal of Industry, Competition and Trade*, n. 20, pagg. 209-234.

Langfield, S. e Pagano, M. (2016), “Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth”, *Economic Policy*, n. 31(85), pagg. 51-106.

Lee, J.-W. (1996), “Government interventions and productivity growth”, *Journal of Economic Growth*, n. 1(3), pagg. 391-414.

Moretti, L. (2025), “Lessons learnt from European government venture capital”, *EU Competitiveness and the Innovation-Finance Nexus*, European University Institute.

Neven, D.J. e Röller, L-H. (2000), “The political economy of state aid: Econometric evidence for the member states”, in Neven, D.J. e Röller, L-H. (a cura di), *The political economy of industrial policy in Europe and the member states*, Sigma, New York.

Pack, H. (2000), “Industrial policy: growth elixir or poison?”, *World Bank Research Observer*, n. 15(1), pagg. 47-67.

Pack, H. e Saggi, K. (2006), “The case for industrial policy: a critical survey”, *Policy Research Working Paper*, n. 3839, Banca mondiale.

Popov, A. e Roosenboom, P. (2012), “Venture capital and patented innovation: evidence from Europe”, *Journal of Financial Intermediation*, n. 21(3), pagg. 439-459.

Rodrik, D. (2004), “Industrial policy for the twenty-first century”, *Discussion Paper,* n. 4767, CEPR.

Rotunno, L., Ruta, M. e Verma, P. (2026), “Industrial policy and trade tensions in strategic sectors”, *Working Paper*, n. 155, FMI.

Wunsch, P. e Langenus, G. (2026), “Eurosclerosis 2.0 in a changing world: from repetition to rupture”, *Policy Paper*, Nationale Bank van België/Banque nationale de Belgique, aprile.

2 Dal riconoscimento all'integrazione: i progressi compiuti dalla BCE nell'ambito dei rischi legati al clima e alla natura e il ruolo del centro sul cambiamento climatico

a cura di Ivana Baranović, Giuseppe Barillà, Irene Heemskerk e John Hutchinson

1 Introduzione

La rilevanza dei cambiamenti climatici e del degrado della natura per le banche centrali continua a crescere in presenza di un peggioramento degli impatti fisici e di una transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica più lenta del previsto[1]**.** I rischi fisici derivanti da eventi meteorologici più frequenti e severi, unitamente a quelli derivanti dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica, possono influenzare l'inflazione, l'attività economica, i mercati finanziari e la resilienza del sistema finanziario nel suo complesso. Nell'ambito del suo mandato, è quindi importante che la Banca centrale europea (BCE) maturi una profonda comprensione di tali rischi, incorporandoli nella sua politica monetaria, nella vigilanza bancaria e in altri settori di attività.

Il centro sul cambiamento climatico (CCC) della BCE è stato istituito nel 2021 per coordinare e fornire una direzione strategica al lavoro della BCE sulle questioni legate al clima[2]**.** L'obiettivo era coadiuvare l'istituzione nell'affrontare la crescente rilevanza dei rischi climatici per l'assolvimento del suo mandato. Il centro si è evoluto di pari passo con l'agenda della BCE per il clima, sostenendo il progressivo avanzamento "dal riconoscimento all'integrazione"[3]. Tale transizione ha contribuito ad assicurare che l'approccio della BCE ai rischi climatici e a quelli legati alla natura sia adeguato e reattivo. Nel presente articolo si esaminano il modo in cui si è sviluppato il CCC e i suoi primi cinque anni di attività, evidenziando i principali risultati istituzionali e spiegando come la BCE continui a rispondere in modo flessibile a un panorama economico, di policy e ambientale in evoluzione.

2 Orientare il lavoro sui rischi legati a clima e natura dal riconoscimento all'integrazione

Il riesame della strategia di politica monetaria del 2021 la BCE ha riconosciuto il cambiamento climatico come fattore importante di cui tener conto nell'ambito delle proprie funzioni di politica monetaria e di banca centrale. Un'analisi approfondita ha dimostrato come i rischi climatici interagiscano strettamente con la stabilità dei prezzi (Gruppo di lavoro sui cambiamenti climatici,

1 Per ulteriori informazioni, cfr. la dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE (BCE, 2025a).

2 Cfr. BCE (2021a).

3 Cfr. Lagarde (2026).

2021). Su tale base e nell'ambito del proprio mandato, il Consiglio direttivo si è impegnato ad assicurare che l'Eurosistema tenga pienamente conto delle implicazioni dei cambiamenti climatici e della transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica per la politica monetaria e le funzioni di banca centrale, in linea con le finalità e gli obiettivi dell'UE relativi al clima dell'UE[4]. Tale impegno ha significato l'adozione di un ambizioso piano di azione per il clima, che ha coinvolto un'ampia gamma di aree operative della BCE e ha portato a un approccio più strutturato e coordinato alla pianificazione strategica e alla valutazione dei rischi legati al clima[5].

La natura trasversale dei rischi legati al clima richiedeva un approccio coordinato a livello istituzionale, che ha portato alla creazione del CCC. Il CCC riferisce direttamente al o alla Presidente della BCE. Si tratta di una piccola unità composta da membri del personale provenienti da diverse discipline professionali con competenze specifiche in materia, compreso uno scienziato del clima. Nel suo primo anno di vita, il CCC si è concentrato sulla definizione di strutture di governance, sul rafforzamento della cooperazione interfunzionale e sulla messa in atto di adeguati meccanismi di coordinamento e segnalazione a sostegno dell'attuazione del piano d'azione per il clima della BCE. Ha inoltre lavorato al rafforzamento delle capacità di analisi, creando reti interne e supportando il personale della BCE nelle rispettive attività connesse con il clima.

Con l'espansione e il consolidamento delle attività relative al clima, il CCC ha ulteriormente sviluppato gli obiettivi strategici in ambito climatico della BCE, contribuendo a migliorarne la capacità di risposta ai rischi legati al clima e alla natura. Partendo dalle basi poste dal piano d'azione della BCE sul clima e sulla natura per il 2021, il CCC ha coordinato e diretto la pubblicazione del piano della BCE sul clima e sulla natura per il 2024-2025, che ha ampliato il precedente lavoro della BCE in materia di cambiamenti climatici, individuando le principali aree prioritarie ed estendendo per la prima volta la propria attività di ricerca e analisi ai rischi legati alla natura. Il CCC ha inoltre continuato a sostenere la BCE nell'integrazione sistematica dei rischi legati a clima e natura nei suoi processi analitici, operativi e di policy, coordinando le proprie attività di lavoro e accrescendo le competenze interne attraverso programmi di formazione, seminari, pubblicazioni sul tema e condivisione delle conoscenze tra le aree operative della BCE e l'Eurosistema.

L'istituzione di un polo centrale dedicato a tali attività ha consentito alla BCE di interagire in modo continuativo e coordinato con soggetti esterni interessati alle questioni relative al clima. Affrontare il cambiamento climatico e il degrado della natura richiede una cooperazione stretta tra autorità pubbliche, settore finanziario, mondo accademico e società civile. Uno dei compiti principali del CCC è quindi quello di assicurare che gli sviluppi esterni, quali i cambiamenti nel contesto macroeconomico e geopolitico, l'evoluzione dei rischi legati al clima e alla natura, l'innovazione tecnologica o le diverse iniziative internazionali, contribuiscano a

4 Per ulteriori informazioni, cfr. la dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE (BCE, 2021b).

5 Cfr. BCE (2021c).

orientare le attività della BCE, rafforzando nel contempo la collaborazione con i partner istituzionali. Rientrano in queste attività la partecipazione a consessi internazionali quali il Consiglio per la stabilità finanziaria, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, il G20 e il G7, nonché la cooperazione con altre istituzioni europee quali la Commissione europea, l'Autorità bancaria europea (ABE), l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance Occupational Pensions Authority, EIOPA) e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati. Il CCC mantiene inoltre un dialogo costante con i rappresentanti dell'industria, del mondo accademico e della società civile.

Il CCC fornisce supporto alla partecipazione della BCE a due consessi di cooperazione tra banche centrali, ovvero il Network for Greening the Financial System (NGFS) e il Forum dell'Eurosistema sul cambiamento climatico.
L'NGFS è stato fondato a Parigi nel 2017 da otto banche centrali con i relativi organi di vigilanza. L'obiettivo era promuovere la gestione dei rischi ambientali e climatici nel settore finanziario e mobilitare risorse finanziarie a sostegno della transizione verso un'economia sostenibile. Oggi questo consesso conta oltre 170 membri istituzionali e osservatori, che formano una rete globale e il principale polo internazionale di cooperazione in materia di clima tra le banche centrali e le autorità di vigilanza delle economie avanzate, emergenti e in via di sviluppo. Nel 2022 il Consiglio direttivo ha approvato l'istituzione di un Forum dell'Eurosistema sul cambiamento climatico a livello di area dell'euro, che funge da strumento per favorire lo scambio di informazioni e la condivisione di competenze tra le banche centrali nazionali, attingendo alle conoscenze esistenti per promuovere, in ultima analisi, la propria agenda per il clima. A gennaio 2026 l'adesione a questo Forum è stata estesa anche alle altre banche centrali del Sistema europeo di banche centrali (SEBC).

Grazie al suo ampio coinvolgimento nelle funzioni istituzionali della BCE e con soggetti interessati esterni, il CCC funge da polo di conoscenze, contribuendo alla definizione della posizione della BCE sui rischi legati a clima e natura.
Il CCC facilita uno scambio bidirezionale di conoscenze, comunicando informazioni provenienti dall'esterno agli esperti della BCE e condividendo le proprie competenze interne attraverso specifici canali di comunicazione, quali workshop, seminari e conferenze. Ciò contribuisce a garantire che la definizione delle policy della BCE tenga conto di diverse prospettive e di una vasta gamma di competenze e rafforza, inoltre, le basi analitiche delle sue attività di policy e ricerca, facilitando il contributo del CCC e di altre aree operative alla definizione della posizione della BCE sulle iniziative strategiche rilevanti per la sua attività, compresi il pacchetto "Omnibus" della Commissione europea sulla sostenibilità e gli sviluppi riguardanti il sistema di scambio di quote di emissione dell'UE.

3 Progressi compiuti

Il CCC e la sua struttura di governance hanno posto le basi per l'avanzamento graduale del programma della BCE in materia di clima e natura e per migliorare il modo in cui le aree operative affrontano i rischi climatici e legati alla natura

nelle principali funzioni aziendali della BCE. Grazie ai continui sforzi interistituzionali di molteplici aree operative, e sostenuta dalla propria struttura di governance, la BCE ha elaborato e attuato con successo diversi piani di azione sul clima, mantenendo fede ai propri impegni. Le principali azioni intraprese nell'ambito di questo lavoro sono illustrate di seguito (cfr. la tavola 1). Esse forniscono esempi dei progressi compiuti dalle aree operative interessate per assicurare che i rischi climatici e legati alla natura siano pienamente integrati in tutta l'attività della BCE. Al tempo stesso, viene costantemente sviluppata una grande quantità di esperienze e conoscenze per favorire ulteriori progressi in questo ambito.

Tavola 1

Obiettivi chiave legati al clima e alla natura nella BCE

Aree operative	Principali azioni intraprese
Attuazione della politica monetaria e operazioni di mercato	Ridotta esposizione a shock imprevisti di transizione climatica attraverso l'integrazione dei fattori climatici nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema per le attività emesse dalle società non finanziarie. Tale misura è stata introdotta nel 2026 per le attività negoziabili ed è prevista nel 2027 per i prestiti bancari (cfr. BCE, 2026a).
	Miglioramento della valutazione dei rischi mediante prove di stress climatico (cfr. di seguito) sul bilancio dell'Eurosistema. Riduzione delle emissioni finanziate dalle obbligazioni societarie detenute dall'Eurosistema e dai portafogli della BCE detenuti per finalità diverse dalla politica monetaria (fondi propri e fondo pensione). Comunicazione di informazioni finanziarie in relazione al clima coordinata e migliorata con cadenza annuale da parte dell'Eurosistema (cfr. BCE, 2026b).
Attività di ricerca e analisi	Ricerca macroeconomica avanzata e rischi climatici integrati nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e in varie indagini (cfr. Ferrando et al., 2023; Köhler-Ulbrich et al., 2025). Analisi dell'impatto delle politiche di transizione su crescita e inflazione (cfr. Brand et al., 2023; Ferdinandusse et al., 2024). Esame dell'impatto dei cambiamenti climatici fisici su attività economica e inflazione (cfr. Parker, 2023). Valutazione del fabbisogno di investimenti verdi dell'UE e del relativo finanziamento (cfr. Nerlich et al., 2025) e analisi del divario nelle coperture assicurative contro i rischi climatici (cfr. Giuzio et al., 2026).
Scenari e prove di stress	Miglioramento delle metodologie relative alle prove di stress e all'analisi di scenario, comprese due prove di stress di tipo top-down a livello di intera economia (cfr. BCE, 2021d e 2023). Condotte due prove di stress sul bilancio dell'Eurosistema (cfr. Germann et al., 2023). Presidenza del Gruppo di lavoro dell'NGFS sugli scenari climatici, inclusi quelli a lungo e breve termine, e contributo fornito ai lavori per l'introduzione del rischio climatico nella prova di stress a livello UE (cfr. ABE, 2026; cfr. anche la pagina Internet dell'NGFS sulla progettazione e l'analisi degli scenari).
Vigilanza bancaria	Migliorata la resilienza del sistema bancario rispetto ai rischi legati a clima e natura grazie al programma pluriennale di vigilanza (cfr. Elderson, 2025), che include esercizi quali l'indagine tematica (cfr. BCE, 2022b), prove di stress di tipo bottom-up, ispezioni in loco e workshop (cfr. BCE, 2022a).
Iniziativa in materia di dati	Sviluppo di indicatori statistici robusti del SEBC utilizzati per monitorare la finanza sostenibile, i rischi fisici e le emissioni di anidride carbonica, e impegno continuo volto a migliorare la disponibilità dei dati, comprese copertura, granularità e qualità degli stessi (cfr. la pagina Internet della BCE sugli indicatori relativi ai cambiamenti climatici).
Operazioni interne	Potenziamento degli obiettivi di riduzione delle emissioni di anidride carbonica, ampliamento del programma ambientale e contributo agli sviluppi in corso nel sistema di gestione ambientale. Nel 2025 la BCE ha registrato una riduzione delle emissioni di CO_2 del 46 per cento rispetto al 2019 (cfr. la pagina Internet della BCE sulla tutela dell'ambiente presso la Banca centrale europea).
Integrazione della natura	Migliore comprensione dell'impatto del degrado della natura sull'economia e sulle banche dell'area dell'euro attraverso uno studio delle dipendenze e una valutazione dei rischi (cfr. Ceglar et al., 2024 e 2025). Chiarita la rilevanza del degrado della natura per la politica monetaria nell'ambito dell'aggiornamento della strategia di politica monetaria della BCE (cfr. BCE, 2025a).
Azione più ampia e rafforzamento delle capacità	Impatto esterno, ottenuto condividendo il lavoro della BCE sul clima e formulando pareri (ad esempio CON/2025/10*) sui rischi legati a clima e natura nell'ambito di consessi internazionali e dell'UE e partecipazione ai gruppi di lavoro dell'NGFS.

Nota: * Parere della Banca centrale europea, dell'8 maggio 2025, sulle proposte di modifica degli obblighi relativi alla rendicontazione societaria di sostenibilità e al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (CON/2025/10) (GU C, C/2025/3667, 8.7.2025).

4 Garantire una risposta flessibile per migliorare il lavoro e affrontare i nuovi sviluppi

La BCE ha approfondito la propria comprensione dei rischi legati al clima e alla natura, adeguando le proprie analisi e politiche all'evoluzione del quadro dei rischi climatici, naturali e di policy. Nonostante i notevoli progressi compiuti, le crescenti implicazioni economiche dei rischi legati a clima e natura richiedono sforzi continui e sottolineano l'importanza dell'attuazione della normativa europea sul clima. In tale contesto, sono fondamentali una ricerca rigorosa e un'analisi imparziale e basata sulle evidenze da parte delle banche centrali e delle comunità di ricerca. Il CCC, unitamente agli esperti di tutta la BCE, rafforza costantemente le proprie capacità analitiche. Sono state individuate tre aree prioritarie di intervento: a) gestire la transizione verso un'economia climaticamente neutra; b) valutare i rischi climatici fisici e c) migliorare la comprensione dei rischi legati alla natura.

Gestione della transizione ecologica

Promuovere la transizione ecologica e ridurre la dipendenza dell'UE dai combustibili fossili potrebbero contribuire al ridimensionamento di un'importante fonte di volatilità dell'inflazione e di incertezza economica e finanziaria. I mercati dell'energia stanno diventando sempre più esposti agli shock geopolitici, il che evidenzia la loro dipendenza dai combustibili fossili. Un mix energetico più sostenibile gioverebbe alla stabilità dei prezzi e sosterrebbe il reddito disponibile delle famiglie europee, contribuendo al bene comune della lotta al riscaldamento globale attraverso la riduzione delle emissioni di CO_2[6]. La BCE sta attualmente analizzando il modo in cui gli andamenti nei mercati dell'energia, compresi gli elevati prezzi di carburante ed elettricità, e la transizione ecologica influiscono sull'economia e sulla stabilità finanziaria. In particolare, ha esaminato il loro impatto sui mercati del lavoro, sulla competitività industriale e sulle famiglie (cfr. Kuik et al., 2022; Bijnens et al., 2025; Arlia et al., 2026 e Schroeder, 2026). Inoltre, la sua analisi prende in esame gli effetti che le quote di emissione dell'UE avranno sull'inflazione e sull'economia (cfr. Aguilar et al., 2025). Questi studi analitici sottolineano l'importanza di un'energia a costi accessibili, affidabile e a basse emissioni di anidride carbonica per l'autonomia strategica dell'UE e per la sua stabilità economica.

Colmare il fabbisogno di investimenti verdi in Europa sarà fondamentale per il successo della transizione ecologica, nonché per la crescita economica a lungo termine e la sicurezza dell'approvvigionamento energetico. La BCE sta pertanto dedicando più tempo alla stima degli investimenti necessari per conseguire gli obiettivi climatici dell'UE e all'individuazione di politiche volte a garantire finanziamenti sia pubblici sia privati. Una recente analisi ha stimato che a tal fine saranno necessari investimenti verdi aggiuntivi pari a circa il 3 per cento del PIL dell'UE, con cadenza annuale e fino al 2030. Le stime indicano che circa il 20-25

6 Cfr. Cipollone (2026).

per cento del fabbisogno totale di investimenti verdi necessita di copertura da parte del settore pubblico, mentre la parte residua dovrà essere finanziata con capitale privato[7]. Ciò dimostra l'importanza di mercati dei capitali europei più profondi, di politiche pubbliche adeguate e di un'efficiente allocazione del capitale (cfr. Nerlich et al., 2025). Questi risultati mostrano che gli investimenti verdi non sono solo fondamentali per la transizione ecologica, ma anche per la produttività futura e la crescita economica.

Per quanto concerne la vigilanza bancaria, i requisiti prudenziali sui piani di transizione di prossima adozione costituiranno un elemento importante della resilienza del settore bancario. Le autorità di vigilanza bancaria, oltre a monitorare costantemente i progressi compiuti dalle banche nella gestione dei rischi climatici e legati alla natura, stanno seguendo un approccio graduale e mirato verso i nuovi requisiti prudenziali di pianificazione della transizione (cfr. Elderson, 2025).
Tale lavoro rientra tra le priorità di vigilanza per il 2026-2028 e costituisce un elemento importante dell'impegno della vigilanza per il rafforzamento della resilienza del settore bancario dell'UE rispetto ai rischi di transizione[8].

Rischi fisici

Il 2026 ha mostrato alcune fra le più ampie implicazioni di eventi meteorologici estremi per le economie e le società, con impatti che si sono verificati attraverso una vasta gamma di canali. Ondate di calore e siccità prolungate e ricorrenti hanno causato significative perdite di produttività e danni agricoli in tutta Europa[9]. Le ondate di siccità hanno anche ridotto i livelli dei fiumi, limitando l'approvvigionamento di acqua per il raffreddamento degli impianti industriali e provocando interruzioni del trasporto fluviale[10]. Una valutazione condotta dal Kiel Institute stima che, a luglio 2026, i bassi livelli idrici del fiume Reno hanno ridotto la crescita del PIL in termini reali in Germania di circa 0,2 punti percentuali nel terzo trimestre, sebbene la produzione economica dovrebbe mostrare una ripresa verso la fine dell'anno[11]. Inoltre, gli incendi, come quelli in Spagna e in Francia, hanno bruciato migliaia di ettari di terreno, costringendo a evacuazioni su larga scala e provocando ingenti danni alle proprietà. Ciò ha portato molte aziende a sospendere l'attività.

Data la frequenza crescente degli eventi meteorologici estremi, le priorità fondamentali sono migliorare la disponibilità dei dati e affinare le metodologie per la valutazione delle esposizioni al rischio fisico. Gli eventi meteorologici estremi influiscono sull'economia attraverso molteplici canali e possono causare perdite che aumentano nel tempo. Ciò rende difficile valutarne l'esatto impatto

7 Cfr. Andersson et al. (2024).

8 Cfr. BCE (2025b).

9 Cfr. il Centro comune di ricerca (2026).

10 Ad esempio, la Romania è stata costretta a chiudere la sua unica centrale nucleare a causa dei livelli delle acque del fiume Danubio, che hanno raggiunto un minimo storico, innescando uno stato di allerta a livello nazionale.

11 Cfr. Kiel Institute (2026).

economico complessivo e le conseguenze[12]. Ulteriori sfide derivano da effetti cumulati, tra cui il degrado e la perdita di terreni agricoli, i cambiamenti nei flussi turistici, i più elevati tassi di mortalità, la migrazione indotta dal clima e la riduzione della produttività del lavoro. È pertanto fondamentale che la BCE continui a rafforzare il proprio quadro analitico per la valutazione dell'impatto di alluvioni, siccità, ondate di calore e altri eventi meteorologici estremi (cfr. Lane, 2026), accrescendo così la propria capacità di produrre ricerche imparziali e basate su riscontri empirici in merito a tali effetti.

In molte regioni d'Europa la carenza di protezione assicurativa è molto vasta, il che rende più vulnerabili le famiglie, le imprese e le nostre società. Un'analisi congiunta condotta da EIOPA e BCE mostra che meno di un quarto delle perdite causate da catastrofi naturali nell'UE è attualmente assicurato, e in diversi paesi tale quota è inferiore al 5 per cento. Inoltre, di recente la copertura assicurativa è andata diminuendo e potrebbe ridursi ulteriormente, per cui ci si attende un ampliamento di tale divario. Ciò potrebbe comportare un crescente onere economico per famiglie, imprese e governi (cfr. Giuzio et al., 2026) e un rischio di effetti di propagazione per le banche. Sono necessarie ulteriori analisi da parte della BCE e di altre autorità competenti per valutare gli impatti macroeconomici, fiscali e di stabilità finanziaria associati alla carenza di protezione assicurativa. La complessità e la natura trasversale di questo problema possono richiedere il coinvolgimento di una più vasta platea di soggetti interessati. A questo proposito va ricordata la proposta congiunta presentata da EIOPA e BCE in merito a uno schema di riassicurazione pubblico-privato dell'UE per costituire un pool dei rischi e ampliare la copertura negli Stati membri, nonché la creazione di un fondo pubblico europeo per le catastrofi al fine di migliorare la gestione dei rischi e il coordinamento (cfr. EIOPA-BCE, 2024).

Dato che un certo grado di cambiamento climatico è inevitabile, l'adattamento a esso e il rafforzamento della resilienza stanno diventando sempre più importanti, oltre alle attuali misure di mitigazione. La BCE continuerà a rafforzare la comprensione del ruolo del settore finanziario nel sostegno all'adattamento e alla resilienza ai cambiamenti climatici, nonché dei percorsi più efficaci per ridurre l'esposizione complessiva dell'economia e del sistema finanziario ai rischi legati al clima.

Rischi legati alla natura

Il degrado della natura è considerato sempre più spesso come una fonte di rischio macroeconomico e finanziario insieme ai cambiamenti climatici, con implicazioni potenzialmente rilevanti per la stabilità dei prezzi e la stabilità finanziaria in tutta Europa. I rischi legati alla natura possono avere effetti diretti sull'economia. Ad esempio, la scarsità d'acqua, l'erosione del suolo e la perdita di impollinatori possono compromettere la produttività agricola e far aumentare i prezzi dei prodotti alimentari. Tali effetti, anche se inizialmente circoscritti a un sito

[12] Tra il 1981 e il 2023 gli eventi estremi legati a catastrofi naturali hanno causato perdite economiche dirette per circa 900 miliardi di euro nell'UE, di cui oltre un quinto si è verificato negli ultimi tre anni (cfr. EIOPA-BCE, 2024).

specifico, possono diffondersi a tutta l'economia attraverso le catene di approvvigionamento. Le implicazioni economiche che ne derivano possono successivamente tradursi in rischi finanziari, che interessano le istituzioni finanziarie attraverso il finanziamento di settori e attività economiche esposti. La perdita di biodiversità può anche amplificare il cambiamento climatico e i rischi associati, soprattutto attraverso il degrado degli ecosistemi che immagazzinano carbonio o sostengono l'adattamento ai cambiamenti climatici, sottolineando la necessità di un approccio integrato ai rischi legati al clima e alla natura (cfr. Ceglar et al., 2024).

La BCE sta rafforzando il proprio quadro analitico per tener conto dei rischi legati alla natura e per comprenderne meglio l'impatto sul proprio mandato. La BCE ha iniziato a sviluppare metodologie per valutare l'impatto finanziario dei rischi legati alla natura. Una ricerca condotta dalla BCE mostra che il 72 per cento delle imprese dell'area dell'euro è fortemente dipendente dai servizi ecosistemici e che quasi il 75 per cento dei prestiti bancari alle imprese è concesso ad aziende che dipendono in misura elevata da almeno un servizio ecosistemico (cfr. Ceglar et al., 2024)[13]. Questo lavoro cerca sia di comprendere come il degrado dell'ecosistema possa propagarsi attraverso il sistema finanziario, sia di arricchire le valutazioni esistenti dei rischi legati al clima. Gli argomenti chiave per il lavoro futuro includono: a) migliorare la disponibilità dei dati; b) sviluppare scenari legati alla natura; c) esaminare il modo in cui le banche individuano e gestiscono tali rischi; e d) valutare i potenziali approcci di vigilanza, con il sostegno della cooperazione in corso con l'NGFS.

I rischi legati all'acqua sono emersi come una delle fonti più significative di rischio connesso alla natura per l'economia dell'UE. Gli ecosistemi idrici sono una risorsa economica fondamentale in Europa e una fonte significativa di rischio quando vengono compromessi. Ricerche recenti hanno riscontrato che un evento di estrema scarsità idrica potrebbe esporre fino al 24 per cento del prodotto dell'area dell'euro al rischio di perdite (cfr. Ceglar et al., 2025). Anche le banche sono notevolmente esposte rispetto ai settori dipendenti dall'acqua e un aumento dello stress idrico potrebbe incidere sulla produzione, sulle catene di approvvigionamento e sulla più ampia resilienza macroeconomica. In risposta, la BCE e altre banche centrali del SEBC stanno lavorando congiuntamente a un quadro analitico per valutare le implicazioni dell'aumento dello stress idrico sull'economia dell'UE.

5 Osservazioni conclusive

A distanza di cinque anni, il CCC ha aiutato la BCE nel passaggio dal riconoscimento dei rischi climatici all'integrazione sistematica dei rischi legati al clima e alla natura in tutte le aree operative pertinenti. Nel corso di questo periodo il CCC, in stretta collaborazione con altre aree operative, ha elaborato l'agenda strategica per il clima e la natura della BCE, ha tradotto obiettivi di alto

[13] Gli ecosistemi possono essere considerati come reti locali di piante e animali che interagiscono, e l'ambiente in cui vivono. I benefici diretti e indiretti di tali ecosistemi sono noti come servizi ecosistemici. Tra gli esempi si annoverano l'acqua dolce proveniente da fiumi, laghi e bacini per uso potabile, industriale o agricolo, e la vegetazione destinata alla raccolta, il bestiame, il pesce e altre biomasse che sostengono la produzione alimentare, di fibre e di energia.

livello in azioni istituzionali concrete e rafforzato la cooperazione in tutto l'Eurosistema e a livello internazionale. Ciò ha aiutato la BCE a rispettare i propri impegni in materia di clima.

La BCE dovrà continuare a rispondere ai cambiamenti climatici e alle sfide legate alla natura. La prossima fase del lavoro della BCE su clima e natura combinerà continuità strategica e flessibilità per rispondere ai rischi emergenti. La BCE continuerà a integrare i rischi legati a clima e natura nella politica monetaria, nella vigilanza bancaria, nella stabilità finanziaria e nelle attività relative alle operazioni di mercato. Allo stesso tempo, il lavoro analitico si concentrerà sempre più sulle questioni in cui l'incertezza rimane più elevata e in cui sono necessarie nuove evidenze a sostegno della definizione delle politiche. In particolare, le tre aree di intervento analizzate in precedenza, ovvero a) la gestione della transizione ecologica, b) i rischi fisici e c) i rischi legati alla natura, contribuiscono a indirizzare l'attenzione della BCE verso gli sviluppi più rilevanti ai fini del suo mandato.

Nel suo ruolo di centro strategico, coordinamento e di competenza per il clima, il CCC continuerà a lavorare di pari passo con tutte le pertinenti aree operative della BCE e delle banche centrali del SEBC. In particolare, continuerà a individuare i rischi emergenti e le priorità politiche, a sfruttare le competenze specifiche e a promuovere una ricerca che migliori la comprensione dei rischi climatici e legati alla natura. La combinazione di coerenza e reattività sarà importante per garantire che la BCE rimanga pronta ad affrontare l'evoluzione delle implicazioni economiche e finanziarie dei cambiamenti climatici e del degrado della natura, pur mantenendo le proprie azioni saldamente ancorate al suo mandato.

Riferimenti bibliografici

Aguilar García, P., Durero, F., Ferdinandusse, M., Kuik, F. e Priftis, R. (2025), "Impatto macroeconomico delle politiche connesse ai cambiamenti climatici nell'area dell'euro", *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*, BCE, dicembre.

Andersson, M., Nerlich, C., Pasqua, C. e Rusinova, D. (2024), "Massive investment needs to meet EU green and digital targets", *Financial Integration and Structure in the Euro Area 2024*, BCE, giugno.

Arlia, D. e Hutchinson, J. (2026), *Determinanti dei prezzi dell'energia elettrica per le famiglie e i settori ad alta intensità energetica e loro rilevanza per gli obiettivi di decarbonizzazione dell'UE*, riquadro 2 nel numero 1/2026 di questo Bollettino.

Autorità bancaria europea (ABE) (2026), *The EBA launches early consultation on simplified EU-wide stress test, with climate risk integration*, comunicato stampa dell'11 giugno.

Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) e Banca centrale europea (BCE) (2024), *Towards a European system for natural catastrophe risk management*, 18 dicembre.

Banca centrale europea (BCE) (2021a), *ECB sets up climate change centre*, comunicato stampa del 25 gennaio.

Banca centrale europea (BCE) (2021b), *Dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE (2021)*, 8 luglio.

Banca centrale europea (BCE) (2021c), *La BCE presenta un piano di azione per includere considerazioni relative al cambiamento climatico nella propria strategia di politica monetaria*, comunicato stampa dell'8 luglio.

Banca centrale europea (BCE) (2021d), *Firms and banks to benefit from early adoption of green policies, ECB's economy-wide climate stress test shows*, comunicato stampa del 22 settembre.

Banca centrale europea (BCE) (2022a), *La Vigilanza bancaria della BCE avvia la prova di stress sul rischio climatico 2022*, comunicato stampa del 27 gennaio.

Banca centrale europea (BCE) (2022b), *Walking the talk – Banks gearing up to manage risks from climate change and environmental degradation*, novembre.

Banca centrale europea (BCE) (2023), *Faster green transition would benefit firms, households and banks, ECB economy-wide climate stress test finds*, comunicato stampa del 6 settembre.

Banca centrale europea (BCE) (2025a), *Dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE (2025)*, 30 giugno.

Banca centrale europea (BCE) (2025b), *Priorità di vigilanza 2026-2028*, 18 novembre.

Banca centrale europea (BCE) (2026a), *ECB to extend use of climate factors in Eurosystem collateral framework to non-financial corporate credit claims*, comunicato stampa del 24 luglio.

Banca centrale europea (BCE) (2026b), *Carbon emissions of ECB and Eurosystem portfolios continue to decline*, comunicato stampa del 15 giugno.

Bijnens, G., Hutchinson, J. e Saint Guilhem, A. (2025), "How enduring high energy prices could affect jobs", *Il Blog della BCE*, BCE, 5 maggio.

Brand, C., Coenen, G., Hutchinson, J. e Saint Guilhem, A. (2023), *Le implicazioni macroeconomiche della transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica*, articolo 1 nel numero 5/2023 di questo Bollettino.

Ceglar, A., Jwaideh, M., O'Donnell, E., Danieli, F., Pasqua, C., Hutchinson, J., Cimini, F., Sabuco, J., Alvarez, J., Ranger, N. e Heemskerk, I. (2025), "Nature at risk: Implications for the euro area economy and financial stability", *Occasional Paper Series*, n. 380, BCE, 2 dicembre.

Ceglar, A., Parker, M., Pasqua, C., Boldrini, S., Gabet, M. e van der Zwaag, S. (2024), *Impatti economici e finanziari del degrado della natura e della perdita di biodiversità*, articolo 2 nel numero 6/2024 di questo Bollettino.

Centro comune di ricerca (2026), *European agriculture hit hard by exceptionally hot and dry summer*, Commissione europea, 28 settembre.

Cipollone, P. (2026), "Il nuovo shock energetico: scenari economici e implicazioni di policy", intervento introduttivo in occasione del Festival dello sviluppo sostenibile 2026, 6 maggio 2026.

Elderson, F. (2025), "Banks have made good progress in managing climate and nature risks – and must continue", *Il Blog della BCE*, BCE, 11 luglio.

Ferdinandusse, M., Kuik, F. e Priftis, R. (2024), *Valutazione degli effetti macroeconomici delle politiche di transizione connesse ai cambiamenti climatici*, riquadro 4 nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

Ferrando, A., Groß, J. e Rariga, J. (2023), *Cambiamento climatico e investimenti e finanziamenti verdi delle imprese dell'area dell'euro: risultati dall'indagine SAFE*, riquadro 5 nel numero 6/2023 di questo Bollettino.

Germann, M., Kusmierczyk, P. e Puyo, C. (2023), *Risultati della prova di stress del 2022 sul rischio climatico per il bilancio dell'Eurosistema*, riquadro 6 nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

Giuzio, M., Rousová, L., Kapadia, S., Kumar, H., Mazzotta, L., Parker, M. e Zafeiris, D. (2026), "Climate change, catastrophes, insurance and the macroeconomy", *European Economic Review*, vol. 182, febbraio.

Gruppo di lavoro sui cambiamenti climatici (2021), "Climate change and monetary policy in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 271, BCE, settembre.

Kiel Institute (2026), *Autumn Forecast Kiel Institute: German economy overcomes recession – structural deficits remain*, 3 settembre.

Köhler-Ulbrich, P., Schuster, Y. e Tushteva, N. (2025), "Climate performance matters for bank credit in the euro area", *Il Blog della BCE*, BCE, 10 novembre.

Kuik, F., Adolfsen, J.F., Lis, E.M. e Meyler, A. (2022), *Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo*, articolo 1 nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

Lagarde, C. (2026), "Climate, nature and monetary policy", intervento introduttivo alla Climate, Nature and Monetary Policy Conference organizzata da BCE, Frankfurt School of Finance and Management e CETEX, Francoforte sul Meno, 5 maggio.

Lane, P.R. (2026), "Climate change and monetary policy", intervento tenuto alla Climate, Nature and Monetary Policy Conference organizzata da BCE, Frankfurt School of Finance and Management e CETEX, Francoforte sul Meno, 5 maggio.

Nerlich, C. et al. (2025), “Investing in Europe’s green future – Green investment needs, outlook and obstacles to funding the gap”, *Occasional Paper Series*, n. 367, BCE, dicembre.

Parker, M. (2023), *Gli effetti del cambiamento climatico sul prodotto potenziale*, articolo 2 nel numero 6/2023 di questo Bollettino.

Schroeder, C. (2026), “Employment effects of EU-ETS prices”, *Working Paper Series*, n. 3237, BCE.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dal Portale dati della BCE:	https://data.ecb.europa.eu
Tavole dettagliate sono disponibili nella sezione “Publications” del Portale dati della BCE:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Le definizioni metodologiche, le note generali e le note tecniche alle tavole statistiche sono consultabili nella sezione “Methodology” del Portale dati della BCE:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Segni convenzionali nelle tavole

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

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	0,4	0,9	5,4	0,4	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4
2024	3,3	3,0	1,1	0,1	5,0	1,3	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2025	3,4	2,3	1,2	1,2	5,0	1,2	.	3,4	3,2	0,1	2,1
2025 4° trim.	0,7	0,1	0,0	0,3	1,1	0,2	.	3,4	2,7	0,6	2,1
2026 1° trim.	0,8	0,6	0,6	0,5	1,3	0,0	2,7	3,1	1,4	0,8	2,0
2° trim.	0,7	0,6	0,5	0,4	0,9	0,6	3,9	2,7	1,5	1,1	3,0
3° trim.	.	.	.	.	1,2	.	3,5	3,2	2,0	0,7	3,3
2026 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	1,6	1,0	2,8
lug.	-	-	-	-	-	-	3,4	2,9	1,9	0,5	2,9
ago.	-	-	-	-	-	-	3,4	3,1	1,9	0,8	3,2
set.	-	-	-	-	-	-	3,7	3,5	2,1	0,9	3,8

Fonti: Eurostat (col. 6, 11); BRI (col. 7, 8, 9, 10); OCSE (col. 1, 2, 3, 4, 5).
1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.
2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

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	14.801,5	14.291,4	7.862,8	3.107,3	3.245,8	1.653,5	944,6	641,2	75,5	-510,0	7.440,6	6.930,5
2024	15.432,4	14.785,4	8.177,7	3.281,3	3.254,7	1.654,7	948,4	645,5	71,7	-647,0	7.606,6	6.959,6
2025	15.993,3	15.422,3	8.460,5	3.436,1	3.413,1	1.716,8	979,9	710,3	112,7	-571,0	7.772,9	7.201,9
2025 3° trim.	4.011,3	3.872,3	2.119,8	863,7	856,6	431,7	247,4	175,9	32,2	-138,9	1.940,1	1.801,2
4° trim.	4.056,1	3.909,9	2.145,2	877,6	866,7	438,6	250,2	176,4	20,4	-146,1	1.955,4	1.809,3
2026 1° trim.	4.075,3	3.946,2	2.162,2	882,4	872,8	437,9	252,3	181,0	28,9	-129,1	1.968,6	1.839,4
2° trim.	4.125,8	3.978,0	2.193,5	891,9	882,2	444,9	253,6	182,0	10,5	-147,8	2.086,0	1.938,2
	in percentuale del PIL											
2025	100,0	96,4	52,9	21,5	21,3	10,7	6,1	4,4	0,7	-3,6	-	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)											
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
2025 3° trim.	0,3	0,5	0,2	0,6	1,0	0,5	1,3	1,7	-	-	0,7	1,2
4° trim.	0,2	0,2	0,6	0,6	0,6	0,9	0,7	-0,3	-	-	0,4	0,4
2026 1° trim.	0,0	0,5	0,0	0,5	-0,1	-1,1	0,5	1,6	-	-	-0,5	0,5
2° trim.	0,6	-0,3	0,4	0,3	0,0	0,1	-0,4	0,0	-	-	3,5	1,7
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
2023	0,4	0,1	0,7	1,1	2,6	1,0	3,1	6,0	-	-	-1,1	-1,9
2024	1,3	1,0	1,6	2,7	-1,7	-2,1	-0,9	-1,6	-	-	1,3	0,7
2025	1,2	2,0	1,4	1,5	2,8	1,2	2,1	8,1	-	-	1,7	3,4
2025 3° trim.	1,1	1,7	1,2	1,4	2,9	2,0	3,7	4,0	-	-	2,2	3,5
4° trim.	1,1	1,8	1,3	1,6	2,8	2,5	3,1	3,1	-	-	2,0	3,5
2026 1° trim.	0,6	1,5	0,9	2,3	0,2	0,4	3,7	-4,7	-	-	-0,1	1,8
2° trim.	1,2	1,0	1,2	2,0	1,4	0,4	2,1	3,0	-	-	4,1	3,8
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali											
2025 3° trim.	0,3	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	-	-
4° trim.	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	-	-
2026 1° trim.	0,0	0,5	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,4	-0,5	-	-
2° trim.	0,6	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,9	-	-
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali											
2023	0,4	0,1	0,4	0,2	0,6	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	1,3	0,9	0,8	0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025	1,2	1,9	0,7	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,3	-0,7	-	-
2025 3° trim.	1,1	1,6	0,6	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,5	-	-
4° trim.	1,1	1,7	0,7	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,6	-	-
2026 1° trim.	0,6	1,4	0,5	0,5	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,4	-0,8	-	-
2° trim.	1,2	0,9	0,6	0,4	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,4	0,3	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	A prezzi correnti (miliardi di euro)											
2023	13.391,9	226,1	2.639,5	714,4	2.489,6	704,4	604,1	1.519,3	1.611,6	2.469,6	413,2	1.409,6
2024	13.902,2	234,9	2.643,7	742,6	2.568,7	743,2	637,1	1.582,7	1.690,2	2.623,2	435,8	1.530,2
2025	14.375,0	248,8	2.684,4	776,7	2.640,0	786,0	657,9	1.615,0	1.761,1	2.753,9	451,2	1.618,3
2025 3° trim.	3.603,2	63,3	665,5	195,5	662,8	197,9	165,4	405,0	443,4	691,1	113,3	408,1
4° trim.	3.648,8	61,7	678,4	198,3	669,1	200,7	168,3	409,0	448,3	700,9	114,0	407,2
2026 1° trim.	3.656,2	60,9	670,7	198,3	674,1	201,3	170,4	411,4	451,0	703,9	114,3	419,1
2° trim.	3.709,9	58,1	692,3	201,1	683,4	205,0	171,1	415,7	455,7	712,4	115,2	415,9
	in percentuale del valore aggiunto											
2025	100,0	1,7	18,7	5,4	18,4	5,5	4,6	11,2	12,3	19,2	3,1	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)											
	variazioni percentuali sul trimestre precedente											
2025 3° trim.	0,4	0,6	1,0	0,1	0,2	1,1	0,2	0,0	0,4	0,1	-0,2	-0,1
4° trim.	0,2	0,4	-0,9	0,5	0,3	1,0	0,7	0,4	0,3	0,5	0,1	0,6
2026 1° trim.	0,0	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,0	0,3	0,3	0,1	0,0	0,4
2° trim.	0,8	-0,1	1,7	0,4	0,7	1,0	-0,5	0,4	0,8	0,5	0,5	-0,4
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
2023	0,7	-2,4	-1,5	1,5	0,0	7,2	-3,0	2,3	1,7	0,7	3,2	-1,7
2024	1,3	0,7	1,6	-0,5	0,0	2,9	0,7	1,5	1,8	2,0	1,4	1,2
2025	1,2	4,1	0,7	0,6	1,2	4,5	-0,1	0,7	1,4	1,1	0,1	1,9
2025 3° trim.	1,1	5,2	0,2	0,9	1,4	4,7	-0,1	0,6	1,6	1,0	-0,5	1,5
4° trim.	1,1	3,7	-0,1	1,4	1,3	4,2	1,0	1,0	1,7	1,0	0,4	0,5
2026 1° trim.	0,5	1,7	-2,6	0,0	1,1	3,2	0,5	1,2	1,5	1,1	0,2	1,7
2° trim.	1,3	1,0	1,0	0,2	1,3	3,5	0,5	1,2	1,8	1,2	0,5	0,5
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali											
2025 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	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2026 1° trim.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali											
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	-
2024	1,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,4	0,0	-
2025	1,2	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2025 3° trim.	1,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
4° trim.	1,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2026 1° trim.	0,5	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2° trim.	1,3	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	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													
							percentuale sul totale delle persone occupate						
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	86,0	14,0	3,0	14,0	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,1	24,9	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	25,0	6,5
							variazioni percentuali sul periodo corrispondente						
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,5	2,0	3,8	0,7	1,8	1,9	1,3	1,7
2024	1,0	1,1	0,5	-1,5	0,1	0,6	1,1	2,0	1,4	0,3	1,0	1,8	1,0
2025	0,7	0,7	1,0	-1,3	-0,4	1,1	0,6	0,2	0,6	2,2	1,1	1,2	1,5
2025 3° trim.	0,6	0,6	1,1	-1,0	-0,4	1,4	0,4	-0,2	0,6	2,2	1,0	1,1	1,4
4° trim.	0,7	0,6	1,1	-0,5	-0,4	1,5	0,4	-0,8	0,6	0,6	1,3	1,0	1,4
2026 1° trim.	0,5	0,4	1,4	-0,6	-0,1	1,7	0,3	-1,7	0,7	0,6	0,9	0,9	0,5
2° trim.	0,5	0,5	0,6	-1,9	-0,4	1,4	0,5	-1,7	1,4	0,7	0,8	1,2	0,5
Ore lavorate													
							percentuale sul totale delle ore lavorate						
2023	100,0	81,8	18,2	3,9	14,7	7,3	25,2	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	25,2	3,7	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
2025	100,0	82,1	17,9	3,7	14,4	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,2	22,3	6,0
							variazioni percentuali sul periodo corrispondente						
2023	1,7	2,0	0,4	-1,8	1,0	1,5	2,1	4,0	0,8	1,5	2,2	1,7	2,5
2024	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,4	0,7	1,3	2,5	1,9	0,6	1,5	2,2	1,7
2025	0,2	0,3	-0,1	-2,0	-1,0	0,6	-0,1	-0,1	0,0	1,0	0,7	1,0	1,8
2025 3° trim.	0,6	0,6	0,8	-1,8	-0,3	1,2	0,3	-0,3	0,1	2,7	1,1	1,2	1,8
4° trim.	0,5	0,5	0,5	-1,2	-0,5	1,2	-0,1	-0,6	0,5	-1,8	1,3	1,2	1,6
2026 1° trim.	0,5	0,4	0,8	-1,3	0,1	1,1	0,3	-1,9	0,1	0,0	0,9	1,2	0,5
2° trim.	0,6	0,6	0,6	-1,8	-0,1	1,7	0,8	-1,7	0,9	0,7	1,2	1,1	-0,5
Ore lavorate per persona occupata													
							variazioni percentuali sul periodo corrispondente						
2023	0,2	0,4	-0,5	-0,7	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,4	0,8
2024	0,3	0,5	-0,3	0,9	0,3	0,1	0,2	0,5	0,6	0,3	0,5	0,3	0,6
2025	-0,5	-0,4	-1,0	-0,7	-0,6	-0,5	-0,7	-0,3	-0,5	-1,1	-0,4	-0,2	0,4
2025 3° trim.	0,0	0,0	-0,3	-0,7	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	0,4	0,2	0,1	0,4
4° trim.	-0,2	-0,1	-0,7	-0,7	-0,1	-0,3	-0,5	0,2	-0,1	-2,4	0,0	0,1	0,3
2026 1° trim.	0,0	0,0	-0,6	-0,7	0,2	-0,7	0,0	-0,2	-0,6	-0,6	0,0	0,3	0,0
2° trim.	0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,3	0,1	-0,5	0,0	0,4	0,0	-0,9

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	in perc. del totale dei posti 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		51,5		48,5		
2023	173,117	2,9	11,332	6,6	2,4	9,030	5,8	2,302	14,5	5,730	6,2	5,602	6,9	3,0
2024	174,344	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	175,918	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 3° trim.	175,996	2,8	11,295	6,4	2,0	8,904	5,6	2,391	15,0	5,816	6,2	5,480	6,6	2,1
4° trim.	176,256	2,8	11,075	6,3	2,0	8,663	5,4	2,412	15,1	5,719	6,1	5,356	6,5	2,2
2026 1° trim.	176,366	2,8	11,061	6,3	2,0	8,657	5,4	2,404	15,1	5,655	6,0	5,406	6,5	2,3
2° trim.	176,766	2,8	11,299	6,4	2,0	8,876	5,5	2,423	15,2	5,861	6,2	5,438	6,6	.
2026 mar.	-	-	11,310	6,4	-	8,877	5,5	2,432	15,3	5,796	6,2	5,514	6,7	-
apr.	-	-	11,276	6,4	-	8,860	5,5	2,416	15,2	5,800	6,2	5,476	6,6	-
mag.	-	-	11,235	6,4	-	8,812	5,5	2,422	15,2	5,778	6,2	5,456	6,6	-
giu.	-	-	11,318	6,4	-	8,902	5,5	2,416	15,2	5,837	6,2	5,482	6,6	-
lug.	-	-	11,331	6,4	-	8,931	5,6	2,400	15,1	5,814	6,2	5,517	6,7	-
ago.	-	-	11,357	6,4	-	8,966	5,6	2,391	15,0	5,807	6,2	5,551	6,7	-

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) Dati non destagionalizzati.

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

2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

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 della Commissione europea presso le imprese e i consumatori (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)							
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia dei consumatori	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	117,7	14,3	39,5	.	9,1	3,7	17,2	.
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 4° trim.	97,0	-8,8	77,9	-12,9	-1,5	-6,6	4,9	89,9
2026 1° trim.	98,0	-7,1	78,0	-13,7	-1,9	-6,3	6,0	89,8
2° trim.	94,5	-7,5	78,2	-19,0	-3,8	-9,8	3,6	90,0
3° trim.	97,8	-4,9	78,3	-16,0	-5,1	-6,5	5,6	90,1
2026 mag.	94,3	-7,6	.	-18,9	-4,0	-10,6	3,7	.
giu.	95,6	-7,4	.	-17,7	-4,7	-9,2	4,4	.
lug.	97,1	-5,9	78,3	-15,9	-5,1	-6,9	5,0	90,1
ago.	98,4	-5,0	.	-15,5	-5,0	-6,3	5,6	.
set.	97,9	-3,8	.	-16,5	-5,0	-6,4	6,1	.
ott.	.	.	.	-17,9	.	.	.	.

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	14,2	83,8	1,3	1,9	2,8	3,9	1,4	37,3	6,0	68,6	1,8	4,0	0,9
2024	15,1	80,5	2,7	2,3	-8,1	5,6	4,6	35,7	4,4	67,1	2,0	1,1	1,1
2025	14,8	80,6	0,8	2,6	3,3	4,8	4,4	35,4	4,0	65,5	2,2	5,5	1,5
2025 3° trim.	14,9	80,5	0,5	2,6	4,8	4,7	4,7	35,3	4,0	66,0	2,2	4,1	1,4
4° trim.	14,8	80,6	0,6	2,6	6,3	4,8	4,4	35,4	4,0	65,5	2,2	0,8	1,5
2026 1° trim.	14,7	80,4	0,8	2,8	4,4	4,2	3,9	35,2	4,1	65,5	2,2	1,3	1,4
2° trim.	14,5	80,3	0,0	2,7	3,2	5,1	3,6	35,0	4,0	66,1	2,6	-1,1	1,7

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	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2025	3° trim.	1.486,1	1.422,1	64,0	710,2	632,0	393,4	364,2	333,4	329,9	49,1	96,1	25,0	22,3
	4° trim.	1.509,5	1.443,8	65,7	711,5	637,1	399,1	352,3	348,5	350,5	50,3	103,8	47,1	24,1
2026	1° trim.	1.535,3	1.461,2	74,1	714,7	654,9	410,9	372,2	359,1	332,0	50,7	102,0	37,4	26,7
	2° trim.	1.609,0	1.552,0	57,0	786,4	711,0	425,1	391,5	348,0	349,5	49,6	100,0	26,9	14,5
2026	mar.	513,6	503,1	10,5	239,4	230,2	137,7	124,4	120,2	113,8	16,3	34,8	11,6	4,9
	apr.	534,8	523,2	11,6	261,8	237,2	141,1	129,4	115,1	123,4	16,7	33,2	7,3	4,2
	mag.	533,8	517,0	16,8	261,0	237,2	142,3	132,6	114,9	113,7	15,5	33,5	7,8	5,8
	giu.	540,5	511,8	28,7	263,5	236,6	141,6	129,6	117,9	112,4	17,4	33,2	11,8	4,4
	lug.	537,4	510,2	27,2	262,9	229,0	140,1	127,7	118,1	118,7	16,3	34,8	11,9	5,2
	ago.	533,1	524,4	8,7	258,8	240,5	140,5	127,6	117,4	121,8	16,5	34,5	7,6	6,1
		transazioni cumulate su 12 mesi												
2026	ago.	6.219,9	5.969,5	250,3	2.973,9	2.683,5	1.647,4	1.494,2	1.398,5	1.384,3	200,1	407,6	140,5	86,3
		transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL												
2026	ago.	38,2	36,7	1,5	18,3	16,5	10,1	9,2	8,6	8,5	1,2	2,5	0,9	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.)					
		Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria: industria manifatturiera	Totale				Per memoria:	
					Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
		Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2025	3° trim.	1,4	2,2	724,1	339,8	145,8	222,5	600,5	698,9	380,5	121,3	179,0	514,2	64,6
	4° trim.	0,3	0,2	719,4	332,0	145,3	223,5	592,9	695,1	375,5	124,4	176,0	518,6	57,6
2026	1° trim.	-6,4	-0,4	725,4	342,3	144,5	220,1	589,3	713,1	389,5	128,8	179,0	523,6	64,9
	2° trim.	6,4	11,8	768,1	361,8	157,7	229,5	622,8	777,5	436,1	137,8	187,8	550,3	93,5
2026	mar.	-5,2	6,8	246,9	117,0	49,4	73,8	198,2	248,7	137,0	44,6	61,8	179,0	26,6
	apr.	4,7	9,9	254,2	122,3	51,0	75,0	204,9	255,1	144,0	45,1	60,9	178,7	32,2
	mag.	0,2	10,8	255,9	120,6	51,5	78,1	207,5	262,9	147,8	46,2	63,9	184,5	33,6
	giu.	14,6	14,8	258,0	118,9	55,1	76,4	210,5	259,5	144,3	46,5	62,9	187,2	27,7
	lug.	8,8	9,1	260,3	122,3	52,7	78,4	211,8	259,0	142,0	46,6	64,0	190,2	27,0
	ago.	9,9	16,7	257,2	.	.	.	205,1	264,0	.	.	.	187,4	.
		Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2025	3° trim.	0,1	2,8	94,5	87,2	95,2	105,5	94,9	102,4	96,6	105,0	112,4	103,3	140,7
	4° trim.	-0,9	2,1	92,2	84,0	92,1	105,5	91,7	102,6	95,6	106,7	111,3	104,3	141,2
2026	1° trim.	-5,6	1,5	92,1	84,7	92,9	104,3	90,8	102,2	95,2	107,5	112,1	103,8	145,4
	2° trim.	1,4	2,9	94,6	86,9	98,8	105,2	93,8	103,7	97,3	110,5	113,9	105,3	152,1
2026	feb.	-5,1	1,0	92,7	85,9	93,4	104,8	91,9	102,5	95,9	106,9	110,9	103,8	145,2
	mar.	-4,6	6,6	92,7	85,3	93,4	103,6	89,8	104,3	98,5	111,2	115,3	106,1	151,5
	apr.	1,8	2,9	95,0	88,9	95,2	105,4	93,8	102,9	96,7	110,0	113,0	104,4	147,8
	mag.	-5,4	0,2	93,5	85,6	96,7	105,1	92,7	103,7	97,2	110,1	114,1	105,0	160,9
	giu.	8,0	5,7	95,4	86,1	104,6	105,0	94,8	104,4	97,9	111,3	114,7	106,5	147,7
	lug.	1,0	0,2	95,2	87,2	95,7	107,6	94,4	102,8	96,6	107,2	115,0	105,1	150,2

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)]

(variazioni percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) [2)]						Prezzi amministrati	
	Indice: 2025 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
			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 4° trim.	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,4	0,4	0,1	0,1	-0,1	0,8	2,0	2,3
2026 1° trim.	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	2,0	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	0,8	0,3	6,3	0,9	3,0	3,2
3° trim.	103,7	3,3	2,5	3,4	3,2	0,9	0,1	0,3	0,5	4,3	0,7	3,2	3,9
2026 apr.	103,0	3,0	2,2	3,1	3,0	0,5	0,0	0,7	0,2	3,0	0,4	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	0,3	3,2	3,2
giu.	103,0	2,8	2,4	2,3	3,2	-0,1	0,0	-0,5	0,0	-1,8	0,2	2,7	3,3
lug.	103,2	2,9	2,5	2,6	3,3	0,5	0,1	0,0	0,3	2,7	0,3	2,9	3,6
ago.	103,7	3,2	2,4	3,4	3,0	0,5	0,0	0,5	0,2	2,9	0,2	3,2	3,9
set.	104,3	3,8	2,5	4,2	3,2	0,6	0,0	1,0	0,0	4,0	0,3	3,7	4,2

	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 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
3° trim.	1,2	0,5	3,1	4,7	1,1	14,5	3,1	2,7	3,6	1,7	3,2	2,9
2026 apr.	2,4	1,6	4,6	3,5	0,8	10,8	3,1	2,7	2,7	0,9	3,2	3,1
mag.	1,9	1,1	4,0	3,5	0,9	10,8	3,1	2,7	4,5	1,7	3,6	3,1
giu.	1,5	0,9	3,1	2,8	0,7	8,5	3,1	2,7	3,7	1,6	3,3	3,1
lug.	1,2	0,7	2,4	3,5	0,9	10,3	3,1	2,7	4,0	2,0	3,3	2,9
ago.	1,1	0,5	2,7	4,7	1,2	14,3	3,1	2,6	3,4	1,9	2,8	3,0
set.	1,3	0,4	4,0	5,8	1,1	18,9	3,0	2,6	3,4	1,3	3,5	3,0

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	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali[3]
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,0	-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 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	1,8
2026 1° trim.	126,5	-1,1	1,4	1,2	1,6	1,6	1,3	-0,2	1,7	-5,7	1,9	4,6	.
2° trim.	129,9	5,1	5,8	2,7	5,2	2,3	0,7	-1,0	2,1	11,7	3,6	4,0	.
2026 mar.	129,0	2,0	3,7	1,4	2,0	1,7	1,1	-0,5	1,7	4,0	-	-	-
apr.	129,8	4,9	6,1	2,3	3,9	2,2	0,8	-0,8	1,9	12,4	-	-	-
mag.	130,1	5,9	6,2	2,8	5,5	2,3	0,7	-1,0	2,2	14,0	-	-	-
giu.	129,7	4,6	5,1	3,0	6,1	2,3	0,5	-1,2	2,3	8,8	-	-	-
lug.	131,8	5,8	5,8	3,1	6,3	2,5	0,4	-1,2	2,3	13,0	-	-	-
ago.	134,3	8,2	7,0	3,4	6,8	2,6	0,4	-1,2	2,5	21,0	-	-	-

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 output 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 nella colonna 13 escludono 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 (a pronti, qualità Brent; dollari US)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni[1]	Importazioni[1]		Ponderati in base alle importazioni[2]			Ponderati in base all'utilizzo[2]		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
in perc. del totale										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2023	114,1	6,3	5,0	6,3	4,0	4,1	0,7	-2,1	83,7	-13,2	-14,1	-12,3	-14,0	-14,6	-13,4
2024	117,5	3,0	2,5	2,4	2,8	2,0	0,9	-0,3	82,0	2,7	2,5	3,0	3,7	3,9	3,5
2025	120,3	2,4	2,3	2,0	3,2	2,0	0,5	0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 4° trim.	121,5	2,5	2,3	2,3	3,4	1,9	-0,4	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,7	-2,8
2026 1° trim.	122,1	2,4	1,9	2,1	2,4	2,2	0,7	-0,4	82,9	-6,6	-17,1	2,8	-7,9	-14,3	-0,9
2° trim.	122,8	2,4	2,7	3,0	2,5	3,1	3,9	4,5	109,4	6,4	-5,4	16,6	5,4	-3,0	14,4
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	99,8	9,2	6,4	11,5	7,2	4,5	9,8
2026 apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,7	-7,9	15,9	4,1	-4,1	13,1
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,7	-6,6	18,6	6,0	-3,2	15,9
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,0	7,7	-1,5	15,5	6,1	-1,7	14,1
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	82,4	9,8	8,7	10,6	7,6	6,0	9,2
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	93,7	8,4	4,7	11,4	6,5	3,6	9,3
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	123,5	9,5	6,0	12,4	7,4	3,8	10,9

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e LSEG (London Stock Exchange Group) (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 imprese e i consumatori (saldi percentuali)				
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni	
	1	2	3	4	5
1999-2022	48,0	50,7	25,8	40,7	68,9
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,2	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	14,0	4,7	48,9
2025 4° trim.	10,0	17,9	13,6	7,8	48,4
2026 1° trim.	14,2	18,3	14,6	8,8	46,7
2° trim.	26,3	27,0	16,3	16,6	56,5
3° trim.	18,5	22,0	13,8	10,5	55,2
2026 apr.	29,6	27,6	17,6	19,2	56,5
mag.	26,7	26,9	16,6	17,2	57,4
giu.	22,5	26,6	14,7	13,3	55,5
lug.	18,2	22,5	13,7	9,2	53,8
ago.	16,9	22,0	14,0	8,5	54,9
set.	20,3	21,6	13,6	13,9	56,8

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

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	110,6	4,9	4,7	5,5	5,2	4,2	4,5
2024	115,8	4,7	4,7	4,7	4,7	4,6	4,6
2025	120,2	3,7	3,6	4,1	3,9	3,4	2,9
2025 3° trim.	116,2	3,5	3,3	3,9	3,5	3,4	2,0
4° trim.	127,2	3,7	3,4	4,5	3,5	4,1	2,9
2026 1° trim.	116,2	3,3	3,4	2,8	3,3	3,2	2,6
2° trim.	128,6	3,1	3,0	3,2	3,0	3,1	2,4

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									
			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
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2023	109,5	6,5	6,9	8,2	4,9	7,6	1,1	10,7	3,1	6,2	5,5	4,1
2024	114,1	4,2	3,7	2,8	5,4	5,3	3,5	5,8	3,1	4,0	4,3	4,6
2025	117,9	3,3	-1,3	2,5	4,6	3,3	-0,3	4,5	4,3	3,5	4,3	4,9
2025 3° trim.	118,2	3,4	-2,4	3,3	4,4	3,1	-0,4	4,4	5,0	3,2	4,1	6,4
4° trim.	119,1	3,3	-1,6	3,2	3,4	2,9	-0,9	3,7	3,6	2,8	4,4	4,1
2026 1° trim.	120,1	3,6	0,8	6,0	5,0	3,1	-0,3	3,9	4,2	3,2	3,3	4,3
2° trim.	120,5	2,6	0,6	2,2	4,8	2,3	-0,3	4,0	3,3	2,2	3,1	3,2
Redditi per occupato												
2023	115,1	5,4	5,5	5,8	4,9	5,6	4,4	6,5	3,6	6,0	4,8	5,7
2024	120,2	4,5	6,0	4,4	4,3	4,1	4,3	5,2	4,3	4,7	4,5	5,0
2025	124,9	3,8	4,0	3,6	4,0	3,9	4,1	3,8	2,7	3,9	4,1	3,6
2025 3° trim.	125,4	4,0	3,8	4,0	3,9	4,1	4,5	3,7	3,3	3,8	4,0	4,3
4° trim.	126,6	3,7	2,6	3,5	3,4	3,8	4,2	4,1	3,9	3,1	4,4	3,1
2026 1° trim.	127,5	3,6	3,1	3,3	3,2	3,8	4,6	3,7	4,9	3,8	3,4	4,0
2° trim.	128,6	3,3	3,6	3,7	3,5	3,2	4,9	3,0	3,7	3,2	3,1	3,2
Produttività del lavoro per occupato												
2023	105,1	-1,1	-1,3	-2,3	-0,1	-1,9	3,3	-3,8	0,5	-0,2	-0,6	1,5
2024	105,3	0,2	2,2	1,5	-1,1	-1,1	0,8	-0,6	1,2	0,7	0,2	0,3
2025	105,9	0,5	5,4	1,1	-0,5	0,6	4,4	-0,7	-1,5	0,3	-0,1	-1,3
2025 3° trim.	106,1	0,5	6,3	0,6	-0,5	0,9	4,9	-0,7	-1,6	0,7	-0,1	-1,9
4° trim.	106,2	0,4	4,2	0,3	0,0	0,8	5,1	0,4	0,3	0,3	0,0	-1,0
2026 1° trim.	106,1	0,1	2,3	-2,5	-1,7	0,7	4,9	-0,1	0,6	0,6	0,1	-0,3
2° trim.	106,7	0,7	3,0	1,5	-1,2	0,9	5,3	-0,9	0,4	1,0	0,1	0,0
Redditi per ora lavorata												
2023	108,7	4,9	5,3	5,6	4,5	5,2	4,3	6,3	3,7	5,4	4,4	4,7
2024	113,0	4,0	4,4	3,9	3,8	3,7	3,9	4,6	3,7	3,9	4,1	4,2
2025	117,8	4,2	3,6	4,2	4,3	4,3	4,5	4,4	4,6	4,4	4,3	3,1
2025 3° trim.	117,8	4,0	4,1	3,9	4,1	3,8	5,0	4,3	4,5	4,1	3,8	4,1
4° trim.	118,7	3,8	2,3	3,5	3,8	4,2	4,1	4,2	6,8	3,2	4,2	2,4
2026 1° trim.	119,8	3,6	4,0	3,1	4,0	3,8	5,0	4,2	5,9	3,6	3,0	3,9
2° trim.	120,8	3,2	4,1	3,3	3,6	2,8	4,9	3,4	4,3	2,8	3,1	4,1
Produttività per ora lavorata												
2023	99,1	-1,3	-0,6	-2,5	-0,1	-2,0	3,1	-3,8	0,8	-0,5	-1,0	0,7
2024	99,0	-0,1	1,3	1,2	-1,2	-1,3	0,3	-1,2	0,8	0,2	-0,1	-0,3
2025	99,9	1,0	6,2	1,7	-0,1	1,3	4,7	-0,1	-0,4	0,7	0,1	-1,6
2025 3° trim.	99,8	0,5	7,1	0,6	-0,3	1,0	5,0	-0,2	-2,1	0,5	-0,2	-2,3
4° trim.	99,7	0,6	4,9	0,4	0,3	1,3	4,9	0,4	2,8	0,4	-0,2	-1,3
2026 1° trim.	99,8	0,1	3,0	-2,7	-1,1	0,8	5,1	0,5	1,2	0,6	-0,2	-0,3
2° trim.	100,3	0,6	2,9	1,1	-1,5	0,5	5,2	-0,5	0,4	0,6	0,1	0,9

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 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
lug.	2,18	2,21	2,43	2,65	2,86	3,62	0,98
ago.	2,19	2,22	2,51	2,71	2,95	3,64	0,98
set.	2,31	2,41	2,64	2,92	3,25	3,76	1,05

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro [1), 2)]					Area dell'euro [1), 2)]	Stati Uniti	Giappone	Area dell'euro [1), 2)]			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
lug.	2,38	2,65	2,76	2,89	3,23	0,58	0,73	1,52	2,86	2,87	3,18	3,88
ago.	2,42	2,71	2,86	3,01	3,34	0,63	0,68	1,44	2,96	3,01	3,29	3,98
set.	2,50	2,96	3,16	3,29	3,58	0,62	0,82	1,32	3,32	3,35	3,53	4,13

Fonti: LSEG ed 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	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomu-nicazioni	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 apr.	629,5	5.880,4	1.051,6	239,5	154,3	214,2	382,8	1.235,8	1.252,9	584,3	400,3	829,5	6.957,0	57.245,8
mag.	638,1	5.942,2	1.048,2	237,5	155,1	217,8	384,9	1.246,4	1.374,0	569,6	426,2	786,0	7.412,6	62.773,7
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
lug.	666,9	6.291,7	1.077,7	244,7	164,9	200,9	429,7	1.265,1	1.477,6	589,3	381,8	841,0	7.481,3	66.505,6
ago.	682,1	6.483,6	1.101,9	242,4	161,5	208,5	450,1	1.320,7	1.502,2	570,6	385,2	844,3	7.711,3	66.377,8
set.	666,1	6.316,4	1.100,4	230,1	157,0	210,5	448,8	1.252,9	1.471,6	554,3	378,2	824,9	7.669,4	65.048,2

Fonte: LSEG.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) [1), 2)]

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni					
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita:				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG [3)]		Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG [3)]	Indicatore composito del costo del finanziamento
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2025 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	16,45	6,18	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
dic.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,45	6,35	7,25	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 gen.	0,25	1,23	1,79	2,30	7,27	16,52	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,38	3,51	3,23	3,65	3,35
feb.	0,26	1,17	1,80	2,24	7,26	16,45	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	16,50	7,02	7,51	8,16	4,12	3,50	3,36	3,52	3,24	3,64	3,35
apr.	0,27	1,17	1,88	2,40	7,23	16,47	7,11	7,66	8,34	4,30	3,56	3,43	3,61	3,31	3,72	3,44
mag.	0,27	1,17	1,93	2,37	7,19	16,45	7,18	7,68	8,43	4,38	3,60	3,47	3,66	3,32	3,76	3,48
giu.	0,28	1,17	2,06	2,55	7,29	16,51	7,20	7,54	8,22	4,36	3,65	3,53	3,67	3,34	3,77	3,51
lug.	0,28	1,18	2,12	2,58	7,32	16,53	7,45	7,60	8,31	4,48	3,69	3,58	3,74	3,35	3,81	3,54
ago. [(p)]	0,29	1,25	2,16	2,61	7,28	16,54	7,58	7,96	8,59	4,56	3,86	3,60	3,80	3,43	3,91	3,60

Fonte: BCE.
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Incluse 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 finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita:			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2025 set.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,14	3,39	3,61	3,50
ott.	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
nov.	0,52	1,92	2,37	3,63	3,66	4,18	4,88	3,49	3,45	3,60	3,15	3,32	3,55	3,50
dic.	0,52	1,94	2,48	3,67	3,64	4,09	4,82	3,52	3,41	3,64	3,30	3,55	3,60	3,57
2026 gen.	0,52	1,90	2,42	3,67	3,59	4,07	4,71	3,57	3,41	3,71	3,29	3,45	3,59	3,57
feb.	0,53	1,90	2,36	3,65	3,65	4,14	4,80	3,55	3,42	3,70	3,19	3,14	3,63	3,51
mar.	0,54	1,95	2,52	3,66	3,64	4,30	4,83	3,54	3,52	3,71	3,28	3,52	3,59	3,58
apr.	0,54	1,99	2,72	3,69	3,70	4,33	4,85	3,59	3,59	3,82	3,32	3,51	3,68	3,62
mag.	0,53	2,03	2,61	3,70	3,78	4,47	5,10	3,64	3,74	3,88	3,28	3,58	3,75	3,63
giu.	0,59	2,20	2,66	3,82	3,91	4,46	5,05	3,72	3,76	3,89	3,55	3,67	3,77	3,79
lug.	0,61	2,25	2,84	3,86	3,83	4,45	5,02	3,84	3,83	3,93	3,48	3,84	3,84	3,80
ago. [(p)]	0,61	2,25	2,73	3,92	3,93	4,52	5,04	3,90	3,87	3,99	3,34	3,78	3,94	3,77

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	1.575,5	623,7	165,6	104,5	84,5	701,8	659,1	537,3	242,2	117,9	91,8	48,6	128,5	104,6
2024	1.600,5	581,1	206,3	120,0	71,3	741,8	674,7	517,3	206,2	133,9	105,3	39,9	137,3	110,3
2025	1.626,2	575,5	227,2	141,9	77,7	745,8	662,7	553,9	224,7	152,7	120,8	41,9	134,7	107,8
2026 apr.	1.679,0	579,1	213,5	119,0	100,4	786,0	700,2	633,4	224,1	173,4	130,3	62,0	173,9	144,9
mag.	1.689,9	580,3	218,9	120,5	96,8	793,8	710,0	588,9	213,4	174,1	125,8	52,6	148,8	123,9
giu.	1.751,1	607,8	237,0	131,0	92,4	813,9	731,1	662,4	246,4	204,3	149,1	54,2	157,5	136,9
lug.	1.725,7	599,7	227,3	115,1	94,7	804,0	728,1	648,5	238,8	196,9	142,4	52,8	159,9	135,6
ago.	1.736,4	625,1	222,4	109,1	94,9	794,0	722,9	578,0	246,1	172,7	125,1	38,9	120,4	105,8
set.	1.730,1	617,8	215,0	98,8	85,5	811,7	744,7	631,2	216,4	191,5	130,3	49,3	174,0	160,7
	A lungo termine													
2023	19.435,7	4.452,7	3.268,8	1.429,4	1.531,7	10.182,4	9.443,2	321,8	93,2	68,3	31,0	21,1	139,2	130,7
2024	20.545,5	4.770,3	3.540,6	1.523,9	1.633,5	10.601,0	9.828,9	350,3	89,0	85,7	35,1	26,9	148,6	138,0
2025	21.434,7	4.883,9	3.804,8	1.697,9	1.736,1	11.009,9	10.216,8	384,0	92,2	103,2	45,1	31,0	157,7	146,6
2026 apr.	21.764,4	4.997,0	3.819,0	1.695,1	1.746,0	11.202,5	10.384,9	437,6	128,6	93,8	38,3	33,8	181,4	170,9
mag.	22.014,8	5.038,7	3.872,7	1.717,2	1.772,5	11.331,0	10.501,7	441,9	113,7	105,8	40,6	45,1	177,2	164,8
giu.	22.299,7	5.115,5	3.893,7	1.729,7	1.795,3	11.495,1	10.648,9	512,7	146,4	116,3	51,6	44,0	206,0	189,1
lug.	22.106,3	5.090,5	3.900,4	1.738,1	1.782,0	11.333,4	10.500,9	387,2	92,8	111,1	37,7	27,4	156,0	149,8
ago.	22.051,9	5.090,5	3.908,6	1.743,0	1.776,8	11.276,1	10.447,5	282,2	65,4	73,1	30,2	12,5	131,3	127,7
set.	21.819,9	5.087,0	3.903,5	1.747,3	1.775,8	11.053,6	10.232,7	445,9	138,8	100,1	36,7	46,7	160,2	143,1

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	21.011,2	5.076,4	3.434,4	1.533,9	1.616,2	10.884,2	10.102,3	9.643,3	619,7	1.390,4	7.632,6
2024	22.145,9	5.351,4	3.746,9	1.643,9	1.704,9	11.342,8	10.503,6	10.142,6	749,9	1.579,4	7.812,9
2025	23.060,9	5.459,3	4.032,0	1.839,8	1.813,8	11.755,8	10.879,5	11.690,7	1.309,3	1.843,0	8.538,0
2026 apr.	23.443,4	5.576,1	4.032,5	1.814,1	1.846,3	11.988,5	11.085,1	11.902,4	1.263,4	1.823,8	8.814,7
mag.	23.704,7	5.619,0	4.091,5	1.837,6	1.869,3	12.124,8	11.211,7	12.287,1	1.322,5	1.834,0	9.130,2
giu.	24.050,8	5.723,3	4.130,7	1.860,7	1.887,7	12.309,0	11.380,0	12.589,4	1.418,7	1.920,2	9.250,0
lug.	23.832,0	5.690,2	4.127,7	1.853,2	1.876,7	12.137,4	11.229,0	12.567,6	1.492,4	1.970,0	9.104,8
ago.	23.788,3	5.715,6	4.130,9	1.852,1	1.871,6	12.070,1	11.170,4	12.661,4	1.531,8	1.992,7	9.136,5
set.	23.549,9	5.704,8	4.118,6	1.846,0	1.861,2	11.865,3	10.977,4	12.397,6	1.488,5	1.926,9	8.981,8
	Tasso di crescita [1]										
2026 feb.	5,4	3,5	9,8	11,6	4,8	5,0	4,8	0,1	2,3	-1,0	0,1
mar.	5,4	2,7	9,6	11,4	4,4	5,5	5,5	0,3	2,4	-0,7	0,2
apr.	5,4	4,9	8,0	8,3	4,8	4,9	4,9	0,1	1,7	-1,5	0,2
mag.	5,2	3,8	7,9	9,2	3,7	5,2	5,2	0,1	1,8	-1,4	0,2
giu.	5,4	4,5	7,1	7,3	3,9	5,6	5,5	0,2	1,4	-0,9	0,3
lug.	5,3	4,5	6,5	6,2	3,8	5,5	5,5	0,0	1,3	-1,3	0,1
ago.	5,1	4,6	5,8	5,2	4,1	5,2	5,2	0,0	1,4	-1,4	0,1
set.	5,2	5,7	5,9	4,3	4,6	4,8	4,9	-0,1	-0,3	-1,3	0,2

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	93,9	98,0	89,0	58,4	87,7	122,1	94,3
2024	98,2	94,2	98,3	89,5	56,2	88,6	124,4	94,5
2025	100,4	96,3	100,4	91,8	54,6	91,1	128,3	96,4
2025 4° trim.	101,9	97,8	101,9	93,4	55,0	92,8	130,7	97,8
2026 1° trim.	101,4	97,6	101,6	92,9	54,7	92,8	130,3	97,6
2° trim.	100,8	97,2	101,2	92,1	52,9	92,0	129,7	97,1
3° trim.	100,1	96,9	100,6	.	.	.	129,2	96,9
2026 apr.	101,3	97,9	102,3	-	-	-	130,2	97,7
mag.	100,8	97,2	101,2	-	-	-	129,7	97,1
giu.	100,3	96,6	100,1	-	-	-	129,0	96,4
lug.	99,9	96,6	100,3	-	-	-	128,7	96,5
ago.	100,4	97,2	100,9	-	-	-	129,6	97,2
set.	100,0	96,9	100,5	-	-	-	129,2	97,0
	Variazione percentuale sul mese precedente							
2026 set.	-0,4	-0,3	-0,4	-	-	-	-0,3	-0,3
	Variazione percentuale sull'anno precedente							
2026 set.	-2,2	-1,2	-1,6	-	-	-	-1,5	-1,4

Fonte: BCE.

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

4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu rumeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 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
3° trim.	7,756	24,228	7,475	362,533	183,250	4,324	0,856	5,2497	11,101	0,935	1,151
2026 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
lug.	7,737	24,207	7,475	359,468	185,539	4,318	0,854	5,2372	11,046	0,926	1,142
ago.	7,809	24,179	7,476	363,382	184,102	4,310	0,856	5,2493	11,023	0,936	1,159
set.	7,724	24,296	7,475	364,926	180,044	4,345	0,858	5,2633	11,233	0,943	1,151
	Variazione percentuale sul mese precedente										
2026 set.	-1,1	0,5	0,0	0,4	-2,2	0,8	0,2	0,3	1,9	0,7	-0,7
	Variazione percentuale sull'anno precedente										
2026 set.	-7,6	-0,2	0,1	-6,8	3,7	2,0	-1,2	3,7	2,1	0,9	-1,9

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	3° trim.	36.982,7	35.422,0	1.560,7	12.728,4	9.850,7	15.115,0	17.520,8	-10,1	7.527,3	8.050,5	1.622,2	17.013,0
	4° trim.	37.835,1	36.175,0	1.660,1	12.897,6	9.806,0	15.532,5	18.306,5	7,3	7.622,8	8.062,6	1.774,9	17.003,8
2026	1° trim.	38.512,7	36.627,5	1.885,2	12.928,7	9.849,4	15.622,3	18.364,9	38,2	8.015,4	8.413,1	1.908,1	17.450,9
	2° trim.	40.313,7	38.369,1	1.944,6	13.086,4	9.800,9	17.041,5	19.782,8	11,0	8.419,4	8.785,5	1.755,4	18.049,2
		Consistenze (in percentuale del PIL)											
2026	2° trim.	248,0	236,0	12,0	80,5	60,3	104,8	121,7	0,1	51,8	54,0	10,8	111,0
		Transazioni											
2025	3° trim.	353,0	273,3	79,7	35,3	22,9	311,9	200,8	-5,7	5,4	49,7	6,2	-
	4° trim.	312,3	225,1	87,2	137,7	-8,3	79,4	195,4	-17,8	104,5	38,0	8,6	-
2026	1° trim.	612,0	583,8	28,1	78,2	62,4	233,0	294,1	-11,2	306,3	227,4	5,7	-
	2° trim.	708,4	629,3	79,1	108,7	-5,4	222,5	423,0	59,0	315,7	211,7	2,6	-
2026	mar.	-47,9	-35,1	-12,8	51,0	46,0	-56,1	61,5	18,0	-63,0	-142,7	2,3	-
	apr.	177,1	133,7	43,4	37,6	24,4	46,6	20,8	14,9	81,1	88,6	-3,0	-
	mag.	213,2	206,9	6,3	7,7	-18,1	93,5	91,5	15,1	90,6	133,6	6,3	-
	giu.	318,1	288,7	29,4	63,5	-11,7	82,5	310,8	29,0	144,0	-10,4	-0,8	-
	lug.	57,9	53,5	4,4	21,6	-8,8	53,4	81,3	-6,4	-11,4	-19,0	0,6	-
	ago.	240,1	191,3	48,8	68,0	48,5	61,1	11,9	2,9	107,1	130,9	1,1	-
		Transazioni cumulate sui 12 mesi											
2026	ago.	2.070,5	1.759,2	311,3	423,6	88,6	797,9	1.105,2	21,7	804,2	565,4	23,2	-
		Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL											
2026	ago.	12,7	10,8	1,9	2,6	0,5	4,9	6,8	0,1	4,9	3,5	0,1	-

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 tassi di crescita sui dodici mesi; dati destagionalizzati; consistenze in essere e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

	M3											
	M2							M3-M2				Totale
	M1			M2-M1			Totale					
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale		Pronti contro termine	Quote e partecipazioni 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	8.811,6	10.345,6	2.305,6	2.451,9	4.757,5	15.103,1	183,5	743,6	69,4	996,6	16.099,7
2024	1.554,5	9.036,5	10.591,0	2.544,5	2.456,1	5.000,6	15.591,6	253,8	885,7	33,2	1.172,7	16.764,3
2025	1.587,5	9.503,0	11.090,5	2.420,0	2.564,8	4.984,7	16.075,2	257,4	855,7	11,8	1.125,0	17.200,2
2025 4° trim.	1.587,5	9.503,0	11.090,5	2.420,0	2.564,8	4.984,7	16.075,2	257,4	855,7	11,8	1.125,0	17.200,2
2026 1° trim.	1.602,1	9.676,0	11.278,1	2.422,7	2.574,0	4.996,7	16.274,8	223,3	900,9	40,3	1.164,4	17.439,2
2° trim.	1.609,3	9.715,8	11.325,1	2.516,1	2.576,2	5.092,3	16.417,4	233,4	913,5	48,1	1.195,0	17.612,5
3° trim.[p]	1.618,4	9.715,3	11.333,7	2.584,9	2.573,3	5.158,2	16.491,9	236,4	927,8	61,1	1.225,3	17.717,3
2026 apr.	1.602,9	9.676,0	11.278,9	2.445,6	2.579,5	5.025,1	16.304,0	200,8	900,7	44,0	1.145,4	17.449,4
mag.	1.606,4	9.690,1	11.296,5	2.472,9	2.580,6	5.053,5	16.350,0	213,3	911,4	48,7	1.173,5	17.523,5
giu.	1.609,3	9.715,8	11.325,1	2.516,1	2.576,2	5.092,3	16.417,4	233,4	913,5	48,1	1.195,0	17.612,5
lug.	1.612,7	9.679,1	11.291,9	2.569,3	2.573,7	5.143,0	16.434,9	220,0	908,1	52,3	1.180,3	17.615,2
ago.	1.616,8	9.679,3	11.296,1	2.578,5	2.575,1	5.153,6	16.449,7	225,9	917,6	54,5	1.197,9	17.647,6
set.[p]	1.618,4	9.715,3	11.333,7	2.584,9	2.573,3	5.158,2	16.491,9	236,4	927,8	61,1	1.225,3	17.717,3
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	178,3	199,5	205,5	6,8	212,3	411,7	75,6	131,5	-36,4	170,7	582,4
2025	33,0	474,9	508,0	-123,3	101,4	-21,9	486,1	8,9	-5,2	-13,2	-9,5	476,6
2025 4° trim.	12,6	139,9	152,5	56,6	21,1	77,7	230,3	-0,3	-34,2	2,3	-32,2	198,1
2026 1° trim.	7,0	89,9	96,9	-18,4	8,7	-9,7	87,2	-8,4	43,2	29,3	64,1	151,2
2° trim.	7,2	24,7	31,9	92,1	2,2	94,3	126,2	13,1	9,7	1,6	24,4	150,6
3° trim.[p]	9,2	0,6	9,8	66,5	-1,8	64,7	74,5	3,2	11,4	8,8	23,3	97,8
2026 apr.	0,8	-6,1	-5,3	25,0	5,6	30,6	25,3	-21,8	-1,4	0,9	-22,4	3,0
mag.	3,5	11,1	14,6	26,7	1,1	27,8	42,4	12,4	9,9	2,1	24,4	66,8
giu.	2,9	19,7	22,6	40,4	-4,5	35,9	58,5	22,5	1,2	-1,4	22,4	80,8
lug.	3,5	-34,9	-31,4	54,1	-2,4	51,7	20,3	-13,2	-6,3	1,0	-18,4	1,8
ago.	4,1	6,1	10,2	8,5	1,4	10,0	20,2	5,0	8,4	0,5	14,0	34,2
set.[p]	1,6	29,4	31,0	3,9	-0,8	3,0	34,0	11,3	9,2	7,2	27,8	61,8
Tassi di crescita												
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	1,9	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6
2025	2,1	5,3	4,8	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,6	-0,6	-52,2	-0,8	2,8
2025 4° trim.	2,1	5,3	4,8	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,6	-0,6	-52,2	-0,8	2,8
2026 1° trim.	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	4,0	3,5	27,2	4,1	3,2
2° trim.	2,4	3,6	3,5	3,2	2,4	2,8	3,3	2,4	2,4	90,9	4,1	3,3
3° trim.[p]	2,3	2,7	2,7	8,3	1,2	4,6	3,3	3,2	3,5	349,6	7,1	3,5
2026 apr.	2,3	4,2	3,9	-1,7	3,3	0,8	2,9	-11,7	3,3	31,6	0,9	2,8
mag.	2,4	3,9	3,7	-0,2	3,0	1,4	3,0	-3,1	3,4	45,6	3,2	3,0
giu.	2,4	3,6	3,5	3,2	2,4	2,8	3,3	2,4	2,4	90,9	4,1	3,3
lug.	2,4	3,3	3,1	5,6	2,0	3,7	3,3	2,8	2,2	87,5	4,2	3,4
ago.	2,5	3,0	2,9	6,6	1,7	4,1	3,3	5,8	3,8	145,0	6,6	3,5
set.[p]	2,3	2,7	2,7	8,3	1,2	4,6	3,3	3,2	3,5	349,6	7,1	3,5

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 tassi di crescita sui dodici mesi; dati destagionalizzati; consistenze in essere e tassi di crescita 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	8.406,5	5.105,8	1.014,1	2.285,3	1,3	1.258,9	226,7	542,4
2024	3.417,1	2.479,2	793,5	133,3	11,1	8.734,0	5.188,5	1.255,1	2.289,0	1,3	1.359,9	231,6	548,3
2025	3.505,8	2.575,3	774,2	150,4	5,9	8.989,8	5.472,0	1.136,3	2.380,2	1,3	1.472,1	224,2	553,2
2025 4° trim.	3.505,8	2.575,3	774,2	150,4	5,9	8.989,8	5.472,0	1.136,3	2.380,2	1,3	1.472,1	224,2	553,2
2026 1° trim.	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.103,9	5.566,9	1.150,9	2.385,4	0,7	1.425,4	244,0	554,5
2° trim.	3.642,9	2.641,0	842,4	153,3	6,2	9.148,7	5.590,0	1.171,8	2.385,9	1,0	1.437,2	242,9	569,8
3° trim. [p]	3.677,7	2.646,0	873,0	150,5	8,2	9.181,8	5.584,0	1.212,0	2.385,0	0,9	1.455,0	233,8	561,6
2026 apr.	3.572,1	2.612,7	800,6	153,6	5,3	9.138,5	5.587,2	1.159,6	2.390,9	0,8	1.400,8	237,1	553,3
mag.	3.606,9	2.623,7	823,4	153,8	6,0	9.145,3	5.589,4	1.165,1	2.389,9	0,9	1.387,4	245,0	572,3
giu.	3.642,9	2.641,0	842,4	153,3	6,2	9.148,7	5.590,0	1.171,8	2.385,9	1,0	1.437,2	242,9	569,8
lug.	3.654,3	2.626,4	869,5	151,7	6,7	9.173,1	5.591,5	1.194,8	2.385,9	0,9	1.396,2	238,3	580,1
ago.	3.647,0	2.630,0	857,8	152,1	7,1	9.173,3	5.584,7	1.200,8	2.386,8	0,9	1.434,6	242,1	561,8
set. [p]	3.677,7	2.646,0	873,0	150,5	8,2	9.181,8	5.584,0	1.212,0	2.385,0	0,9	1.455,0	233,8	561,6
Transazioni													
2023	-38,3	-313,8	271,4	-1,6	5,6	13,8	-459,5	571,7	-98,9	0,5	-47,7	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,1	0,2	290,0	48,5	236,1	5,3	0,1	79,6	3,8	3,2
2025	115,8	111,9	-12,3	17,0	-0,8	262,1	294,7	-116,4	83,9	-0,1	86,0	-4,9	3,0
2025 4° trim.	39,5	38,7	-3,6	4,6	-0,2	81,2	66,4	-2,6	17,2	0,2	87,0	-5,0	14,6
2026 1° trim.	34,8	26,5	9,0	2,0	-2,8	56,9	52,8	-0,2	5,0	-0,6	-31,7	12,7	-1,0
2° trim.	74,3	14,8	55,6	0,9	3,1	33,7	12,1	20,8	0,4	0,4	18,3	-1,3	7,1
3° trim. [p]	36,2	7,4	29,6	-2,7	1,9	32,9	-7,2	40,1	0,1	-0,1	16,9	-9,2	-8,3
2026 apr.	6,0	-12,1	14,8	1,2	2,2	25,4	10,7	9,1	5,4	0,2	-20,8	-6,6	-1,3
mag.	35,2	11,7	22,5	0,3	0,7	5,9	1,4	5,3	-0,9	0,1	-8,6	7,8	10,9
giu.	33,1	15,3	18,3	-0,6	0,2	2,3	-0,1	6,4	-4,1	0,1	47,7	-2,5	-2,5
lug.	12,6	-14,0	27,7	-1,6	0,5	24,8	1,7	23,2	0,0	-0,1	-39,7	-4,5	10,3
ago.	-7,0	4,4	-12,2	0,4	0,4	0,8	-6,5	6,2	1,0	0,0	41,8	3,9	-18,4
set. [p]	30,6	16,9	14,1	-1,6	1,0	7,3	-2,5	10,7	-0,8	-0,1	14,8	-8,7	-0,2
Tassi di crescita													
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	6,2	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	6,1	-2,1	0,5
2025 4° trim.	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	6,1	-2,1	0,5
2026 1° trim.	4,2	5,3	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,2	-7,1	3,1	-37,9	3,6	4,6	2,1
2° trim.	5,3	4,5	7,8	6,6	6,7	2,7	3,8	-1,5	2,2	-6,6	3,4	1,2	2,5
3° trim. [p]	5,3	3,4	11,6	3,3	33,7	2,3	2,3	5,0	1,0	-18,5	6,6	-1,0	2,4
2026 apr.	3,8	4,4	1,2	9,4	-24,6	3,0	4,9	-5,1	3,0	-8,4	0,4	-3,5	1,9
mag.	4,2	4,3	3,0	8,5	3,9	2,8	4,3	-3,6	2,6	-12,9	0,9	3,6	3,3
giu.	5,3	4,5	7,8	6,6	6,7	2,7	3,8	-1,5	2,2	-6,6	3,4	1,2	2,5
lug.	5,3	3,6	10,8	5,1	11,1	2,6	3,4	0,6	1,8	-4,4	4,0	3,8	3,7
ago.	4,7	3,3	9,1	5,0	22,5	2,4	2,9	2,2	1,5	-10,4	7,4	3,9	1,0
set. [p]	5,3	3,4	11,6	3,3	33,7	2,3	2,3	5,0	1,0	-18,5	6,6	-1,0	2,4

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'euro [1)]

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; dati destagionalizzati; consistenze in essere e tassi di crescita 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		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		
						Prestiti corretti [2)]						
	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	6.251,2	986,9	5.238,4	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	6.294,6	1.020,5	5.247,9	16.247,8	13.630,3	13.903,8	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,2	1.045,3
2025 4° trim.	6.294,6	1.020,5	5.247,9	16.247,8	13.630,3	13.903,8	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,2	1.045,3
2026 1° trim.	6.307,8	1.047,9	5.233,6	16.420,8	13.798,8	14.069,9	5.357,0	6.932,2	1.357,1	152,4	1.571,8	1.050,2
2° trim.	6.309,1	1.055,4	5.227,4	16.551,7	13.946,8	14.220,3	5.430,9	6.971,6	1.393,4	150,9	1.524,1	1.080,8
3° trim. [p]	6.212,1	1.060,9	5.124,6	16.668,1	14.057,5	14.338,4	5.478,2	7.021,7	1.400,1	157,4	1.517,8	1.092,8
2026 apr.	6.271,1	1.049,0	5.195,8	16.403,9	13.820,3	14.092,4	5.380,5	6.938,0	1.353,6	148,1	1.529,2	1.054,5
mag.	6.306,2	1.049,2	5.230,7	16.478,6	13.886,2	14.160,0	5.405,2	6.956,4	1.375,2	149,4	1.530,6	1.061,7
giu.	6.309,1	1.055,4	5.227,4	16.551,7	13.946,8	14.220,3	5.430,9	6.971,6	1.393,4	150,9	1.524,1	1.080,8
lug.	6.249,9	1.059,1	5.164,3	16.605,5	13.995,2	14.264,0	5.455,3	6.989,9	1.392,3	157,6	1.525,4	1.084,9
ago.	6.217,9	1.056,2	5.135,1	16.647,9	14.030,2	14.308,1	5.464,5	7.003,5	1.401,5	160,7	1.524,2	1.093,5
set. [p]	6.212,1	1.060,9	5.124,6	16.668,1	14.057,5	14.338,4	5.478,2	7.021,7	1.400,1	157,4	1.517,8	1.092,8
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	-63,0	286,9	228,9	274,3	76,6	45,2	106,2	0,9	10,9	47,1
2025	49,8	33,4	16,1	455,6	406,1	440,5	144,4	187,4	65,5	8,7	-4,5	54,0
2025 4° trim.	10,1	4,7	5,3	182,2	167,1	176,9	57,6	48,5	49,8	11,2	6,0	9,1
2026 1° trim.	14,5	25,0	-10,5	141,0	136,1	131,4	46,5	56,1	33,0	0,5	0,3	4,6
2° trim.	-26,9	7,5	-34,4	118,1	161,2	163,6	76,0	54,2	32,5	-1,5	-50,4	7,3
3° trim. [p]	-26,2	4,4	-30,9	132,4	118,2	120,3	45,4	51,7	16,2	4,9	-2,0	16,2
2026 apr.	-40,6	1,2	-41,8	-7,8	37,3	38,6	22,1	19,1	0,3	-4,2	-42,9	-2,2
mag.	18,8	-0,6	19,4	70,5	67,7	69,8	26,5	19,1	20,8	1,3	-0,5	3,3
giu.	-5,1	6,8	-12,0	55,3	56,2	55,2	27,4	16,0	11,3	1,4	-7,0	6,2
lug.	-30,8	2,7	-33,7	62,6	53,3	48,8	24,4	19,6	2,5	6,8	3,5	5,8
ago.	-21,9	-2,9	-19,1	46,1	38,3	44,2	10,9	14,6	11,4	1,4	-0,4	8,3
set. [p]	26,4	4,5	21,9	23,7	26,6	27,3	10,1	17,5	2,2	-3,3	-5,0	2,1
Tassi di crescita												
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 4° trim.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2026 1° trim.	0,4	4,9	-0,4	3,1	3,3	3,4	3,1	2,9	5,8	8,1	0,6	4,1
2° trim.	0,3	4,5	-0,6	3,2	3,8	3,8	4,1	3,0	7,1	1,2	-3,2	4,9
3° trim. [p]	-0,4	4,1	-1,3	3,6	4,3	4,3	4,3	3,1	10,3	11,0	-2,9	3,6
2026 apr.	-0,4	4,8	-1,4	2,9	3,3	3,4	3,3	2,9	4,9	5,2	-2,3	5,3
mag.	0,1	3,9	-0,7	3,2	3,7	3,8	3,8	3,0	6,7	5,0	-2,2	5,1
giu.	0,3	4,5	-0,6	3,2	3,8	3,8	4,1	3,0	7,1	1,2	-3,2	4,9
lug.	-0,5	4,3	-1,4	3,4	4,1	4,1	4,4	3,1	7,6	11,1	-2,9	4,0
ago.	-0,6	3,9	-1,5	3,6	4,4	4,3	4,3	3,1	10,5	12,7	-3,1	3,7
set. [p]	-0,4	4,1	-1,3	3,6	4,3	4,3	4,3	3,1	10,3	11,0	-2,9	3,6

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) Incluse 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 tassi di crescita sui dodici mesi; dati destagionalizzati; consistenze in essere e tassi di crescita 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	949,8	1.122,1	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,1	5.403,4	672,8
2025 4° trim.	5.294,8	5.324,3	949,8	1.122,1	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,1	5.403,4	672,8
2026 1° trim.	5.357,0	5.383,6	966,3	1.142,1	3.248,6	6.932,2	7.188,2	796,4	5.465,3	670,5
2° trim.	5.430,9	5.466,1	983,5	1.160,1	3.287,2	6.971,6	7.224,7	803,9	5.507,7	660,0
3° trim.[(p)]	5.478,2	5.518,2	1.002,0	1.178,4	3.297,8	7.021,7	7.276,4	813,5	5.542,4	665,8
2026 apr.	5.380,5	5.409,1	969,6	1.148,5	3.262,5	6.938,0	7.191,4	798,4	5.480,7	658,9
mag.	5.405,2	5.442,5	980,6	1.157,7	3.266,9	6.956,4	7.207,8	802,1	5.496,9	657,4
giu.	5.430,9	5.466,1	983,5	1.160,1	3.287,2	6.971,6	7.224,7	803,9	5.507,7	660,0
lug.	5.455,3	5.488,6	992,8	1.170,4	3.292,2	6.989,9	7.241,0	807,7	5.521,9	660,4
ago.	5.464,5	5.499,9	997,2	1.169,1	3.298,2	7.003,5	7.260,2	810,4	5.531,3	661,8
set.[(p)]	5.478,2	5.518,2	1.002,0	1.178,4	3.297,8	7.021,7	7.276,4	813,5	5.542,4	665,8
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	31,6	35,5	77,4	187,4	205,0	38,7	148,3	0,4
2025 4° trim.	57,6	49,4	26,1	-4,1	35,6	48,5	61,7	11,9	34,5	2,1
2026 1° trim.	46,5	43,7	10,7	19,8	16,0	56,1	52,5	9,4	45,8	0,8
2° trim.	76,0	84,5	18,4	19,7	37,9	54,2	51,2	9,5	43,0	1,8
3° trim.[(p)]	45,4	46,9	15,5	19,0	10,9	51,7	51,2	11,0	36,7	4,0
2026 apr.	22,1	23,2	4,4	7,3	10,4	19,1	17,1	3,3	15,7	0,1
mag.	26,5	34,6	11,7	8,8	5,9	19,1	17,4	4,2	16,4	-1,4
giu.	27,4	26,7	2,3	3,6	21,6	16,0	16,8	2,0	10,9	3,1
lug.	24,4	22,2	8,6	10,4	5,4	19,6	17,1	4,4	14,4	0,7
ago.	10,9	11,5	2,3	1,6	7,0	14,6	19,0	3,1	9,6	1,9
set.[(p)]	10,1	13,2	4,6	7,1	-1,6	17,5	15,1	3,5	12,6	1,4
Tassi di crescita										
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	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,1
2025 4° trim.	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,1
2026 1° trim.	3,1	3,2	4,8	3,2	2,6	2,9	3,0	5,2	2,9	0,2
2° trim.	4,1	4,0	5,8	4,2	3,5	3,0	3,0	5,5	3,0	0,3
3° trim.[(p)]	4,3	4,2	7,6	4,8	3,1	3,1	3,1	5,4	3,0	1,3
2026 apr.	3,3	3,4	4,7	4,0	2,7	2,9	3,0	5,3	2,9	0,2
mag.	3,8	4,0	6,3	4,7	2,8	3,0	3,1	5,7	3,0	0,0
giu.	4,1	4,0	5,8	4,2	3,5	3,0	3,0	5,5	3,0	0,3
lug.	4,4	4,4	7,3	4,8	3,5	3,1	3,1	5,7	3,0	0,7
ago.	4,3	4,2	7,2	4,6	3,4	3,1	3,1	5,5	3,0	1,1
set.[(p)]	4,3	4,2	7,6	4,8	3,1	3,1	3,1	5,4	3,0	1,3

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci delle IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.
3) Incluse le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.
4) 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.

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 tassi di crescita sui dodici mesi; dati destagionalizzati; consistenze in essere e tassi di crescita 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	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali [3)]	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali [3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2023	477,8	7.338,3	1.827,0	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	263,3	152,1	152,6
2024	396,8	7.851,0	1.842,3	117,2	2.590,7	3.300,8	2.664,0	308,8	140,4	136,0
2025	399,1	8.372,3	1.872,6	131,7	2.621,6	3.746,5	3.240,9	188,4	324,1	235,1
2025 4° trim.	399,1	8.372,3	1.872,6	131,7	2.621,6	3.746,5	3.240,9	188,4	324,1	235,1
2026 1° trim.	427,7	8.549,2	1.890,8	133,2	2.652,3	3.873,0	3.529,8	157,8	396,2	257,3
2° trim.	401,7	8.501,1	1.858,2	136,2	2.733,5	3.773,2	3.505,4	148,9	460,8	289,0
3° trim.[(p)]	383,2	8.572,0	1.853,3	137,8	2.779,8	3.801,1	3.646,8	145,5	419,6	282,8
2026 apr.	426,1	8.517,0	1.849,9	132,9	2.669,3	3.864,9	3.517,4	200,0	386,7	277,0
mag.	430,8	8.560,0	1.853,4	134,9	2.702,4	3.869,4	3.556,8	172,7	417,1	272,8
giu.	401,7	8.501,1	1.858,2	136,2	2.733,5	3.773,2	3.505,4	148,9	460,8	289,0
lug.	400,2	8.501,1	1.863,0	137,2	2.750,8	3.750,0	3.503,5	157,6	457,4	270,0
ago.	406,5	8.632,9	1.864,8	138,1	2.758,4	3.871,6	3.653,7	167,5	424,4	277,3
set.[(p)]	383,2	8.572,0	1.853,3	137,8	2.779,8	3.801,1	3.646,8	145,5	419,6	282,8
Transazioni										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	436,9	-192,4	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	27,5	-11,7	-16,7
2025	2,3	193,4	33,2	16,3	104,9	39,0	297,5	-130,6	8,6	29,2
2025 4° trim.	-32,2	108,8	24,0	-0,8	32,9	52,7	83,7	-1,3	-19,3	-3,0
2026 1° trim.	19,0	45,6	14,3	1,3	21,9	8,1	141,5	-81,2	70,8	21,0
2° trim.	-26,1	74,1	-33,0	3,0	74,8	29,3	93,5	13,9	64,5	34,6
3° trim.[(p)]	-18,5	84,6	-2,3	1,6	48,4	36,9	85,0	-27,2	-41,2	-3,5
2026 apr.	-1,7	-14,0	-39,2	-0,3	25,2	0,3	-14,6	50,3	-9,5	22,5
mag.	4,8	51,4	3,2	2,0	31,9	14,3	48,0	-14,5	30,4	-4,2
giu.	-29,1	36,7	3,0	1,3	17,7	14,7	60,1	-21,9	43,6	16,2
lug.	-1,5	35,9	5,4	1,0	23,0	6,5	7,9	-3,5	-3,3	-19,0
ago.	6,3	43,7	5,4	0,9	14,1	23,3	45,3	14,7	-33,0	10,1
set.[(p)]	-23,3	5,0	-13,1	-0,4	11,3	7,1	31,8	-38,4	-4,8	5,5
Tassi di crescita										
2023	-29,5	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	0,6	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	31,4	26,4
2025 4° trim.	0,6	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	31,4	26,4
2026 1° trim.	7,7	2,9	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	23,0	16,1
2° trim.	-4,5	3,2	0,8	5,5	6,2	2,2	-	-	47,0	28,1
3° trim.[(p)]	-12,9	3,8	0,2	3,8	6,9	3,4	-	-	41,5	24,8
2026 apr.	-3,6	2,8	0,7	7,7	5,8	1,5	-	-	12,8	17,4
mag.	-6,7	3,0	0,9	7,2	5,9	1,8	-	-	30,5	12,9
giu.	-4,5	3,2	0,8	5,5	6,2	2,2	-	-	47,0	28,1
lug.	-1,5	3,5	1,0	3,9	6,7	2,5	-	-	49,6	20,4
ago.	-3,7	3,9	1,1	4,3	7,2	3,0	-	-	16,8	16,1
set.[(p)]	-12,9	3,8	0,2	3,8	6,9	3,4	-	-	41,5	24,8

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Comprende i depositi presso il settore delle IFM e i titoli emessi dal settore delle IFM detenuti dalle amministrazioni centrali.
3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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	45,6	13,2	12,9	14,5	0,8	49,7	44,5	9,8	5,9	1,7	22,3	5,2
2023	45,7	44,9	13,0	12,3	14,4	0,9	49,2	43,8	9,7	5,9	1,7	22,1	5,3
2024	46,1	45,3	13,2	12,3	14,6	0,8	49,2	44,2	9,9	5,9	1,9	22,6	5,0
2025	46,7	45,9	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,5	10,0	5,9	1,9	22,9	5,2
2025 3° trim.	46,5	45,7	13,2	12,4	15,0	0,7	49,5	44,4	10,0	5,9	1,9	22,8	5,1
4° trim.	46,7	45,9	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,5	10,0	5,9	1,9	22,9	5,2
2026 1° trim.	46,8	46,0	13,3	12,4	15,1	0,8	49,9	44,7	10,0	5,9	1,9	22,9	5,2
2° trim.	46,8	46,0	13,3	12,4	15,2	0,8	50,1	44,8	10,0	5,9	2,0	23,0	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	88,8	2,6	13,1	73,1	52,0	39,2	36,7	8,6	80,2	15,8	28,1	44,8	87,8	0,9
2023	86,3	2,4	12,0	71,9	48,7	35,4	37,6	7,7	78,6	14,8	27,7	43,8	85,5	0,8
2024	86,1	2,1	11,7	72,3	46,2	33,2	40,0	7,6	78,5	14,2	27,9	44,0	85,3	0,8
2025	87,3	2,1	11,8	73,4	44,4	31,2	42,9	7,6	79,6	14,5	28,3	44,5	86,6	0,7
2025 3° trim.	87,7	2,2	11,7	73,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	87,3	2,1	11,8	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2026 1° trim.	88,4	2,2	11,7	74,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	88,8	2,1	11,6	75,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.
1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati salvo che nei dati trimestrali sul raccordo disavanzo/debito.
2) Calcolata come differenza fra il rapporto debito/PIL alla fine del periodo di riferimento e quello dell'anno precedente.

6.5 Titoli del debito pubblico [1)]

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno [2)]					Vita residua media in anni [3)]	Rendimento nominale medio [4)]						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Totale	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
										Totale	Scadenze fino a 1 anno		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	1,4	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5
2025 4° trim.	12,5	11,0	3,9	1,4	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	1,6	2,3	1,6	2,8	2,2
3° trim.	12,8	11,2	3,7	1,6	0,4	8,2	2,3	1,2	1,9	2,4	1,6	2,9	2,2
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.	12,3	10,8	3,5	1,6	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	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	1,6	2,3	1,6	2,8	2,2
lug.	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	8,2	2,3	1,3	1,7	2,4	1,6	2,9	2,3
ago.	12,6	11,0	3,7	1,6	0,4	8,2	2,3	1,2	1,7	2,4	1,6	2,9	2,2
set.	12,8	11,2	3,7	1,6	0,4	8,2	2,3	1,2	1,9	2,4	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	-1,0	1,6	-2,7	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,2	-2,7	1,5	-1,5	-3,3	-5,4	-1,2	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,6	4,2	1,4	-3,2	-5,8	-2,5	-3,4	4,0
2025	-5,2	-4,0	-2,9	-2,0	1,8	2,0	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,6
2025 3° trim.	-5,1	-2,9	-2,3	-1,5	1,2	2,6	-3,0	-5,5	-2,6	-3,4	2,9
4° trim.	-5,2	-4,0	-2,9	-2,0	1,8	2,0	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,6
2026 1° trim.	-5,3	-5,0	-3,3	-1,9	1,9	1,7	-2,3	-5,0	-3,1	-3,0	3,7
2° trim.	-5,3	-5,5	-3,7	-2,1	2,0	2,1	-2,5	-5,1	-3,5	-3,0	3,6
	Debito pubblico										
2022	103,3	22,4	64,1	19,1	42,8	177,8	109,3	111,4	68,0	138,4	80,0
2023	102,3	22,8	61,8	20,3	42,1	164,0	105,3	109,5	60,5	134,0	69,6
2024	104,0	23,7	61,4	23,5	38,4	153,5	101,4	112,6	56,5	134,3	60,1
2025	108,1	29,9	62,8	24,0	34,8	145,4	100,5	115,7	55,7	136,7	52,3
2025 3° trim.	107,3	28,4	62,2	22,8	34,5	149,8	103,0	117,3	56,4	137,1	57,2
4° trim.	108,1	30,0	62,8	24,0	34,8	146,2	100,5	115,7	55,7	136,7	52,3
2026 1° trim.	109,4	28,6	63,5	25,0	37,0	143,5	101,4	117,7	57,8	138,6	51,5
2° trim.	110,2	28,7	63,4	26,1	35,3	140,8	101,4	119,1	56,2	139,9	48,5

	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	-4,8	-0,5	0,3	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,2	-0,7	-0,7	-4,4	-0,3	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-3,0
2024	-1,8	-1,3	0,6	-3,5	-0,7	-4,6	0,7	-0,8	-5,4	-4,4
2025	-2,5	-1,8	-1,8	-2,1	-1,6	-4,1	0,7	-2,5	-4,4	-3,8
2025 3° trim.	-2,9	-1,7	-0,9	-4,1	-1,5	-4,7	0,3	-1,5	-4,7	-3,8
4° trim.	-2,5	-1,8	-1,8	-2,1	-1,6	-4,1	0,7	-2,5	-4,4	-3,8
2026 1° trim.	-2,0	-1,5	-2,1	-3,1	-1,7	-3,8	0,5	-2,8	-4,3	-4,0
2° trim.	-2,3	-1,7	-1,3	-3,5	-1,9	-3,6	0,5	-2,9	-4,1	-3,7
	Debito pubblico									
2022	44,5	39,4	24,9	50,1	48,4	78,1	111,2	72,7	57,7	74,1
2023	44,5	36,7	24,7	46,9	45,9	77,4	96,9	68,2	55,5	77,2
2024	45,7	37,8	25,9	46,0	44,0	79,0	93,0	66,3	58,9	82,5
2025	46,2	39,3	26,0	46,3	44,7	80,7	89,2	65,1	60,5	88,4
2025 3° trim.	44,4	40,5	27,0	46,3	42,7	82,7	96,9	67,3	61,4	86,6
4° trim.	46,2	39,3	26,0	46,3	44,7	80,7	89,2	65,1	60,5	88,4
2026 1° trim.	46,2	42,1	28,6	45,7	43,8	82,7	90,4	64,1	61,6	89,5
2° trim.	48,0	43,8	28,2	47,0	43,7	83,6	92,5	64,7	60,6	90,2

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 28 ottobre 2026.

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-01-26-054-IT-N (online)