



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 4 / 2025



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Quadro generale	3
1 Contesto esterno	9
2 Attività economica	16
3 Prezzi e costi	23
4 Andamenti del mercato finanziario	30
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	36
6 Andamenti della finanza pubblica	42
Riquadri	46
1 Le condizioni finanziarie degli Stati Uniti e il loro legame con l'attività economica: il ruolo delle valutazioni azionarie	46
2 Le politiche commerciali degli Stati Uniti e le attività delle imprese multinazionali statunitensi nell'area dell'euro	51
3 Le prospettive per gli investimenti delle imprese nell'area dell'euro: evidenze da un'indagine della BCE presso le grandi imprese	57
4 Le pressioni inflazionistiche derivanti dalla revisione dei prezzi: il punto della situazione	64
5 Colmare il divario tra volatilità dei mercati finanziari e incertezza sulla politica economica	70
6 Determinanti delle aspettative di inflazione delle imprese nell'indagine SAFE	76
7 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 5 febbraio al 22 aprile 2025	82
Articoli	88
1 La trasmissione della politica monetaria: dai tassi sui mutui ipotecari ai consumi	88
Riquadro 1 La dipendenza dalle condizioni economiche della politica monetaria: differenze di trasmissione nei cicli di allentamento	94

Riquadro 2	Il ruolo delle ipotesi di anticipazione sulla tempistica degli effetti sui consumi	98
2	Promuovere l'unione dei mercati dei capitali in Europa: una tabella di marcia per armonizzare le attività di post-trading dei titoli	103
Riquadro 1	Attività di post-trading: ambiti di armonizzazione nel corpus unico di norme europeo	113
Statistiche		S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

Nella riunione del 5 giugno 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In particolare, la decisione di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ovvero il tasso con il quale il Consiglio direttivo orienta la politica monetaria, si è basata sulla valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria.

L'inflazione si attesta attualmente intorno all'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. Nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche, formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, l'inflazione complessiva si collocherebbe in media al 2,0 per cento nel 2025, all'1,6 nel 2026 e al 2,0 nel 2027. Rispetto alle proiezioni di marzo 2025, le revisioni al ribasso di 0,3 punti percentuali per il 2025 e il 2026 riflettono principalmente le ipotesi di prezzi dell'energia inferiori e di un rafforzamento dell'euro. Gli esperti si attendono che l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare si porti in media al 2,4 per cento nel 2025 e all'1,9 per cento nel 2026 e nel 2027, sostanzialmente invariata da marzo.

Per quanto riguarda la crescita del PIL in termini reali, secondo gli esperti si collocherebbe in media allo 0,9 per cento nel 2025, all'1,1 nel 2026 e all'1,3 nel 2027. La proiezione di crescita invariata per il 2025 riflette un andamento nel primo trimestre più vigoroso rispetto alle attese, associato a prospettive più deboli per il resto dell'anno. Secondo le proiezioni, seppure l'incertezza relativa alle politiche commerciali graverebbe sugli investimenti delle imprese e sulle esportazioni, soprattutto nel breve termine, l'incremento degli investimenti pubblici in difesa e infrastrutture sosterrà sempre più la crescita nel medio periodo. L'aumento dei redditi reali e un mercato del lavoro robusto consentiranno alle famiglie di spendere di più. Insieme a condizioni di finanziamento più favorevoli, ciò dovrebbe aumentare la capacità di tenuta dell'economia agli shock mondiali.

In un contesto di elevata incertezza, gli esperti dell'Eurosistema hanno inoltre analizzato alcuni dei meccanismi attraverso cui politiche commerciali differenti potrebbero influire su crescita e inflazione, sulla base di scenari alternativi formulati a scopo illustrativo. Tali scenari saranno pubblicati unitamente alle proiezioni degli esperti sul sito Internet della BCE. In questa analisi di scenario, un ulteriore acuirsi delle tensioni commerciali nei prossimi mesi determinerebbe livelli di crescita e di inflazione inferiori a quelli dello scenario di base delle proiezioni. Al contrario, se le tensioni commerciali dovessero risolversi con esito favorevole, la crescita e, in misura minore, l'inflazione sarebbero superiori rispetto allo scenario di base.

Secondo la maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo, l'inflazione si attesterebbe stabilmente intorno all'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. La dinamica salariale, seppur ancora elevata, continua a mostrare un'evidente moderazione e i profitti ne stanno parzialmente assorbendo l'impatto sull'inflazione. Si sono attenuati i timori che l'accresciuta incertezza e la risposta volatile dei mercati alle tensioni commerciali di aprile avrebbero avuto un effetto restrittivo sulle condizioni di finanziamento.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sul suo obiettivo del 2 per cento a medio termine. Soprattutto nelle attuali condizioni caratterizzate da eccezionale incertezza, l'orientamento di politica monetaria adeguato sarà definito seguendo un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. Le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di interesse saranno basate sulla sua valutazione delle prospettive di inflazione, considerati i nuovi dati economici e finanziari, 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

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'economia è cresciuta dello 0,3 per cento nel primo trimestre del 2025. Il tasso di disoccupazione, al 6,2 per cento ad aprile, è al livello più basso dall'introduzione dell'euro, mentre l'occupazione è aumentata dello 0,3 per cento nel primo trimestre dell'anno, in base alla stima rapida.

Le prospettive per la crescita economica dell'area dell'euro sono offuscate dalle tensioni commerciali e dall'elevata incertezza a livello mondiale. Considerando l'intero anno 2025, tali effetti sarebbero in parte compensati da un'attività economica più vigorosa del previsto nel primo trimestre, che probabilmente riflette almeno in parte l'anticipo delle esportazioni effettuato in previsione di dazi più elevati. Nel medio periodo l'attività economica sarebbe sostenuta dalle nuove misure di bilancio annunciate di recente. Lo scenario di base delle proiezioni di giugno 2025 ipotizza che i dazi statunitensi sui beni dell'UE, saliti al 10 per cento, rimangano in vigore nell'intero orizzonte temporale di proiezione. Unitamente all'elevata incertezza sulle politiche commerciali e al recente apprezzamento dell'euro, i dazi più elevati incideranno sulle esportazioni, sugli investimenti e, in misura minore, sui consumi dell'area dell'euro. Per contro, i nuovi stanziamenti pubblici per infrastrutture e difesa, soprattutto in Germania, dovrebbero stimolare la domanda interna dell'area a partire dal 2026. Nel complesso, permangono i presupposti per un rafforzamento della crescita del PIL dell'area nell'orizzonte temporale di proiezione. In particolare, l'aumento dei salari reali e dell'occupazione, condizioni di finanziamento meno restrittive, soprattutto per effetto delle recenti decisioni di politica monetaria, e un recupero della domanda esterna più avanti nel periodo di riferimento dovrebbero, congiuntamente, sostenere una graduale ripresa. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2025, le prospettive per la crescita del PIL non sono state riviste per l'anno in corso, giacché dati più recenti migliori del previsto

sarebbero ampiamente compensati dagli effetti delle tensioni commerciali e dall'apprezzamento dell'euro. Le tensioni commerciali e il rafforzamento del cambio hanno invece determinato una revisione al ribasso della crescita per il 2026, mentre il tasso indicato per il 2027 resta invariato.

In linea con le proiezioni formulate a giugno 2025, i dati desunti dalle indagini segnalano nel complesso prospettive più deboli nel breve termine. Nonostante il rafforzamento del settore manifatturiero, sostenuto anche dall'anticipo degli scambi in vista dell'aumento dei dazi, il settore dei servizi, maggiormente orientato verso l'interno, registra un rallentamento. Ci si attende che l'aumento dei dazi e il rafforzamento dell'euro rendano più difficili le esportazioni delle imprese e che l'elevata incertezza gravi sugli investimenti.

Al tempo stesso, diversi fattori sostengono la capacità di tenuta dell'economia e dovrebbero stimolare la crescita nel medio periodo. Il vigore del mercato del lavoro, l'incremento dei redditi reali, la solidità dei bilanci del settore privato e le condizioni di finanziamento più favorevoli, anche grazie ai passati tagli dei tassi di interesse decisi dal Consiglio direttivo, dovrebbero nell'insieme aiutare i consumatori e le imprese a far fronte alle ripercussioni di un contesto mondiale variabile. Le misure annunciate di recente per maggiori investimenti in difesa e infrastrutture dovrebbero inoltre promuovere la crescita.

Nell'attuale contesto geopolitico è ancora più urgente che le politiche strutturali e di bilancio accrescano la produttività, la competitività e la capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro. L'iniziativa della Commissione europea denominata Bussola per la competitività rappresenta un piano di azione concreto, le cui proposte, tra cui quelle sulla semplificazione, andrebbero attuate prontamente. In questo contesto rientra il completamento dell'Unione dei risparmi e degli investimenti, secondo una tabella di marcia chiara e ambiziosa. È inoltre importante definire rapidamente il quadro legislativo da applicare in vista della possibile introduzione di un euro digitale. I governi dovrebbero assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche in linea con il quadro della governance economica dell'UE, nonché dare priorità alle riforme strutturali e agli investimenti strategici volti a favorire la crescita.

Inflazione

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a maggio l'inflazione sui dodici mesi è scesa all'1,9 per cento, dal 2,2 di aprile. L'inflazione relativa alla componente energetica si è mantenuta al -3,6 per cento, mentre quella dei beni alimentari è salita al 3,3 per cento, dal 3,0 del mese precedente. L'inflazione dei beni è rimasta invariata allo 0,6 per cento, mentre quella dei servizi è scesa al 3,2 per cento, dal 4,0 di aprile. L'impennata dell'inflazione dei servizi di aprile è riconducibile principalmente al rincaro maggiore delle attese dei servizi di viaggio nel periodo delle vacanze pasquali.

Le misure dell'inflazione di fondo suggeriscono in prevalenza che l'inflazione si stabilizzerà durevolmente sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito

dal Consiglio direttivo. Il costo del lavoro registra una graduale moderazione, come indicato dai dati aggiornati sui salari contrattuali e dai dati nazionali disponibili sul costo del lavoro per dipendente. L'indice salariale della BCE segnala un ulteriore rallentamento delle retribuzioni contrattuali nel 2025, mentre le proiezioni formulate a giugno 2025 indicano una flessione della crescita salariale su un livello inferiore al 3 per cento nel 2026 e nel 2027. Se da un lato i prezzi dell'energia più contenuti e il rafforzamento dell'euro esercitano pressioni al ribasso sull'inflazione nel breve periodo, dall'altro lato nel 2027 l'inflazione dovrebbe tornare in linea con l'obiettivo.

Le aspettative di inflazione a breve termine dei consumatori sono aumentate ad aprile 2025, probabilmente di riflesso alle notizie relative alle tensioni commerciali. Tuttavia, le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continuano ad attestarsi prevalentemente intorno al 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo del Consiglio direttivo.

L'inflazione complessiva, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), resterà probabilmente al di sotto del 2 per cento nel breve periodo, ma dovrebbe tornare all'obiettivo nel medio termine. Secondo gli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione si ridurrebbe nel corso del 2025 e raggiungerebbe il minimo dell'1,4 per cento nel primo trimestre del 2026, per poi riportarsi al 2,0 nel 2027. La diminuzione dell'inflazione complessiva nel corso del 2025 sarebbe in parte riconducibile a tassi negativi dell'inflazione per i beni energetici, a seguito del recente calo dei corsi petroliferi e dei prezzi all'ingrosso del gas naturale. Ci si aspetta che l'inflazione resti negativa per la componente energetica fino al 2027, quando entreranno in vigore nuove misure di mitigazione del cambiamento climatico nell'ambito del nuovo sistema dell'UE per lo scambio di quote di emissione (ETS2). Dopo un temporaneo incremento nel secondo trimestre del 2025, l'inflazione dei beni alimentari si dovrebbe ridurre, portandosi leggermente al di sopra del 2 per cento nel 2027. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe registrare una diminuzione, riconducibile alla componente dei servizi, via via che si esauriscono gli effetti degli aggiustamenti di prezzo ritardati per alcune voci, si attenuano le pressioni salariali e il calo delle quotazioni energetiche si trasmette lungo la catena di formazione dei prezzi. La crescita salariale continuerebbe a mostrare un profilo discendente con il venir meno delle spinte al recupero delle passate perdite di reddito reale. Assieme a una ripresa della crescita della produttività, ciò dovrebbe determinare un rallentamento significativo del costo del lavoro per unità di prodotto. Le pressioni esterne sui prezzi, riflesse nei prezzi all'importazione, rimarrebbero moderate nell'ipotesi che l'UE mantenga invariate le proprie politiche tariffarie, a fronte di alcune spinte al ribasso derivanti dall'apprezzamento dell'euro e dal calo dei prezzi delle materie prime energetiche negli ultimi mesi. Rispetto alle proiezioni di marzo 2025, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste al ribasso di 0,3 punti percentuali sia per il 2025 sia per il 2026, per effetto di ipotesi di prezzi più bassi delle materie prime energetiche e del rafforzamento dell'euro, mentre non vi sono state correzioni per il 2027.

Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica restano orientati verso il basso. Un ulteriore acuirsi delle tensioni commerciali su scala mondiale e le incertezze a queste associate potrebbero indebolire la crescita dell'area dell'euro frenando le esportazioni e comprimendo gli investimenti e i consumi. Un deterioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari potrebbe determinare condizioni di finanziamento più stringenti e maggiore avversione al rischio, nonché ridurre la propensione di imprese e famiglie agli investimenti e ai consumi. Le tensioni geopolitiche, come la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente, rimangono fra le principali fonti di incertezza. Per contro, un rapido allentamento delle tensioni commerciali e geopolitiche potrebbe migliorare il clima di fiducia e stimolare l'attività. Un ulteriore incremento della spesa per difesa e infrastrutture, insieme a riforme intese a migliorare la produttività, contribuirebbe inoltre alla crescita.

Le prospettive di inflazione nell'area dell'euro sono più incerte del consueto, per effetto della volatilità dello scenario delle politiche commerciali a livello mondiale. Quotazioni energetiche in diminuzione e un euro più forte potrebbero esercitare ulteriori pressioni al ribasso sull'inflazione. Questo effetto potrebbe rafforzarsi se dazi più elevati inducessero una minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro e un reindirizzamento delle esportazioni verso l'area da parte di paesi con eccesso di capacità produttiva. Le tensioni commerciali potrebbero determinare maggiore volatilità e avversione al rischio nei mercati finanziari, gravando sulla domanda interna e riducendo quindi l'inflazione. Per contro, la frammentazione delle catene di approvvigionamento mondiali potrebbe determinare un'ascesa dell'inflazione spingendo al rialzo i prezzi all'importazione e accrescendo i vincoli di capacità nell'economia interna. Anche un incremento della spesa per la difesa e le infrastrutture potrebbe far aumentare l'inflazione nel medio termine. I fenomeni meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica, potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari oltre le aspettative.

Condizioni finanziarie e monetarie

Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del 17 aprile 2025 i tassi di interesse privi di rischio sono rimasti sostanzialmente invariati. I corsi azionari sono aumentati e i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti, per effetto di notizie più positive riguardo alle politiche commerciali a livello mondiale e della maggiore propensione al rischio su scala globale.

Le passate riduzioni dei tassi di interesse decise dal Consiglio direttivo continuano a rendere meno oneroso l'indebitamento societario. Il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti alle imprese è sceso al 3,8 per cento ad aprile, dal 3,9 di marzo. Il costo dell'emissione di titoli di debito sul mercato è rimasto invariato al 3,7 per cento. I prestiti bancari alle imprese hanno continuato a espandersi gradualmente, passando da un tasso di incremento sui dodici mesi del 2,4 per cento a marzo al 2,6 ad aprile, mentre l'emissione di obbligazioni societarie è rimasta

contenuta. Il tasso di interesse medio sui nuovi mutui ipotecari si è mantenuto al 3,3 per cento ad aprile, mentre la crescita dei mutui è aumentata all'1,9.

In linea con la sua strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha condotto una valutazione approfondita dei nessi tra la politica monetaria e la stabilità finanziaria. Se da un lato le banche dell'area dell'euro mantengono la loro capacità di tenuta, dall'altro i rischi per la stabilità finanziaria più in generale rimangono elevati, soprattutto per effetto delle politiche commerciali molto incerte e variabili su scala mondiale. La politica macroprudenziale resta la prima linea di difesa contro l'accumularsi di vulnerabilità finanziarie, rafforzando la capacità di tenuta e preservando lo spazio macroprudenziale.

Decisioni di politica monetaria

I tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale, sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati ridotti rispettivamente al 2,00, al 2,15 e al 2,40 per cento, con effetto dall'11 giugno 2025.

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

Conclusioni

Nella riunione del 5 giugno 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In particolare, la decisione di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ovvero il tasso con il quale il Consiglio direttivo orienta la politica monetaria, si è basata sulla valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Soprattutto nelle attuali condizioni caratterizzate da eccezionale incertezza, l'orientamento di politica monetaria adeguato sarà definito seguendo un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. Le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di interesse saranno basate sulla sua valutazione delle prospettive di inflazione, considerati i nuovi dati economici e finanziari, 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 in linea con l'obiettivo di medio termine e per preservare l'ordinato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

1 Contesto esterno

L'aumento dei dazi imposti dall'amministrazione statunitense, unitamente all'elevata incertezza circa le politiche commerciali, influisce sulle prospettive economiche mondiali. Dopo la finalizzazione, il 6 febbraio 2025, delle proiezioni macroeconomiche di marzo 2025 per l'area dell'euro, formulate dagli esperti della BCE, l'aliquota effettiva sulle importazioni di beni negli Stati Uniti è salita notevolmente. Sebbene l'amministrazione statunitense abbia aumentato i dazi sulle importazioni da tutti i suoi partner commerciali, l'aumento dei dazi sulle importazioni dalla Cina è stato più significativo, nonostante il recente accordo volto a una riduzione temporanea dei dazi. Tale andamento sta contribuendo a creare frizioni nel commercio mondiale e una maggiore incertezza riguardo alle politiche commerciali, che potrebbe avere ripercussioni sull'attività economica e frenare le prospettive di crescita mondiale. Nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2025, le prospettive per la crescita mondiale sono state riviste al ribasso di 0,7 punti percentuali cumulati nell'orizzonte di proiezione fino alla fine del 2027. Le prospettive di crescita sono nettamente peggiorate in tutte le principali economie, soprattutto negli Stati Uniti e in Cina. Nell'orizzonte di proiezione, l'inflazione complessiva misurata sull'IPC dovrebbe diminuire a livello mondiale, sebbene le proiezioni mostrino una revisione al rialzo negli Stati Uniti, di riflesso all'impatto dei dazi annunciati di recente.

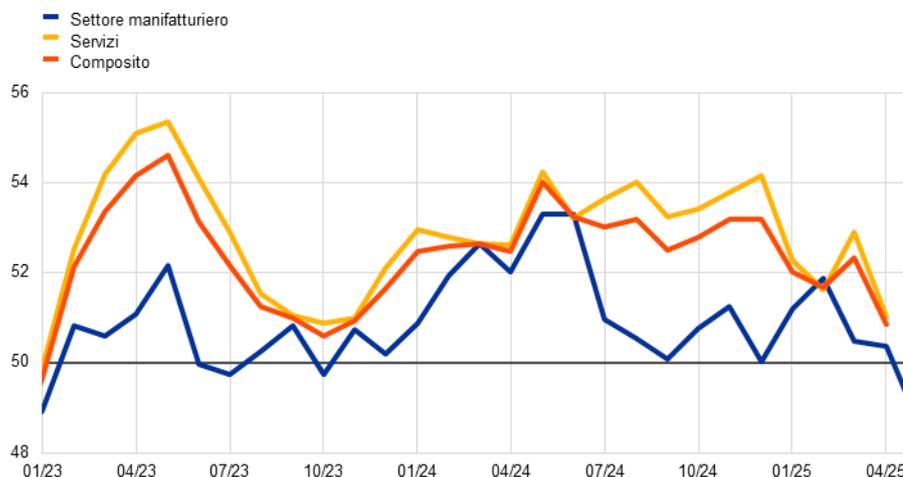
La crescita dell'attività mondiale è diminuita nel primo trimestre del 2025 e dovrebbe subire un'ulteriore moderazione. Nel primo trimestre del 2025 la crescita del PIL in termini reali a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) è scesa a un valore stimato dello 0,7 per cento sul periodo precedente, in calo dall'1,1 del quarto trimestre del 2024¹. L'attività economica mondiale dovrebbe indebolirsi ulteriormente e mantenersi su livelli contenuti per il resto dell'anno. L'indice dell'attività economica mondiale sviluppato dagli esperti della BCE segnala una moderazione dell'attività a partire da aprile, in quanto i risultati delle ultime indagini hanno portato tale indice al di sotto della sua media storica. Ad aprile 2025 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è sceso, principalmente per effetto della crescita più lenta nel settore dei servizi (cfr. il grafico 1).

¹ I riferimenti agli indicatori economici mondiali e/o aggregati a livello internazionale nella presente sezione non includono l'area dell'euro.

Grafico 1

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

(indici di diffusione)



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

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2025 per l'indice relativo alla produzione manifatturiera e ad aprile 2025 per l'indice dei servizi e quello composito relativo al prodotto.

I conflitti commerciali stanno indebolendo le prospettive della crescita

mondiale. La crescita mondiale dovrebbe rallentare nell'orizzonte temporale di proiezione, portandosi su un livello ancora inferiore rispetto alla media precedente la pandemia. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema, il PIL mondiale in termini reali dovrebbe crescere del 3,1 per cento nel 2025, in rallentamento rispetto alla crescita del 3,6 per cento registrata lo scorso anno². Le proiezioni indicano che il PIL mondiale in termini reali diminuirà ulteriormente, al 2,9 per cento nel 2026, prima di stabilizzarsi al 3,2 nel 2027. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2025, le prospettive di crescita a livello mondiale per il 2025 e il 2026 sono state riviste al ribasso di 0,3 punti percentuali, mentre sono rimaste invariate quelle per il 2027. Le prospettive di crescita sono palesemente peggiorate in tutte le principali economie, ma è particolarmente evidente negli Stati Uniti e in Cina. I dazi e l'incertezza relativa alle politiche sono due fattori principali alla base delle revisioni al ribasso. I dazi danneggiano la crescita, giacché aumentano i costi dei beni finali e intermedi importati dall'estero. Questo a sua volta grava sui consumi interni ed erode la competitività degli esportatori, innalzando i costi di produzione. L'elevata incertezza induce comportamenti precauzionali nei consumatori e nelle imprese, che frenano i consumi e gli investimenti. L'insieme dei rischi riguardanti le proiezioni sulla crescita mondiale sono orientati verso il basso e, in particolare, dipendono dall'evoluzione futura delle politiche commerciali. Nello specifico, il governo statunitense e coloro fra i suoi partner che hanno concluso con successo i negoziati commerciali potrebbero determinare un abbassamento dei dazi e sostenere l'attività mondiale. Per contro, l'aumento dei dazi e le potenziali ritorsioni da parte dei partner commerciali potrebbero ulteriormente frenare le prospettive di crescita.

² Per ulteriori dettagli, cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2025*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 5 giugno 2025.

Secondo le proiezioni, nel prossimo biennio la crescita dell’interscambio mondiale dovrebbe diminuire significativamente.

L’indice mensile del commercio mondiale, sviluppato dagli esperti della BCE, suggerisce che le importazioni mondiali hanno iniziato a rallentare considerevolmente a partire da aprile. Tale rilevazione è stata determinata in larga misura da dati ad alta frequenza quali le minori importazioni di materie prime dalla Cina e il calo delle quotazioni azionarie delle società coinvolte nell’interscambio mondiale di beni, incluse le imprese di trasporto marittimo e di confezionamento. Le valutazioni sono confermate anche dagli indicatori derivati dalle indagini. Ad aprile l’indice dei nuovi ordinativi nel PMI mondiale per il settore manifatturiero (esclusa l’area dell’euro) è sceso ulteriormente in territorio negativo. Il calo è stato particolarmente pronunciato in Canada e Messico, mentre gli indici per Stati Uniti e Cina hanno registrato diminuzioni più contenute, pur rimanendo in territorio espansivo. Tale rallentamento segue una forte crescita delle importazioni statunitensi nel primo trimestre del 2025, riflettendo l’anticipazione delle importazioni avvenuta in previsione di dazi più elevati. In linea con ciò, si è osservato un aumento dei tassi di esportazione nei paesi con dazi più elevati, tra cui il Canada, diverse economie asiatiche e il Regno Unito. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell’Eurosystema a giugno 2025, la crescita dell’importazione mondiale dovrebbe diminuire dal 4,1 per cento nel 2024 al 3,1 nel 2025, prima di scendere ulteriormente all’1,7 per cento nel 2026, per poi aumentare fino al 3,1 nel 2027. Il brusco rallentamento previsto riflette l’impatto dei dazi e l’elevata incertezza relativa alle politiche commerciali; quest’ultima grava in misura considerevole sulle componenti della domanda a elevata intensità di scambi, come gli investimenti. Rispetto all’esercizio di marzo, la crescita attesa delle importazioni mondiali è stata rivista al ribasso di 0,4 punti percentuali per il 2025 e di 1,4 per il 2026, principalmente a causa dell’introduzione dei nuovi dazi e, in misura minore, dell’elevata incertezza legata alle politiche commerciali; si mantiene invariata per il 2027. Tali correzioni sono in gran parte riconducibili al significativo indebolimento delle importazioni negli Stati Uniti, nonché alla minore crescita delle importazioni nel resto del mondo, inclusa la Cina.

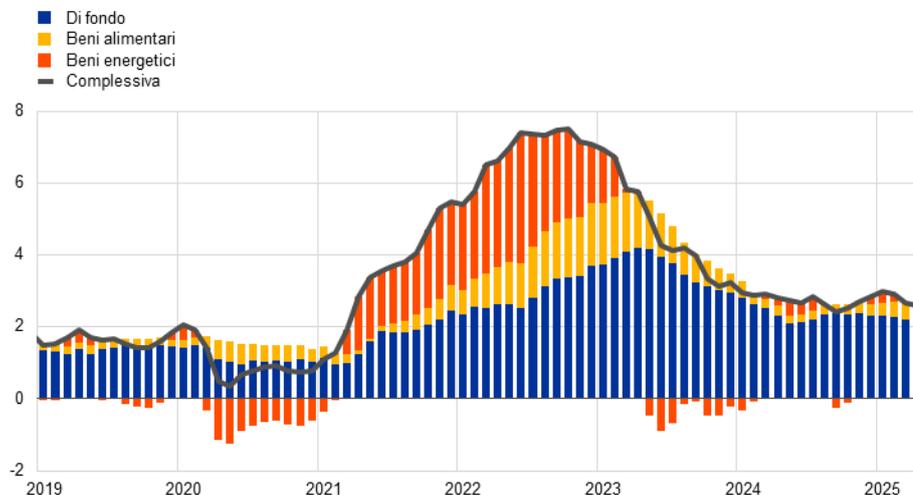
L’inflazione complessiva nei paesi membri dell’Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è diminuita.

Ad aprile 2025 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull’indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell’OCSE (esclusa la Turchia) è sceso al 2,6 per cento, dal 2,7 del mese precedente (cfr. il grafico 2). Tale calo, tuttavia, cela due andamenti contrapposti, in quanto l’impatto della minore inflazione delle componenti alimentare ed energetica è contrapposto a un lieve incremento dell’inflazione di fondo misurata sull’IPC, che è salita al 3,1 per cento dal 3,0 del mese precedente.

Grafico 2

Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'aggregato OCSE esclude la Turchia ed è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) dell'OCSE. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2025.

L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC in un ampio gruppo di economie avanzate ed emergenti dovrebbe subire una moderazione nell'orizzonte temporale di proiezione.

Nel caso degli Stati Uniti l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è stata corretta al rialzo a causa dell'impatto di dazi significativamente più elevati, che hanno inciso su oltre l'80 per cento delle importazioni di beni del paese. Per quanto concerne le economie avanzate, anche nel Regno Unito l'inflazione è stata rivista al rialzo per l'anno in corso, sospinta dai risultati superiori alle attese degli ultimi mesi e dal rafforzamento della dinamica salariale. Tuttavia, le prospettive di inflazione nel Regno Unito rimangono invariate nel resto dell'orizzonte temporale di proiezione. Le proiezioni di inflazione per le economie emergenti rimangono sostanzialmente invariate rispetto all'esercizio di marzo 2025, dato che l'impatto del peggioramento delle prospettive di inflazione in Russia è stato compensato da un calo dell'inflazione prevista in Cina.

Tale peggioramento in Russia riflette andamenti strutturali avversi, mentre in Cina il calo dell'inflazione rispecchia la debolezza della domanda interna. Secondo le proiezioni, l'indice mondiale composito dell'inflazione complessiva misurata sull'IPC continuerà a evidenziare una tendenza al ribasso, scendendo al 3,3 per cento quest'anno, dal 4,0 per cento del 2024. Nel medio periodo, ci si attende che l'inflazione diminuisca ulteriormente, al 2,8 per cento nel 2026 e al 2,5 nel 2027³.

Nel periodo in esame, dal 16 aprile al 4 giugno 2025, le quotazioni del greggio di qualità Brent sono diminuite, in quanto i fattori dal lato dell'offerta hanno compensato il migliorato clima del mercato. Inizialmente i prezzi del greggio erano sostenuti da una ripresa della propensione al rischio che rifletteva un allentamento delle tensioni commerciali. Tuttavia, ciò è stato più che compensato da

³ Le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE comprendono un insieme più ampio di paesi, in particolare le grandi economie emergenti (ad esempio Cina, India, Brasile e Russia), di cui non si tiene conto nel calcolo dell'inflazione misurata sull'IPC nei paesi dell'OCSE.

fattori dal lato dell'offerta, in particolare la recente decisione dell'OPEC+ di aumentare i livelli di produzione di 411.000 barili al giorno a luglio: più di tre volte il volume inizialmente previsto. Ad aprile il cartello dei paesi produttori di petrolio guidato dall'Arabia Saudita aveva già sorpreso i mercati annunciando un analogo aumento della produzione per maggio. Se tale ripresa della produzione diverrà più permanente, potrebbe comportare maggiori rischi al ribasso per i prezzi del petrolio. Il calo dei corsi petroliferi grava già sui piani di investimento dei produttori statunitensi di petrolio da scisti, dato che i prezzi correnti si stanno rivelando prossimi o inferiori al loro livello marginale di pareggio, il prezzo necessario affinché essi riscontrino una redditività nella perforazione di un nuovo pozzo. Ciò si riflette in un netto calo del numero di piattaforme petrolifere e di squadre di ingegneri impegnati nella fratturazione idraulica. Inoltre, diversi produttori di petrolio da scisti hanno di recente annunciato tagli alla propria spesa in conto capitale.

I prezzi del gas in Europa sono aumentati nel periodo in esame, per effetto di una combinazione di fattori dal lato della domanda e dell'offerta. Inizialmente i prezzi del gas sono diminuiti, in un contesto caratterizzato da tensioni commerciali e dibattiti all'interno delle istituzioni europee sull'allentamento degli obiettivi di stoccaggio normativi per la prossima stagione dei consumi per riscaldamento. Tali andamenti hanno spinto i contratti future del gas a breve termine al di sotto dei prezzi a più lungo termine, facendo sì che il differenziale tra i contratti future per l'estate e quelli per l'inverno tornasse su valori negativi, incentivando a sua volta il processo di ricostituzione delle scorte. Successivamente, i prezzi del gas sono tornati a salire sulla scia degli ultimi accordi commerciali, delle interruzioni non programmate presso gli impianti di lavorazione norvegesi del gas naturale liquefatto e del piano della Commissione europea di eliminazione progressiva delle importazioni di gas russo entro il 2027. Anche i prezzi dei metalli e dei beni alimentari sono aumentati, sospinti principalmente da fattori dal lato della domanda. I prezzi dei beni alimentari sono stati sostenuti dalla tenuta della domanda di prodotti semilavorati di cacao, nonostante la forte impennata dei prezzi del cacao nei primi mesi dell'anno. I prezzi dei metalli sono aumentati, trainati dal rincaro del rame. Il sostegno iniziale è stato fornito da prolungate importazioni precauzionali negli Stati Uniti, determinate dai timori per l'aumento dei dazi sul rame importato. Ciò è stato in seguito rafforzato dal miglioramento del clima di fiducia dei mercati a seguito dell'allentamento delle tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti.

Negli Stati Uniti le prospettive di crescita si sono deteriorate dopo la finalizzazione, il 6 febbraio 2025, delle proiezioni macroeconomiche di marzo 2025 formulate dagli esperti della BCE. Il PIL in termini reali è diventato lievemente negativo nel primo trimestre del 2025, giacché l'anticipazione delle importazioni ha determinato un forte contributo negativo dell'interscambio netto. Al tempo stesso, la domanda interna si è mantenuta relativamente solida; si prevede tuttavia un rallentamento al consolidarsi dell'impatto dei dazi. In generale, i dazi diffusi ed elevati dovrebbero aumentare il costo dei beni intermedi e finali importati, che si trasmetterebbe probabilmente ai prezzi interni. Le proiezioni di giugno 2025 segnalano una riduzione dei flussi commerciali e maggiori costi di produzione, nonché una più debole domanda interna, in un contesto in cui il reddito disponibile reale delle famiglie diminuisce a causa dell'aumento dell'inflazione.

L'impatto negativo dei dazi sulle prospettive è ulteriormente accentuato dalla crescente incertezza sul piano delle politiche, che induce a risparmiare a fini precauzionali e a ritardare gli investimenti. Le prospettive sono inoltre frenate dalle condizioni finanziarie più restrittive, che si traducono in effetti negativi sulla ricchezza e in maggiori costi di finanziamento. Dal lato nominale, le misure dell'inflazione al consumo non riflettono ancora l'impatto delle pressioni sui prezzi determinate dai dazi. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è diminuita al 2,3 per cento ad aprile, dal 2,4 di marzo. Nello stesso mese l'inflazione di fondo misurata sull'IPC, che esclude i prezzi dei beni energetici e alimentari, è rimasta invariata al 2,8 per cento. Sebbene l'impatto dei dazi non sia ancora evidente nei dati sull'inflazione misurata sull'IPC, i dati ad alta frequenza sui prezzi, ricavati dalla grande distribuzione, indicano pressioni al rialzo derivanti principalmente dall'aumento dei prezzi dei beni importati, in particolare dalla Cina. A maggio, il Federal Open Market Committee ha mantenuto invariato l'obiettivo per il tasso sui Federal Fund, in un intervallo tra il 4,25 e il 4,50 per cento, in un contesto di crescenti rischi e incertezza sulle prospettive.

In Cina la crescita del PIL in termini reali si è dimostrata solida nel primo trimestre del 2025, sorretta dal vigore della domanda interna e dall'anticipo delle esportazioni. In prospettiva, tuttavia, ci si attende che gli elevati dazi statunitensi e le correzioni in atto nel settore immobiliare gravino sull'attività economica. Ad aprile gli indicatori dell'attività hanno segnato un'attenuazione, con la crescita sui dodici mesi delle vendite al dettaglio che è scesa al 5,1 per cento, dal 5,9 del mese precedente, pur rimanendo al di sopra della media di gennaio-febbraio. La crescita sui dodici mesi della produzione industriale è diminuita al 6,1 per cento, mentre gli investimenti hanno subito un rallentamento in tutte le componenti. L'indice PMI del settore manifatturiero relativo ai nuovi ordinativi dall'estero è diminuito bruscamente ad aprile. Nel complesso, i dati sull'attività segnalano un ulteriore indebolimento della domanda interna già moderata, in un contesto in cui l'aumento dei dazi statunitensi grava sulle prospettive di crescita a breve termine. Persistono pressioni deflazionistiche nell'economia cinese. Ad aprile, l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta negativa al -0,1 per cento, mentre l'inflazione alla produzione ha registrato un ulteriore calo, al -2,7 per cento. Poiché i dazi statunitensi sulle importazioni cinesi rimangono elevati, nonostante l'accordo commerciale temporaneo, le pressioni sugli esportatori cinesi proseguono. Gli attuali margini di profitto delle imprese esportatrici cinesi hanno spazi di manovra per un'ulteriore riduzione dei prezzi all'esportazione. La deflazione dei prezzi all'esportazione, unita alla perdurante debolezza della domanda interna e all'eccesso di capacità produttiva dell'industria, sembrerebbe destinata a proseguire.

Nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali si è intensificata nel primo trimestre del 2025, trainata dal vigore dello sviluppo degli investimenti e dall'interscambio netto. Tuttavia, è probabile che tale ripresa sia di breve durata, dato che la crescita dovrebbe diminuire, in ragione dell'elevata incertezza e delle tensioni commerciali a livello mondiale. Gli indicatori di breve periodo disponibili, tra cui le indagini presso i responsabili degli acquisti e gli indicatori del clima di fiducia di consumatori e imprese, suggeriscono un inizio piuttosto debole per il secondo

trimestre del 2025. Nonostante le recenti notizie positive sulle politiche commerciali, inclusi gli accordi sugli scambi bilaterali con Stati Uniti e India, nonché un nuovo accordo con l'UE, l'incertezza rimane forte sullo sfondo di dazi elevati. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita bruscamente al 3,5 per cento ad aprile dal 2,6 di marzo. Tale incremento va ricondotto all'aumento delle componenti dei servizi e dei beni energetici, mentre l'inflazione di fondo relativa ai beni è rimasta invariata. In prospettiva, l'inflazione complessiva dovrebbe rimanere al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento fissato dalla Bank of England per tutto il 2025. Nella riunione di maggio scorso la Bank of England ha abbassato il tasso di riferimento di 25 punti base, portandolo al 4,25 per cento.

2 Attività economica

Le informazioni disponibili alla data di ultimo aggiornamento dei dati indicano che, nel primo trimestre del 2025, l'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,3 per cento, dopo un'espansione dello 0,2 nel quarto trimestre del 2024, con modesti contributi da parte della domanda interna e dell'interscambio netto⁴. L'occupazione è aumentata dello 0,3 per cento nel primo trimestre, allo stesso ritmo del PIL. Si stima che l'attività industriale abbia recuperato nei vari settori, riflettendo il rafforzamento della domanda di beni di investimento, in parte a causa di anticipazioni degli scambi in previsione dell'aumento dei dazi. Al contempo, è probabile che il settore dei servizi abbia registrato una crescita solo modesta. Gli indicatori ricavati dalle indagini segnalano un rallentamento dell'attività nel secondo trimestre del 2025. A maggio l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è sceso vicino al livello della soglia di crescita, mentre nel comparto manifatturiero la produzione è rimasta superiore a tale soglia per il terzo mese consecutivo. Al tempo stesso, i servizi sono lievemente diminuiti rispetto al primo trimestre. Ulteriori difficoltà potrebbero derivare da un crescente protezionismo e da misure distorsive per gli scambi commerciali, che potrebbero incidere in modo sproporzionato sul comparto manifatturiero rispetto ad altri settori dell'economia. Malgrado l'indebolimento registrato negli ultimi mesi, il mercato del lavoro continua a mostrarsi solido. In prospettiva ci si attende che l'elevato livello di incertezza, le tensioni commerciali e le perduranti perdite di competitività in qualche misura limitino la velocità della ripresa economica dell'area dell'euro. Tuttavia, la ripresa prevista dovrebbe essere sostenuta da redditi più elevati e costi di indebitamento inferiori, in parte grazie alle precedenti riduzioni dei tassi di interesse.

Queste prospettive si riflettono nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono un tasso di incremento annuo del PIL in termini reali pari allo 0,9 per cento nel 2025, all'1,1 nel 2026 e all'1,3 nel 2027⁵. Inoltre, sono stati ipotizzati due scenari alternativi per illustrare alcuni dei meccanismi attraverso cui le diverse politiche commerciali potrebbero influenzare la crescita e l'inflazione: a) uno scenario moderato che prevede l'eliminazione dei dazi bilaterali tra gli Stati Uniti e l'UE; b) uno scenario grave che prevede un ulteriore aumento generalizzato dei dazi statunitensi, misure ritorsive simmetriche da parte dell'UE e una sempre maggiore incertezza delle politiche commerciali. Rispetto allo scenario di base, in quello moderato la crescita sarebbe lievemente più vigorosa nel 2025-2026. Nello scenario grave le prospettive di crescita risulterebbero notevolmente più deboli per tutto il periodo considerato.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nel primo trimestre del 2025 il PIL reale è aumentato lievemente, dello 0,3 per cento in termini congiunturali (cfr. il grafico 3). Ciò significa che il prodotto è aumentato per cinque trimestri

⁴ La crescita trimestrale del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stata rivista al rialzo allo 0,6 per cento nei dati pubblicati il 6 giugno 2025, ossia due giorni dopo la data ultima di aggiornamento dei dati inclusi in questo numero del Bollettino.

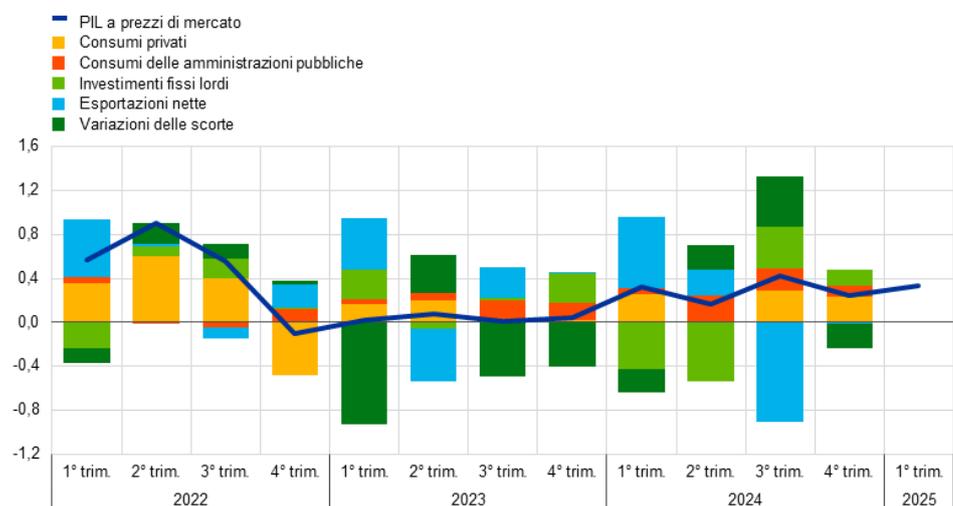
⁵ Per maggiori dettagli, cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2025](#), pubblicate sul sito Internet della BCE.

consecutivi in un contesto di discussioni sui dazi commerciali, di tensioni nei mercati finanziari e di incertezza geopolitica, confermando l'ipotesi che l'economia dell'area dell'euro stia accumulando una certa capacità di tenuta agli shock globali. Gli indicatori di breve periodo e i dati nazionali disponibili segnalano un contributo positivo, seppur modesto, dei consumi privati e degli investimenti. Anche le esportazioni nette dovrebbero aver fornito un apporto favorevole, grazie all'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti a seguito degli annunci sui dazi. Dal lato della produzione, è probabile che il settore industriale abbia segnato una ripresa, sulla scia delle esportazioni anticipate. Anche il valore aggiunto nei settori delle costruzioni e dei servizi avrebbe mostrato una modesta crescita positiva nel primo trimestre.

Grafico 3

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2025 per il PIL e al quarto trimestre del 2024 per la scomposizione della spesa.

I dati delle indagini segnalano un rallentamento della crescita nel secondo trimestre del 2025, in un contesto di elevata incertezza.

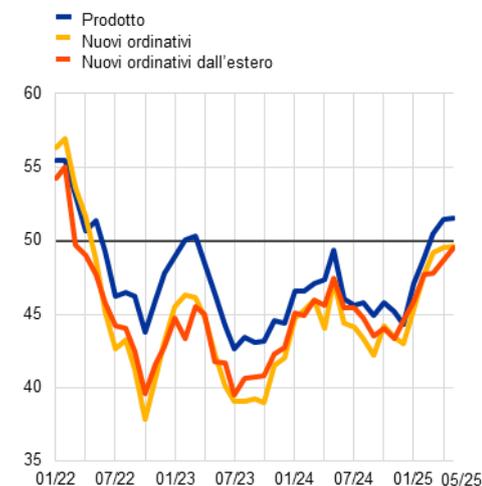
L'incertezza che caratterizza a livello globale le politiche economiche, comprese quelle relative al commercio, continua a gravare sulle prospettive a breve termine. Il PMI composito relativo al prodotto è sceso lievemente, segnando un valore medio di 50,3 ad aprile e maggio (da 50,4 nel primo trimestre) e indicando un ristagno del prodotto. Mentre il PMI relativo al prodotto del settore manifatturiero è migliorato fino a raggiungere livelli che non si osservavano dall'inizio del 2022, segnalando un'espansione, l'attività delle imprese nel settore dei servizi è diminuita, collocandosi su livelli che ne segnalano un calo (cfr. il grafico 4). Il PMI relativo ai nuovi ordinativi, per sua natura più prospettico, presenta un quadro simile, con una performance complessivamente debole che cela un miglioramento della manifattura e un rallentamento dell'attività nei servizi. Dopo alcuni effetti positivi a breve termine, come ad esempio un aumento della produzione derivante dall'anticipazione delle esportazioni, nei prossimi mesi dazi più elevati potrebbero esercitare effetti negativi sproporzionati sul comparto manifatturiero rispetto ad altri settori dell'economia.

Grafico 4

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia

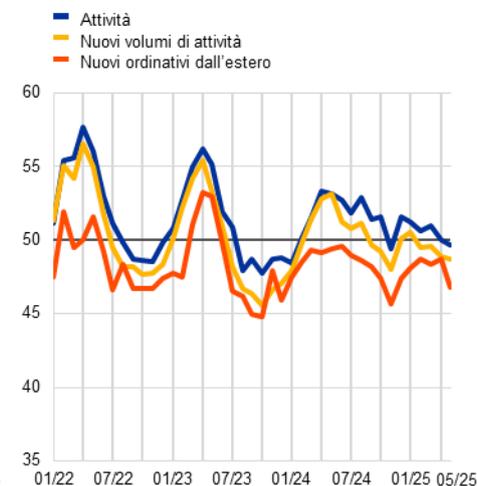
a) Settore manifatturiero

(indici di diffusione)



b) Settore dei servizi

(indici di diffusione)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2025.

Nel primo trimestre del 2025 l'occupazione è aumentata dello 0,3 per cento.

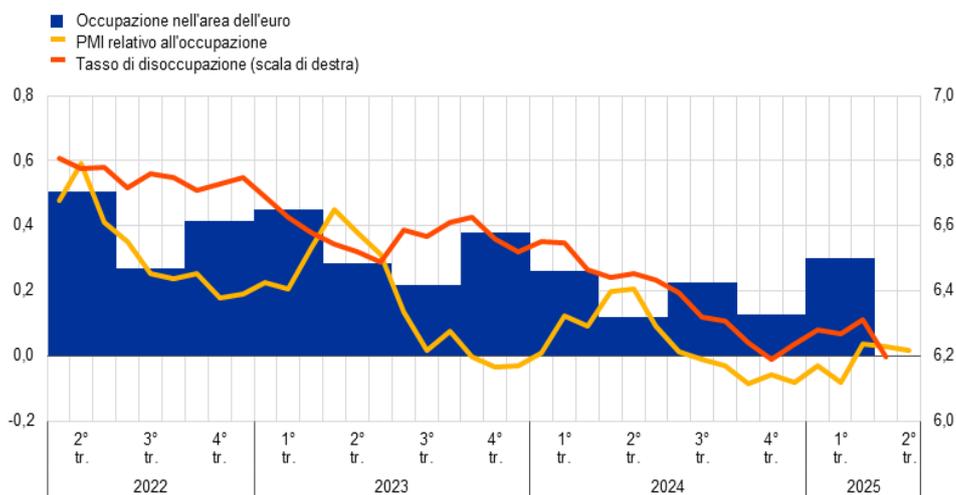
Dopo un modesto incremento dello 0,1 per cento nel quarto trimestre del 2024, la crescita dell'occupazione è aumentata nel primo trimestre del 2025, attestandosi allo 0,3 per cento (cfr. il grafico 5)⁶. Tale andamento cela tendenze divergenti tra i paesi dell'area dell'euro. Tra i principali membri, l'occupazione è stata trainata soprattutto da Italia e Spagna. Al contempo, il tasso di disoccupazione è stato pari al 6,2 per cento ad aprile, rimanendo sostanzialmente stabile su tale livello dalla metà del 2024. La domanda di lavoro è diminuita ulteriormente e il tasso di posti vacanti è sceso al 2,4 per cento nel primo trimestre del 2025, ossia 0,1 punti percentuali al di sotto del livello osservato nel trimestre precedente.

⁶ La crescita trimestrale dell'occupazione nell'area dell'euro è stata rivista al ribasso allo 0,2 per cento nei dati pubblicati il 6 giugno 2025, ossia due giorni dopo la data ultima di aggiornamento dei dati inclusi in questo numero del Bollettino.

Grafico 5

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50, poi divisa per 10 per misurare la crescita dell'occupazione sul trimestre precedente. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2025 per l'occupazione nell'area dell'euro, a maggio 2025 per il PMI relativo all'occupazione e ad aprile 2025 per il tasso di disoccupazione.

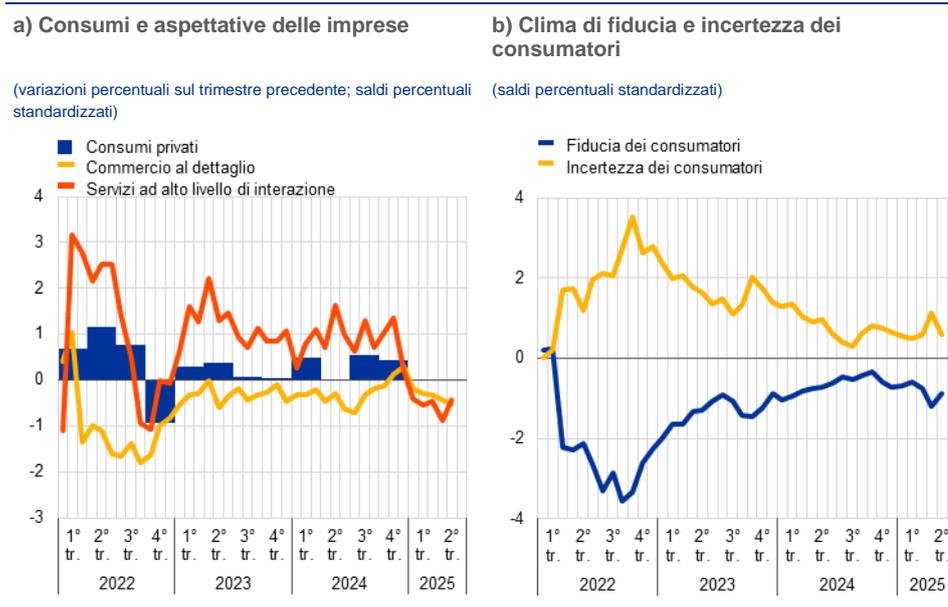
Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro suggeriscono una crescita piatta dell'occupazione nel secondo trimestre. Il PMI composito mensile relativo all'occupazione è diminuito da 50,3 ad aprile a 50,2 a maggio, indicando una crescita sostanzialmente piatta dell'occupazione. A maggio il PMI relativo all'occupazione nei servizi è sceso a 50,9, dal 51,3 di aprile, mentre nel settore manifatturiero ha registrato un lieve recupero, passando da 47,4 a 48,1.

Nel primo trimestre del 2025 è probabile che i consumi privati siano cresciuti a un ritmo più moderato. Dopo essere aumentata dello 0,4 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2024 (cfr. il pannello a) del grafico 6), la crescita dei consumi privati sembra aver subito un lieve rallentamento nel primo trimestre del 2025, riflettendo la spesa moderata per i servizi e un nuovo indebolimento del consumo di beni. I dati più recenti suggeriscono che la crescita della spesa delle famiglie subirà un rallentamento nel breve periodo. Dopo il brusco calo del mese precedente, a maggio l'indice del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è migliorato, nel contesto di un allentamento delle tensioni commerciali, pur rimanendo contenuto e nettamente al di sotto del valore medio nel primo trimestre dell'anno (cfr. il pannello b) del grafico 6). Resta inoltre elevata l'incertezza dei consumatori. A maggio gli indicatori della Commissione europea relativi alle aspettative espresse dalle imprese sulla domanda di servizi ad alto livello di interazione sono aumentati, dopo essere scesi ulteriormente in territorio negativo ad aprile (cfr. il pannello a) del grafico 6). Per contro, l'ultima indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE mostra che gli acquisti attesi di servizi turistici rimangono su livelli robusti. A maggio, nel contempo, le aspettative dei consumatori in merito agli acquisti di importo rilevante nei successivi dodici mesi

sono migliorate, mentre quelle relative al commercio al dettaglio sono ulteriormente peggiorate per il quinto mese consecutivo. In prospettiva, nonostante il continuo supporto fornito dai recenti miglioramenti del potere d'acquisto, la persistente incertezza sulle politiche economiche, in particolare nel contesto degli andamenti economici mondiali, dovrebbe continuare a pesare sulle decisioni di spesa delle famiglie.

Grafico 6

Consumi privati e aspettative delle imprese relative a commercio al dettaglio e servizi ad alto livello di interazione; clima di fiducia e incertezza dei consumatori



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
 Note: le aspettative delle imprese relative al commercio al dettaglio (esclusi gli autoveicoli) e la domanda attesa di servizi ad alto livello di interazione si riferiscono ai tre mesi successivi; per "Servizi ad alto livello di interazione" si intendono i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Per motivi legati alla disponibilità dei dati, la serie relativa ai servizi ad alto livello di interazione è standardizzata sul periodo dal 2005 al 2019 e la serie relativa all'incertezza dei consumatori è standardizzata sul periodo da aprile 2019 a maggio 2025 rispetto alla media del quarto trimestre del 2021; tutte le altre serie sono standardizzate sul periodo 1999-2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024 per i consumi privati e a maggio 2025 per tutte le altre voci.

Nel primo trimestre del 2025 gli investimenti delle imprese sono stati probabilmente sostenuti da alcune anticipazioni, ma in prospettiva dovrebbero rallentare, date le tensioni commerciali in corso⁷.

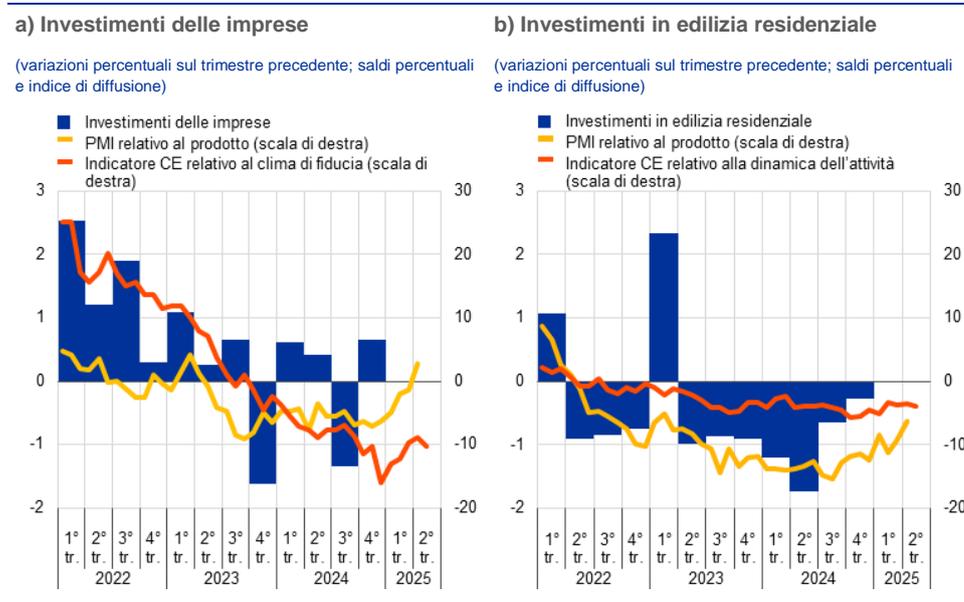
Gli indicatori disponibili, come la produzione di beni di investimento, che nel primo trimestre (esclusa l'Irlanda) è aumentata dello 0,6 per cento sul periodo precedente, probabilmente riflettono l'anticipazione delle esportazioni e l'accumulo delle scorte conseguenti alle prime (e alle ulteriori attese) modifiche dei dazi statunitensi, piuttosto che rispecchiare una eventuale accelerazione sottostante degli investimenti. I segnali attuali restano contrastanti: gli indici PMI per il settore dei beni di investimento, che include i fornitori di molti beni di investimento, mostrano notevoli (ma presumibilmente temporanei) incrementi del prodotto, mentre l'indice del clima di fiducia per il settore elaborato dalla Commissione europea rimane debole, in presenza di un calo delle aspettative relative alla produzione (cfr. il pannello a) del grafico 7). In tale contesto di

⁷ I dati di contabilità nazionale, pubblicati lo scorso 6 giugno dopo la riunione del Consiglio direttivo, per il primo trimestre del 2025 segnalano una crescita stabile degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (al netto delle attività immateriali irlandesi), pari allo 0,7 per cento sul periodo precedente, in linea con il quarto trimestre del 2024.

accresciute tensioni commerciali e di connessa incertezza, è probabile che gli investimenti delle imprese vengano rinviati e rimangano contenuti per tutto il 2025. La più recente indagine semestrale sugli investimenti condotta dalla Commissione europea aveva già suggerito che nel 2025 la crescita sarebbe stata probabilmente modesta. Anche le informazioni desunte dall'ultima indagine della BCE sugli investimenti (cfr. il riquadro 3) e dai colloqui con il settore non finanziario (Non-Financial Business Sector Dialogue, NFBSD) di maggio 2025 segnalano solo un moderato incremento degli investimenti per l'anno, in quanto le imprese rimandano le decisioni alla luce delle incertezze diffuse⁸. Tuttavia, salvo ulteriori inasprimenti delle tensioni commerciali, con il calare dell'incertezza, il rafforzarsi della domanda interna e l'allentarsi delle condizioni di finanziamento, gli investimenti dell'area dell'euro dovrebbero segnare una graduale ripresa, anche grazie al potenziamento delle iniziative di politica economica nazionali e dell'UE.

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini



Fonti: Eurostat, Commissione europea (CE), S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni della BCE.
 Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi. Gli indicatori di breve periodo si riferiscono al settore dei beni di investimento. Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla media ponderata della valutazione espressa dal settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione circa l'andamento dell'attività rispetto ai tre mesi precedenti, riscalata per avere la stessa deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024 per gli investimenti, ad aprile 2025 per il PMI relativo al prodotto e a maggio 2025 per gli indicatori della Commissione europea.

È probabile che nel primo trimestre del 2025 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale siano aumentati notevolmente. Secondo i dati nazionali disponibili, nei primi tre mesi del 2025 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono aumentati dello 0,9 per cento sul periodo precedente, dopo l'ulteriore calo registrato nel quarto trimestre del 2024. La produzione nelle costruzioni e le attività di lavori specializzati di costruzione sono aumentate dello 0,3 per cento, dopo un più elevato incremento, pari allo 0,7 per cento, nel

⁸ Per maggiori informazioni, cfr. "Summary of the Non-Financial Business Sector Dialogue on 14 May 2025 via videoconference", BCE, 2025.

trimestre precedente. In prospettiva, gli indicatori dell'attività economica basati sulle indagini forniscono segnali contrastanti. Ad aprile e maggio l'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica del prodotto nel settore delle costruzioni e nelle attività di lavori specializzati di costruzione è rimasto in media sostanzialmente stabile, mentre il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale ha registrato un notevole miglioramento ad aprile (cfr. il pannello b) del grafico 7). Sebbene entrambi gli indicatori siano rimasti in territorio di crescita negativa, ci si attende che gli investimenti nel comparto dell'edilizia residenziale registrino un moderato incremento nel breve periodo. Tali prospettive sono sostenute dal protrarsi dell'incremento delle concessioni edilizie per gli immobili residenziali nel primo trimestre del 2025, nonché da un significativo miglioramento della valutazione della Commissione europea sul livello degli ordinativi delle imprese di costruzione ad aprile e maggio rispetto alla media del primo trimestre. Complessivamente, tali andamenti segnalano un rafforzamento della domanda di nuovi edifici residenziali, che costituisce un segnale promettente per la dinamica futura degli investimenti nel settore.

Le esportazioni di beni dell'area dell'euro sono aumentate notevolmente nel primo trimestre del 2025, stimolate dall'anticipazione legata ai dazi statunitensi; tuttavia, persistono alcune sfide.

L'anticipazione in risposta agli imminenti dazi statunitensi ha stimolato i volumi delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro, che sono aumentati considerevolmente nel primo trimestre del 2025 (4,9 per cento su base trimestrale). Ciò va ricondotto soprattutto alle esportazioni di prodotti farmaceutici, principalmente dall'Irlanda e tramite la Svizzera, ma anche da Germania, Francia e Italia. Nei prossimi mesi si potrebbe verificare un ulteriore aumento delle anticipazioni, tuttavia l'incremento dei dazi, l'incertezza sulle politiche e l'apprezzamento dell'euro dovrebbero determinare, in prospettiva, condizioni sfavorevoli per i volumi di esportazioni. Dal lato delle importazioni, è probabile che l'apprezzamento dell'euro e il riorientamento degli scambi risultante dalle tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina frenino i prezzi, giacché nel primo trimestre oltre metà della moderata crescita delle importazioni di beni, pari all'1,3 per cento su base trimestrale, è stata trainata dalle crescenti importazioni dalla Cina.

Rispetto alle proiezioni di marzo 2025, la crescita del PIL in termini reali è rimasta invariata per il 2025 e il 2027, ma è stata rivista lievemente al ribasso per il 2026.

Secondo le proiezioni formulate a giugno 2025 degli esperti dell'Eurosistema, l'economia dovrebbe crescere dello 0,9 per cento nel 2025, dell'1,1 nel 2026 e dell'1,3 nel 2027. La proiezione di crescita invariata per il 2025 riflette un andamento più vigoroso rispetto alle attese del primo trimestre, associato a prospettive più deboli per il resto dell'anno. Benché ci si attenda che l'incertezza relativa alle politiche commerciali gravi sugli investimenti delle imprese e sulle esportazioni nel breve termine, l'incremento degli investimenti pubblici in difesa e infrastrutture sosterrà sempre più la crescita nel medio periodo. L'aumento dei redditi reali e un mercato del lavoro robusto consentiranno alle famiglie di spendere di più. Unitamente a condizioni di finanziamento più favorevoli, ciò dovrebbe accrescere la capacità di tenuta dell'economia agli shock mondiali.

3 Prezzi e costi

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro è attualmente prossima all'obiettivo, fissato dal Consiglio direttivo, del 2 per cento a medio termine. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in maggio 2025 tale inflazione è scesa all'1,9 per cento, dal 2,2 in aprile. Tale calo riflette unicamente una flessione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX), determinata da un calo pronunciato dell'inflazione dei servizi. L'inflazione dei beni alimentari è aumentata, mentre quella dei beni industriali energetici e non energetici è rimasta invariata. Le misure dell'inflazione di fondo, per la maggior parte, suggeriscono perlopiù che l'inflazione si stabilizzerà durevolmente sull'obiettivo della BCE del 2 per cento a medio termine. La dinamica salariale, seppur ancora elevata, continua a mostrare un'evidente moderazione e l'andamento dei profitti ne sta parzialmente assorbendo l'impatto sull'inflazione. Gran parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continua a collocarsi intorno al 2 per cento. La dinamica dell'inflazione ha continuato a evolvere sostanzialmente in linea con le proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione complessiva si collochi in media al 2,0 per cento nel 2025, all'1,6 nel 2026 e al 2,0 nel 2027. Le revisioni al ribasso dell'inflazione complessiva per il 2025 e il 2026, rispetto alle precedenti proiezioni, riflettono principalmente le ipotesi di prezzi dell'energia inferiori e di un rafforzamento dell'euro, nonché una minore inflazione di fondo nel 2026⁹. Considerando l'elevata incertezza, le proiezioni di giugno degli esperti hanno analizzato scenari alternativi per alcuni dei meccanismi attraverso i quali le diverse politiche commerciali potrebbero avere un impatto sull'inflazione. Una risoluzione delle tensioni commerciali con esito favorevole comporterebbe un lieve aumento dell'inflazione rispetto alle proiezioni dello scenario di base sopra richiamato, mentre un inasprimento della crisi indurrebbe un'inflazione inferiore ai livelli previsti in tale scenario¹⁰.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione complessiva nell'area dell'euro misurata dall'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa all'1,9 per cento in maggio, dal 2,2 in aprile (cfr. il grafico 8). Tale calo è stato determinato esclusivamente da una flessione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX), legata alla minore inflazione dei servizi. In maggio l'inflazione dei beni energetici è rimasta invariata al -3,6 per cento, riflettendo un forte effetto base al rialzo. La significativa diminuzione dei prezzi rispetto al mese precedente è stata infatti mascherata dal calo, altrettanto marcato, osservato nell'anno precedente. Per contro, nello stesso mese l'inflazione dei beni alimentari è salita al 3,3 per cento, dal 3,0 in aprile. Tale incremento è stato determinato da una maggiore crescita sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati, tale da più che compensare il calo dell'inflazione relativa ai

⁹ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, giugno 2025](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 5 giugno 2025.

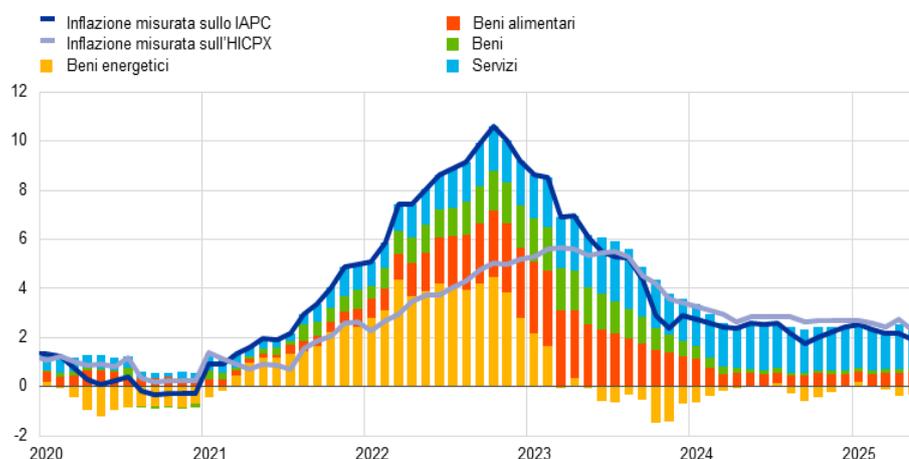
¹⁰ Per ulteriori dettagli sulle proiezioni in scenari alternativi di politica commerciale, cfr. il riquadro 2 "[Tariffe statunitensi e incertezza relativa alla politica commerciale](#)", *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2025*.

beni alimentari non trasformati. L'inflazione misurata sull'HICPX è scesa al 2,3 per cento a maggio, dal 2,7 di aprile. Ciò ha riflesso un calo dell'inflazione dei servizi al 3,2 per cento in maggio, rispetto al 4,0 in aprile, mentre l'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) è rimasta invariata a un tasso moderato, pari allo 0,6 per cento, per il quarto mese consecutivo. Il calo dell'inflazione dei servizi di maggio potrebbe rappresentare una correzione rispetto al picco dei prezzi relativi ai servizi di viaggio registrato in aprile e dovuto al periodo pasquale.

Grafico 8

Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

I dati disponibili relativi al mese di maggio indicano che le misure dell'inflazione di fondo connesse ai servizi legati ai viaggi si sono attenuate, dopo un aumento in aprile, mentre altri indicatori, disponibili solo fino ad aprile, hanno mostrato segnali contrastanti. Ad aprile 2025 i valori dell'indicatore dell'inflazione di fondo erano compresi tra il 2,2 e il 2,9 per cento¹¹. I dati disponibili relativi al mese di maggio mostrano che lo IAPC al netto dei beni energetici e lo IAPC al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati, che comprendono le voci relative ai servizi di viaggio, sono scesi rispettivamente al 2,5 e al 2,4 per cento, dal 2,8 e 2,7 per cento in aprile. Per contro, in aprile l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è rimasta invariata al 2,6 per cento. La componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI), che è tendenzialmente la misura dell'inflazione di fondo con la migliore capacità previsiva dell'inflazione complessiva futura, si è mantenuta al livello più basso di tale intervallo, al 2,2 per cento, mentre l'indicatore della mediana ponderata è aumentato al 2,9 per cento. L'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, si è mantenuto al 2,6 per cento. L'inflazione interna, che esclude

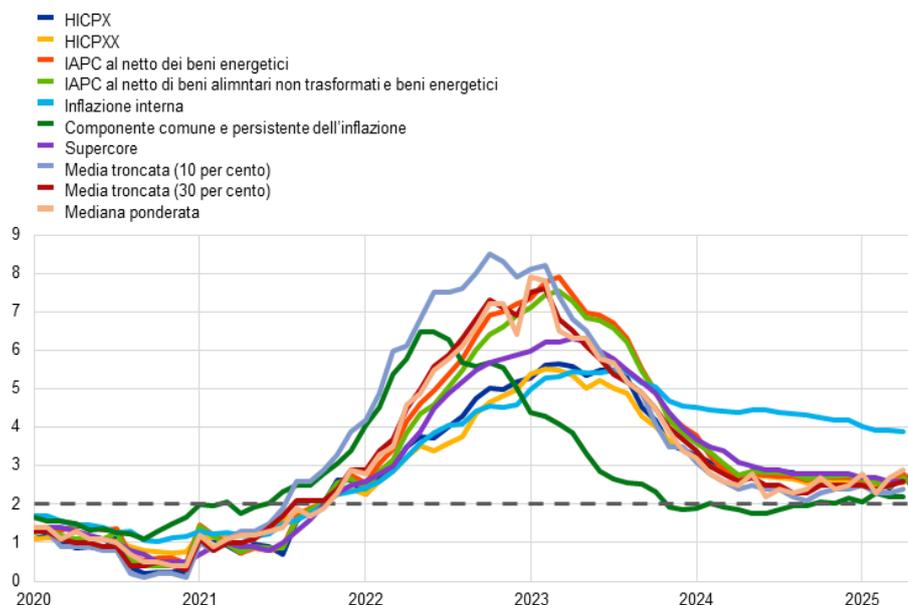
¹¹ Aprile 2025 è l'ultimo mese per il quale sono disponibili tutti gli indicatori.

alcune voci legate ai viaggi, ma include i servizi alberghieri, si è mantenuta al 3,9 per cento per il terzo mese consecutivo.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

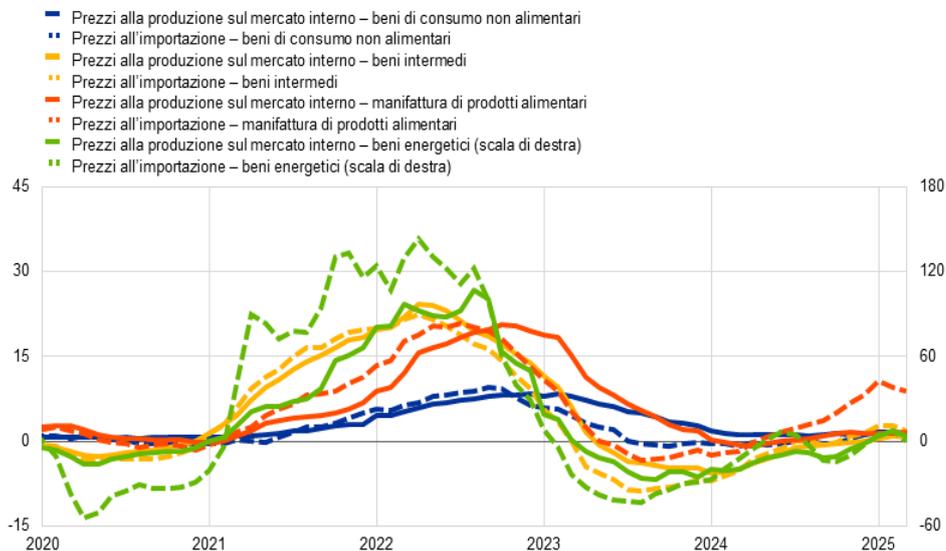
La maggior parte delle misure relative alle pressioni inflazionistiche sui beni è scesa a marzo, attestandosi su valori moderati (cfr. il grafico 10).

Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni energetici è scesa al 3,8 per cento a marzo, dal 7,6 di febbraio. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi venduti sul mercato interno è leggermente diminuito (0,8 per cento a marzo dallo 0,9 di febbraio). Nelle fasi successive della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non alimentari è scesa all'1,4 per cento a marzo, dall'1,5 del mese precedente. Di contro, i prezzi alla produzione per la manifattura di prodotti alimentari sono aumentati, passando dall'1,4 per cento all'1,6. L'inflazione all'importazione dei prodotti alimentari processati, pur rimanendo su un livello elevato, è scesa all'8,8 per cento a marzo dal 9,6 in febbraio. Per i beni intermedi il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione è sceso dal 2,7 per cento all'1,7. Il calo dei tassi di inflazione all'importazione rispecchia parzialmente il recente apprezzamento dell'euro.

Grafico 10

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



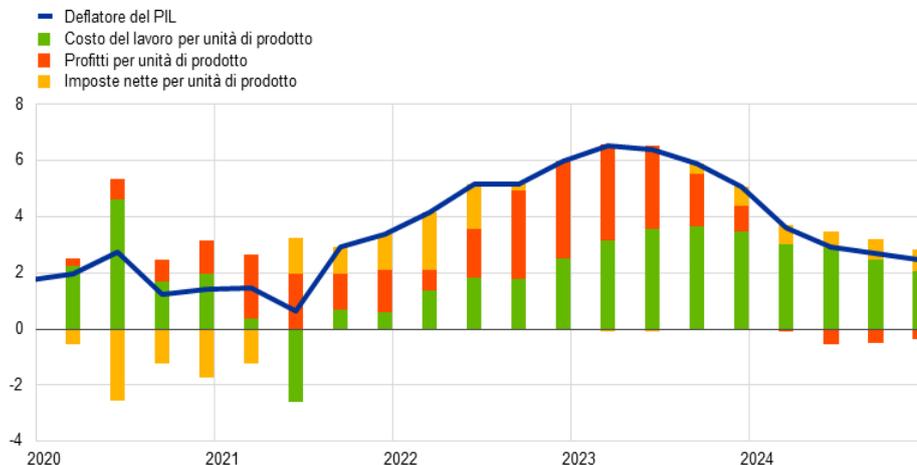
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2025.

Nel quarto trimestre del 2024 le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, hanno registrato il settimo trimestre consecutivo di attenuazione (cfr. il grafico 11). I dati più recenti di contabilità nazionale disponibili sulle pressioni derivanti dai costi interni nell'area dell'euro si riferiscono al quarto trimestre del 2024. Il tasso di variazione sui dodici mesi del deflatore del PIL è rallentato, scendendo nel quarto trimestre del 2024 al 2,5 per cento, dal 2,7 nel trimestre precedente. Ciò riflette un minore contributo del costo del lavoro per unità di prodotto e un contributo negativo dei profitti unitari, che hanno compensato il lieve aumento delle imposte nette per unità di prodotto. Gli indicatori disponibili sulla crescita salariale per il primo trimestre del 2025 confermano che la dinamica del costo del lavoro è rallentata ulteriormente. La stima preliminare dell'indice del costo del lavoro ha registrato un calo al 3,3 per cento nel primo trimestre del 2025, dal 4,1 nel quarto trimestre del 2024. Anche la crescita delle retribuzioni contrattuali è diminuita al 2,4 per cento nel primo trimestre del 2025, dal 4,1 nel trimestre precedente. In proiezione, l'indicatore prospettico delle retribuzioni che incorpora i dati sugli accordi salariali negoziati fino a maggio 2025 continua a segnalare un allentamento delle pressioni sulla crescita salariale per tutto il 2025.

Grafico 11

Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo del lavoro per dipendente apporta un contributo positivo alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto. Il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024.

Nel periodo successivo alla riunione del Consiglio direttivo di aprile si sono registrate limitate variazioni negli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine basati sul mercato e sulle indagini, mentre le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati sono scese a livelli inferiori al 2 per cento (cfr. il grafico 12). Sia nell'indagine presso i

previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il secondo trimestre del 2025, sia nell'edizione di giugno 2025 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), la media e la mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono mantenute al 2 per cento. Anche le aspettative a più breve termine basate sulle indagini per il 2025 si sono collocate intorno al 2 per cento, con lievi variazioni che rispecchiano i dati più recenti e le oscillazioni dei prezzi delle materie prime energetiche. Il tasso swap a termine a un anno indicizzato all'inflazione sull'orizzonte annuale, una misura della compensazione dell'inflazione a breve termine ricavata dai mercati, nel periodo in esame è diminuito di 0,2 punti percentuali, attestandosi a circa l'1,7 per cento, segnalando che l'incertezza legata agli scambi commerciali è considerata dagli operatori di mercato in larga misura disinflazionistica per l'area dell'euro. Per le scadenze nel medio e lungo periodo, in seguito agli annunci sui dazi statunitensi la compensazione dell'inflazione ha in larga parte riassorbito la forte revisione al rialzo dei prezzi che ha fatto seguito all'annuncio riguardante i conti pubblici da parte della Germania. Tale andamento ha mantenuto i tassi swap a termine a cinque anni indicizzati all'inflazione su un orizzonte quinquennale su livelli prossimi al 2 per cento. Le aspettative di inflazione a breve termine dei consumatori sono lievemente aumentate, mentre quelle a medio termine sono rimaste stabili. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE ad aprile 2025, le aspettative mediane per l'inflazione complessiva nei prossimi dodici mesi sono salite al 3,1 per cento in aprile, dal 2,9 in marzo. Tuttavia, le aspettative di inflazione su un orizzonte triennale si sono stabilizzate al 2,5 per cento. Allo stesso

tempo, anche il tasso mediano dell'inflazione percepita nei dodici mesi precedenti si è attestato al 3,1 per cento. L'aumento delle aspettative inflazionistiche a breve termine potrebbe riflettere un aumento dell'incertezza riguardo all'inflazione e un deterioramento del clima di fiducia dei partecipanti al sondaggio.

Grafico 12

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

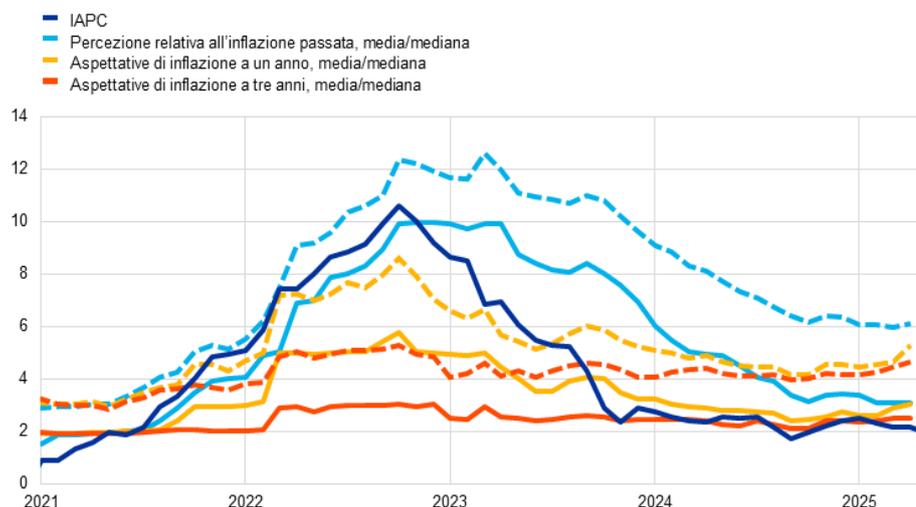
a) Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il pannello a) mostra i tassi swap a termine indicizzati all'inflazione su diversi orizzonti per l'area dell'euro. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 marzo 2025). Nel pannello b) le linee tratteggiate indicano il tasso medio e le linee continue quello mediano. Le ultime osservazioni si riferiscono al 4 giugno 2025 per i tassi a termine, a maggio 2025 (stima preliminare dell'Eurostat) per lo IAPC, e ad aprile 2025 per le altre misure.

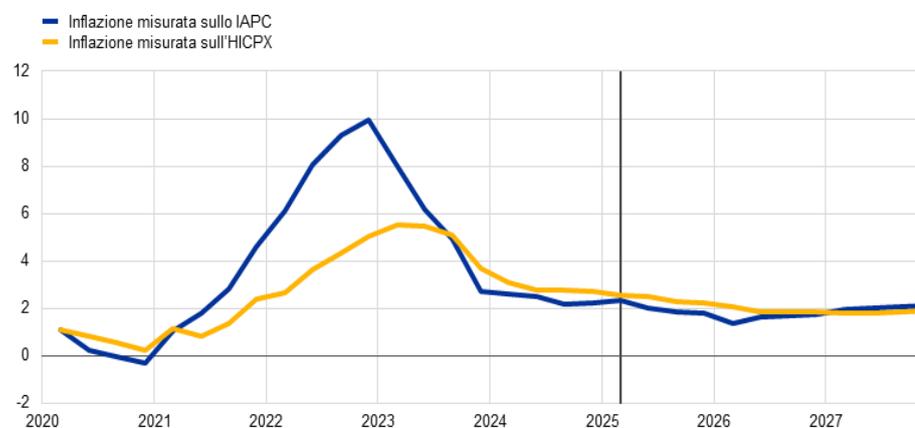
Le proiezioni formulate a giugno 2025 prevedono che l'inflazione complessiva si collochi in media al 2,0 per cento nel 2025 e all'1,6 nel 2026, per poi tornare al 2,0 nel 2027 (cfr. il grafico 13). L'inflazione complessiva dovrebbe scendere al di sotto del 2 per cento nel secondo trimestre del 2025 e raggiungere un minimo

dell'1,4 per cento circa agli inizi del 2026, riflettendo un calo di tutte le principali componenti: beni energetici, beni alimentari e inflazione di fondo (quest'ultima guidata principalmente dai servizi). Successivamente, si prevede un aumento dell'inflazione complessiva nel corso del 2027. Tale previsto rialzo riflette principalmente un temporaneo impatto al rialzo dell'inflazione dei beni energetici nel 2027, dovuto alle misure fiscali legate alla transizione ecologica connessa al clima, in particolare l'introduzione di un nuovo sistema di scambio di quote di emissione. Rispetto alle proiezioni di marzo 2025, le prospettive per l'inflazione complessiva sono state riviste al ribasso di 0,3 punti percentuali sia per il 2025 sia per il 2026, mentre sono rimaste sostanzialmente invariate per il 2027. La revisione al ribasso per il 2025 è interamente ascrivibile all'inflazione dei beni energetici, riflettendo l'impatto di dati più deboli rispetto alle attese e ipotesi di prezzi inferiori per petrolio, gas ed elettricità. L'inflazione misurata sull'HICPX è prevista in media al 2,4 per cento nel 2025 e all'1,9 per cento nel 2026 e nel 2027, in un contesto in cui continuano ad attenuarsi gli effetti dei passati forti shock sull'inflazione dei servizi. Rispetto alle proiezioni di marzo 2025, l'inflazione misurata sull'HICPX è stata rivista al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2025, ed è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2026.

Grafico 13

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2025*.

Note: la linea verticale grigia indica l'ultimo trimestre prima dell'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2025 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2027 (proiezioni). Le proiezioni di giugno 2025 sono state finalizzate il 21 maggio 2025 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 14 maggio 2025. Le serie storiche e i dati relativi alle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX sono registrati con frequenza trimestrale.

Nel periodo in esame, compreso fra il 6 marzo e il 4 giugno 2025, gli andamenti nei mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati sospinti prevalentemente dalla accresciuta incertezza relativa alle politiche commerciali. Il 2 aprile l'annuncio di dazi statunitensi di ampia portata ha comportato una drastica ridefinizione dei prezzi delle attività finanziarie, mentre l'alleggerimento che ha fatto seguito alla sospensione di tali dazi ha innescato una ripresa nei mercati delle attività rischiose. Tuttavia, i mercati finanziari hanno continuato a risentire dell'elevata incertezza sui dazi e delle prospettive economiche offuscate. Nel complesso, la curva a termine del tasso privo di rischio a breve termine in euro (€STR) si è spostata verso il basso, a fronte di mercati che alla fine del periodo in esame stavano incorporando nei prezzi riduzioni cumulate dei tassi di interesse nell'area dell'euro pari a circa 60 punti base entro la fine del 2025. Si è registrata anche una diminuzione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine, in un quadro di tensioni commerciali, con una contestuale compressione degli spread rispetto ai corrispondenti tassi sugli overnight index swap (OIS). I mercati azionari mondiali hanno evidenziato un pronunciato andamento a forma di V, mentre l'indice azionario dell'area dell'euro ha chiuso il periodo in esame su livelli sostanzialmente invariati, malgrado oscillazioni significative. I differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ampliati per gli emittenti sia di qualità elevata (investment grade) sia ad alto rendimento (high yield). Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato notevolmente nei confronti del dollaro statunitense (5,4 per cento) e su base ponderata per l'interscambio (2,5 per cento).

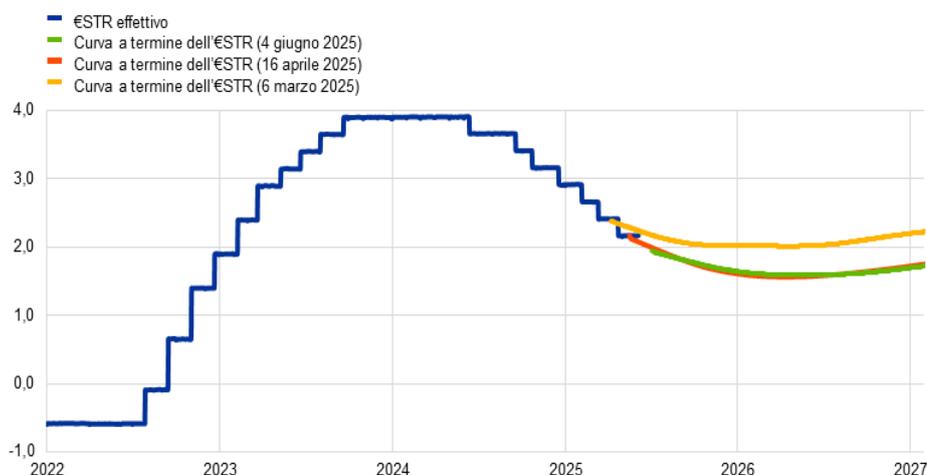
Nel periodo in esame i tassi privi di rischio dell'area dell'euro sono scesi significativamente, riflettendo le maggiori aspettative da parte degli operatori di mercato di riduzioni a breve termine del tasso sui depositi presso la banca centrale (cfr. il grafico 14). Al termine del periodo in esame il tasso di riferimento

€STR si è collocato al 2,17 per cento, in seguito alla decisione, ampiamente prevista, di ridurre di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, adottata dal Consiglio direttivo in occasione delle riunioni di marzo e aprile. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 117 miliardi di euro, scendendo a 2.710 miliardi. Ciò ha rispecchiato principalmente il calo dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria, in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito dei programmi di acquisto di attività. Dopo lo spostamento verso l'alto, a seguito degli annunci di un'espansione fiscale programmata in Germania e delle iniziative di rilancio delle spese militari (il piano "ReArm Europe") poco prima dell'inizio del periodo in esame, la curva a termine ha gradualmente invertito una porzione significativa di tale tendenza, sulla scia delle crescenti tensioni commerciali a livello mondiale. L'annuncio dei dazi statunitensi del 2 aprile 2025 e il successivo inasprimento delle tensioni commerciali su scala internazionale hanno determinato una pronunciata revisione al ribasso della curva a termine di €STR, che ha rispecchiato le aspettative di un ritmo più sostenuto nell'allentamento della politica monetaria nell'area dell'euro. Il flusso di notizie positive riguardo ai dazi, in primo luogo la loro sospensione di 90 giorni annunciata agli inizi di aprile e gli accordi tariffari tra Stati Uniti e Regno Unito, e tra Stati Uniti e Cina, hanno allentato le tensioni sui mercati finanziari. Successivamente, tuttavia, le ulteriori notizie più negative sul fronte degli interscambi hanno nuovamente gravato

sulle prospettive per i tassi di interesse. Al termine del periodo in esame i mercati stavano incorporando nei prezzi riduzioni cumulative dei tassi di interesse di circa 60 punti base entro la fine del 2025, approssimativamente 35 punti base in più rispetto a quanto incorporato all'inizio del periodo. Nel periodo in esame sono diminuiti anche i tassi a più lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro, seppur in misura minore rispetto ai tassi a più breve termine privi di rischio, poiché il tasso OIS nominale a dieci anni è sceso di 18 punti base, collocandosi al 2,4 per cento.

Grafico 14 Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

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

Anche i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti, nel contesto di tensioni commerciali, accompagnati da una compressione dei differenziali (cfr. il grafico 15).

Alla fine del periodo in esame il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha chiuso al 3 per cento, in calo di 36 punti base rispetto al livello registrato all'inizio del periodo, a fronte di differenziali relativi al tasso OIS ridotti di circa 19 punti base. Nel periodo in esame si sono registrate fluttuazioni discontinue, così come variazioni tra paesi legate alle dinamiche commerciali. Immediatamente dopo l'annuncio iniziale dei dazi statunitensi del 2 aprile 2025 e il conseguente aumento dell'incertezza, i prezzi dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno registrato aumenti, fra cui notevoli incrementi di prezzo per i titoli tedeschi. Allo stesso tempo i titoli del Tesoro statunitense (unitamente al dollaro statunitense) hanno subito pressioni di mercato alla luce di dubbi emergenti riguardo al loro status di "investimento rifugio" e all'impatto dei dazi sull'inflazione statunitense. Alcuni di questi effetti si sono invertiti in seguito all'annuncio di una sospensione di 90 giorni dei dazi e all'allentamento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, spingendo al rialzo i rendimenti dei titoli tedeschi e riducendo i differenziali dei paesi dell'area dell'euro a più alto rendimento. Nel periodo in esame il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni ha oscillato in misura significativa, collocandosi alla fine al 4,4 per cento circa, circa 13 punti base al di sopra del livello registrato all'inizio del periodo. Tale aumento è riconducibile a una combinazione di fattori, tra cui, più recentemente, una maggiore

attenzione ai crescenti livelli di debito del paese e la recente decisione di Moody's di ridurre il merito di credito.

Grafico 15

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 marzo 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 4 giugno 2025.

I mercati azionari mondiali hanno evidenziato un pronunciato andamento a forma di V, mentre l'indice azionario dell'area dell'euro ha chiuso il periodo in esame su livelli sostanzialmente invariati (cfr. il grafico 16). L'annuncio di misure di bilancio sul fronte della spesa pubblica in Germania all'inizio di marzo ha determinato un'impennata dei mercati azionari europei. Tuttavia, l'annuncio dei dazi statunitensi del 2 aprile ha innescato una brusca ondata di vendite nei mercati azionari mondiali, comportando picchi nella volatilità dei mercati. Le quotazioni azionarie in tutto il mondo hanno rapidamente recuperato le perdite subite negli Stati Uniti legate ai dazi, dopo l'annuncio della loro sospensione per 90 giorni, nonostante le perduranti incertezze commerciali. Verso la fine di maggio, i corsi azionari europei sono lievemente diminuiti in seguito all'annuncio da parte del governo degli Stati Uniti di voler imporre dazi del 50 per cento sulle importazioni europee, ma hanno rapidamente recuperato nel momento in cui tali dazi sono stati congelati fino al 9 luglio. Nel complesso del periodo in esame gli indici dei mercati azionari nell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre le quotazioni delle società non finanziarie (SNF) sono diminuite dell'1,4 per cento e quelle delle banche sono aumentate del 3,3. Per contro, gli indici dei mercati azionari statunitensi si sono complessivamente rafforzati, registrando un incremento di circa il 4,4 per cento, con guadagni del 4,9 per le banche e del 4,8 per le SNF. Ciononostante, l'incertezza che permea le politiche commerciali rimane una fonte significativa di rischi al ribasso per i mercati delle attività rischiose.

Grafico 16

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

(indice: 1° gennaio 2020 = 100)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 marzo 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 4 giugno 2025.

I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie si sono ampliati sia nel segmento di qualità elevata (investment grade), sia in quello ad alto rendimento (high-yield) (cfr. il grafico 17). I rischi al ribasso per le prospettive economiche hanno pesato sui mercati delle obbligazioni societarie, in particolare dopo gli annunci di dazi statunitensi all'inizio di aprile 2025. Nonostante alcune recenti contrazioni, i differenziali nei segmenti investment grade e ad alto rendimento hanno registrato aumenti pari rispettivamente a circa 13 e 34 punti base nel periodo in esame. Nel segmento ad alto rendimento i differenziali sulle obbligazioni delle SNF sono aumentati di 25 punti base, mentre quelli sulle obbligazioni emesse dalle società finanziarie si sono ampliati di circa 66 punti base.

Grafico 17

Differenziali delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 marzo 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 4 giugno 2025.

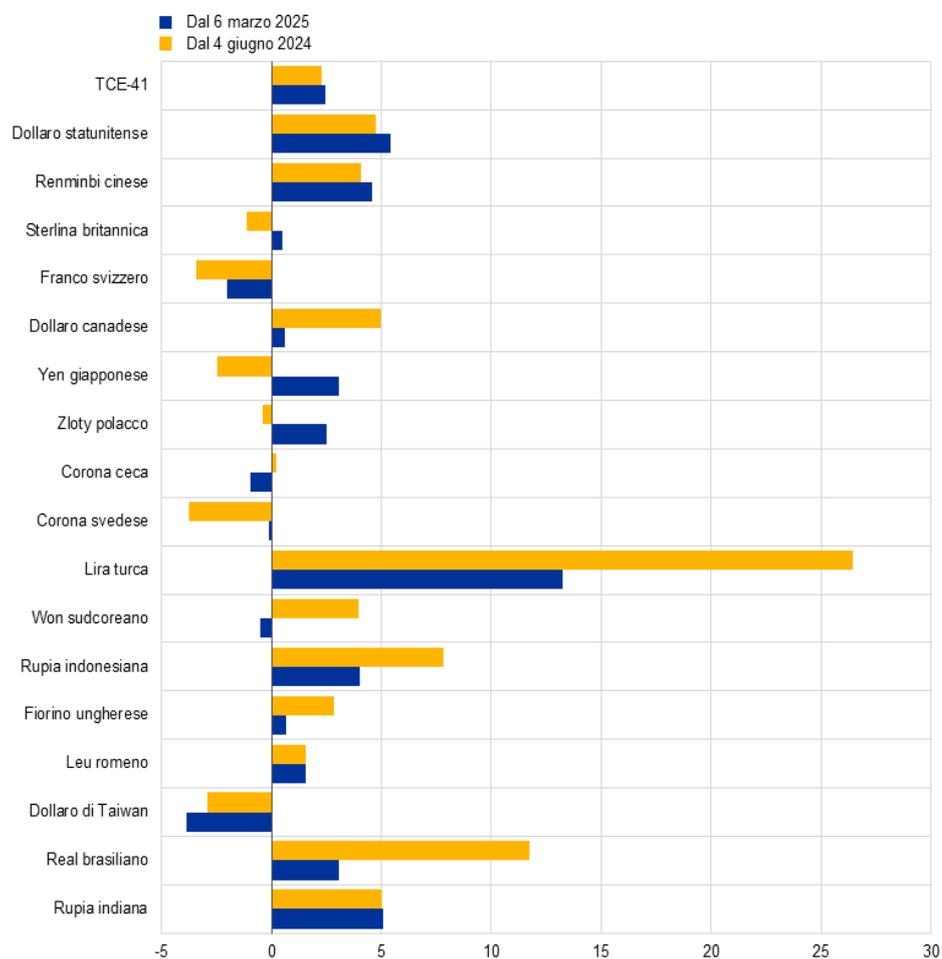
Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato notevolmente sia nei confronti del dollaro statunitense, sia su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 18).

Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è rafforzato del 2,5 per cento. Tale apprezzamento è stato generalizzato. Il forte apprezzamento del 5,4 per cento nei confronti del dollaro statunitense è stato determinato in larga misura da un mutamento delle aspettative di mercato sulle prospettive di crescita e di inflazione per gli Stati Uniti e sul potenziale impatto delle politiche dell'amministrazione americana sulla domanda di attività finanziarie statunitensi dopo gli annunci sui dazi di inizio aprile. Ciò potrebbe essere attribuito anche al clima di fiducia più positivo da parte degli investitori nei confronti dell'euro a seguito dell'annuncio di misure di bilancio relative alla spesa pubblica da parte della Germania e del rafforzamento delle capacità di difesa dell'UE deciso nel corso della riunione straordinaria del Consiglio europeo svoltasi agli inizi di marzo. L'euro si è rafforzato del 4,6 per cento anche nei confronti del renminbi cinese, che si era inizialmente indebolito a causa del previsto impatto negativo dei dazi statunitensi, ma ha in qualche misura recuperato dopo un allentamento parziale delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. L'euro si è apprezzato in misura significativa nei confronti delle valute delle economie emergenti, sulle quali hanno gravato anche i timori connessi ai dazi statunitensi e alla crescita mondiale. Per contro, si è deprezzato del 2,0 per cento nei confronti del franco svizzero, tradizionalmente una valuta rifugio, in un contesto di generale cautela nel clima di fiducia dei mercati.

Grafico 18

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 4 giugno 2025.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

Ad aprile i costi della provvista bancaria hanno continuato a diminuire, riflettendo il calo dei tassi di riferimento. I tassi di interesse medi sui nuovi prestiti alle imprese sono scesi al 3,8 per cento ad aprile, mentre quelli sui nuovi mutui ipotecari erogati alle famiglie si sono mantenuti al 3,3 per cento. La disparità fra i tassi sui prestiti concessi alle famiglie e quelli alle imprese riflette le differenze nei periodi di determinazione dei rispettivi tassi. Ad aprile la crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie ha continuato a segnare una graduale ripresa, pur rimanendo ben al di sotto delle medie storiche, di riflesso alle deboli prospettive macroeconomiche e all'elevata incertezza. Nel periodo in esame, compreso tra il 6 marzo e il 4 giugno 2025, il costo del finanziamento mediante capitale di rischio per le imprese è lievemente aumentato, per effetto del leggero incremento del premio per il rischio azionario, mentre il costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato è diminuito in misura marginale. Ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è aumentato, collocandosi al 3,9 per cento.

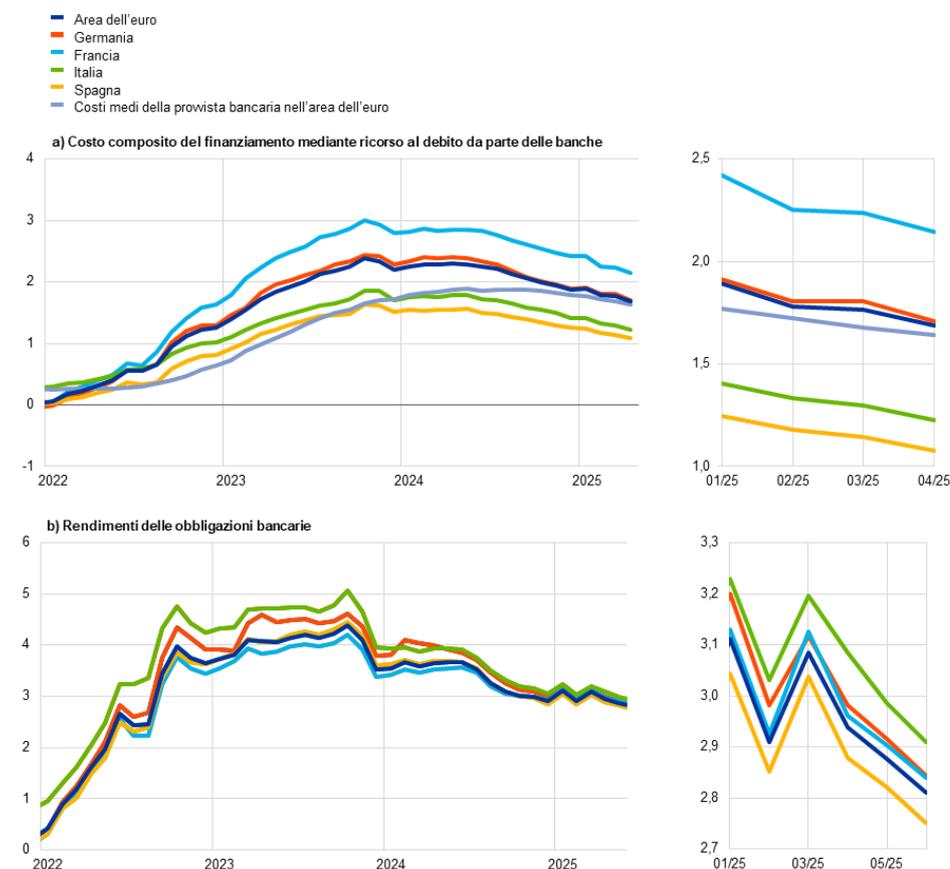
Ad aprile 2025 i costi della provvista bancaria hanno continuato a diminuire.

Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro, ovvero l'indice che misura i costi marginali della provvista bancaria, è ulteriormente diminuito ad aprile (cfr. il pannello a) del grafico 19), riflettendo le riduzioni dei tassi di riferimento operate dalla BCE, mentre nel corso del mese il calo complessivo dei costi medi della provvista bancaria è stato più contenuto. I tassi sui depositi e i tassi del mercato monetario interbancario hanno continuato a diminuire, con il tasso composito sui depositi pari all'1,0 per cento ad aprile, in calo rispetto al picco dell'1,4 registrato a maggio 2024. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono rimasti sostanzialmente stabili a marzo e ad aprile 2025 e sono diminuiti a maggio, nonostante l'accresciuta volatilità nei mercati finanziari all'inizio del mese, in parte connessa ai recenti annunci statunitensi sui dazi (cfr. il pannello b) del grafico 19). Come nei mesi precedenti, i tassi di interesse sui depositi a termine di imprese e famiglie sono diminuiti più bruscamente rispetto a quelli sui depositi a vista, riducendo il significativo divario fra i tassi di interesse sui depositi a termine e su quelli a vista sia per le imprese sia per le famiglie.

Grafico 19

Costi compositi della provvista bancaria in alcuni paesi dell'area dell'euro

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media dei costi delle nuove operazioni per depositi a vista, depositi rimborsabili con preavviso, depositi a termine, obbligazioni e prestiti interbancari, ponderati per i rispettivi importi in essere. I costi medi della provvista bancaria utilizzano le stesse ponderazioni, ma si basano sui tassi per i depositi in essere e per la provvista interbancaria, oltre che sul rendimento a scadenza stabilito al momento dell'emissione per le obbligazioni. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2025 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche (pannello a) e al 4 giugno 2025 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b).

I tassi sul credito bancario alle imprese hanno continuato a diminuire, mentre quelli sui mutui ipotecari alle famiglie sono rimasti sostanzialmente stabili, riflettendo differenze nei periodi di determinazione dei tassi sui prestiti.

Ad aprile 2025 i tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie (SNF) sono diminuiti di 14 punti base, collocandosi al 3,79 per cento, circa 1,5 punti percentuali al di sotto del picco di ottobre 2023 (cfr. il pannello a) del grafico 20). Il calo ha interessato in maniera generalizzata i maggiori paesi dell'area dell'euro ed è stato determinato dai prestiti a breve termine con scadenza fino a un anno. Per contro, i tassi sui prestiti con scadenze più lunghe sono rimasti sostanzialmente invariati, di riflesso ai più elevati tassi privi di rischio a più lungo termine. Ad aprile il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese è rimasto stabile a 46 punti base, leggermente al di sopra del minimo storico, con alcune differenze tra paesi. Per quanto riguarda le famiglie, i tassi sui prestiti di nuova erogazione per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti di 5 punti base, collocandosi al 3,27 per cento ad aprile, circa 80 punti base al di sotto del picco

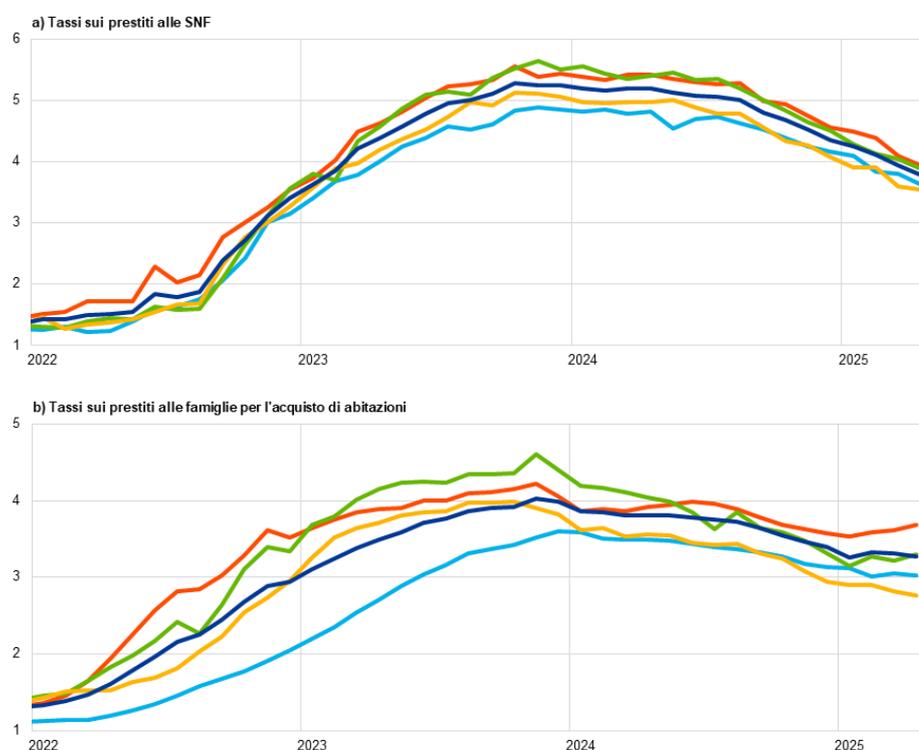
di novembre 2023, pur con alcune differenze tra paesi (cfr. il pannello b) del grafico 20). Ciò detto, i tassi sui mutui ipotecari relativi ai prestiti esclusivamente di nuova erogazione, ossia al netto delle rinegoziazioni, sono rimasti sostanzialmente invariati. La disparità fra i tassi sui prestiti concessi alle famiglie e quelli alle imprese riflette le differenze nei periodi di determinazione dei rispettivi tassi. I prestiti alle famiglie solitamente hanno periodi di determinazione più lunghi e pertanto sono meno sensibili alle oscillazioni dei tassi di mercato a breve termine.

Grafico 20

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

■ Area dell'euro
 ■ Germania
 ■ Francia
 ■ Italia
 ■ Spagna



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

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

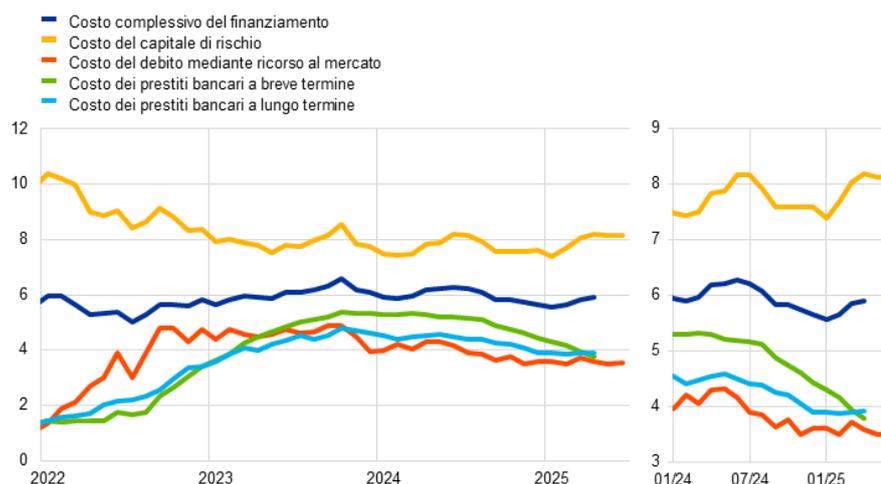
Nel periodo in esame, compreso tra il 6 marzo e il 4 giugno 2025, il costo del finanziamento mediante capitale di rischio per le imprese è lievemente aumentato, mentre il costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato è diminuito in misura marginale. Sulla base dei dati mensili disponibili fino ad aprile 2025, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, ad aprile è aumentato rispetto al mese precedente, collocandosi

al 5,9 per cento (cfr. il grafico 21)¹². Ciò è riconducibile a un aumento del costo del capitale di rischio dovuto a un premio per il rischio azionario lievemente più elevato. Tutte le altre componenti di costo sono diminuite o rimaste invariate. I dati giornalieri relativi al periodo in esame fino al 4 giugno 2025 mostrano che il costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato ha registrato un ulteriore lieve calo. Ciò è riconducibile a uno spostamento verso il basso della curva a termine del tasso OIS (overnight index swap) per tutte le scadenze, solo in parte compensato dall'ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni societarie, in particolare nel segmento ad alto rendimento. Nello stesso periodo il costo del finanziamento mediante capitale di rischio è lievemente aumentato per effetto di un leggero aumento del premio per il rischio azionario, nonostante il calo del tasso privo di rischio a lungo termine, approssimato dal tasso OIS a dieci anni.

Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata dei costi dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili), di quello del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 4 giugno 2025 per il costo del debito mediante ricorso al mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri), e ad aprile 2025 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

Ad aprile la crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie ha continuato ad aumentare gradualmente, di riflesso a una più debole dinamica di breve periodo.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è salito al 2,6 per cento ad aprile 2025, dal 2,4 di marzo, pur rimanendo ben al di sotto della sua media storica del 4,3 per cento da gennaio 1999 (cfr. il pannello a) del grafico 22). Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito societari è sceso al 2,1 per cento ad aprile, dal 3,0 di marzo, contribuendo a un lieve indebolimento della crescita del finanziamento complessivo delle imprese tramite ricorso al debito. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha continuato ad aumentare gradualmente, collocandosi all'1,9 per cento

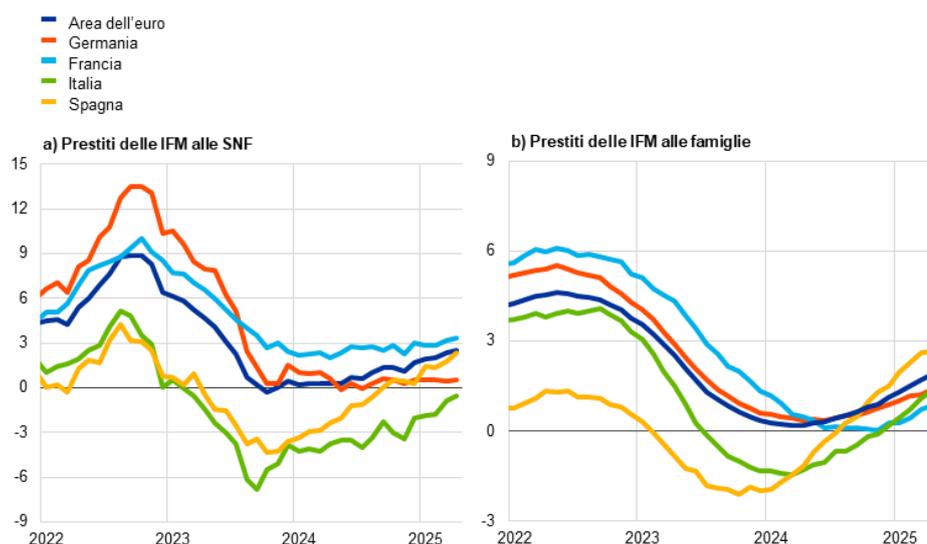
¹² A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino ad aprile 2025.

ad aprile, dall'1,7 di marzo. Tuttavia, tale tasso di crescita dei prestiti alle famiglie ha perso slancio, mantenendosi significativamente al di sotto della sua media storica del 4,1 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 22). I prestiti per l'acquisto di abitazioni si sono confermati la principale determinante di questa tendenza al rialzo, e anche il credito al consumo ha registrato un modesto incremento e un tasso di crescita sui dodici mesi pari al 4,3 per cento ad aprile, nonostante segnali di indebolimento della dinamica di breve periodo¹³. Per contro, altre tipologie di prestiti alle famiglie, inclusi quelli alle imprese individuali, sono rimaste deboli. Il clima di fiducia delle famiglie in merito all'accesso al credito è nettamente peggiorato ad aprile. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectation Survey, CES) condotta dalla BCE ad aprile, la percentuale di famiglie che hanno percepito un accesso al credito più restrittivo è aumentata, superando quella relativa alle famiglie che hanno percepito un accesso più facile e facendo registrare il più elevato incremento mensile mai osservato. In prospettiva, le famiglie si attendono un ulteriore inasprimento dell'accesso al credito nei prossimi dodici mesi.

Grafico 22

Prestiti delle IFM in alcuni paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie (SNF), il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2025.

Ad aprile 2025 la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) è aumentata, trainata dai depositi a vista e dagli afflussi dall'estero in un contesto di elevata incertezza (cfr. il grafico 23). La crescita sui dodici mesi di M3 è salita al 3,9 per cento ad aprile, dal 3,7 di marzo, sostenuta da un afflusso mensilmente moderatamente

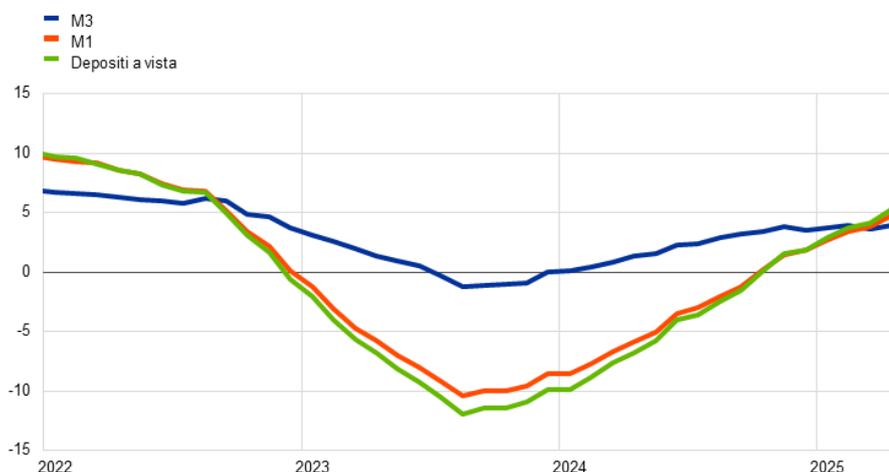
¹³ Le simulazioni basate sull'attuale distribuzione dei prestiti tra le famiglie indicano che, nonostante le recenti riduzioni dei tassi di interesse, una parte significativa del passato inasprimento monetario deve ancora manifestare i suoi effetti. Le stime suggeriscono che fino al 35 per cento dell'impatto totale sui consumi attraverso il canale dei flussi di cassa legato ai mutui ipotecari non si è ancora materializzato. Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo 1 *La trasmissione della politica monetaria: dai tassi sui mutui ipotecari ai consumi* in questo numero del Bollettino.

pronunciato nel corso del mese. Nello stesso periodo la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è aumentata significativamente, collocandosi al 4,7 per cento ad aprile, dal 3,9 di marzo. Per quanto riguarda le singole componenti, l'aumento di M3 ad aprile è stato determinato dagli afflussi verso i depositi a vista e, in misura minore, dai pronti contro termine detenuti da imprese e investitori istituzionali. Ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista detenuti da imprese e famiglie è salito al 5,3 per cento, dal 4,1 di marzo, riflettendo una forte preferenza degli investitori per la liquidità, in presenza di un contesto caratterizzato da volatilità e incertezza e a fronte di tassi di interesse sui depositi a risparmio più bassi. Ciò ha in parte compensato l'indebolimento dei depositi a termine, che spiega gli andamenti contrastanti di M1 e M3. Per quanto riguarda le varie contropartite, la ripresa della crescita di M3 è stata trainata dagli afflussi netti dall'estero. Tuttavia, il dato relativo ad aprile è stato sovrastimato a causa di fattori speciali, non collegati agli annunci statunitensi sui dazi, che avevano dato grande impulso ai depositi delle amministrazioni pubbliche, mentre gli afflussi sottostanti erano stati probabilmente più moderati. Ad aprile i prestiti bancari a imprese e famiglie hanno continuato a contribuire positivamente alla creazione di moneta. Sebbene l'attuale contrazione del bilancio dell'Eurosistema abbia continuato a fornire un contributo negativo alla crescita di M3, i consistenti acquisti netti di titoli di Stato da parte delle banche ne hanno compensato l'impatto.

Grafico 23

M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2025.

6 Andamenti della finanza pubblica

Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche, che nel 2024 è stato pari al 3,1 per cento del PIL, dovrebbe rimanere invariato nel 2025, per poi aumentare in misura significativa nel 2027, portandosi al 3,5 per cento del PIL. L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe risultare solo lievemente più restrittivo nel 2025, per poi evidenziare un sensibile allentamento nel 2026 e tornare a inasprirsi, in misura leggermente maggiore, nel 2027. L'allentamento previsto per il 2026 è principalmente dovuto agli investimenti e ai consumi pubblici, in parte connessi ai maggiori stanziamenti per difesa e infrastrutture, nonché alla minore imposizione diretta. L'inasprimento nel 2027 riflette principalmente l'ipotesi di una spesa pubblica più contenuta, legata alla fine delle sovvenzioni offerte nell'ambito del programma Next Generation EU (NGEU). Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro seguirebbe un andamento crescente, raggiungendo oltre il 90 per cento del PIL, in un contesto in cui i differenziali favorevoli tra tasso di interesse e tasso di crescita sono più che controbilanciati dai persistenti disavanzi primari e dai raccordi disavanzo-debito positivi. Attualmente undici paesi dell'area dell'euro hanno deciso di richiedere l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale prevista dal Patto di stabilità e crescita (PSC), al fine di agevolare le maggiori spese per la difesa.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe ridursi nell'orizzonte temporale considerato (cfr. il grafico 24)¹⁴. Nel recente passato l'indebitamento netto dell'area dell'euro è sceso dal 3,5 per cento del PIL nel 2023 al 3,1 nel 2024. Il calo è stato determinato dal venir meno della maggior parte delle restanti misure di sostegno legate all'energia e all'inflazione. In prospettiva, ci si attende che il disavanzo dell'area rimanga invariato nel 2025 e aumenti successivamente, portandosi al 3,4 per cento del PIL nel 2026 e al 3,5 nel 2027. Tale andamento riflette principalmente la prevista evoluzione dell'orientamento delle politiche di bilancio (misurato dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto delle sovvenzioni del Next Generation EU) e, nel 2027, la fine delle sovvenzioni offerte nell'ambito del programma Next Generation EU, che termina nel 2026¹⁵. La componente ciclica del saldo di bilancio, che riflette gli andamenti dell'output gap, dovrebbe essere sostanzialmente neutrale nell'orizzonte temporale di proiezione.

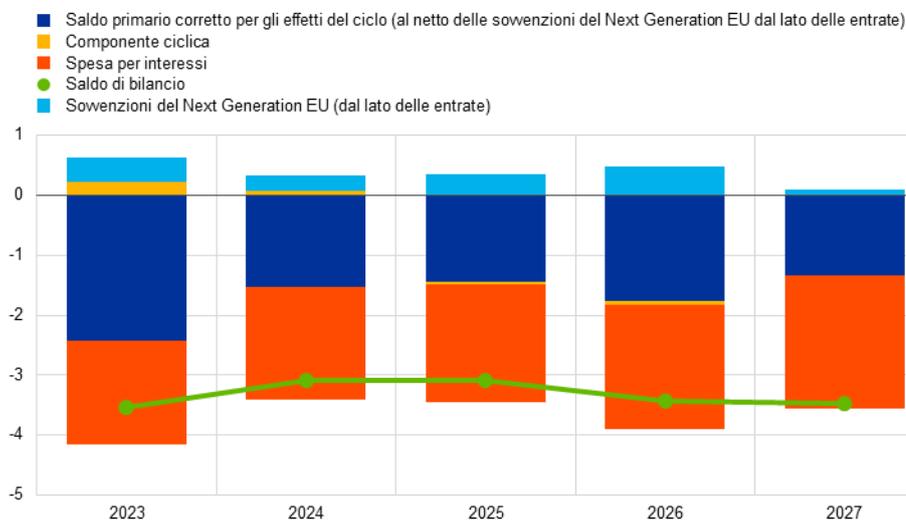
¹⁴ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2025](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 5 giugno 2025.

¹⁵ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito da queste all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non esercitano una contrazione della domanda, tale componente delle entrate è esclusa dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

Grafico 24

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



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

Nelle proiezioni di giugno 2025 il disavanzo di bilancio relativo al 2024 si è rivelato inferiore di 0,1 punti percentuali rispetto a quanto stimato nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate lo scorso marzo dagli esperti della BCE, ma è stato rivisto al rialzo nell'orizzonte temporale considerato. Tale andamento inatteso è stato principalmente

determinato da entrate per imposte dirette e contributi sociali a livello dell'area dell'euro superiori a quanto inizialmente previsto. Malgrado questa posizione iniziale lievemente migliore, il saldo di bilancio è stato rivisto al ribasso di 0,1 punti percentuali di PIL nel 2026 e di 0,2 nel 2027. Questo allentamento è riconducibile principalmente alle misure di bilancio adottate in Germania, approvate dall'accordo di coalizione e legate alla crescita degli stanziamenti per difesa e infrastrutture, in particolare nel periodo 2026-2027. Altri fattori che contribuiscono al peggioramento del saldo di bilancio includono il continuo sostegno fornito dalla Germania all'Ucraina e la riduzione delle imposizioni diretta e indiretta, nonché, in una certa misura, il previsto aumento degli stanziamenti per la difesa e del sostegno all'Ucraina in diversi altri paesi dell'area dell'euro.

Dopo essersi significativamente inasprito nel 2024, l'orientamento aggregato delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe risultare solo lievemente più restrittivo nel 2025, per poi evidenziare un sensibile allentamento nel 2026 e tornare a inasprirsi, in misura leggermente maggiore, nel 2027.

Il considerevole inasprimento delle politiche di bilancio nel 2024, pari a 0,9 punti percentuali, è stato principalmente determinato dalla revoca della maggior parte delle misure di sostegno connesse all'energia e all'inflazione e di altri provvedimenti di stimolo di bilancio attuati durante le crisi precedenti. Nel 2025 le misure discrezionali di bilancio si stanno traducendo in un orientamento delle politiche di bilancio ancora restrittivo, benché a un ritmo più moderato. Ciò riflette gli incrementi dei contributi previdenziali e delle imposte indirette, che sono tuttavia in larga parte

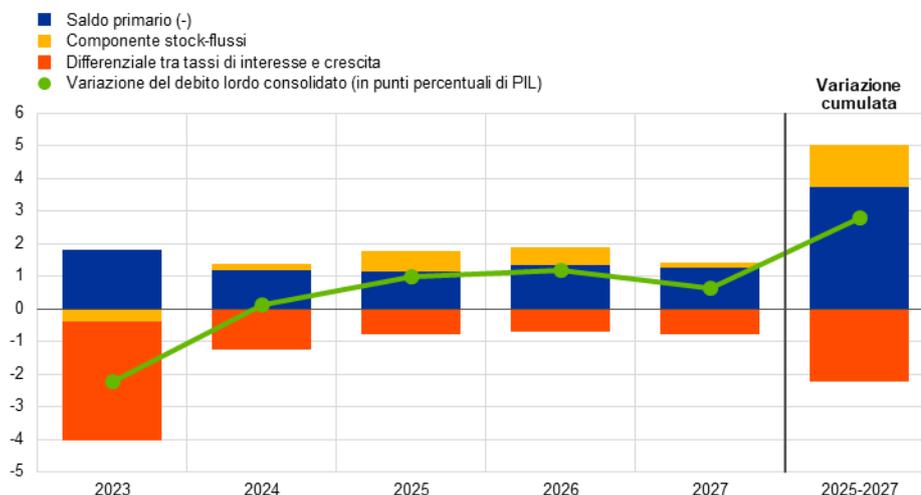
controbilanciati dalla continua crescita della spesa pubblica. Per il 2026 le proiezioni indicano un allentamento dell'orientamento di bilancio sulla base dei recenti annunci dei governi, principalmente per effetto della crescita degli investimenti e dei consumi delle amministrazioni pubbliche, in parte connessa ai maggiori stanziamenti per difesa e infrastrutture, nonché della minore imposizione diretta. Nel 2027 l'inasprimento della politica di bilancio riflette principalmente una minore spesa pubblica a seguito della scadenza delle sovvenzioni erogate nell'ambito del Next Generation EU.

Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro seguirebbe un andamento crescente lungo l'orizzonte temporale di proiezione, superando il 90 per cento del PIL nel 2027 (cfr. il grafico 25). Durante la pandemia di COVID-19 il rapporto tra debito pubblico e PIL è significativamente aumentato, fino a raggiungere circa il 97 per cento nel 2020, ma è poi diminuito a un ritmo graduale. A partire dal 2023, tuttavia, ha seguito una tendenza crescente, segnando l'87,5 per cento nel 2024: il più basso rapporto tra debito pubblico e PIL si è registrato in Estonia (23,6 per cento) e il più alto in Grecia (153,6 per cento). Nel 2027 dovrebbe aumentare ulteriormente, collocandosi al 90,3 per cento, per effetto dei disavanzi primari e, in alcuni paesi, degli ingenti raccordi disavanzo-debito.

Grafico 25

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

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



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

Attualmente undici paesi dell'area dell'euro hanno deciso di richiedere l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale prevista dal PSC al fine di finanziare la spesa per la difesa. L'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale rientra nel pacchetto del piano ReArm Europe/Preparati per il 2030, che consente agli Stati membri dell'UE di incrementare in modo rapido e significativo i propri stanziamenti in difesa fino a un massimo dell'1,5 per cento del PIL per un periodo di quattro anni. Non dovrebbe avere nessun altro impatto sui piani strutturali di bilancio di medio termine dei paesi per il periodo 2025-2028 e si basa sul

presupposto che sia salvaguardata la sostenibilità dei conti pubblici nel medio periodo¹⁶. La Commissione europea, nell'ambito del pacchetto di primavera del Semestre europeo 2025 pubblicato il 4 giugno, raccomanda al Consiglio di approvare le richieste di attivazione della clausola di salvaguardia avanzate da dieci paesi dell'area dell'euro (Belgio, Estonia, Grecia, Croazia, Lettonia, Lituania, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia)¹⁷. I governi dovrebbero assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche in linea con il quadro della governance economica dell'UE, nonché dare priorità alle riforme strutturali e agli investimenti strategici volti a favorire la crescita.

¹⁶ Cfr. l'articolo 1 *I piani strutturali di bilancio di medio termine nell'ambito del nuovo Patto di stabilità e crescita* nel numero 3/2025 di questo Bollettino.

¹⁷ Le *raccomandazioni sull'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale* sono disponibili sul sito Internet della Commissione europea. Sebbene il Consiglio dell'UE e la Commissione abbiano ricevuto una richiesta di attivazione della clausola di salvaguardia nazionale da parte della Germania, il paese non ha ancora presentato il proprio piano strutturale di bilancio di medio termine. Al momento della sua ricezione, pertanto, la Commissione esaminerà la richiesta unitamente alla valutazione del piano.

Riquadri

1 Le condizioni finanziarie degli Stati Uniti e il loro legame con l'attività economica: il ruolo delle valutazioni azionarie

a cura di Cajsja Klass e Ana-Simona Manu

Le condizioni finanziarie sono rilevanti per l'attività economica e per l'inflazione. Gli indici delle condizioni finanziarie (ICF) offrono una misura consolidata di quanto famiglie, imprese e governi possano accedere ai finanziamenti facilmente ed economicamente, il che a sua volta influenza le decisioni di spesa e di investimento nell'intera economia. Sono stati proposti diversi ICF da operatori del settore e accademici. Questi differiscono per specifiche e ambito di applicazione, ma in genere includono variabili finanziarie fondamentali come i tassi di interesse, le quotazioni azionarie, i differenziali sulle obbligazioni societarie e i tassi di cambio¹. Le banche centrali, ad esempio, esaminano gli ICF perché offrono indicazioni sul modo in cui le decisioni di politica monetaria influiscono sui mercati finanziari e, per estensione, sull'attività economica e sull'inflazione.

Le quotazioni azionarie, generalmente, rientrano tra le variabili degli ICF in quanto influenzano consumi e investimenti. I mercati azionari svolgono un ruolo significativo nel determinare le decisioni di famiglie e imprese. Ad esempio, la flessione dei corsi azionari può indebolire il consumo e l'indebitamento delle famiglie a causa del calo della ricchezza, potenzialmente esacerbato dal peggioramento del clima di fiducia. Valutazioni azionarie più basse possono inoltre avere un impatto diretto sulle pensioni dei lavoratori, incidendo sulla sicurezza pensionistica futura e sul comportamento di spesa. Per le società quotate, corsi azionari più bassi possono accrescere il costo del finanziamento tramite mercato azionario, rendendo più difficili investimenti ed espansioni. Le flessioni dei corsi azionari statunitensi dopo il picco di febbraio hanno pertanto inasprito gli ICF. Tuttavia, poiché tali flessioni sono state osservate a partire da livelli potenzialmente sopravvalutati, il presente riquadro esamina se l'impatto economico di tale inasprimento sia diverso rispetto ai periodi in cui i corsi azionari sono maggiormente in linea con i valori storici.

Dalla fine di febbraio 2025 le condizioni finanziarie degli Stati Uniti hanno iniziato a inasprirsi via via che le attività rischiose sono state vendute, con il venir meno delle aspettative di crescita statunitensi e l'incertezza riguardante i dazi. In linea con la procedura descritta in Arrigoni et al., nel corso di aprile si è osservato un significativo inasprimento dell'indice (cfr. il pannello a) del grafico A), approssimando l'ICF statunitense con una media ponderata dei tassi di interesse a

¹ Cfr. fra gli altri, Davis, E.P. et al., "The Estimation of Financial Conditions Indexes for the Major OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, 1335, OECD Publishing, 2016; Fondo monetario internazionale, *Global Financial Stability Report*, capitolo 3, aprile 2017; Goldman Sachs, "Financial conditions: A unified approach", *Research Note*, 2016; e Arrigoni, S. et al., "The simpler, the better: Measuring financial conditions for monetary policy and financial stability", *Working Paper Series*, n. 2451, BCE, 2021.

breve e a lungo termine, dei differenziali di credito sulle obbligazioni societarie, del rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo (cyclically adjusted price-to-earnings ratio, CAPE) relativo all'indice S&P 500 e del tasso di cambio effettivo nominale degli Stati Uniti². L'ottimismo degli operatori di mercato sulle prospettive di crescita degli Stati Uniti ha iniziato a venire meno a seguito della pubblicazione di una serie di dati sfavorevoli, tra cui il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori. Il 2 aprile l'annuncio da parte dell'amministrazione statunitense di dazi reciproci su vasta scala ha provocato una brusca ondata di vendite nei mercati azionari e obbligazionari statunitensi, con conseguente aumento della volatilità nei mercati finanziari e ampliamento dei differenziali creditizi. Tali eventi, uniti al crescente timore di recessione negli Stati Uniti e alle misure ritorsive annunciate dalla Cina, hanno determinato un calo del 12 per cento dell'indice S&P 500 nell'arco di pochi giorni. I corsi azionari sono tornati a salire dopo la sospensione dei dazi reciproci del 9 aprile e in seguito all'accordo commerciale fra Cina e Stati Uniti del 12 maggio. Nonostante ciò, al 30 maggio, l'indice S&P 500 si attestava a un valore del 3,8 per cento inferiore al massimo storico raggiunto a febbraio. Di conseguenza, l'ICF si è inasprito ai livelli osservati per l'ultima volta all'inizio del 2023, per poi tornare sui livelli registrati prima del 2 aprile³. Un modello autoregressivo vettoriale bayesiano (BVAR) giornaliero, che identifica il fattore determinante all'origine dell'inasprimento dell'ICF statunitense, conferma che questo è in gran parte dovuto a shock avversi per le prospettive macroeconomiche interne degli Stati Uniti (cfr. il pannello b) del grafico A)⁴.

I corsi azionari statunitensi rimangono su livelli che avevano generato timori di sopravvalutazione.

Le misure di valutazione dei titoli azionari statunitensi rimangono complessivamente elevate rispetto ai consueti valori di riferimento. Il rapporto CAPE per l'indice S&P 500 si colloca attualmente intorno a 34, al di sopra del 75° percentile della distribuzione storica. Ciò suggerisce che il mercato azionario sia ancora più costoso di quanto indicato dai valori storici (cfr. il pannello a) del grafico B), sebbene sia lievemente diminuito rispetto al suo massimo storico di 36. In questi periodi di valutazioni eccessive, il contributo delle variazioni dei corsi azionari all'andamento complessivo dell'ICF statunitense tende a essere ampio, rispecchiando il peso delle azioni in tale specifico indice nonché i notevoli rendimenti dei corsi azionari quando le quotazioni rientrano nell'intervallo di sopravvalutazione (cfr. il pannello b) del grafico B). Ad esempio, quando il CAPE è superiore al 75° percentile, la componente relativa ai corsi azionari rappresenta circa il 40 per cento della variazione dell'ICF, con un contributo più che raddoppiato rispetto a quando esso si colloca al di sotto del 75° percentile.

² Sia la scelta delle variabili sia i pesi sono così come in Arrigoni, S. et al., op. cit., che hanno fondato la loro scelta sugli ICF sviluppati da Goldman Sachs, in cui i pesi si basano sugli effetti delle variabili finanziarie sulla crescita del PIL in termini reali su un orizzonte temporale di un anno. Una differenza consiste nel fatto che l'ICF in questa analisi utilizza il rapporto CAPE dell'indice S&P 500 anziché il tradizionale rapporto prezzo/utili utilizzato nell'analisi originaria, ma il peso dell'indice azionario nell'ICF è lo stesso (25 per cento). Un peso elevato attribuito alle quotazioni azionarie in questo specifico ICF potrebbe influire sui risultati.

³ È importante notare che tale indice comprende solo una serie limitata di variabili e che altri indici potrebbero applicare pesi diversi ai titoli azionari, il che potrebbe comportare interpretazioni leggermente diverse.

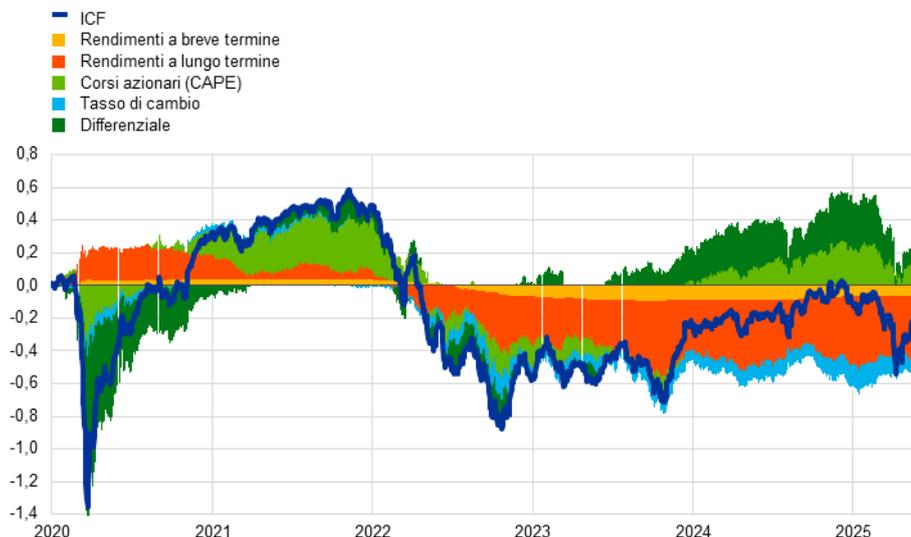
⁴ Il modello BVAR è basato su Chițu, L., Grothe, M., Schulze, T. e Van Robays, I., "Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel", *Working Paper Series*, n. 2860, BCE, 2023.

Grafico A

Componenti dell'indice delle condizioni finanziarie (ICF) statunitense

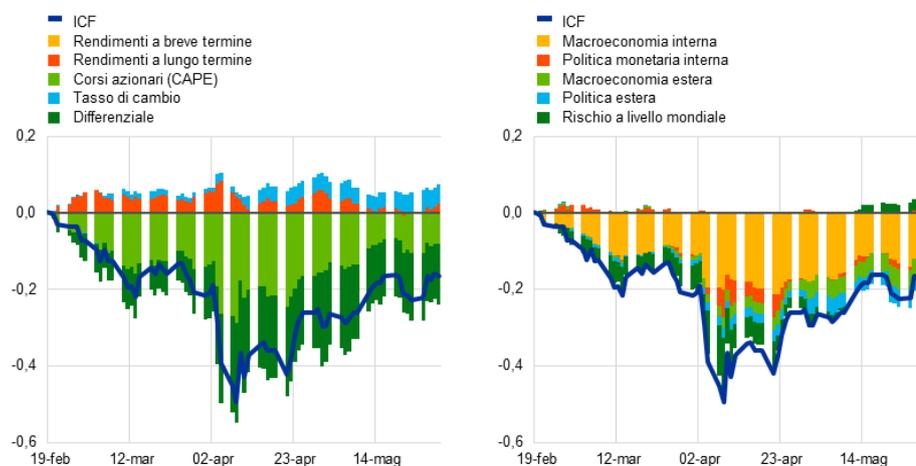
a) Componenti dell'ICF statunitense

(indice standardizzato, variazioni cumulate a partire dal 2 gennaio 2020)



b) Componenti dell'ICF statunitense e determinanti strutturali dopo il picco di febbraio dell'indice S&P 500

(indice standardizzato, variazioni cumulate a partire dal 19 febbraio 2025)

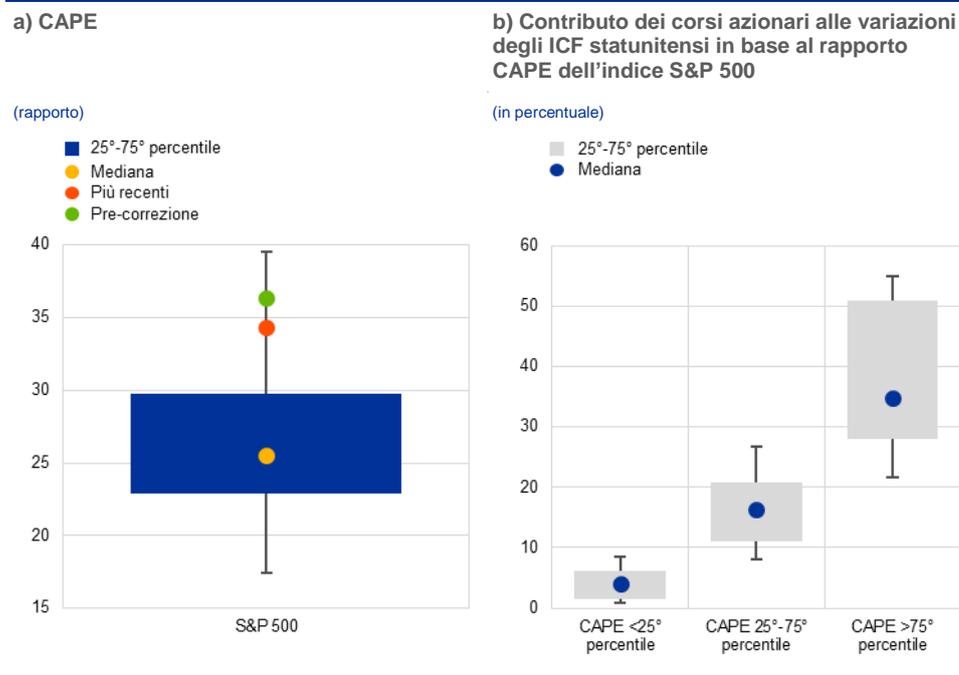


Fonti: LSEG ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'ICF è calcolato come media ponderata di cinque variabili finanziarie, ovvero i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni, i tassi di interesse a breve termine, il rapporto prezzo/utigli corretto per il ciclo (CAPE), il tasso di cambio effettivo nominale e i differenziali sulle obbligazioni societarie. I grafici mostrano le variazioni a partire da gennaio 2020 (pannello a) e dal 19 febbraio 2025 (pannello b) e l'ultima osservazione si riferisce al 22 aprile 2025 (dati giornalieri). La scomposizione strutturale è ricavata da un modello BVAR strutturale giornaliero per gli Stati Uniti che utilizza tassi di interesse a breve termine, rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni, tasso di cambio effettivo nominale del dollaro statunitense, rapporto CAPE e differenziali sulle obbligazioni societarie. In base a una versione ampliata dello strumentario BEAR, si utilizza una combinazione di restrizioni di segno, grandezza relativa e narrative, cfr. Dieppe, A., van Roye, B. e Legrand, R., "BEAR toolbox", *Working Paper Series*, n. 1934, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2016.

Grafico B

Contributo dei corsi azionari all'ICF statunitense in base ai livelli delle valutazioni azionarie



Fonti: LSEG ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: pannello a): il campione copre il periodo a partire dall'inizio del 1995. "Pre-correzione" si riferisce al picco storico dell'indice S&P 500 in data 19 febbraio 2025. L'ultima osservazione si riferisce al 6 maggio 2025 (dati giornalieri). Pannello b): quota di variazioni delle variabili azionarie rispetto a variazioni complessive in termini assoluti dell'ICF dal 1995.

L'analisi empirica suggerisce che l'influenza delle condizioni finanziarie sull'attività economica si indebolisce quando i mercati azionari sono molto apprezzati. Per valutare se l'impatto delle condizioni finanziarie è subordinato allo

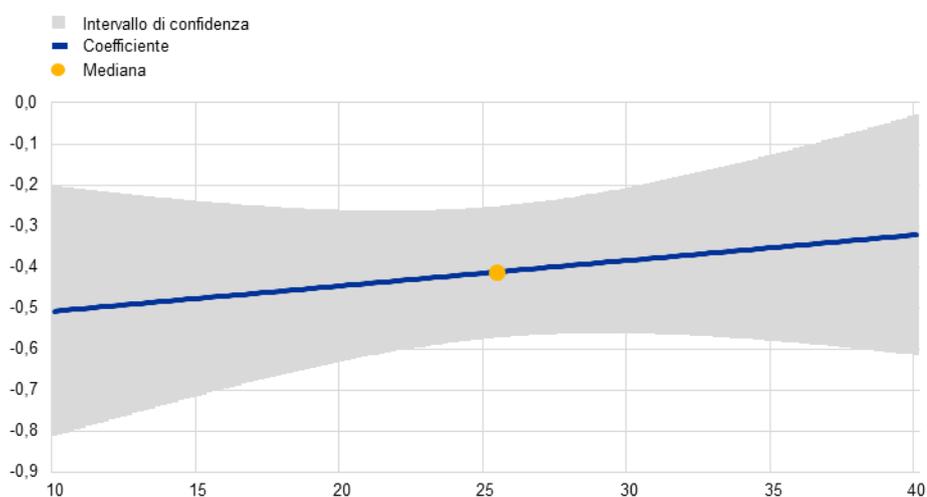
stato del mercato azionario statunitense, viene applicata una procedura in due fasi. In primo luogo, ci si concentra sulla parte della misura dell'ICF statunitense determinata dagli shock macroeconomici interni, così come sono stimati dal modello BVAR. Ciò è dovuto al fatto che tali shock colgono le variazioni nella percezione, da parte degli operatori di mercato, delle prospettive macroeconomiche degli Stati Uniti, che sono state una determinante importante alla base del recente inasprimento dell'ICF statunitense (cfr. il pannello b) del grafico A). Concentrarsi su questo aspetto aiuta inoltre a depurare l'ICF da variazioni che possono avere legami meno diretti con la crescita economica degli Stati Uniti, come gli spostamenti della propensione al rischio a livello mondiale. In secondo luogo, per determinare se l'effetto economico dipende dallo stato del mercato azionario, si stima l'impatto delle variazioni indotte dal contesto macroeconomico dell'ICF statunitense sull'attività economica futura degli Stati Uniti, utilizzando metodi di proiezione locale che consentono effetti di interazione non lineari basati sul rapporto CAPE dell'indice S&P 500. I risultati suggeriscono che l'effetto avverso di un inasprimento dell'ICF sull'attività statunitense è considerevolmente più debole quando i mercati azionari si collocano al di sopra del 75° percentile, sebbene vi sia una notevole incertezza riguardo a tali stime (cfr. il grafico C). Sebbene l'analisi non approfondisca le ragioni specifiche alla base dell'effetto segnale più debole osservato nei periodi di

valutazioni azionarie elevate, diversi fattori potrebbero essere coinvolti⁵. In tali periodi, le variazioni dei corsi azionari tendono a ripercuotersi in modo sproporzionato sulle famiglie ad alto reddito, che investono maggiormente in azioni e hanno, generalmente, una minore propensione marginale al consumo. Inoltre, se gli andamenti aggregati delle quotazioni azionarie sono dominati da un numero limitato di imprese non rappresentative di un'economia più ampia, come le "magnifiche sette" (le sette maggiori società tecnologiche statunitensi), l'effetto segnaletico potrebbe indebolirsi ulteriormente.

Grafico C

Impatto dell'inasprimento indotto dal contesto macroeconomico dell'ICF sul PIL statunitense dopo un anno in base al livello della valutazione azionaria

(asse delle ascisse: rapporto CAPE, asse delle ordinate: in percentuale)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la risposta del PIL statunitense a uno shock pari a una deviazione standard dell'ICF determinato da shock macroeconomici interni sulla crescita del PIL, stimati sulla base di proiezioni locali. La variazione dell'ICF statunitense determinata da shock macroeconomici viene fatta interagire con il rapporto CAPE, ritardato di un mese. L'impatto è mostrato dopo 12 mesi. Il campione si basa su dati mensili dal 1995 a febbraio 2025.

In conclusione, una variazione delle condizioni finanziarie non dovrebbe essere valutata in modo meccanico, in particolare perché i prezzi sovrastimati delle azioni possono distorcere le condizioni finanziarie e potenzialmente indebolire il loro segnale di crescita economica. Se da un lato è importante l'indicazione generale fornita da un ICF, i responsabili delle politiche e gli analisti dovrebbero prestare attenzione al ruolo delle singole componenti e al più ampio contesto economico, soprattutto in periodi di sopravvalutazione.

⁵ Per le avvertenze sull'uso degli ICF, cfr. anche Bullard, J.B., "What Do Financial Conditions Indexes Tell Us?", *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank di St. Louis, marzo 2023.

Le politiche commerciali degli Stati Uniti e le attività delle imprese multinazionali statunitensi nell'area dell'euro

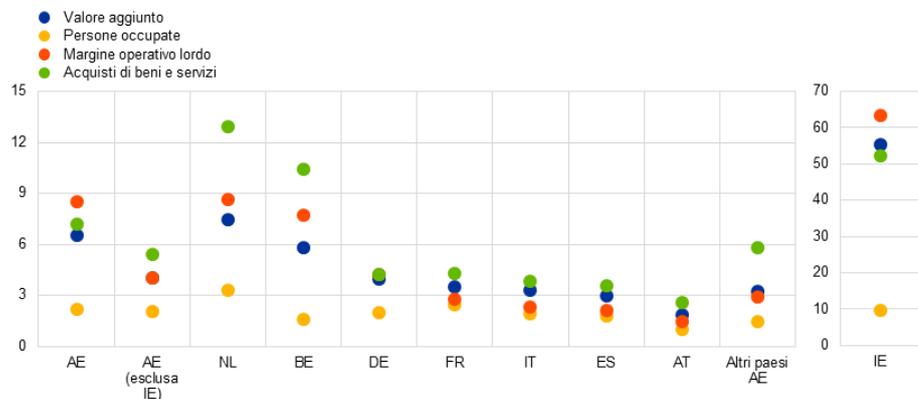
a cura di Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris, Martin Schmitz e Tobias Schuler

Le società affiliate di imprese multinazionali con sede principale negli Stati Uniti contribuiscono in misura sostanziale all'attività economica dell'area dell'euro, pertanto le attuali tensioni commerciali hanno implicazioni potenzialmente rilevanti per le loro operazioni. Le imprese multinazionali statunitensi servono il mercato dell'area dell'euro esportando beni e servizi direttamente ai clienti dell'area o tramite affiliate ivi situate¹. Tali società potrebbero effettuare scambi con gli Stati Uniti e i mercati terzi, di conseguenza le persistenti tensioni commerciali potrebbero ripercuotersi sulle multinazionali statunitensi nell'area dell'euro attraverso l'aumento dei dazi e le turbative negli scambi infragruppo, nonché tramite eventuali conseguenti modifiche alle strategie di pianificazione fiscale. Le affiliate di multinazionali statunitensi nell'area dell'euro rappresentano oltre il 5 per cento del valore aggiunto, del margine operativo lordo e degli acquisti di beni e servizi dell'area, nonché il 2 per cento delle persone occupate, con quote sostanzialmente più elevate in Irlanda (cfr. il grafico A)².

Grafico A

Attività delle imprese multinazionali statunitensi nell'area dell'euro

(quota delle affiliate controllate dagli Stati Uniti sul totale di un paese; 2022)



Fonti: statistiche dell'Eurostat sulle affiliate estere (foreign affiliates statistics, FATS) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la voce "AE" indica l'area dell'euro. La voce "Altri paesi AE" comprende tutti i paesi dell'area dell'euro con valore aggiunto lordo totale dell'area inferiore al 2 per cento. I dati per Cipro e Portogallo non sono inclusi poiché non sono disponibili per tutte le variabili riportate.

L'andamento del conto corrente bilaterale dell'area dell'euro nei confronti degli Stati Uniti riflette anche l'attività delle affiliate di multinazionali

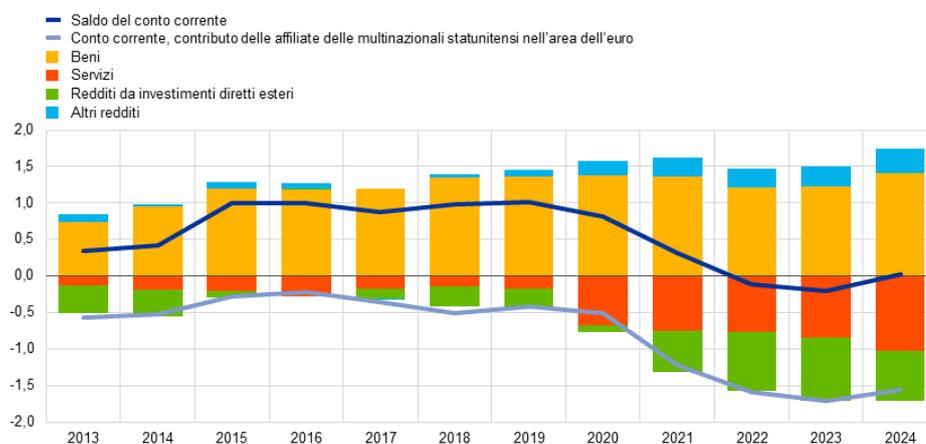
- Una impresa multinazionale è costituita da un'entità capogruppo e dalle sue affiliate estere, ovvero imprese situate in un paese ma controllate e/o di proprietà di multinazionali che hanno sede in un altro paese.
- Per ulteriori informazioni sull'impatto delle multinazionali statunitensi in Irlanda, cfr. Irish Economic Analysis Division, "Goeconomic risks to the outlook: The possible impact of escalating trade tensions, alternative tariff and tax regimes on the Irish economy", *Quarterly Bulletin*, n. 4, Central Bank of Ireland, dicembre 2024.

statunitensi nell'area. Il conto corrente dell'area dell'euro nei confronti degli Stati Uniti è stato pressoché in equilibrio nel 2024: il crescente avanzo registrato dall'interscambio di beni è stato quasi interamente compensato dai disavanzi di quello dei servizi e dei redditi da investimenti diretti esteri, con un contributo significativo delle multinazionali statunitensi a tali componenti (cfr. il grafico B). Le stime della BCE suggeriscono che nel 2024 quasi il 30 per cento dell'avanzo relativo ai beni dell'area dell'euro nei confronti degli Stati Uniti ha riguardato gli scambi delle affiliate delle multinazionali statunitensi situate nell'area; alle stesse è da attribuire, invece, circa il 90 per cento del disavanzo dell'area dell'euro relativo all'interscambio di servizi.

Grafico B

Saldo del conto corrente dell'area dell'euro nei confronti degli Stati Uniti

(flussi annuali in percentuale del PIL)



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

Nota: i contributi delle affiliate di multinazionali statunitensi nell'area dell'euro sono stimati combinando i dati sugli scambi bilaterali di beni e servizi e i flussi di redditi da investimenti diretti esteri provenienti dalle statistiche di bilancia dei pagamenti della BCE con informazioni sugli scambi per tipologia di proprietà (a controllo nazionale ed estero) provenienti dalle serie di dati dell'Eurostat sugli scambi di beni e servizi in base alle caratteristiche delle imprese (TEC/STEC) e informazioni sulla quota di fatturato e di acquisti di beni e servizi delle affiliate controllate dagli Stati Uniti provenienti dalle statistiche FATS dell'Eurostat.

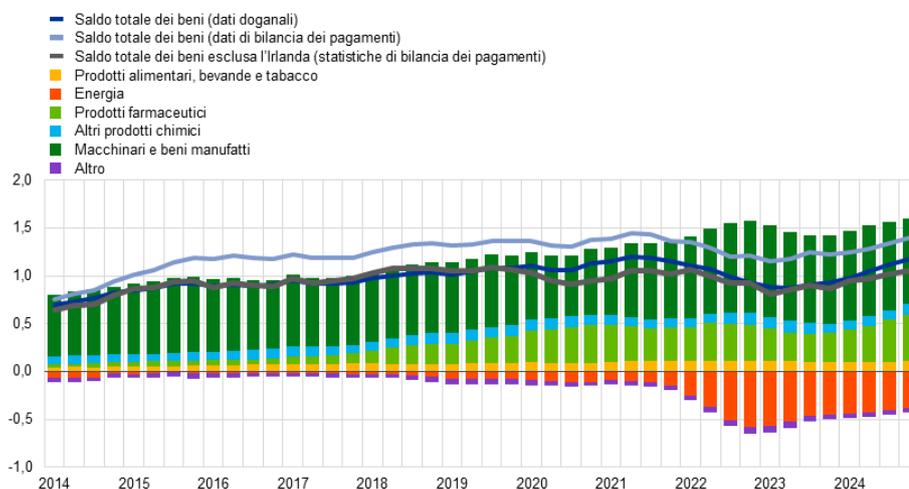
Le imprese multinazionali statunitensi influenzano il commercio di beni dell'area dell'euro con gli Stati Uniti attraverso scambi infragruppo, esportazioni di prodotti farmaceutici e produzione a contratto significativi.

Il maggiore avanzo dell'interscambio di beni nei confronti degli Stati Uniti è dovuto principalmente a un marcato aumento delle esportazioni di prodotti farmaceutici (cfr. il grafico C), riconducibili perlopiù ai flussi commerciali delle affiliate irlandesi di multinazionali statunitensi. Inoltre, le multinazionali statunitensi residenti nell'area dell'euro si impegnano in accordi di produzione a contratto, affidando a imprese esterne all'area la produzione di beni venduti in paesi terzi (inclusi gli Stati Uniti), senza mai entrare nell'area dell'euro. Tali esportazioni vengono ricodificate nelle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti, determinando un aumento dell'avanzo dei beni.

Grafico C

Saldo dell'interscambio di beni dell'area dell'euro nei confronti degli Stati Uniti

(somme mobili di quattro trimestri in percentuale del PIL)



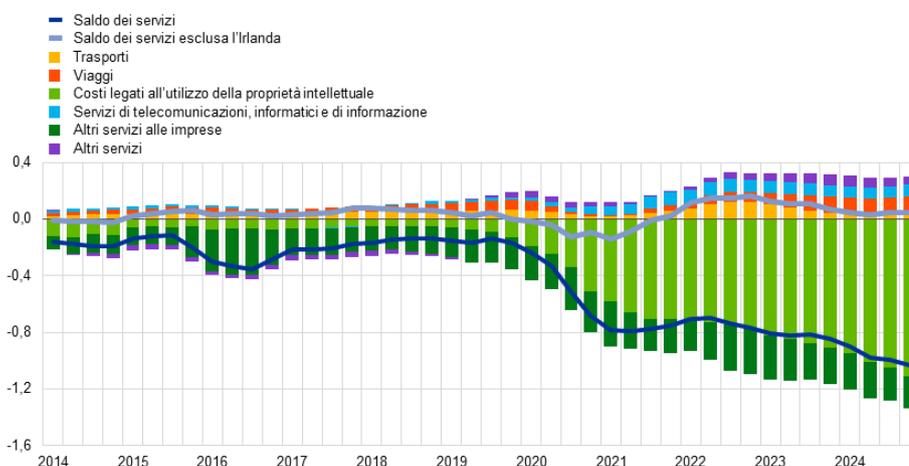
Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024. La scomposizione del saldo dell'interscambio di beni per categoria di prodotto segue la Classificazione tipo per il commercio internazionale (Standard International Trade Classification), terza revisione, delle statistiche sul commercio di beni.

Grafico D

Saldo dell'interscambio di servizi dell'area dell'euro nei confronti degli Stati Uniti

(somme mobili di quattro trimestri in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024.

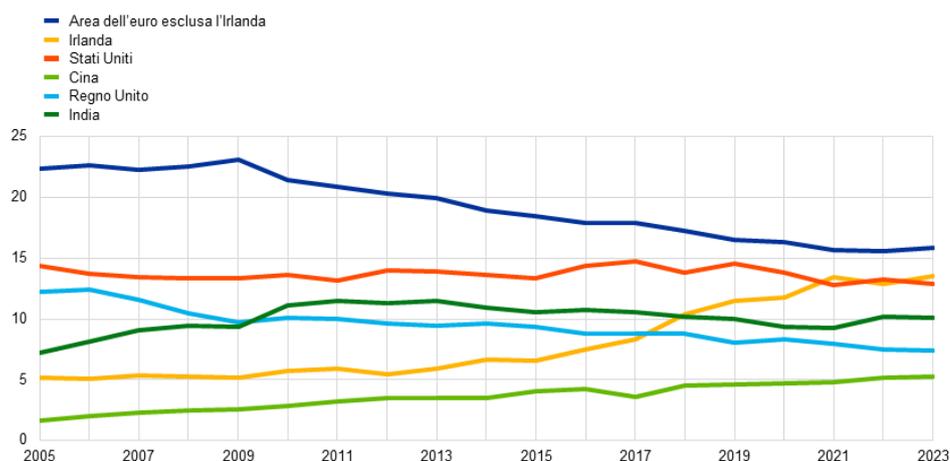
La produzione legata alle imprese multinazionali statunitensi nell'area dell'euro è strettamente connessa alle corrispondenti importazioni di servizi, che ne riflettono le catene di approvvigionamento e le strategie di ottimizzazione fiscale. Le multinazionali statunitensi utilizzano prodotti di proprietà intellettuale importati (PPI) come input centrali delle loro attività di produzione nell'area dell'euro. Dal 2020 l'importazione di servizi dagli Stati Uniti ha registrato valori sempre più elevati nell'area dell'euro, determinati dai costi di utilizzo dei PPI legati alle affiliate di multinazionali statunitensi nell'area dell'euro, soprattutto in

Irlanda (cfr. il grafico D)³. Oltre a sostenere la produzione di beni ad alto valore aggiunto, come i medicinali, tali importazioni di PPI sono utilizzate anche per produrre servizi legati alle tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni (TIC). Di conseguenza, la presenza delle multinazionali statunitensi nell'area dell'euro determina altresì un aumento delle esportazioni di servizi dell'area, accrescendo le quote di mercato delle esportazioni dell'area, soprattutto nei servizi legati alle TIC, attraverso l'Irlanda che rappresenta una quota di circa il 14 per cento, comparabile a quella degli Stati Uniti (cfr. il grafico E). Tale particolare configurazione delle catene di approvvigionamento, che include le importazioni di servizi collegati ai PPI, consente alle multinazionali statunitensi di maturare utili considerevoli nell'area dell'euro e di beneficiare di una tassazione delle imprese più favorevole, che si riflette nel notevole disavanzo dei redditi da investimenti diretti esteri dell'area dell'euro nei confronti degli Stati Uniti (cfr. il grafico B)⁴.

Grafico E

Quote di mercato delle esportazioni dei servizi legati alle tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni

(valori percentuali)



Fonti: serie di dati di OCSE e OMC sul saldo dell'interscambio di servizi ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i valori relativi ai paesi dell'area dell'euro comprendono solo le esportazioni verso l'esterno dell'area. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2023.

Barriere tariffarie più elevate potrebbero incidere sul prodotto e sui profitti delle multinazionali statunitensi nell'area dell'euro, compreso il settore farmaceutico, a seconda che tali imprese modifichino i prezzi o spostino la produzione. Poiché le esportazioni di prodotti farmaceutici dall'area dell'euro verso gli Stati Uniti sono fortemente collegate alla catena di approvvigionamento e alle strategie di ottimizzazione fiscale delle multinazionali statunitensi, tali flussi commerciali sono esposti a rischi di rilocalizzazione. Se da un lato l'elevata

³ I costi per l'utilizzo dei PPI includono i diritti corrisposti su brevetti, marchi commerciali, diritti d'autore, algoritmi, ecc.

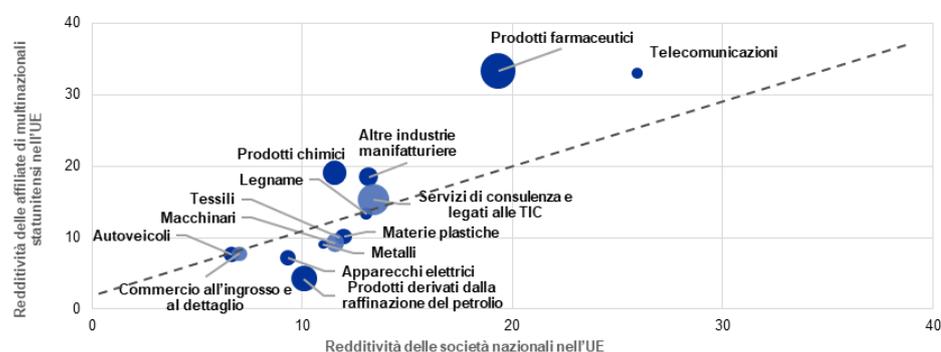
⁴ Le recenti riforme normative e in materia di imposte societarie negli Stati Uniti e in Irlanda hanno indotto le multinazionali statunitensi a trasferire la proprietà dei PPI dai centri offshore agli Stati Uniti, facendo aumentare, tra questi e l'area dell'euro, i pagamenti di servizi e i flussi di reddito che in precedenza transitavano attraverso i centri offshore e non rientravano nel conto corrente dell'area dell'euro con gli Stati Uniti. Per ulteriori dettagli, cfr. Boller, L., et al., "The End of the Double Irish: Implications for US Multinationals and Global Tax Competition", *Budget Model*, Penn Wharton University of Pennsylvania, ottobre 2024.

redditività delle loro controllate (cfr. il grafico F) potrebbe consentire alle multinazionali statunitensi di assorbire in parte gli ulteriori dazi degli Stati Uniti, questi potrebbero rendere il loro modello imprenditoriale meno appetibile, soprattutto se accompagnati da modifiche a regimi di tassazione e a normative statunitensi che incentivano la rilocalizzazione della produzione all'interno degli Stati Uniti⁵. Le politiche commerciali di questi ultimi potrebbero inoltre influenzare indirettamente le affiliate delle multinazionali statunitensi nell'area dell'euro qualora esse fossero soggette a misure ritorsive da parte dell'UE.

Grafico F

Redditività settoriale delle affiliate di imprese multinazionali statunitensi nell'UE

(rapporto tra margine operativo lordo e fatturato netto)



Fonti: statistiche FATS dell'Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i dati si riferiscono alle informazioni disponibili per gli anni 2021-2022. La redditività è calcolata come rapporto tra il margine operativo lordo e il fatturato netto. Un punto di dati al di sopra (al di sotto) della linea a 45 gradi indica che, per quel settore specifico, le affiliate delle multinazionali statunitensi mostrano una redditività maggiore (minore) rispetto alle società nazionali. La dimensione della bolla mostra la rilevanza, in termini di fatturato, delle affiliate delle multinazionali statunitensi per ciascun settore (calcolato come quota del fatturato netto delle affiliate di multinazionali statunitensi rispetto a quelle delle società nazionali).

Una rilocalizzazione delle attività delle multinazionali statunitensi all'esterno dell'area dell'euro potrebbe determinare un calo del PIL dell'area attraverso una riduzione della produzione e delle esportazioni, sebbene il reddito nazionale lordo (RNL) e l'occupazione ne risentirebbero in misura minore.

Nei casi in cui la proprietà dei PPI rimanga presso l'entità capogruppo delle multinazionali statunitensi, la rilocalizzazione delle loro attività all'esterno dell'area dell'euro ridurrebbe il PIL dell'area principalmente attraverso la perdita di esportazioni, solo in parte compensata dalle minori importazioni di servizi di PPI. Tuttavia, ciò inciderebbe in misura minore sull'occupazione e, in particolare, sull'RNL, in quanto la produzione delle multinazionali statunitensi è ad alta intensità di capitale e dipende in larga misura dai PPI importati, che generano ingenti pagamenti sotto forma di utili rimpatriati negli Stati Uniti (cfr. il grafico B). Nei casi in cui le affiliate delle multinazionali statunitensi nell'area dell'euro possiedano i PPI alla base della produzione e delle esportazioni, la loro rilocalizzazione negli Stati Uniti influirebbe negativamente anche sul PIL dell'area dell'euro a causa di un effetto

⁵ Le operazioni delle multinazionali farmaceutiche statunitensi nell'area dell'euro potrebbero risentire inoltre dell'ordine esecutivo firmato dal presidente Trump, D.J., "Executive Order 14297—Delivering Most-Favored-Nation Prescription Drug Pricing to American Patients", in Peters, G. e Woolley, J.T. (a cura di), *The American Presidency Project*, University of California, Santa Barbara, maggio 2025, che richiede alle agenzie statunitensi di allineare i prezzi dei farmaci Medicare ai prezzi più bassi pagati da paesi sviluppati equivalenti.

meccanico di deprezzamento⁶. Su un arco di tempo più lungo la produttività potrebbe risentirne, qualora l'economia interna non traesse più vantaggio dalle ricadute positive derivanti dal coinvolgimento con le multinazionali statunitensi⁷.

⁶ L'effetto immediato delle importazioni di PPI sul PIL tende a essere ampiamente compensato dagli investimenti corrispondenti (poiché l'acquisizione dei PPI è inclusa nella contabilità nazionale). Negli anni successivi, tuttavia, il deprezzamento dello stock di capitale acquisito (consumo di capitale fisso) si aggiunge agli investimenti e determina pertanto un aumento meccanico del PIL. Per maggiori informazioni, cfr. Andersson, M., et al., ["Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity"](#), *Occasional Paper Series*, n. 350, BCE, 2024.

⁷ Cfr. Di Ubaldo, M., Lawless, M. e Siedschlag, I., ["Productivity spillovers from multinational activity to local firms in Ireland"](#), *OECD Productivity Working Papers*, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, 30 novembre 2018.

3 Le prospettive per gli investimenti delle imprese nell'area dell'euro: evidenze da un'indagine della BCE presso le grandi imprese

a cura di Malin Andersson, Valerie Jarvis, Gwenaël Le Breton e Richard Morris

Il presente riquadro riassume i risultati di una recente indagine condotta dalla BCE presso le principali società non finanziarie sulle prospettive per gli investimenti delle imprese¹. Nell'indagine, svoltasi tra il 7 aprile e il 14 maggio, alle imprese sono state chieste informazioni sulle decisioni di investimento recenti e attese nell'area dell'euro e a livello mondiale, nonché sui fattori che le determinano o le limitano. Sono pervenute risposte da 64 società, i cui ricavi aggregati globali sono pari a quasi il 4 per cento del PIL dell'area dell'euro. Delle imprese censite, 39 sono principalmente attive nel settore industriale, mentre le altre 25 operano soprattutto nei servizi.

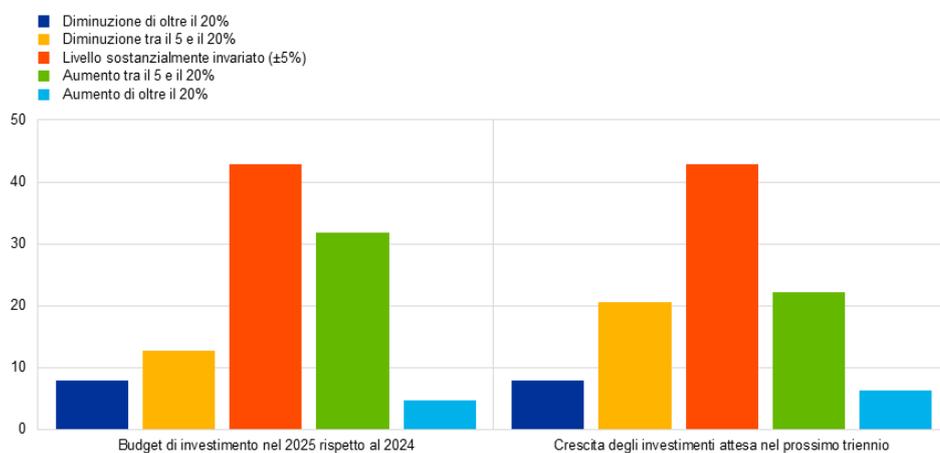
Le imprese intervistate hanno segnalato prospettive più modeste per gli investimenti nell'area dell'euro rispetto al 2025 (cfr. il grafico A). Alla domanda circa l'evoluzione dei rispettivi budget di investimento nel 2025 rispetto al 2024, le imprese che hanno segnalato incrementi sono state significativamente più numerose di quelle che hanno indicato riduzioni. Per il prossimo triennio, tuttavia, il 40 per cento ha dichiarato di attendersi che gli investimenti rimarranno sostanzialmente invariati, mentre il numero di imprese che ne hanno previsto rispettivamente una riduzione o un aumento è pressoché uguale. Queste modeste prospettive riflettono principalmente i riscontri forniti dalle società industriali, un terzo delle quali ha anticipato un calo, nei prossimi tre anni, dei propri investimenti nell'area dell'euro, mentre solo un quarto ne ha previsto un aumento.

¹ L'indagine è stata inviata alle società con le quali la BCE mantiene contatti regolari al fine di raccogliere informazioni sulle imprese, come spiegato nell'articolo 1 [L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie](#) nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

Grafico A

Investimenti nell'area dell'euro: situazione attuale ed evoluzione nel prossimo triennio

(in percentuale delle imprese intervistate)



Fonte: BCE.

Nota: il grafico mostra le risposte alle domande: "Nel 2025 come si è evoluto il budget totale di investimento della sua impresa nell'area dell'euro rispetto al 2024?" e "Che evoluzione prevede per gli investimenti della sua impresa nell'area dell'euro nei prossimi tre anni?".

Le modeste prospettive per gli investimenti nell'area dell'euro contrastano con le aspettative di un loro aumento in altre aree geografiche (cfr. il grafico B).

Quasi due terzi degli investimenti attuali delle imprese intervistate sono effettuati nell'area dell'euro, circa il 5 per cento nelle altre economie dell'UE e circa un sesto nelle altre economie avanzate e nei mercati emergenti². Le risposte nette indicano aspettative di una quasi stagnazione degli investimenti nell'area dell'euro per il prossimo triennio, ma di un aumento di quelli al di fuori dell'area, in particolare nelle economie avanzate non appartenenti all'UE e nei mercati emergenti. Le deboli prospettive di investimento per l'area dell'euro rispetto ad altre economie avanzate ed emergenti sono il riflesso delle aspettative espresse dalle imprese del settore industriale, che hanno indicato una contrazione degli investimenti nell'area, ma un loro incremento al di fuori di essa. Per contro, le imprese dei servizi hanno previsto investimenti crescenti sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro e a ritmi tra loro più simili. La domanda è stata indicata come il fattore principale alla base dell'allocazione geografica degli investimenti, prima delle maggiori opportunità di crescita e della volontà di accedere a nuovi mercati. Altri fattori frequentemente citati si riferiscono al desiderio di diversificare le catene di approvvigionamento e accrescerne la tenuta, alla vicinanza alla clientela ("local for local"), alle differenti tariffe, a una regolamentazione più favorevole e alla stabilità economica e politica³.

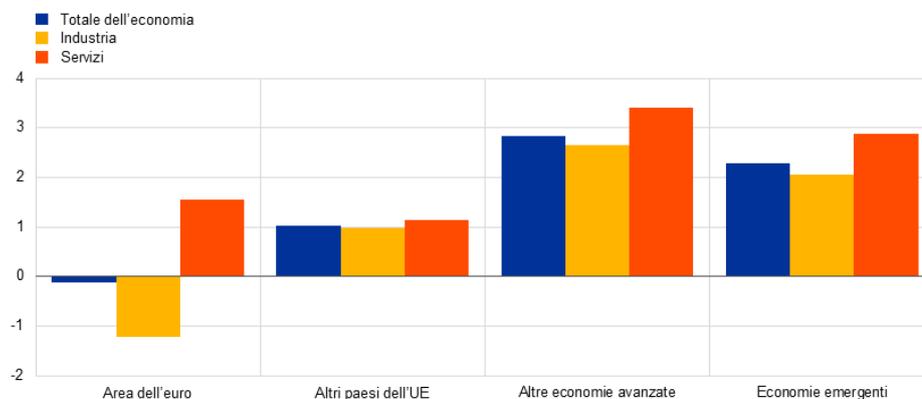
² Le imprese industriali censite, in media, operano in misura maggiore a livello mondiale: solo metà dei loro investimenti è effettuata nell'area dell'euro e circa un quinto ciascuno nelle economie avanzate non appartenenti all'UE e nei mercati emergenti. Le attività delle imprese dei servizi sono in media più concentrate: tre quarti dei loro investimenti sono realizzati nell'area dell'euro e circa un decimo ciascuno nelle economie avanzate non appartenenti all'UE e nei mercati emergenti.

³ Per risultati precedenti, emersi da un'indagine analoga, su diversificazione, tenuta delle catene di approvvigionamento e vicinanza alla clientela, cfr. il riquadro 1 *Rischi legati alla produzione mondiale e alle catene di approvvigionamento: indicazioni da un'indagine condotta presso imprese leader* nel numero 7/2023 di questo Bollettino.

Grafico B

Investimenti per regione: evoluzione nel prossimo triennio

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: il grafico mostra le risposte alla domanda: "Che evoluzione prevede per gli investimenti della sua impresa nelle seguenti aree geografiche nei prossimi tre anni?". Gli investimenti attesi sono ricavati aggregando le quote di imprese che hanno fornito le seguenti risposte: "diminuzione di oltre il 20 per cento" (arrotondamento al -20 per cento), "diminuzione tra il 5 e il 20 per cento" (valore medio del -12,5 per cento), "livello sostanzialmente invariato (± 5 per cento)" (valore medio dello 0 per cento), "aumento tra il 5 e il 20 per cento" (valore medio del 12,5 per cento) e "aumento di oltre il 20 per cento" (arrotondamento al 20 per cento).

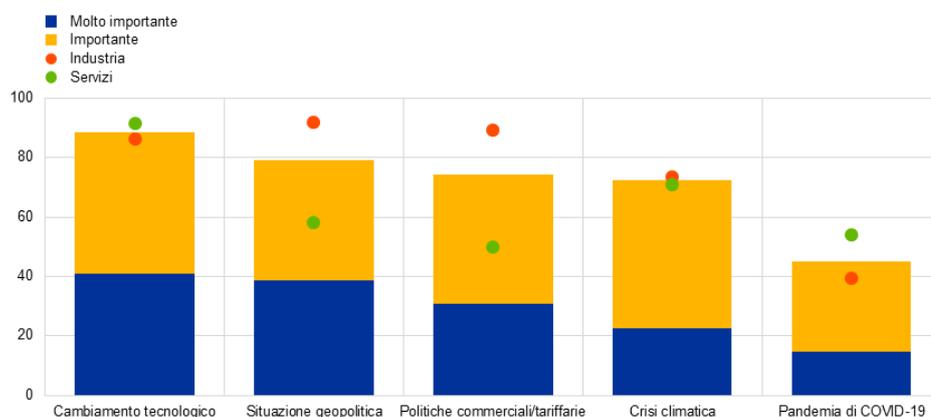
Il cambiamento tecnologico e l'evolvere del contesto geopolitico sono diventati considerazioni fondamentali per le strategie di investimento delle imprese (cfr. il grafico C). Tra le risposte alla domanda sull'importanza dei cinque principali sviluppi ed eventi recenti nell'indurre le imprese a riconsiderare le loro strategie di investimento a livello mondiale negli ultimi anni, il cambiamento tecnologico si è collocato al primo posto per l'intero campione. Le società industriali hanno ritenuto la situazione geopolitica e le politiche commerciali/tariffarie lievemente più importanti del cambiamento tecnologico, mentre le imprese del settore dei servizi si sono mostrate meno esposte a queste dinamiche. Anche la crisi climatica ha registrato un punteggio relativamente elevato, mentre la pandemia di COVID-19 è stata considerata in qualche misura meno importante (almeno a posteriori)⁴.

⁴ Secondo le interlocuzioni regolari con le imprese condotte allora, tuttavia, la pandemia ha in realtà determinato una significativa riorganizzazione delle catene di approvvigionamento e un crescente passaggio da strategie di gestione delle scorte "just in time" a strategie "just in case".

Grafico C

Importanza dei principali sviluppi ed eventi degli anni 2020 nell'indurre le imprese a riconsiderare le proprie strategie di investimento

(in percentuale delle imprese intervistate)



Fonte: BCE.

Note: il grafico mostra le risposte alla domanda: "Quanto sono stati importanti i principali sviluppi ed eventi elencati di seguito nell'indurre la sua impresa a riconsiderare la strategia di investimento a livello mondiale negli ultimi anni?". Le barre si riferiscono alle percentuali di tutte le 64 imprese partecipanti all'indagine. I punti indicano le percentuali combinate delle risposte "Importante" e "Molto importante" per settore.

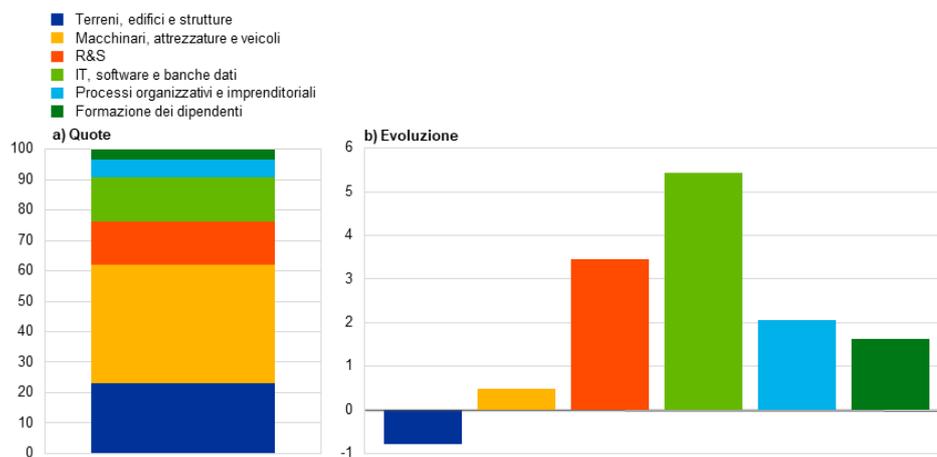
Per il prossimo triennio le imprese intervistate si attendono che i loro investimenti nell'area dell'euro siano principalmente trainati dalle attività immateriali, soprattutto tecnologie informatiche (IT), software e banche dati.

In media, le imprese hanno segnalato che circa il 60 per cento della loro spesa per investimenti nell'area dell'euro è stato destinato a "beni materiali" (come macchinari e attrezzature); il 30 per cento ad "attività immateriali" (ricerca e sviluppo (R&S), IT, software e banche dati), che sono generalmente imputate alle spese di esercizio nei conti delle imprese ma contabilizzate come investimenti nei conti nazionali; il 10 per cento a processi organizzativi e imprenditoriali e alla formazione dei dipendenti (cfr. il pannello a) del grafico D). Per il prossimo triennio le imprese si attendono una sostanziale stagnazione degli investimenti in beni materiali e un aumento della spesa in R&S e, in particolare, IT, software e banche dati (cfr. il pannello b) del grafico D).

Grafico D

Investimenti per attività: quote nel 2025 ed evoluzione nel prossimo triennio

(pannello a): in percentuale degli investimenti totali nel 2025; pannello b): variazioni percentuali nel prossimo triennio)



Fonte: BCE.

Note: il grafico mostra le risposte alle domande: "Sul totale degli investimenti della sua impresa nell'area dell'euro, approssimativamente quale quota è destinata a ciascuna delle seguenti aree?" e "Che evoluzione prevede per gli investimenti della sua impresa nell'area dell'euro destinati a ciascuna di queste tre aree nei prossimi tre anni?". L'evoluzione nel prossimo triennio è ricavata aggregando le quote di imprese che hanno fornito le seguenti risposte: "diminuzione di oltre il 20 per cento" (arrotondamento al -20 per cento), "diminuzione tra il 5 e il 20 per cento" (valore medio del -12,5 per cento), "livello sostanzialmente invariato (± 5 per cento)" (valore medio dello 0 per cento), "aumento tra il 5 e il 20 per cento" (valore medio del 12,5 per cento) e "aumento di oltre il 20 per cento" (arrotondamento al 20 per cento).

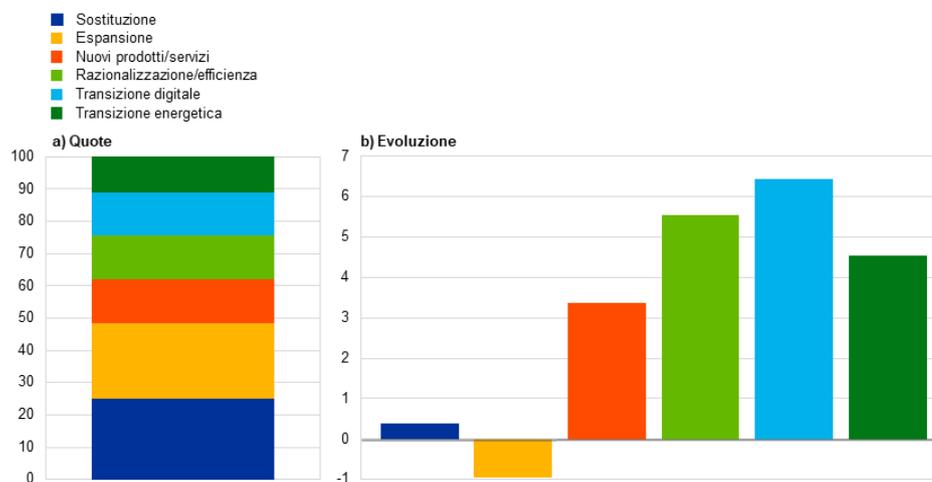
L'attenzione agli investimenti in attività immateriali riflette probabilmente la crescente priorità attribuita alla transizione digitale ed energetica, nonché alla razionalizzazione e all'efficienza. In media, gli intervistati hanno classificato circa la metà dei loro investimenti come finalizzata ad attività di sostituzione ed espansione e la restante parte, in quote pressoché uguali tra loro, allo sviluppo di nuovi prodotti, agli obiettivi di razionalizzazione ed efficienza, alla transizione digitale e a quella energetica (cfr. il pannello a) del grafico E)⁵. Per i prossimi tre anni il fattore chiave previsto dagli attuali piani di investimento è stato indicato nella transizione digitale, seguita da razionalizzazione e efficienza, transizione energetica e sviluppo di nuovi prodotti e servizi (cfr. il pannello b) del grafico E).

⁵ È opportuno rilevare che molti investimenti hanno più di una finalità e individuarla secondo le categorie elencate può risentire di un certo grado di soggettività.

Grafico E

Investimenti per finalità: quote nel 2025 ed evoluzione nel prossimo triennio

(pannello a): in percentuale degli investimenti totali nel 2025; pannello b): variazioni percentuali nel prossimo triennio)



Fonte: BCE.

Note: il grafico mostra le risposte alle domande: "Sul totale degli investimenti della sua impresa nell'area dell'euro, approssimativamente quale quota è destinata a ciascuna delle seguenti finalità?" e "Che evoluzione prevede per gli investimenti della sua impresa nell'area dell'euro destinati a ciascuna di queste finalità nei prossimi tre anni?". La somma delle quote segnalate dalle imprese è stata riscalata al 100 per cento (il totale superava il 100 per cento, perché alcune risposte riflettevano la finalità multipla di alcuni investimenti). L'evoluzione nel prossimo triennio è ricavata aggregando le quote di imprese che hanno fornito le seguenti risposte: "diminuzione di oltre il 20 per cento" (arrotondamento al -20 per cento), "diminuzione tra il 5 e il 20 per cento" (valore medio del -12,5 per cento), "livello sostanzialmente invariato (± 5 per cento)" (valore medio dello 0 per cento), "aumento tra il 5 e il 20 per cento" (valore medio del 12,5 per cento) e "aumento di oltre il 20 per cento" (arrotondamento al 20 per cento).

Le deboli prospettive per la domanda e la bassa redditività si collocano in cima alla lista dei vincoli agli investimenti nell'area dell'euro (cfr. il grafico F).

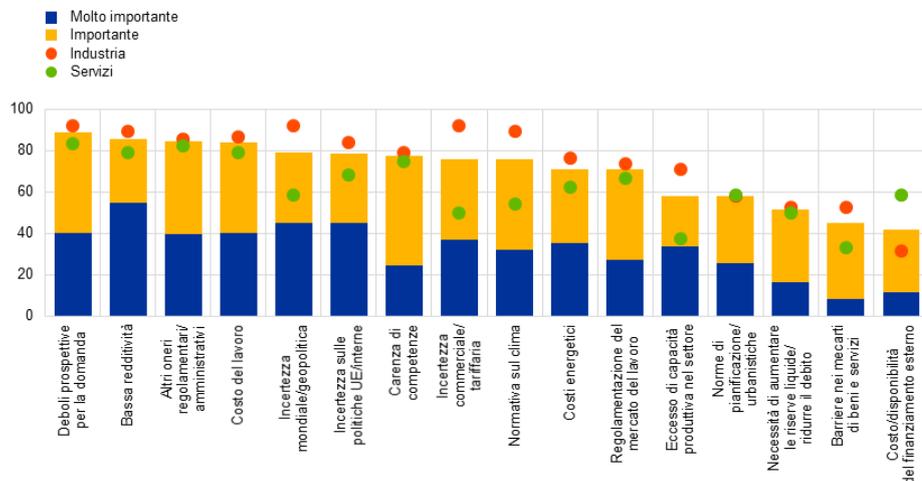
Novi intervistati su dieci hanno affermato che la debolezza della domanda costituisce il vincolo più importante (spesso "molto importante") agli investimenti dell'area dell'euro, seguito a breve distanza dalla bassa redditività, da altri oneri regolamentari e amministrativi e dal costo del lavoro (indicati dall'80-85 per cento delle imprese)⁶. Tra le imprese del settore industriale hanno avuto particolare rilievo l'incertezza riguardante rispettivamente la situazione geopolitica mondiale, gli scambi commerciali e le politiche a livello UE e interno. In risposta alla domanda sulle variazioni che, secondo le aspettative, favorirebbero maggiori investimenti nell'area dell'euro, oltre la metà degli intervistati ha indicato una regolamentazione più contenuta e/o più stabile. Sono state segnalate con frequenza anche politiche climatiche più favorevoli alla crescita e più prevedibili, così come un maggiore stimolo alla domanda, un contesto politico ed economico stabile e minori costi del lavoro e dell'energia. Il costo e la disponibilità del finanziamento esterno sono stati ritenuti di importanza nettamente inferiore, in parte, probabilmente, di riflesso alla più agevole disponibilità di questo tipo di finanziamento per le grandi imprese intervistate rispetto a quelle più piccole.

⁶ La regolamentazione del mercato del lavoro e la normativa sul clima erano elencate come fattori distinti nel questionario.

Grafico F

Fattori che limitano gli investimenti nell'area dell'euro

(in percentuale delle imprese intervistate)



Fonte: BCE.

Note: il grafico mostra le risposte alla domanda: "Quanto sono importanti i seguenti fattori nel limitare gli investimenti della sua impresa nell'area dell'euro?". Le barre si riferiscono alle percentuali di tutte le 64 imprese partecipanti all'indagine. I punti indicano le percentuali combinate delle risposte "Importante" e "Molto importante" per settore.

Il previsto aumento della spesa per la difesa è largamente percepito come un potenziale catalizzatore degli investimenti.

Metà delle imprese attive nel settore industriale e un quinto degli intervistati operanti nei servizi si aspettano che la maggiore spesa per la difesa sostenga i loro investimenti nel prossimo triennio. Queste imprese hanno mostrato la tendenza a essere già fornitrici del settore della difesa (in maniera diretta o indiretta), oppure a esplorare o a voler esplorare le possibilità di adattare l'attuale produzione alle opportunità di crescita connesse ai recenti annunci di stanziamenti per la difesa, oppure hanno espresso l'aspettativa di trarre indirettamente beneficio dall'impulso che ne deriverà per l'attività economica nel suo complesso. A titolo di confronto, solo circa una società intervistata su cinque (soprattutto imprese con sede nell'Europa meridionale) ha ritenuto che il programma Next Generation EU abbia sostenuto gli investimenti nel suo settore. Nei casi in cui è stato percepito, il sostegno ha tendenzialmente riguardato progetti relativi alle infrastrutture ambientali e digitali.

Le pressioni inflazionistiche derivanti dalla revisione dei prezzi: il punto della situazione

a cura di Katalin Bodnár, Andrea Fabbri, Ieva Rubene e Zivile Zekaite

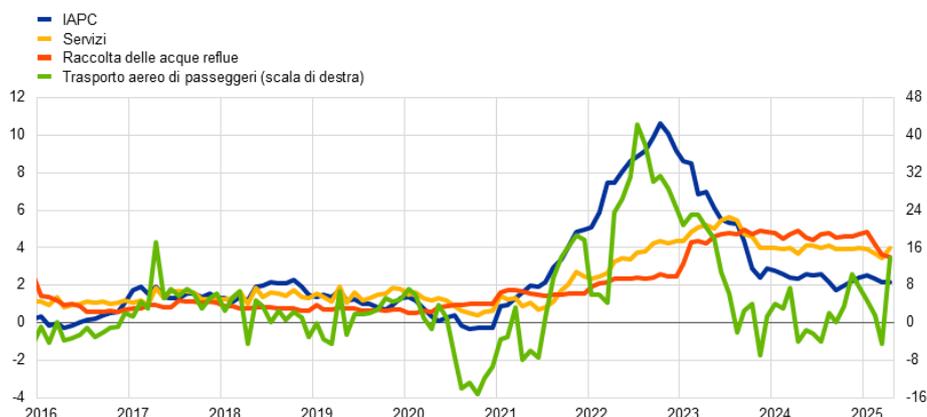
La disinflazione dei servizi dell'area dell'euro è stata più lenta rispetto a quella dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) complessivo (cfr. il grafico A). Ciò è riconducibile a un insieme di fattori: un ritardo nella risposta dei prezzi di alcuni servizi al generale forte aumento inflazionistico, pressioni salariali elevate e una forte domanda di servizi (in particolare di quelli ricreativi)¹. Il presente riquadro prende in esame il primo fattore e analizza il ruolo delle voci relative ai servizi nel paniere dello IAPC che tendono a subire revisioni di prezzo meno frequentemente e pertanto potrebbero continuare a spingere al rialzo le pressioni sui prezzi, nonostante per altre voci sia già in corso un processo di disinflazione.

Il paniere dello IAPC relativo ai consumi di servizi comprende indici dei prezzi con tassi di inflazione sui dodici mesi molto diversi. Da un lato, i servizi includono voci relative ai viaggi i cui prezzi tendono ad adeguarsi molto rapidamente alle condizioni e agli shock economici. Ad esempio, l'aumento sui dodici mesi dei prezzi del trasporto aereo di passeggeri è salito rapidamente al 40 per cento a metà 2022, prima del picco registrato a luglio 2023 dal totale dei servizi, e ha fatto registrare, occasionalmente, tassi negativi a partire dalla metà del 2023. Dall'altro lato, i prezzi di altre componenti hanno evidenziato incrementi sui dodici mesi stabili e una volatilità molto bassa; è il caso della raccolta delle acque reflue, per la quale i prezzi sono aumentati molto gradualmente e in ritardo rispetto al livello dei prezzi dei servizi totali (cfr. il grafico A).

Grafico A

IAPC complessivo, servizi e alcune loro componenti dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



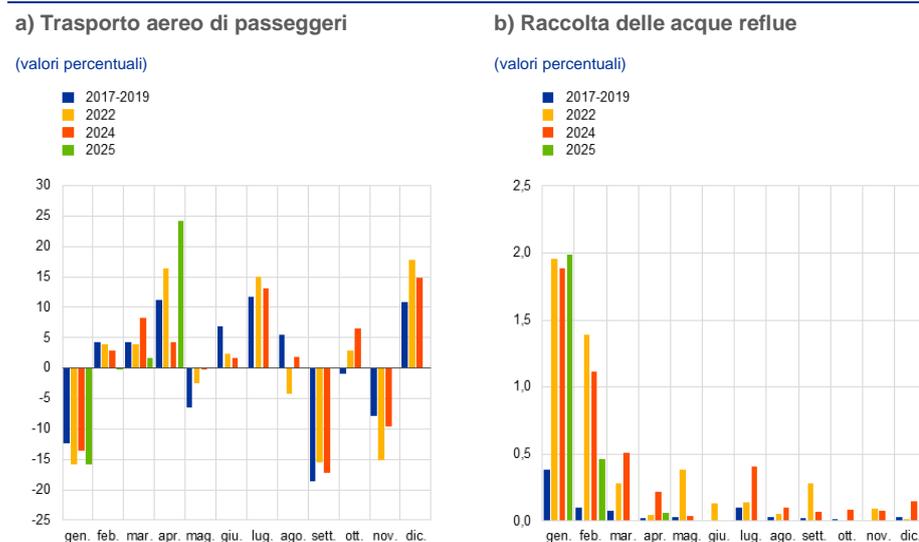
Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2025.

¹ Per informazioni sul ruolo dei costi degli input energetici e salariali in relazione ai prezzi dei servizi, cfr. il riquadro 6 *La scomposizione dell'inflazione misurata sull'HICPX in voci sensibili ai beni energetici e ai salari* nel numero 3/2024 di questo Bollettino.

Le differenze nei tassi di inflazione sui dodici mesi fra le varie componenti dell'inflazione dei servizi sono in parte dovute a una diversa frequenza delle variazioni di prezzo nel corso dell'anno. Ad esempio, i prezzi del trasporto aereo di passeggeri sono caratterizzati da un'elevata volatilità e l'indice dei prezzi può aumentare o diminuire di oltre il 10 per cento ogni mese, a seconda della domanda legata ai periodi di vacanza (cfr. il pannello a) del grafico B). Per contro, le variazioni di prezzo di altre voci, come ad esempio la raccolta delle acque reflue, sono concentrate in determinati periodi dell'anno (cfr. il pannello b), del grafico B). I prezzi dei servizi che subiscono variazioni meno frequenti potrebbero reagire con un certo ritardo agli shock generalizzati di prezzo e di costo. Negli ultimi anni le variazioni di prezzo sono aumentate sia per il trasporto aereo sia per la raccolta delle acque reflue, pur rimanendo allineate agli andamenti precedenti la pandemia riguardo ai periodi di aggiustamento durante l'anno (ovvero le variazioni si verificano negli stessi mesi, con oscillazioni stagionali per il trasporto aereo di passeggeri e facendo registrare la variazione più elevata nel mese di gennaio per la raccolta delle acque reflue).

Grafico B

Variazioni di prezzo sul mese precedente per alcune voci di servizi compresi nello IAPC



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la voce "2017-2019" si riferisce alla media dei tassi di variazione mensili in tale periodo. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2025.

Adeguamenti di prezzo poco frequenti potrebbero riflettere relazioni di più lungo termine tra venditori e acquirenti o prezzi direttamente fissati o significativamente influenzati dai governi. In presenza di un rapporto contrattuale tra il fornitore di servizi e il cliente, fissato o prolungato per un periodo di tempo specifico, modificare i prezzi può essere oneroso e comporta pertanto revisioni poco frequenti. Ad esempio, i canoni di locazione o i contratti di assicurazione sanitaria tendono a essere rinnovati o ridefiniti su base annua. Anche i prezzi di servizi non contrattuali potrebbero essere modificati di rado per preservare i rapporti a lungo termine tra venditori e acquirenti: ad esempio, riparazioni di elettrodomestici, quali attrezzature sportive o di giardinaggio, servizi di parrucchiere, ecc. Inoltre, i prezzi di

alcune voci di servizi sono fissati o significativamente influenzati dalle amministrazioni pubbliche, i cosiddetti servizi “amministrati”. I prezzi dei servizi amministrati vengono modificati con una frequenza minore rispetto a quelli dei servizi non amministrati². Esempi tipici di tali servizi sono i servizi di pubblica utilità (raccolta dei rifiuti e delle acque reflue), i servizi legati all’istruzione terziaria e alla previdenza sociale (ad esempio, servizi per l’infanzia). Dal momento che i prezzi amministrati sono classificati a livello nazionale, i prezzi di diverse voci di servizi sono amministrati in alcuni paesi, ma non in altri, e ciò potrebbe in qualche misura rendere meno evidente la dinamica nell’area dell’euro.

Le variazioni di prezzo di circa un quarto di tutte le voci dei servizi si concentrano in uno o due mesi dell’anno. La revisione dei prezzi può avvenire in momenti diversi nei vari paesi, ciò significa che non è semplice individuare una dinamica chiara di adeguamento dei prezzi per l’aggregato dell’area dell’euro. L’approccio qui utilizzato si basa sulle 39 voci dei servizi dell’area dell’euro incluse nella classificazione a quattro cifre dei consumi individuali per funzione (Classification of Individual Consumption by Purpose, COICOP-4) nel periodo compreso tra il 2016 e il 2024. Per ciascuna voce si applica l’approccio di selezione descritto di seguito. In primo luogo, si calcola la variazione percentuale di prezzo sul mese precedente per ogni mese solare, utilizzando indici dei prezzi non destagionalizzati. In secondo luogo, si calcola la variazione media per ogni mese solare per tutti gli anni del periodo considerato. In terzo luogo, si calcola l’importanza relativa, come quota percentuale, di ciascun mese rispetto alla variazione totale dei prezzi per l’intero anno. Nella seconda e nella terza fase si utilizzano valori assoluti, giacché consentono di valutare la grandezza relativa di tutte le variazioni di prezzo, indipendentemente dalla direzione della variazione. Ad esempio, la quota relativa a gennaio corrisponde alla media delle variazioni mensili assolute di prezzo nel mese di gennaio per tutti gli anni compresi tra il 2016 e il 2024, divisa per la somma delle medie di tutte le variazioni mensili assolute di prezzo nello stesso periodo. In quarto luogo, si individuano i mesi solari in cui a) la quota percentuale di una variazione di prezzo in un singolo mese è superiore al 25 per cento, oppure b) la quota combinata di due mesi in cui si osservano le quote più elevate è superiore al 35 per cento della variazione totale nel periodo campione. Infine, le voci dei servizi vengono classificate nella categoria “revisione dei prezzi annuale” se soddisfano tali criteri e la variazione di prezzo sul mese precedente per i mesi di calendario individuati è positiva, in media, nel periodo compreso fra il 2016 e il 2024³. Le soglie si basano su una valutazione arbitraria ma sono relativamente elevate nell’assumere che, come minimo, tra un quarto e un terzo della variazione di un indice dei prezzi si verifichi solo in uno o due mesi di un anno. Ad esempio, i risultati mostrano che il 48 per cento della variazione assoluta totale di prezzo dei servizi ospedalieri del periodo

² Cfr. Fritzer, F., “Administration Prices, Inflation and the Business Cycle - Selected Aspects”, *Monetary Policy & the Economy*, Oesterreichische Nationalbank (Banca centrale austriaca), numero 1, 2011, pagg. 41-57. Cfr. anche il riquadro 4 *Misurazione e valutazione dell’impatto dei prezzi amministrati sull’inflazione misurata sullo IAPC* nel numero di maggio 2007 del Bollettino mensile della BCE.

³ Quest’ultima condizione assicura che le voci che evidenziano ampie oscillazioni stagionali dei prezzi (ovvero un rialzo in un mese e un ribasso in un altro a causa di fattori come, ad esempio, i periodi di vacanza) siano escluse.

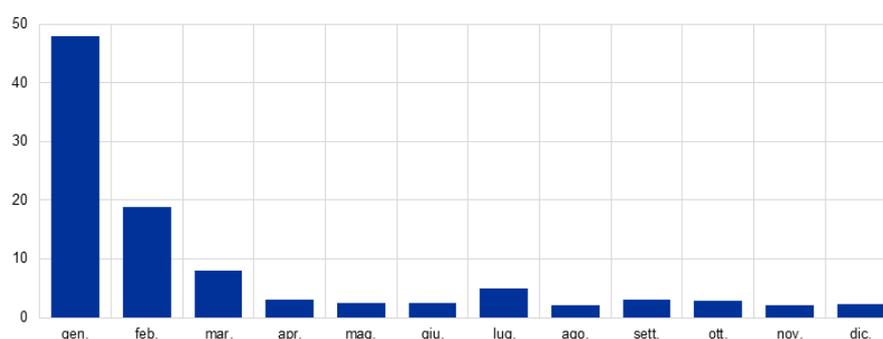
considerato si è verificato nel mese di gennaio di ciascun anno (cfr. il grafico C)⁴. L'approccio individua 16 voci relative ai servizi, circa il 25 per cento del totale dei servizi (in base ai pesi del 2025), che mostrano una dinamica di revisione dei prezzi annuale. Circa la metà di tali voci rientra nella categoria dei prezzi amministrati.

Grafico C

Esempio di revisione dei prezzi annuale: servizi ospedalieri

Distribuzione delle variazioni dell'indice dei prezzi nel corso di un anno

(in percentuale della variazione di prezzo in ciascun mese rispetto alla variazione nell'intero anno; in media nel periodo campione 2016-2024)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Per la maggior parte delle voci che mostrano una dinamica di revisione dei prezzi annuale, la variazione dell'indice di prezzo si verifica principalmente all'inizio dell'anno. Per la maggior parte delle 16 voci che rientrano nella categoria "revisione dei prezzi annuale", gennaio è il mese, o uno dei due mesi, in cui si concentra la quota più elevata della variazione di prezzo in un anno. Ci sono alcune eccezioni: è il caso, ad esempio, delle voci relative a istruzione e mense, per cui la variazione di prezzo si verifica principalmente in prossimità dell'inizio dell'anno scolastico. La dinamica del trasporto multimodale di passeggeri è falsata dall'impatto dell'introduzione del biglietto per il trasporto pubblico in Germania e dalle successive variazioni di prezzo a esso applicate. Considerata l'entità di tale effetto, è utile escludere l'impatto di tale voce per comprendere meglio la dinamica sottostante dei prezzi dei servizi⁵.

Le voci che mostrano una dinamica di revisione dei prezzi annuale hanno avuto un ruolo sempre più importante nel mantenere elevata l'inflazione dei servizi. Durante il recente forte aumento inflazionistico, i tassi di inflazione delle voci che non subiscono un aggiustamento dei prezzi annuale sono aumentati prima e in modo più pronunciato rispetto a quelli di voci che mostrano tale dinamica, specialmente per quanto riguarda i beni amministrati (cfr. il grafico D). Quando gli shock al rialzo sui costi hanno iniziato a riassorbirsi, l'inflazione delle voci senza

⁴ Le voci classificate nella categoria "revisione dei prezzi annuale" secondo la classificazione COICOP a 4 cifre sono: 043200, 053300, 111200, 073600, 044200(A), 044300(A), 044400, 063000(A), 073500(A), 081000(A), 100000(A), 124000(A), 125300, 125500, 126000, 127000, dove (A) indica una voce con prezzo amministrato. La selezione a livello di area dell'euro può differire da quella a livello di paese.

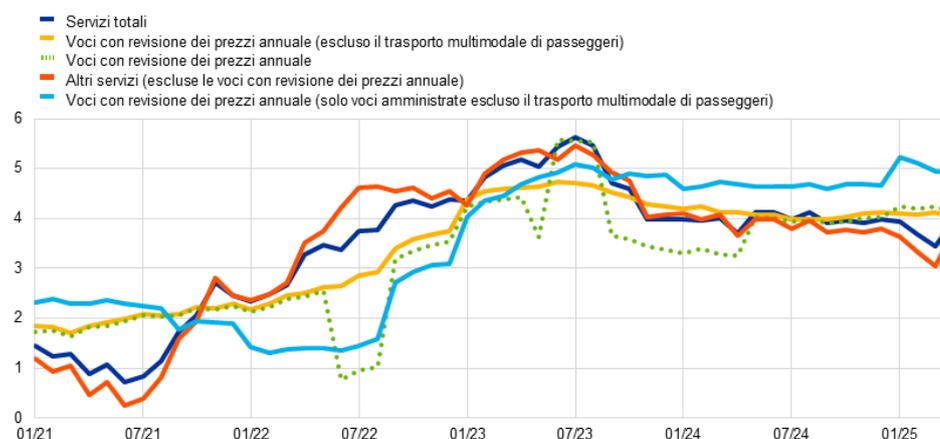
⁵ Nell'estate del 2022 in Germania è stato introdotto per tre mesi un biglietto per il trasporto pubblico a prezzo ridotto, successivamente ripristinato con un prezzo più elevato a maggio 2023. Il prezzo ha subito un ulteriore aumento a gennaio 2025. Il prezzo di tale biglietto rientra nella categoria "trasporto multimodale di passeggeri" dello IAPC e le variazioni di prezzo hanno provocato ampie oscillazioni in questo indice, con effetti visibili sull'indice dell'area dell'euro.

aggiustamenti dei prezzi annuali è diminuita più sensibilmente, mentre il tasso di inflazione delle voci dei servizi con aggiustamenti annuali (escluso il trasporto multimodale di passeggeri) ha oscillato su livelli di poco superiori al 4,0 per cento nella seconda metà del 2023 e nel 2024. Dalla fine del 2023 il tasso di inflazione delle voci che mostrano una dinamica di revisione dei prezzi annuale è stato leggermente superiore a quello dei servizi i cui prezzi non subiscono revisioni annuali. Ciò è dovuto principalmente al tasso di inflazione particolarmente elevato dei beni amministrati all'interno della categoria "revisione dei prezzi annuale".

Grafico D

Voci di servizi compresi nello IAPC che mostrano una dinamica di revisione dei prezzi annuale

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: basato sulla classificazione COICOP-4. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2025.

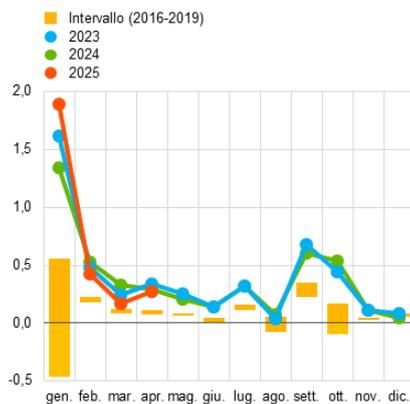
All'inizio del 2025 le voci che subiscono revisioni dei prezzi annuali si sono confermate un importante fattore all'origine del persistere dell'inflazione dei servizi. Dato che le variazioni di prezzo delle voci con revisione dei prezzi annuali si verificano prevalentemente a gennaio, in tale mese le relative variazioni sul mese precedente forniscono utili indicazioni sull'andamento dell'inflazione. A gennaio 2025 le voci con prezzi amministrati e che subiscono revisioni dei prezzi annuali hanno registrato l'incremento sul mese precedente più marcato, superando persino l'aumento osservato lo scorso anno. Per contro, le variazioni di prezzo delle voci non amministrati che subiscono aggiustamenti annuali sono diminuite rispetto all'anno precedente (cfr. il grafico E). Anche il tasso di inflazione delle voci dei servizi che non evidenziano una tale dinamica di revisione dei prezzi è diminuito sensibilmente da gennaio 2025. Tuttavia, parte del calo registrato a marzo e la ripresa osservata ad aprile riflettono le diverse date della Pasqua nel 2024 e nel 2025. Il disallineamento tra l'inflazione dei servizi amministrati e quella dei servizi più in generale dovrebbe essere attentamente monitorato, giacché i modelli di previsione non sono in grado di cogliere adeguatamente le determinanti della dinamica dei prezzi di tali servizi, spesso strettamente collegate a dinamiche di politica fiscale.

Grafico E

Variazioni di prezzo sul mese precedente per le voci che evidenziano una dinamica di revisione dei prezzi annuale

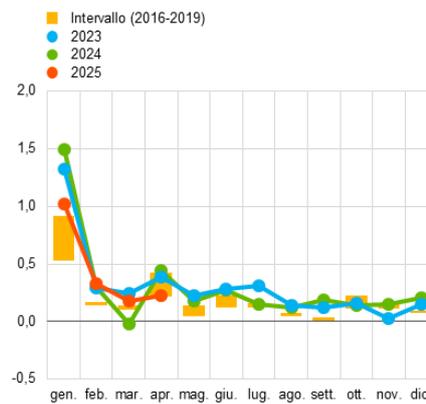
a) Prezzi amministrati con revisione dei prezzi annuali

(variazioni percentuali dell'indice non destagionalizzato)



b) Altre voci con revisione dei prezzi annuali

(variazioni percentuali dell'indice non destagionalizzato)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: gli aggregati si basano sull'aggregazione concatenata delle componenti. I prezzi amministrati non comprendono il trasporto multimodale di passeggeri. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2025.

Per concludere, la disinflazione nei servizi dovrebbe essere sostenuta da una normalizzazione della dinamica di revisione dei prezzi annuale.

Mentre l'inflazione relativa alle voci che evidenziano una dinamica di revisione dei prezzi annuale, in particolare quelle con prezzi amministrati, rimane persistente, la maggior parte dell'adeguamento, ritardato, agli shock passati dovrebbe ora essere in larga misura completata. Di conseguenza, le prossime fasi di revisione dei prezzi dovrebbero essere più contenute e più in linea con l'andamento generale dell'inflazione.

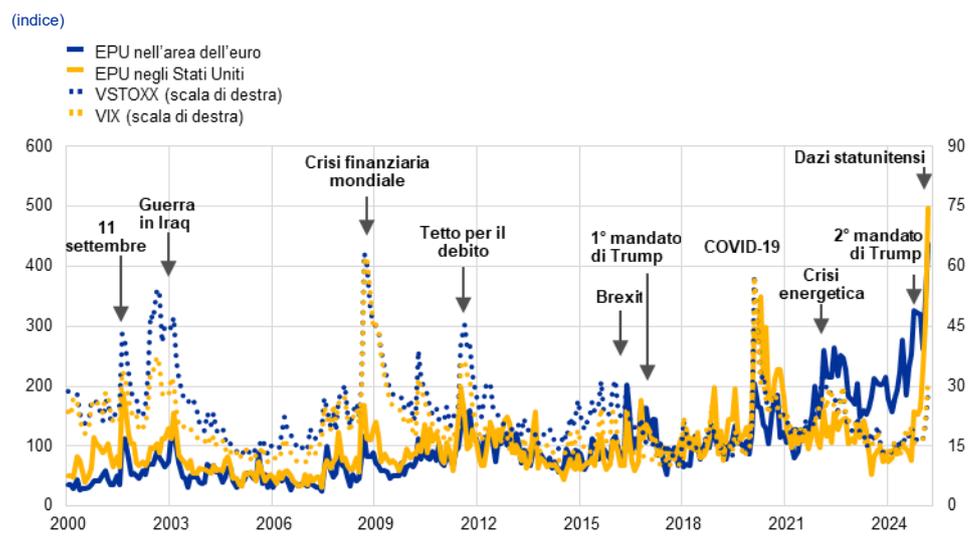
5 Colmare il divario tra volatilità dei mercati finanziari e incertezza sulla politica economica

a cura di Giulia Martorana e Jakub Mistak

Dopo l'annuncio del 2 aprile da parte dell'amministrazione statunitense riguardo ai dazi, la volatilità dei mercati finanziari ha evidenziato un'impennata rispetto a livelli precedenti, che da contenuti sono diventati più in linea con l'aumento dell'incertezza relativa alla politica economica (Economic policy uncertainty, EPU) osservato dall'autunno dello scorso anno. Il grafico A riporta le misure della volatilità dei mercati finanziari per l'area dell'euro (indice VSTOXX) e gli Stati Uniti (indice VIX), nonché i corrispondenti indici dell'EPU, che si avvalgono delle notizie per misurare l'incertezza sulla politica economica, e che si stanno diffondendo per la capacità di rilevare i principali eventi economici e politici¹. Dallo scorso autunno gli indici dell'EPU hanno segnato un'impennata su entrambe le sponde dell'Atlantico e questa tendenza al rialzo si è protratta nel 2025, in un contesto caratterizzato dal persistente rischio geopolitico e dalla crescente incertezza sulle politiche in materia di dazi commerciali. Per contro, la volatilità dei mercati finanziari sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti è rimasta relativamente contenuta fino a marzo, sulla scia del forte slancio dei mercati azionari. Tuttavia, sia l'indice VIX sia l'indice VSTOXX hanno registrato un'impennata dopo l'ondata di vendite sul mercato azionario causata dall'annuncio dei dazi statunitensi il 2 aprile.

Grafico A

Volatilità dei mercati finanziari ed EPU nell'area dell'euro e negli Stati Uniti



Fonti: Baker, Bloom e Davis, Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'indice statunitense dell'EPU è stimato da Baker, Bloom e Davis, mentre per l'area dell'euro l'EPU è calcolata come media ponderata per il PIL degli indici dell'EPU tedesco, francese, italiano e spagnolo degli stessi autori. Entrambi gli indicatori sono normalizzati per ottenere una media di 100 tra gennaio 2000 e l'ultima osservazione. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2025.

¹ Per approfondimenti sulla metodologia alla base dell'EPU, cfr Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n. 4, novembre 2016, pagg. 1593-1636.

Nel confronto storico, le misure dell'EPU e della volatilità dei mercati finanziari hanno mostrato uno stretto comovimento, nonostante alcune divergenze per periodi e paesi. Storicamente, si è osservato un disallineamento tra l'EPU e la volatilità dei mercati finanziari in seguito a eventi significativi, come le elezioni presidenziali statunitensi del 2016, il referendum sulla Brexit nel Regno Unito e la recente crisi energetica. Ciò ha dato origine a un ampio corpus di ricerche, che ha fornito varie interpretazioni della modesta reazione della volatilità dei mercati finanziari alle variazioni dell'incertezza politica. Fra queste si annoverano, ad esempio, un deterioramento della qualità dei segnali politici, differenze nelle opinioni degli investitori e il ruolo svolto dalla solidità delle condizioni economiche².

Il recente aumento dell'EPU nell'area dell'euro riflette un'intensificazione della tendenza al rialzo osservata nel corso di diversi anni. Dal 2021 le variazioni dell'EPU nell'area dell'euro sono state eterogenee tra i vari paesi e gli indicatori per Germania e Francia si sono mantenuti costantemente al di sopra delle rispettive medie storiche³. Particolarmente sorprendente è la tendenza al rialzo dell'indice tedesco dell'EPU, che ha raggiunto i massimi storici ad aprile 2025, al momento dell'annuncio dei dazi da parte dell'amministrazione statunitense (cfr. il pannello a) del grafico B). Per questo motivo, e per ragioni di disponibilità dei dati, l'analisi nel presente riquadro si concentra sulla Germania. Per replicare l'indice tedesco dell'EPU si utilizza un archivio di articoli di stampa⁴. In particolare, la replica dell'indice si basa su un archivio contenente 1.857.207 articoli di stampa tedeschi, che si riferiscono al periodo da gennaio 2000 ad aprile 2025, e segue da vicino l'indice originale dell'EPU. Se in un grafico vi si affianca l'indice della volatilità dei mercati azionari tedeschi (VDAX), emerge chiaramente che il disallineamento tra le due misure osservato dall'autunno dello scorso anno fino ai primi tre mesi del 2025 è coerente con l'intensificarsi di una tendenza osservata nel corso di diversi anni. Questa divergenza si è protratta fino agli inizi di aprile, quando il forte aumento dell'indice VDAX, che ha coinciso con l'ondata di vendite sui mercati azionari mondiali, ha determinato un riallineamento di tale indice con il precedente incremento dell'indice dell'EPU.

² Cfr. Białkowski, J., Dang, H.D. e Wei, X., "High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle?", *Journal of Financial Economics*, vol. 143, n. 3, marzo 2022, pagg. 1185-1208; Dumas, B., Kurshev, A. e Uppal, R., "Equilibrium Portfolio Strategies in the Presence of Sentiment Risk and Excess Volatility", *The Journal of Finance*, vol. 64, n. 2, aprile 2009, pagg. 579-629; e Pástor, L. e Veronesi, P., "Political uncertainty and risk premia", *Journal of Financial Economics*, vol. 110, n. 3, dicembre 2013, pagg. 520-545.

³ Per gli indicatori dell'EPU relativi ai quattro grandi paesi dell'area dell'euro, cfr. Baker, Bloom e Davis, op. cit.

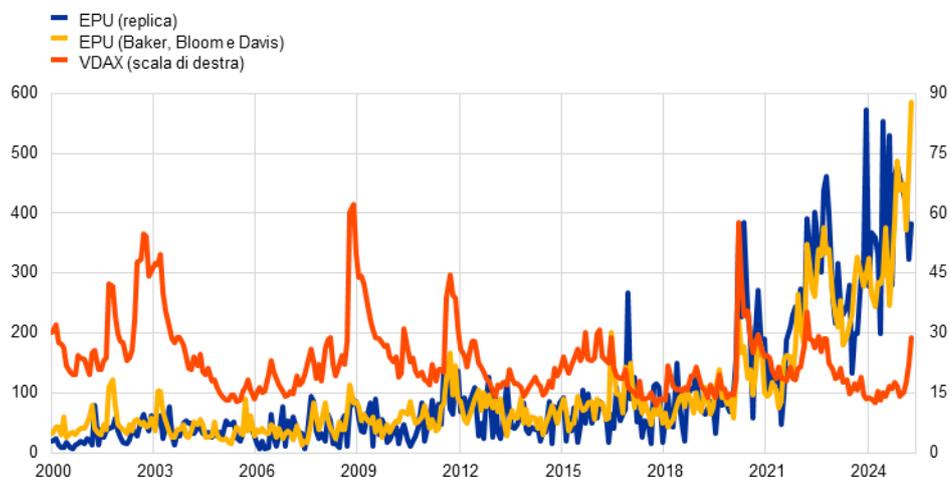
⁴ La metodologia impiegata per replicare l'indice tedesco dell'EPU segue Baker, Bloom e Davis, op. cit. L'indicatore è normalizzato per fonte giornalistica e riscalato in base al numero di articoli per mese.

Grafico B

Indice dell'EPU e categorie di incertezza

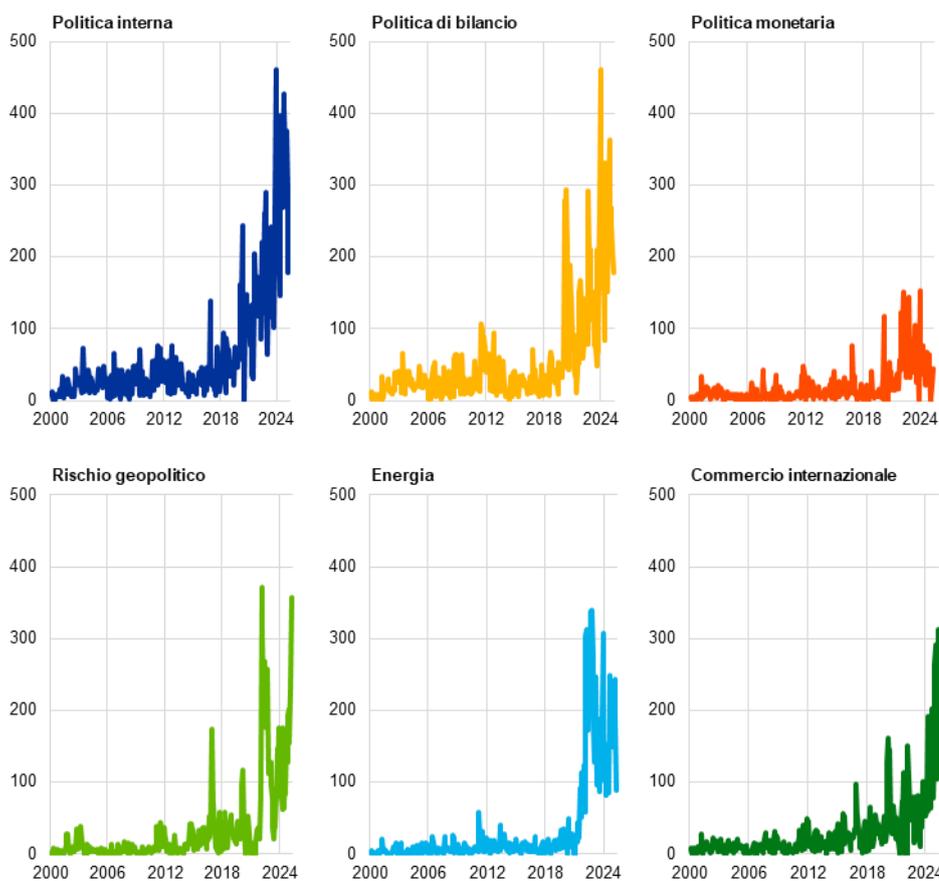
a) Indice dell'EPU e volatilità dei mercati implicita in Germania

(indice)



b) EPU tedesca per argomento

(indice)



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

Note: il pannello a) mette a confronto l'indice dell'EPU originale di Baker, Bloom e Davis e la sua versione replicata con l'indice VDAX. Il pannello b) mostra la scomposizione degli argomenti estratti dalla replica dell'indice dell'EPU utilizzando un modello linguistico di grandi dimensioni (large language model, LLM). Ogni articolo potrebbe essere assegnato a più categorie. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2025.

Un'analisi per argomento degli articoli di giornale mediante un modello linguistico di grandi dimensioni (large language model, LLM) individua le incertezze a livello nazionale e mondiale come ragioni alla base della recente impennata dell'indice tedesco dell'EPU.

L'analisi sfrutta la flessibilità e la comprensione del contesto degli LLM per estrarre diversi argomenti di natura economica che determinerebbero l'indice tedesco dell'EPU. In particolare, si impiega GPT-4o di OpenAI per identificare diversi argomenti all'interno di ogni articolo di giornale⁵. Il pannello b) del grafico B presenta le sei categorie di incertezza individuate. Le principali determinanti dell'aumento dell'indice tedesco dell'EPU sono l'incertezza interna, connessa in particolare alla politica e al bilancio pubblico, e l'incertezza a livello mondiale, rilevata dalle categorie geopolitica, energetica e, più di recente, commerciale. L'aumento dell'incertezza sulle politiche nazionali e di bilancio riflette questioni interne, tra cui gli andamenti dell'economia reale, delle politiche industriali, del bilancio pubblico, delle dinamiche relative alle coalizioni politiche e delle elezioni. Nel contempo, il rischio geopolitico si è intensificato dopo l'ingiustificata invasione dell'Ucraina da parte della Russia e durante l'aggravarsi del conflitto a Gaza. Anche l'incertezza legata all'energia ha registrato un'impennata all'indomani dell'invasione russa dell'Ucraina, amplificata dall'elevata dipendenza della Germania dal gas russo in quel periodo. L'incertezza relativa alla politica monetaria è aumentata in linea con le tendenze inflazionistiche a seguito della pandemia, come riflesso da vari indicatori basati sul mercato. Infine, l'incertezza relativa al commercio internazionale comprende eventi e shock significativi, come la Brexit, le elezioni presidenziali statunitensi del 2016, la pandemia di COVID-19 e i recenti andamenti delle politiche statunitensi sui dazi commerciali, tutti fattori che hanno messo a dura prova la capacità di tenuta delle catene di approvvigionamento mondiali.

Un'analisi empirica formale può aiutare a comprendere gli andamenti recenti, inclusi quelli che hanno fatto seguito all'annuncio del 2 aprile in merito ai dazi statunitensi, quando il forte aumento della volatilità nei mercati finanziari si è allineato ai livelli persistentemente elevati di incertezza politica, in un momento in cui si sono verificate significative vendite sui mercati azionari.

Basandosi sulla letteratura statunitense, il presente riquadro esamina se lo "slancio" del mercato azionario, definito come il numero di mesi con rendimenti positivi nell'indice azionario per un dato periodo, abbia inciso sulla relazione fra la volatilità dei mercati finanziari e l'EPU tedesca. In particolare, secondo i modelli di analisi empirica la volatilità ("log(VDAX_t)") è una funzione delle categorie dell'EPU identificate⁶. Il grafico C mostra gli effetti marginali degli aumenti nelle sei categorie di incertezza sulla volatilità implicita dei mercati azionari, in base al loro andamento.

⁵ Sull'utilizzo di LLM per ricavare le categorie di incertezza, cfr. Audrino, F., Gentner, J. e Stalder, S., "Quantifying uncertainty: a new era of measurement through large language models", *SNB Working Papers*, n. 12/2024, Swiss National Bank, ottobre 2024.

⁶ L'approccio empirico segue Białkowski, Dang e Wei, op. cit. Considera il logaritmo del rendimento giornaliero del mercato azionario ("r_t"), il logaritmo della volatilità realizzata in 30 giorni ("log(V_t") e un' approssimazione dello slancio del mercato azionario costruita come il numero di mesi di rendimenti positivi dell'indice DAX durante il semestre precedente ("PM_t"). La specificazione della regressione può essere riassunta come segue:

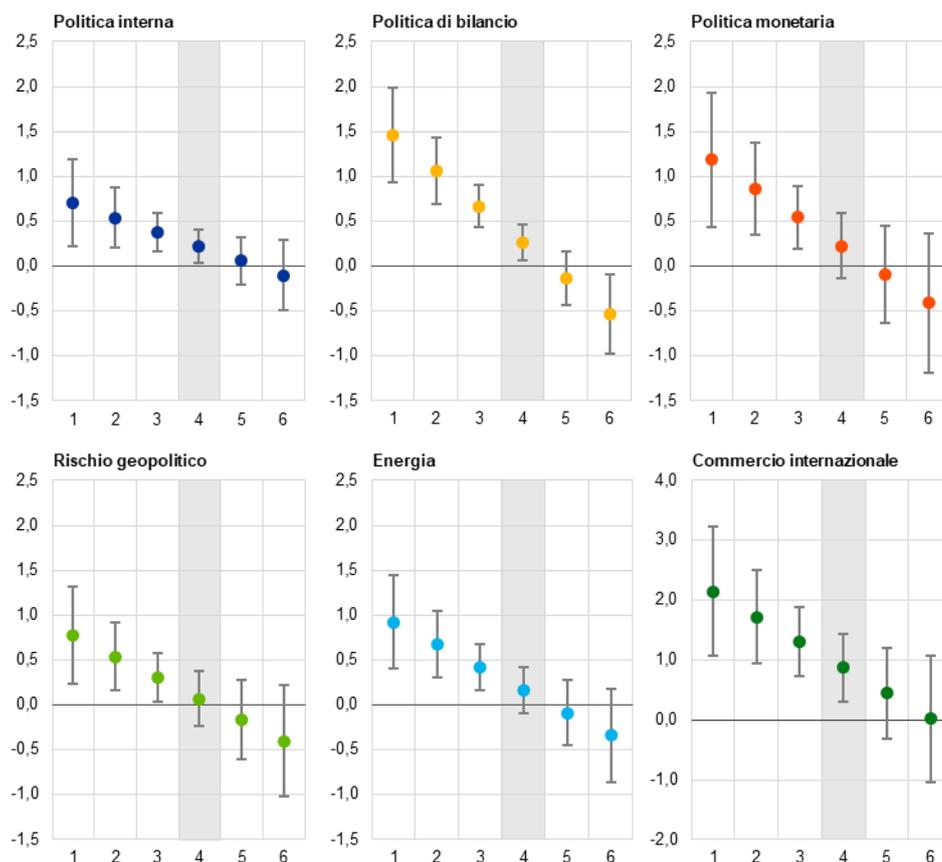
$$\log(\text{VDAX}_t) = \beta_0 + \beta_1 \text{PM}_t + \beta_2 (\text{PM}_t \cdot \text{EPU}_{i,t}) + \beta_3 \text{EPU}_{i,t} + \beta_4 r_t + \beta_5 \log(V_t) + \beta_6 \text{Trend}_t + \varepsilon_t$$

Nei sei mesi terminanti ad aprile del 2025 il mercato azionario ha registrato quattro mesi con rendimenti positivi (evidenziati dalle colonne grigie nei pannelli).

Grafico C

Effetti marginali delle categorie dell'EPU sulla volatilità dei mercati finanziari

(indice)



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

Note: i pannelli mostrano i coefficienti marginali di un aumento delle categorie dell'EPU tedesca su $\log(VDAX_t)$, in base ai diversi livelli di numero di mesi con rendimenti positivi nel semestre precedente, avvalendosi di osservazioni giornaliere nel periodo campione dal 2 gennaio 2000 al 16 aprile 2025. Per l'incertezza relativa alla politica commerciale, il campione è limitato al periodo 2015-2025.

Nei sei mesi fino ad aprile del 2025 si sono registrati quattro mesi con rendimenti positivi (evidenziati dalle colonne grigie nei pannelli). I baffi grigi rappresentano intervalli di confidenza del 95 per cento. Le ultime osservazioni si riferiscono al 16 aprile 2025.

I risultati indicano che un disallineamento tra la volatilità dei mercati finanziari e l'EPU emerge con più probabilità in presenza di un forte slancio del mercato azionario. Per contro, il comovimento è più probabile quando tale slancio è debole. Questi risultati si confermano validi per diverse categorie e mostrano solidità con varie specificazioni. Tale profilo è coerente con il crescente disallineamento tra la volatilità dei mercati finanziari e l'indice dell'EPU osservato nei sei mesi fino a febbraio 2025, un periodo in cui lo slancio dei mercati azionari è stato caratterizzato da particolare vigore. Analogamente, le stesse conclusioni spiegano altresì la riduzione del divario fra la volatilità dei mercati finanziari e l'EPU dopo l'annuncio del 2 aprile riguardo ai dazi statunitensi. Durante questo episodio il picco della volatilità è stato in linea con l'incertezza persistentemente elevata sulle politiche economiche, a seguito di una significativa ondata di vendite sui mercati azionari. Una possibile interpretazione di questi risultati è che l'incertezza politica esige un premio per il rischio più elevato nei periodi di risultati più deboli dei mercati azionari,

in particolare quando si ritiene che l'incertezza abbia implicazioni significative per i risultati economici.

6 Determinanti delle aspettative di inflazione delle imprese nell'indagine SAFE

a cura di Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia e Judit Rariga

Il presente riquadro esamina la formazione delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro rilevate nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).

A partire da giugno 2023 l'indagine SAFE ha raccolto informazioni sulle aspettative di inflazione nell'area dell'euro su orizzonti a uno, tre e cinque anni¹. Da marzo 2024 ha inoltre considerato l'incertezza percepita dalle imprese in merito alle proprie aspettative di inflazione a cinque anni.

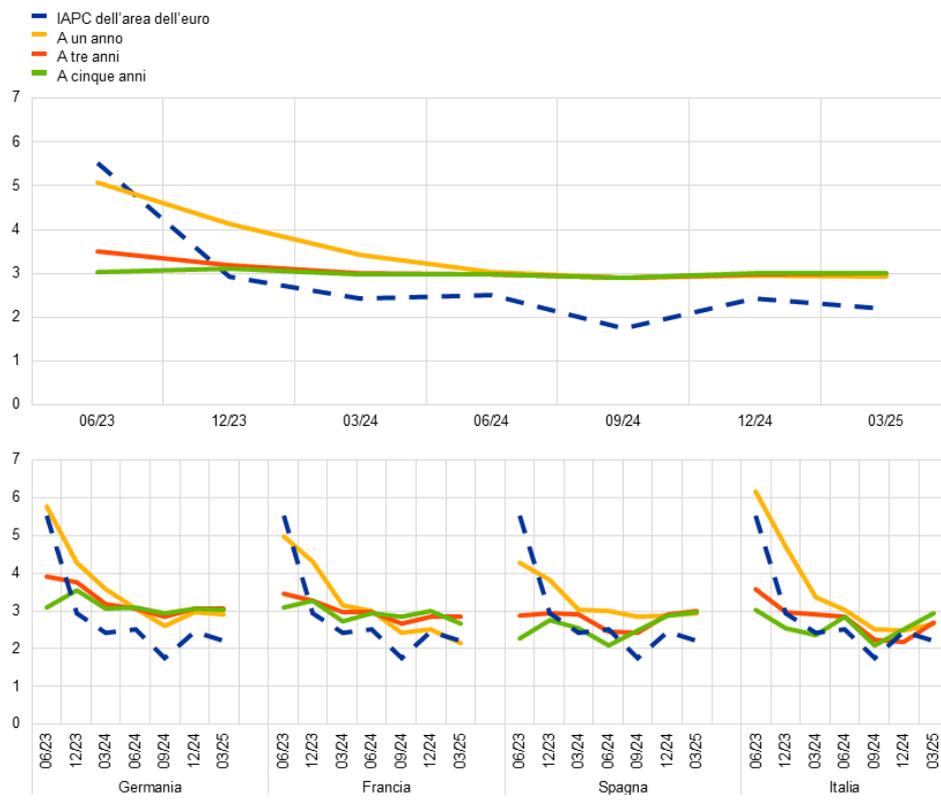
Le aspettative di inflazione a breve termine delle imprese sono più volatili, anche tra paesi, rispetto a quelle a medio e a più lungo termine, che si mostrano piuttosto stabili nel tempo (cfr. il grafico A). A giugno 2023 le aspettative mediane di inflazione a un anno espresse dalle imprese si collocavano a circa il 5 per cento, di riflesso al persistere, in quel periodo, di livelli elevati di inflazione. Tali aspettative sono gradualmente scese a quasi il 3 per cento sull'orizzonte di un anno e la dinamica delle aspettative di inflazione a breve termine ha seguito un andamento sostanzialmente coerente con l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Tuttavia, permangono ancora differenze tra i vari paesi. Sugli orizzonti a tre e a cinque anni le aspettative di inflazione delle imprese sono piuttosto stabili e si collocano al 3 per cento.

¹ Per maggiori informazioni sull'indagine SAFE, cfr. l'articolo 2 *Indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento: politica monetaria, condizioni economiche e di finanziamento e aspettative di inflazione* nel numero 7/2024 di questo Bollettino. Dopo due edizioni pilota, l'indagine SAFE è divenuta trimestrale a marzo 2024.

Grafico A

Aspettative di inflazione nell'indagine SAFE

(valori percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: indagine SAFE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le aspettative mediane delle imprese dell'area dell'euro, ponderate per i pesi campionari, sull'inflazione dell'area a uno, tre e cinque anni. Le cifre sono calcolate al netto dei dati relativi al 1° e al 99° percentile specifici per paese. I dati trimestrali dell'indagine SAFE si riferiscono alle edizioni dalla 30ª alla 34ª (da gennaio-marzo 2024 a gennaio-marzo 2025) e i dati semestrali si riferiscono alle edizioni precedenti. Per "IAPC dell'area dell'euro" si intende il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC dell'area.

Su tutti gli orizzonti le aspettative di inflazione sono influenzate dalle caratteristiche delle imprese, dal loro settore e dal paese in cui operano; la correlazione più elevata con l'inflazione effettiva dell'area dell'euro si registra per l'orizzonte a breve termine (cfr. il grafico B). Un'analisi di regressione aiuta a individuare le principali determinanti delle aspettative di inflazione. Essa tiene conto di fattori concernenti le imprese quali le caratteristiche demografiche (tra cui l'età, le dimensioni, l'appartenenza alla categoria delle esportatrici, l'assetto proprietario e le tendenze passate del fatturato), le decisioni future connesse a investimenti, occupazione e fatturato, i tassi di inflazione dell'area dell'euro, nonché il settore e il paese di operatività². I fattori specifici delle singole imprese mirano a coglierne i fondamentali e fungono da proxy del loro livello di informazione, mentre gli effetti fissi per settore e paese danno conto del più ampio contesto macroeconomico che influenza l'impresa³.

² Questi fattori sono comuni a diversi studi. Cfr., ad esempio, Bryan, M., Meyer, B. e Parker, N., "The inflation expectations of firms: what do they look like, are they accurate, and do they matter?", *FRB Atlanta Working Paper*, n. 2014-27, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2015.

³ Tra tali caratteristiche potrebbe figurare la condivisione di: esperienze di inflazione in termini storici, contesti delle politiche di bilancio, norme culturali e comportamentali; sono tutti fattori che influenzano il livello di analogia che le imprese operanti all'interno dello stesso paese evidenziano nel reagire alle potenziali pressioni inflazionistiche e il modo in cui elaborano le proprie aspettative di inflazione.

L'analisi rivela che le imprese più piccole, più giovani e non esportatrici, insieme a quelle attive nei settori dei servizi e delle costruzioni, tendono ad aspettarsi livelli di inflazione più elevati sugli orizzonti a uno, tre e cinque anni.

Ciò probabilmente dipende dal fatto che le piccole imprese spesso dispongono di informazioni limitate al momento di formulare le proprie aspettative e sono anche meno esposte ai mercati internazionali⁴. Considerando tutte le edizioni dell'indagine, tra i principali paesi, le imprese tedesche riferiscono in media aspettative di inflazione più elevate rispetto a quelle degli altri paesi dell'area dell'euro. In tutti i paesi, inoltre, le imprese evidenziano regolarmente una correlazione positiva con l'inflazione effettiva dell'area su tutti gli orizzonti; la forza di tale correlazione è massima sull'orizzonte a breve termine.

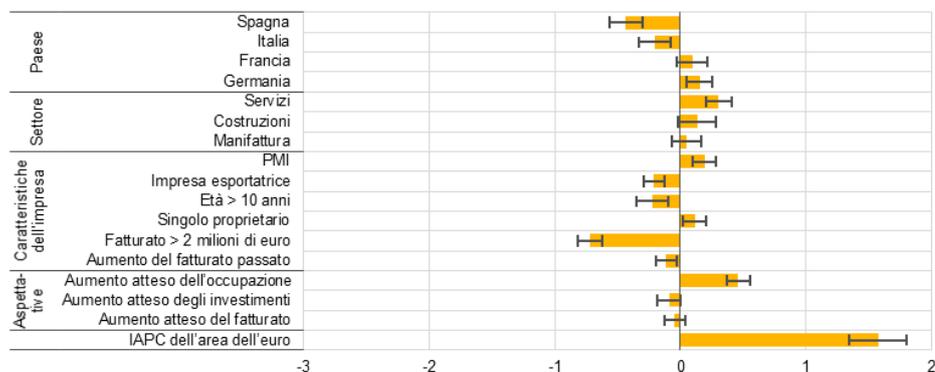
⁴ Cfr. Baumann, U., Ferrando, A., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y. e Reinelt, T., "[SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms](#)", *Working Paper Series*, n. 2949, BCE, Francoforte sul Meno, 2024.

Grafico B

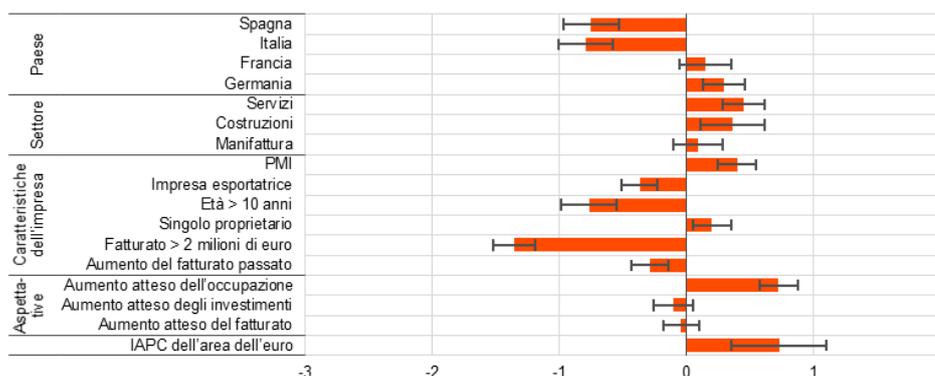
Determinanti delle aspettative di inflazione delle imprese su diversi orizzonti

(punti percentuali)

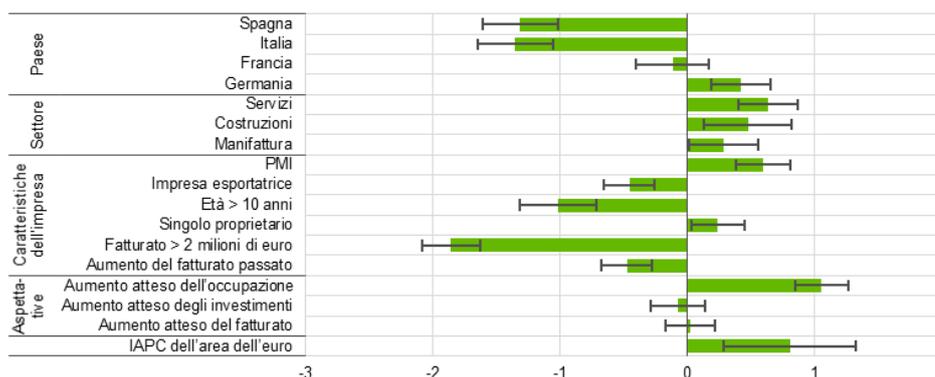
a) A un anno



b) A tre anni



c) A cinque anni



Fonti: indagine SAFE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le stime dei coefficienti ricavate dalle regressioni delle aspettative di inflazione a uno, tre e cinque anni per le covariate indicate sull'asse delle ordinate. Le covariate sono tutte misurate come variabili dummy ad eccezione dello IAPC dell'area dell'euro. Le PMI sono le imprese con meno di 250 dipendenti e il termine "aumento" segnala una variabile dummy pari a 1 se le imprese riferiscono l'incremento di un fattore specifico e pari a 0 negli altri casi. Per la variabile paese, la categoria omessa comprende tutti gli altri paesi dell'area dell'euro, mentre per la variabile settore la categoria omessa è il commercio. Per "IAPC dell'area dell'euro" si intende il tasso di crescita sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo nell'area. I segmenti verticali (baffi) rappresentano intervalli di confidenza del 95 per cento. La stima è basata sulle edizioni dell'indagine dalla 30ª alla 34ª (dati trimestrali da gennaio-marzo 2024 a gennaio-marzo 2025) e sui dati semestrali delle edizioni precedenti.

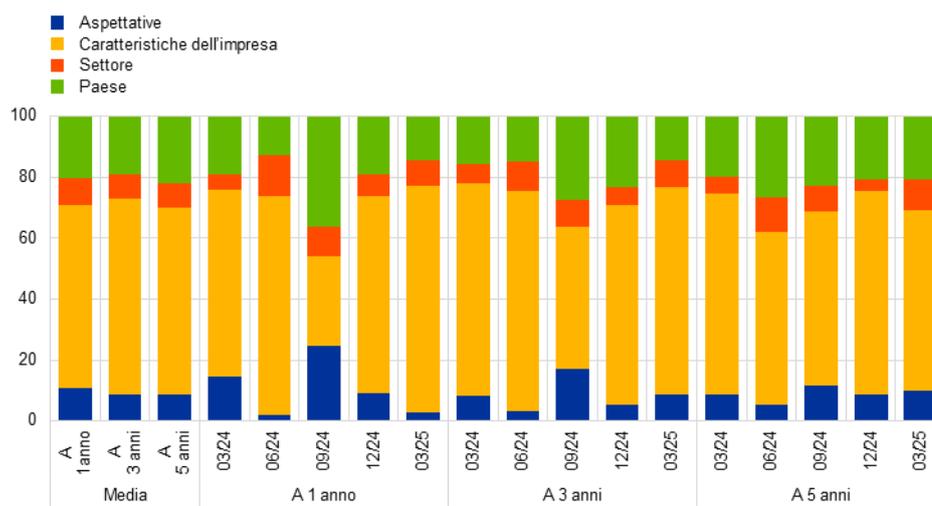
La maggior parte dell'eterogeneità delle aspettative di inflazione su tutti gli orizzonti può essere ricondotta alle caratteristiche delle singole imprese,

seguite dai fattori specifici per paese (cfr. il grafico C). Un ulteriore passo nell'analisi delle aspettative di inflazione è determinare la quota della loro variabilità attribuibile ai fattori indicati in precedenza⁵. In media, sui vari orizzonti temporali e nel corso del tempo, le caratteristiche delle imprese contribuiscono a gran parte di questa eterogeneità (62 per cento), mentre l'apporto degli effetti fissi per paese è pari al 21 per cento. Le aspettative sulle future decisioni imprenditoriali e l'appartenenza al settore rappresentano una percentuale analoga, dal momento che il contributo di ciascuno dei due fattori è inferiore al 10 per cento. Analizzando le tendenze nelle varie edizioni dell'indagine, emerge che a settembre 2024 gli effetti fissi per paese e le aspettative su investimenti e occupazione hanno temporaneamente esercitato un'accresciuta influenza sulle aspettative di inflazione per gli orizzonti a breve e medio termine. Per contro, l'importanza relativa dei fattori che condizionano le aspettative di inflazione su orizzonti temporali più lunghi è stata maggiormente stabile nel tempo.

Grafico C

Principali determinanti delle aspettative di inflazione delle imprese nel tempo

(valori percentuali)



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra la scomposizione del coefficiente corretto R^2 delle regressioni del grafico B utilizzando i valori di Shapley. Per una descrizione delle variabili, cfr. le note del grafico B. Le stime si basano sulle edizioni dell'indagine dalla 30ª alla 34ª (dati trimestrali da gennaio-marzo 2024 a gennaio-marzo 2025) e sui dati semestrali delle edizioni precedenti.

Dall'inizio del 2024 oltre la metà delle imprese dell'area dell'euro ha ritenuto che l'incertezza relativa alle proprie aspettative di inflazione a cinque anni fosse sbilanciata verso l'alto (cfr. il pannello a) del grafico D).

A partire da marzo 2024 alle imprese è stato chiesto di valutare se i rischi per le prospettive di inflazione a lungo termine fossero bilanciati oppure orientati al rialzo o al ribasso rispetto alle proprie aspettative di base. Nell'ultima edizione dell'indagine, relativa al primo trimestre del 2025, il 30 per cento delle imprese ha percepito come sostanzialmente bilanciati i rischi per le proprie prospettive di inflazione nei cinque

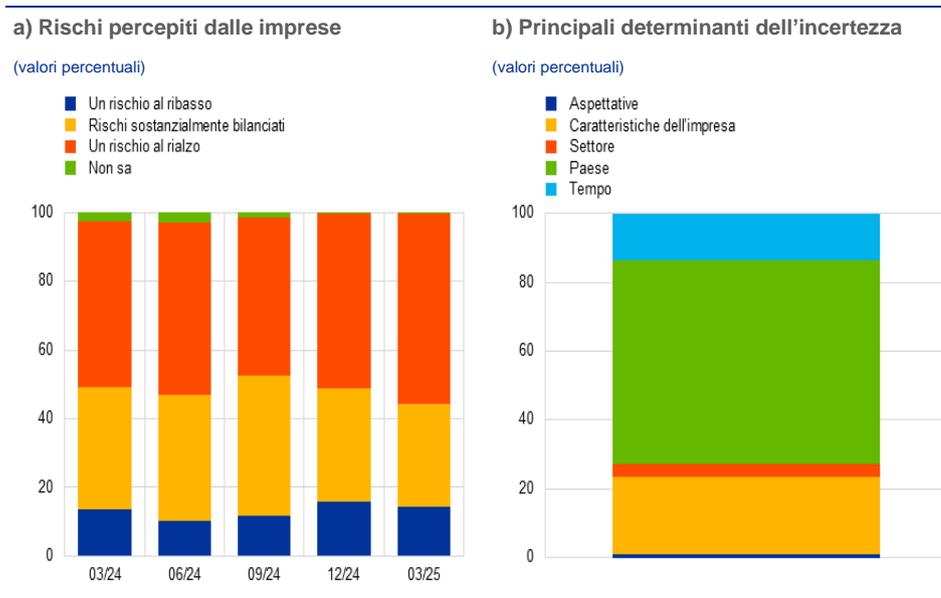
⁵ Tecnicamente, si utilizza il metodo Shapley-Owen per misurare la quota di coefficiente R^2 dei quattro gruppi di variabili (caratteristiche dell'impresa, settore, paese, aspettative sulle decisioni imprenditoriali) inclusi nell'analisi di regressione a livello di impresa. L'analisi a livello di edizione dell'indagine non consente di stimare il contributo dello IAPC dell'area dell'euro.

anni successivi, mentre oltre la metà ha individuato rischi al rialzo e circa il 14 per cento ha ritenuto che i rischi fossero orientati verso il basso.

Il livello di incertezza sulle prospettive di inflazione a lungo termine di un'impresa è principalmente influenzato dal paese in cui la stessa impresa opera (cfr. il pannello b) del grafico D). I fattori che influiscono sulle aspettative di inflazione probabilmente spiegano anche il grado di variabilità che le imprese attribuiscono alle proprie aspettative⁶. Utilizzando un approccio simile a quello descritto sopra, si individua la quota di eterogeneità dell'incertezza imputabile ai diversi fattori. Le specificità dei singoli paesi determinano la maggior parte della variazione complessiva, seguite dalle caratteristiche delle imprese. Tale risultato evidenzia, ancora una volta, l'importanza che riveste la sede dell'impresa nel determinare le sue aspettative di inflazione a lungo termine.

Grafico D

Incettanza sulle aspettative di inflazione a cinque anni e fattori alla base della relativa eterogeneità



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra le percentuali, ponderate per i pesi campionari, dell'incettanza soggettiva delle imprese sulle prospettive di inflazione nei cinque anni successivi. Il pannello b) mostra la scomposizione dei valori di Shapley del coefficiente corretto R^2 di una regressione dell'incettanza (una dummy pari a 1 se l'impresa segnala rischi al rialzo per le proprie aspettative di inflazione a cinque anni) sulle covariate descritte nelle note del grafico B. Le stime si basano sulle edizioni dell'indagine dalla 30ª alla 34ª (dati trimestrali da gennaio-marzo 2024 a gennaio-marzo 2025).

In generale, comprendere i fattori che influenzano le aspettative di inflazione delle imprese è fondamentale per valutare il modo in cui le variazioni del contesto in cui tali imprese operano possano incidere sulla formazione delle loro attese. L'analisi rivela che, oltre alle caratteristiche individuali delle imprese, i paesi in cui esse operano hanno un ruolo significativo. Ciò evidenzia l'importanza dei fattori comuni specifici per paese che inducono le imprese a calibrare in modo analogo le proprie aspettative di inflazione.

⁶ Modelli analoghi sono reperibili in Baumann et al., op.cit., e McClure, E. M., Yaremko, V., Coibion, O. e Gorodnichenko, Y., "The Macroeconomic Expectations of U.S. Managers", *Journal of Money, Credit and Banking*, di prossima pubblicazione.

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 5 febbraio al 22 aprile 2025

a cura di Samuel Bieber e Anne-Lise Nguyen

Il presente riquadro illustra le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il primo e il secondo periodo di mantenimento delle riserve del 2025. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dal 5 febbraio al 22 aprile 2025 ("periodo di riferimento").

Nel periodo di riferimento la liquidità media in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a diminuire. L'offerta di liquidità si è ridotta a causa delle minori consistenze detenute dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) a seguito della cessazione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA all'inizio di luglio 2023 e dei reinvestimenti nel quadro del PEPP a fine dicembre 2024. Il calo dell'offerta di liquidità riflette anche la scadenza, in data 18 dicembre 2024, dell'ultima operazione nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), in quanto tale operazione ha continuato ad avere un impatto sulle consistenze medie del periodo di riferimento precedente. Tale calo è stato in parte compensato dalla continua riduzione dell'assorbimento di liquidità attraverso i fattori autonomi netti.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo di riferimento il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 69 miliardi di euro, scendendo a 1.354 miliardi. Ciò ha rispecchiato il fatto che i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati in misura minore rispetto ai fattori autonomi di immissione della liquidità (cfr. la tavola A). Le riserve obbligatorie minime sono aumentate di 3 miliardi di euro, portandosi a 167 miliardi, con un effetto solo marginale sulla variazione del fabbisogno aggregato di liquidità.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati di 61 miliardi di euro, principalmente a causa di un incremento degli altri fattori autonomi. In media, gli altri fattori autonomi netti sono aumentati di 63 miliardi di euro. L'aumento è dovuto principalmente a un incremento di circa 79 miliardi di euro dei conti di rivalutazione per effetto del rialzo dei prezzi dell'oro (cfr., di seguito, il paragrafo sui fattori autonomi di immissione di liquidità), parzialmente compensato dalla diminuzione del capitale e delle riserve dopo le perdite occorse nel 2024. I depositi delle amministrazioni pubbliche hanno registrato una lieve contrazione di 2 miliardi di euro, collocandosi a 109 miliardi. Il calo complessivo di questa voce dal 2022 riflette la normalizzazione delle riserve di liquidità detenute dalle tesorerie nazionali, nonché le variazioni nella remunerazione

dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema, che hanno reso finanziariamente più appetibile collocare fondi sul mercato. Nel periodo di riferimento il valore medio delle banconote in circolazione è rimasto stabile, collocandosi a 1.569 miliardi di euro. La domanda di banconote continua a essere sostanzialmente stabile, dopo aver raggiunto il livello massimo a luglio 2022.

I fattori autonomi di immissione della liquidità sono aumentati di 133 miliardi di euro, principalmente per effetto di un incremento delle attività nette sull'estero pari a 85 miliardi di euro. Tale aumento è sostanzialmente riconducibile al rincaro dell'oro. Nel periodo di riferimento le attività nette denominate in euro sono aumentate di 48 miliardi di euro.

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 5 febbraio - 22 aprile 2025						Periodo di riferimento precedente: 23 ottobre 2024 - 4 febbraio 2025	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: 5 febbraio - 11 marzo 2025		Secondo periodo di mantenimento: 12 marzo - 22 aprile 2025		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di assorbimento della liquidità	2.801	(+61)	2.772	(+16)	2.825	(+53)	2.739	(+54)
Banconote in circolazione	1.569	(-0)	1.567	(-10)	1.571	(+4)	1.569	(+7)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	109	(-2)	119	(+12)	101	(-18)	111	(-7)
Altri fattori autonomi (netti) ¹⁾	1.122	(+63)	1.086	(+14)	1.152	(+67)	1.059	(+54)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	5	(-0)	6	(-1)	5	(-0)	6	(-1)
Riserve obbligatorie minime²⁾	167	(+3)	167	(+3)	166	(-0)	164	(+1)
Depositi presso la banca centrale	2.825	(-92)	2.847	(-58)	2.807	(-40)	2.917	(-115)
Operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) di assorbimento di liquidità	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Fonte: BCE.

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

1) Calcolati come somma fra i conti di rivalutazione, le altre attività e passività dei residenti dell'area dell'euro, il capitale e le riserve.

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

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 5 febbraio - 22 aprile 2025						Periodo di riferimento precedente: 23 ottobre 2024 - 4 febbraio 2025	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: 5 febbraio - 11 marzo 2025		Secondo periodo di mantenimento: 12 marzo - 22 aprile 2025		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di immissione della liquidità	1.613	(+133)	1.560	(+32)	1.657	(+97)	1.480	(+93)
Attività nette sull'estero	1.256	(+85)	1.219	(+21)	1.286	(+67)	1.170	(+71)
Attività nette denominate in euro	357	(+48)	341	(+12)	371	(+30)	309	(+22)
Strumenti di politica monetaria	4.185	(-162)	4.231	(-73)	4.146	(-84)	4.346	(-154)
Operazioni di mercato aperto	4.185	(-162)	4.231	(-73)	4.146	(-84)	4.346	(-154)
Operazioni di credito	26	(-14)	27	(-2)	24	(-2)	40	(-37)
- ORP	9	(-1)	8	(-2)	10	(+2)	10	(+5)
- ORLT a tre mesi	16	(+2)	18	(+1)	15	(-4)	14	(+5)
- OMRLT-III	0	(-16)	0	(+0)	0	(+0)	16	(-46)
Portafogli definitivi ¹⁾	4.159	(-147)	4.204	(-71)	4.122	(-82)	4.306	(-118)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)

Fonte: BCE.

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

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

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 5 febbraio - 22 aprile 2025						Periodo di riferimento precedente: 23 ottobre 2024 - 4 febbraio 2025	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: 5 febbraio - 11 marzo 2025		Secondo periodo di mantenimento: 12 marzo - 22 aprile 2025		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità¹⁾	1.354	(-69)	1.378	(-14)	1.334	(-44)	1.423	(-39)
Fattori autonomi netti²⁾	1.188	(-72)	1.211	(-17)	1.168	(-44)	1.260	(-40)
Liquidità in eccesso³⁾	2.830	(-92)	2.852	(-59)	2.812	(-40)	2.923	(-116)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 5 febbraio - 22 aprile 2025				Periodo di riferimento precedente: 23 ottobre 2024 - 4 febbraio 2025			
	Primo periodo di mantenimento: 5 febbraio - 11 marzo 2025		Secondo periodo di mantenimento: 12 marzo - 22 aprile 2025		Settimo periodo di mantenimento: 23 ottobre - 17 dicembre 2024		Ottavo periodo di mantenimento: 18 dicembre 2024 - 4 febbraio 2025	
ORP	2,90	(-0,25)	2,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)
Operazioni di rifinanziamento marginale	3,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)	3,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)
Depositi presso la banca centrale	2,75	(-0,25)	2,50	(-0,25)	3,25	(-0,25)	3,00	(-0,25)
€STR	2,67	(-0,25)	2,42	(-0,25)	3,16	(-0,25)	2,92	(-0,25)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	2,73	(-0,23)	2,49	(-0,25)	3,23	(-0,26)	2,97	(-0,26)

Fonti: BCE, CME Group e Bloomberg.

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

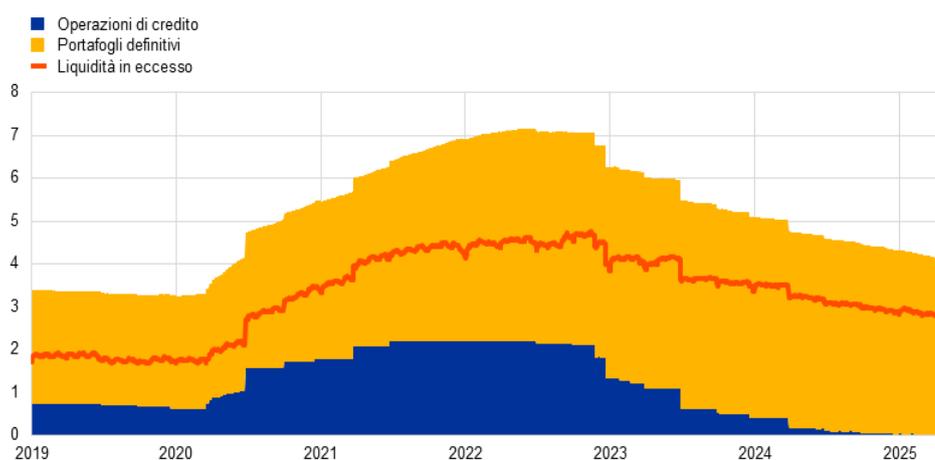
Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 162 miliardi di euro, raggiungendo 4.185 miliardi (cfr. il grafico A). Il calo dell'offerta di liquidità è stato determinato principalmente da una riduzione dei portafogli definitivi dell'Eurosistema e, in misura minore, delle operazioni di credito.

Grafico A

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

(migliaia di miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 22 aprile 2025.

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta tramite i portafogli definitivi detenuti è diminuito di 147 miliardi di euro, collocandosi

a 4.159 miliardi. Tale diminuzione è riconducibile al proseguire delle scadenze dei titoli detenuti nell'ambito del PAA e del PEPP in assenza di reinvestimenti¹.

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 14 miliardi di euro, collocandosi a 26 miliardi. Tale diminuzione ha riflesso in larga misura la riduzione degli importi in essere delle OMRLT-III a seguito della scadenza dell'ultima operazione di questa serie il 18 dicembre 2024 (29 miliardi di euro). L'importo medio in essere delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) ha registrato una lieve diminuzione di 1 miliardo di euro, collocandosi a 9 miliardi, mentre quello delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi è aumentato leggermente, di 2 miliardi, portandosi a 16 miliardi. La partecipazione relativamente limitata delle banche a queste operazioni regolari, nonostante i rimborsi delle OMRLT, riflette la loro adeguata posizione di liquidità in termini aggregati e la disponibilità di fonti alternative di finanziamento a tassi di mercato e scadenze appetibili.

Liquidità in eccesso

Nel periodo di riferimento la liquidità media in eccesso è diminuita di 92 miliardi di euro, collocandosi a 2.830 miliardi (cfr. il grafico A). La liquidità in eccesso è calcolata come somma tra le disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario mediante strumenti di politica monetaria e il fabbisogno di liquidità delle banche a copertura delle riserve obbligatorie. Dopo aver raggiunto un massimo di 4.748 miliardi di euro a novembre 2022, la liquidità in eccesso è diminuita costantemente.

Andamenti dei tassi di interesse

In due occasioni nel corso del periodo di riferimento il Consiglio direttivo ha ridotto di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, incluso il tasso sui depositi presso la banca centrale, attraverso il quale orienta la politica monetaria. Di conseguenza il tasso sui depositi presso la banca centrale, quello sulle ORP e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sono scesi rispettivamente al 2,25, al 2,40 e al 2,65 per cento, con effetto dal giorno successivo alla fine del periodo di riferimento.

Nel periodo di riferimento la dinamica dell'€STR medio ha rispecchiato le riduzioni dei tassi della BCE, mantenendo allo stesso tempo un differenziale negativo con il tasso sui depositi presso la banca centrale. In media, nel periodo di riferimento l'€STR si è collocato 8,4 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, rimanendo invariato rispetto al settimo e all'ottavo periodo

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

di mantenimento del 2024. La trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi del mercato monetario non garantito è stata completa e immediata.

Anche la trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi dei pronti contro termine è stata ordinata e immediata. Il tasso medio sui pronti contro termine per l'area dell'euro, misurato dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index), si è mantenuto più vicino al tasso sui depositi presso la banca centrale che all'€STR. In media, nel periodo di riferimento il tasso sulle operazioni pronti contro termine si è collocato su un livello inferiore di 1,3 punti base rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale, a fronte di un differenziale di 2,6 punti base nel settimo e ottavo periodo di mantenimento del 2024. La contrazione continua e graduale del differenziale tra i tassi sui pronti contro termine e il tasso sui depositi presso la banca centrale riflette la crescente disponibilità di garanzie a seguito di una maggiore emissione netta, lo svincolo delle garanzie stanziata a fronte delle OMRLT in scadenza/rimborsate e il calo dei titoli detenuti dall'Eurosistema nell'ambito del PAA e del PEPP. Un altro fattore che ha ulteriormente contribuito alle pressioni al rialzo sui tassi dei pronti contro termine è stato l'aumento della domanda da parte degli investitori a elevata leva finanziaria per finanziare le posizioni lunghe in obbligazioni.

Articoli

1 La trasmissione della politica monetaria: dai tassi sui mutui ipotecari ai consumi

a cura di Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino e Larissa Zimmermann

1 Introduzione

La politica monetaria influenza i consumi attraverso molteplici canali, con effetti diversi sulle decisioni delle famiglie. Mantenendo la stabilità dei prezzi, la politica monetaria sostiene i consumi nel medio periodo, dal momento che salvaguarda il potere d'acquisto delle famiglie. Nel breve periodo, tuttavia, un orientamento più restrittivo della politica monetaria generalmente frena i consumi privati¹. In primo luogo, il rialzo dei tassi di interesse riduce i consumi correnti, in quanto accresce l'appetibilità del risparmio attraverso il "canale della sostituzione intertemporale". Le decisioni di consumo, inoltre, reagiscono alle variazioni dei tassi di riferimento perché questi influenzano i prezzi delle attività finanziarie e reali, generando effetti ricchezza (il canale del bilancio della politica monetaria). Parallelamente, le variazioni dei tassi di interesse hanno effetti sull'economia reale e sull'evolvere delle condizioni del mercato del lavoro, modificando così le prospettive di reddito, con conseguenze per le decisioni di consumo delle famiglie. La politica monetaria, in aggiunta, influisce sui loro bilanci mediante l'impatto che esercita sui flussi di cassa derivanti dalle passività e dalle attività delle famiglie. Tassi di interesse più elevati accrescono la spesa per interessi delle famiglie indebitate, riducendo il flusso di cassa disponibile per i consumi, e al tempo stesso incrementano il reddito da interessi sulle attività fruttifere, aumentando il flusso di cassa dei loro detentori. Data l'azione opposta di queste due forze, l'entità e il segno degli effetti complessivi sui flussi di cassa di ogni singola famiglia dipendono dalla posizione netta di ciascuna rispetto ai tassi di interesse². Questo meccanismo è solitamente indicato come il canale dei flussi di cassa della politica monetaria.

A seguito dei rialzi dei tassi di riferimento, il canale dei flussi di cassa della politica monetaria può rappresentare un persistente freno ai consumi.

Il presente articolo analizza l'impatto delle decisioni di politica monetaria attraverso le variazioni dei costi per il servizio del debito e, in particolare, dei pagamenti dei mutui ipotecari, prescindendo da altri canali diretti e dagli effetti di equilibrio

¹ Cfr., ad esempio, Peersman, G. e Smets, F., "The monetary transmission mechanism in the euro area: evidence from VAR analysis", in Angeloni, I., Kashyap, A.K. e Mojon, B. (a cura di), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

² Cfr. Auclert, A., "Monetary Policy and the Redistribution Channel", *American Economic Review*, vol. 109, n. 6, 2019, pagg. 2333-67.

generale³. Questo approccio è dettato dalla rilevanza dei mutui ipotecari per le famiglie dell'area dell'euro, dal momento che una su quattro è titolare di un mutuo, nonché dall'eterogeneità tra paesi e fasce di reddito che caratterizza il mercato dei mutui dell'area. A tal fine si presentano nuove evidenze basate sulle informazioni a livello di nucleo familiare riguardanti i tempi di variazione dei pagamenti dei mutui e dei consumi ricavate dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES). In particolare si illustra la probabilità che, per effetto a) della maggiore incidenza dei mutui a tasso fisso rispetto al passato e b) del minore differenziale tra i tassi di interesse sulle consistenze in essere e i tassi sui nuovi prestiti rispetto all'avvio dei precedenti cicli di inasprimento della politica monetaria, nel ciclo restrittivo 2022-2023 l'impatto sui consumi attraverso il canale dei mutui ipotecari sia più prolungato. L'obiettivo è quantificare questo specifico effetto. Altri fattori potrebbero agire nella direzione opposta, come gli andamenti positivi dei redditi reali dovuti alla ripresa dalle recenti crisi e la possibile riduzione degli elevati livelli di risparmio, in qualche misura determinati dall'incertezza o da errate percezioni del reddito⁴. La restante parte del presente articolo escluderà dall'analisi questi altri canali, concentrandosi esclusivamente sulla quantificazione degli effetti ritardati dell'inasprimento attraverso il canale dei flussi di cassa legato ai mutui ipotecari.

2 Il profilo del mercato dei mutui ipotecari nell'area dell'euro

Le differenti strutture dei contratti di mutuo tra i vari paesi determinano la tempistica degli effetti. Durante il periodo di inasprimento del 2022-2023, la spesa per interessi sui mutui a tasso variabile ha reagito rapidamente. Per molte famiglie, tuttavia, l'aumento degli esborsi per i mutui non si è ancora verificato; avrà luogo quando i loro tassi fissi rinegoziabili (ad esempio, dopo cinque o dieci anni) giungeranno a scadenza e saranno rinnovati ai nuovi tassi di mercato. I nuovi tassi saranno probabilmente più elevati dato che la sottoscrizione di molti di questi prestiti è avvenuta in un periodo di tassi più contenuti sui mutui ipotecari. Nell'area dell'euro circa un quarto dei mutui è a tasso variabile puro, mentre poco più di un terzo presenta tassi fissi per oltre dieci anni. I restanti mutui sono a tasso fisso per diversi anni e destinati a essere successivamente rinegoziati (cfr. il grafico 1). La distribuzione di questi periodi di determinazione dei tassi sui mutui comporterà una loro rinegoziazione scaglionata nei prossimi anni, che indurrà tassi di interesse più elevati. In totale, attualmente, circa il 10 per cento di tutti i prestiti presenta tassi di interesse fissi che saranno adeguati nel prossimo triennio, mentre il 20 per cento

³ Cfr. Di Maggio, M., Kermani, A., Keys, B.J., Piskorski, T., Ramcharan, R., Seru, A. e Yao, V., "Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging", *American Economic Review*, vol. 107, n. 11, 2017, pagg. 3550-88; Floden, M., Kilstrom, M., Sigurdsson, J. e Vestman, R., "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel", *Swedish House of Finance Research Paper*, n. 16-8, 2017; Kaplan, G., Moll, B. e Violante, G.L., "Monetary Policy According to HANK", *American Economic Review*, vol. 108, n. 3, 2018, pagg. 697-743; e Slacalek, J., Tristani, O. e Violante, G.L., "Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 115, 2020.

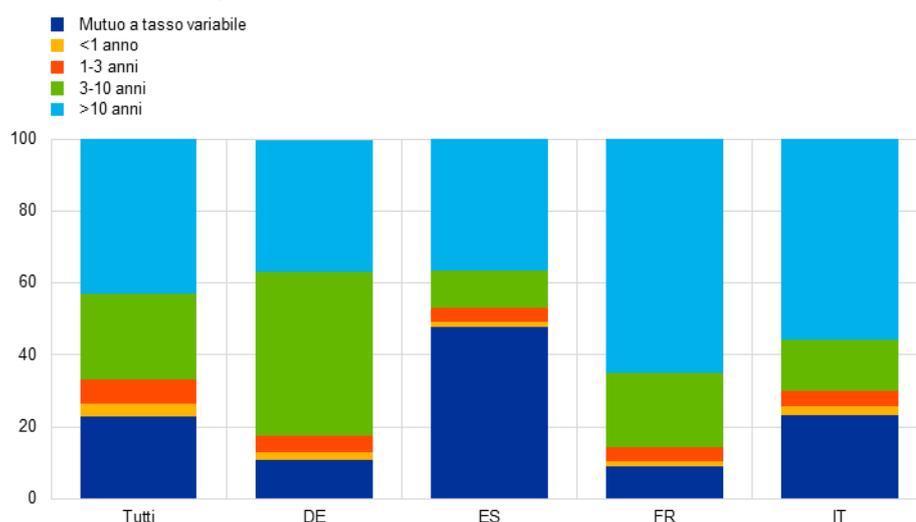
⁴ Cfr., ad esempio, il riquadro 4 [Le determinanti dell'elevato tasso di risparmio delle famiglie nell'area dell'euro](#) nel numero 8/2024 di questo Bollettino e il riquadro 2 [Aumento dei redditi reali: vero o presunto? Il ruolo che le percezioni delle famiglie svolgono nei consumi](#) nel numero 1/2025 di questo Bollettino.

sarà rinegoziato entro il 2030⁵. Questa ripartizione differisce da paese a paese. Tra le maggiori economie dell'area dell'euro, i mutui a tasso variabile sono tradizionalmente più diffusi in Spagna e, in misura minore, in Italia, mentre almeno un certo grado di determinazione del tasso è più comune in Germania e in Francia. In sintesi, la struttura prevalente dei prestiti implica che l'effetto delle variazioni dei tassi di interesse sui pagamenti dei mutui sia soggetto a un notevole ritardo.

Grafico 1

Periodo residuo di determinazione del tasso di interesse per paese

(percentuali di debitori ipotecari)



Fonti: BCE (indagine CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: le statistiche sono calcolate a partire dal modulo dell'indagine CES relativo alle abitazioni somministrato a febbraio 2025. La voce "Tutti" si riferisce a tutti i paesi inclusi nel campione dell'indagine CES: Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Le quote sono calcolate sugli intervistati che hanno un mutuo in essere e rappresentano le percentuali degli intervistati riscalate in base ai pesi annuali dell'indagine relativi alla popolazione e ai saldi dei singoli prestiti in essere. Gli ultimi dati si riferiscono a febbraio 2025.

L'intervallo di ridefinizione dei tassi sui mutui ipotecari varia anche all'interno dei singoli paesi: periodi più brevi di determinazione del tasso sono maggiormente diffusi tra le famiglie nelle fasce inferiori di reddito.

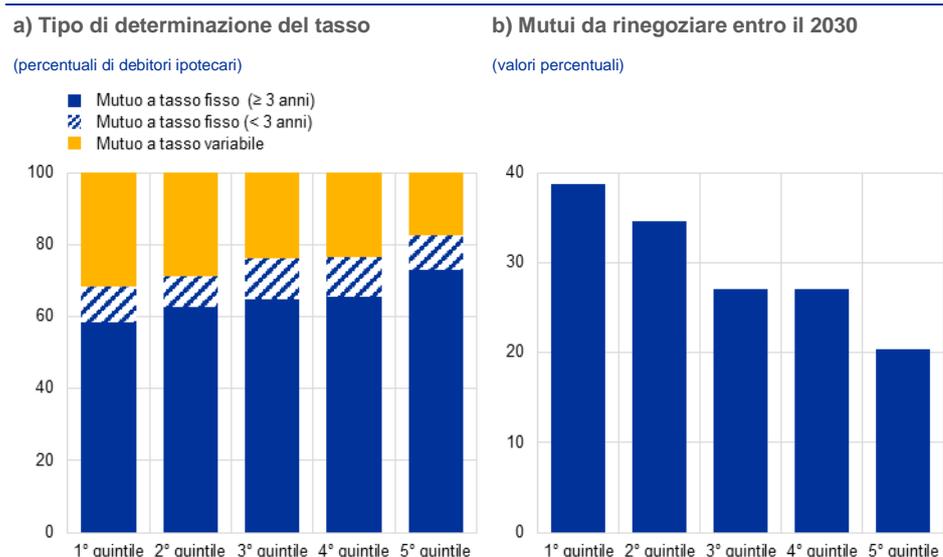
Le famiglie mutuatarie a più basso reddito hanno maggiori probabilità di essere titolari di mutui a tasso variabile o di mutui a tasso fisso con ricalcolo del tasso a distanza di pochi anni. Nel 20 per cento inferiore della distribuzione del reddito all'interno di un paese, il 32 per cento dei mutui ipotecari è a tasso variabile, rispetto al 17 per cento del quintile più elevato (cfr. il pannello a) del grafico 2). Inoltre, tra le famiglie con redditi più bassi, anche i mutui ipotecari destinati alla rinegoziazione oltre i tre anni hanno un periodo medio di fissazione del tasso più breve rispetto alla stessa tipologia di mutui detenuti da famiglie più ricche. Ne consegue che circa il 39 per cento del totale dei prestiti alle famiglie a più basso reddito sarà rinegoziato entro il 2030, a fronte del solo 20 per cento circa nel caso del quintile di reddito più alto (cfr. il pannello b) del grafico 2). La quota di debitori ipotecari esposti a un aumento dei pagamenti dei mutui nei prossimi anni è quindi molto più elevata tra i debitori più poveri rispetto ai più ricchi, in quanto la distribuzione delle tipologie di mutuo varia a seconda dei redditi, anche se la riduzione dei tassi di interesse a partire da giugno 2024

⁵ Tutti i dati presentati sono ponderati per la popolazione e l'entità del prestito.

attenuerà l'impatto di tale esposizione. La motivazione potrebbe risiedere nei vincoli finanziari, nelle limitazioni informative e nei livelli di alfabetizzazione finanziaria. In primo luogo, nel breve periodo è generalmente più oneroso scegliere un mutuo ipotecario a tasso fisso quando i tassi di mercato correnti sono bassi. Ciò induce le famiglie meno abbienti o con maggiori vincoli di liquidità a optare, in periodi caratterizzati da bassi tassi di interesse, per contratti più appetibili nel breve termine, solitamente rappresentati dai mutui a tasso variabile. In secondo luogo, le famiglie a più alto reddito hanno accesso a informazioni e servizi che migliorano le scelte (ad esempio, accesso a mediatori creditizi o ad altri servizi dedicati). Infine, le famiglie con redditi più elevati tendono ad avere livelli superiori di alfabetizzazione finanziaria⁶. Ciò potrebbe spiegare perché è più probabile che scelgano mutui con tassi fissi per periodi più lunghi (in fasi di tassi di interesse bassi), malgrado i maggiori costi iniziali, che riflettono in parte l'onere della copertura contro il rischio di tasso di interesse quando tale rischio è costoso.

Grafico 2

Periodo residuo di determinazione del tasso di interesse e quota di mutui rinegoziabili per quintile di reddito



Fonti: BCE (indagine CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le differenze nei profili di determinazione dei tassi sui mutui ipotecari tra le diverse fasce di reddito, dal 1° quintile (reddito più basso) al 5° quintile (reddito più alto). Il pannello a) illustra la struttura di determinazione dei tassi sui mutui ipotecari per ciascun quintile di reddito; i quintili sono calcolati tra tutte le famiglie di ciascun paese. L'area blu tratteggiata si riferisce ai prestiti a tasso fisso destinati a essere rinegoziati entro i tre anni successivi. L'area blu corrisponde alla quota di mutui a tasso fisso con orizzonti di determinazione del tasso più lunghi. Il pannello b) illustra la quota media di prestiti rinegoziabili per anno (percentuale esposta al rischio di tasso di interesse) in tutti gli anni di proiezione (2025-2030) per quintile di reddito. Gli ultimi dati si riferiscono a febbraio 2025.

3 L'inasprimento della politica monetaria: simulazione dell'evoluzione dei tassi medi sui mutui ipotecari in essere

Da quando la BCE ha iniziato a ridurre i tassi di riferimento, il tasso di interesse medio sulle consistenze dei mutui ipotecari è rimasto finora

⁶ Cfr. Lusardi, A. e Mitchell, O., "The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence", *Journal of Economic Literature*, vol. 52, 2014, pagg. 5-44.

sostanzialmente invariato, nonostante il calo dei tassi sui nuovi prestiti. Ciò si deve al contributo di due fattori distinti: in primo luogo, il calo dei tassi di mercato ha fatto diminuire il tasso applicato ai mutui a tasso variabile, ma i mutui con periodi di determinazione limitata del tasso continuano a essere rinegoziati a tassi più elevati rispetto a quelli a cui sono stati stipulati; in secondo luogo, i prestiti erogati in passato a condizioni particolarmente favorevoli vengono progressivamente rimborsati, mentre i nuovi mutui sono erogati a nuove condizioni. In altre parole, la trasmissione del tasso sui nuovi finanziamenti al tasso sulle consistenze dei prestiti dipenderà non solo dall'andamento dei tassi creditizi, ma anche dalla dinamica dei prestiti e dalla distribuzione congiunta delle scadenze residue, dei periodi di determinazione residui e dei tassi medi attualmente corrisposti sulle consistenze dei prestiti. Dal momento che i mutui ipotecari hanno scadenze lunghe, questa distribuzione congiunta dipenderà a sua volta dalla storia recente dei cicli di politica monetaria e dalla dinamica del credito. I modelli standard di serie storiche stimati su campioni brevi sono poco adatti a cogliere il modo in cui questi diversi fattori agiscono.

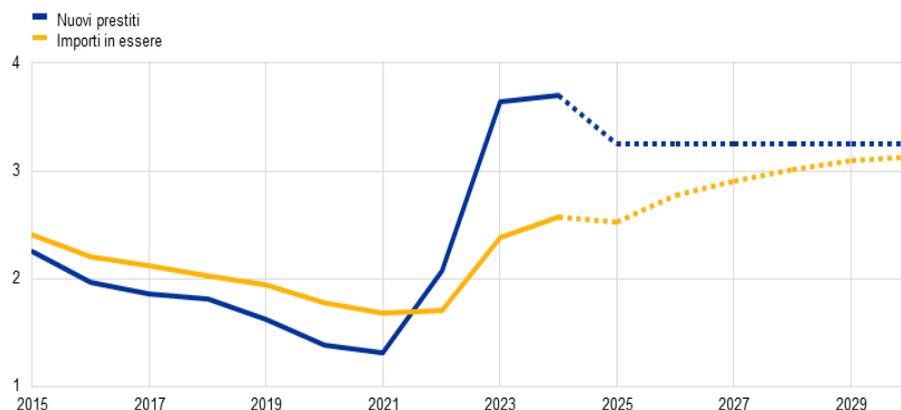
Utilizzando i microdati dettagliati dell'indagine CES, è stato sviluppato un approccio di "micro-simulazione" per proiettare, e poter successivamente aggregare, gli andamenti della spesa per interessi sui prestiti a livello delle famiglie. Tale approccio consente di simulare i tassi sulle consistenze dei mutui coerentemente con la distribuzione in essere dei mutui ipotecari, e utilizza l'intera distribuzione dei prestiti a livello di famiglia, compresi le consistenze in essere, i tassi di interesse corrisposti, il tempo intercorrente fino al successivo ricalcolo dei tassi di interesse e la scadenza. Si ipotizza che i tassi sui nuovi prestiti rimangano costanti al livello più recente disponibile (cfr. la linea blu tratteggiata nel pannello a) del grafico 3). Ciò consente di prescindere da ulteriori pressioni al rialzo sui tassi di interesse a lungo termine, attualmente incorporate nelle curve a termine. Successivamente si stima la traiettoria del tasso per ogni singolo prestito, correggendo nell'anno di rinegoziazione il tasso di interesse dei prestiti esistenti con periodi di determinazione in scadenza (e facendo altrettanto ogni anno per i mutui a tasso variabile) con il tasso di interesse atteso sui nuovi mutui. I prestiti destinati a giungere a scadenza entro la fine di ciascun anno di proiezione vengono esclusi dalle consistenze. Infine, si aggiungono i nuovi prestiti, selezionati con campionamento casuale dai dati dell'indagine, cui si applica il tasso simulato, ipotizzando nel contempo che anche la crescita del credito rimanga costante all'ultimo livello osservato. Viene inoltre calcolato un premio per il rischio per quintile di reddito, utilizzando informazioni sul reddito dei mutuatari, che è calibrato sui premi per il rischio a livello nazionale e applicato alle simulazioni specifiche per paese sia per i nuovi prestiti sia per i mutui ipotecari con tasso ricalcolato. I tassi di interesse dei nuovi mutui ipotecari, nonché di quelli a tasso variabile e fisso, sono successivamente aggregati e ponderati per una combinazione di pesi relativi alla popolazione e ai saldi in essere.

Grafico 3

Simulazioni dei tassi sui prestiti

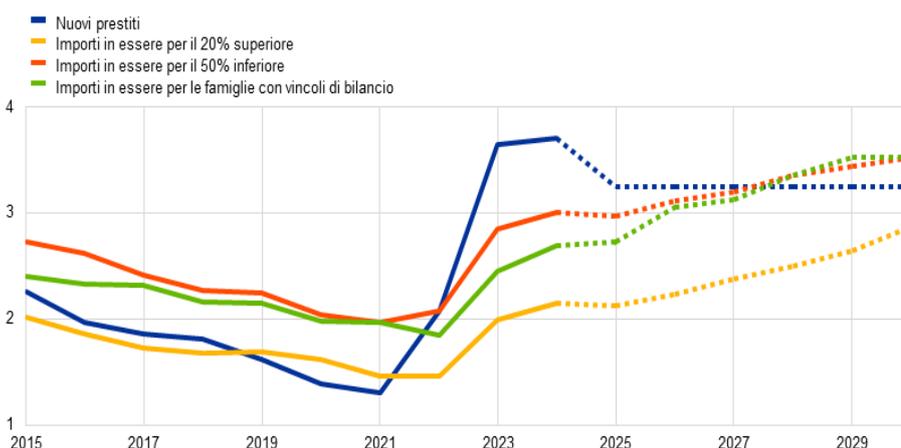
a) Aggregata

(valori percentuali in ragione d'anno)



b) Per fascia di reddito

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE (MIR, BSI, indagine CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra gli andamenti dei tassi di interesse per i nuovi prestiti (media annua) e le consistenze in essere (dati di fine anno) dei mutui alle famiglie. La micro-simulazione (pannello a): linea gialla, pannello b): linee gialle, rosse e verdi considera l'intera serie di informazioni disponibili a livello individuale e, nel periodo compreso tra il 2025 e il 2030, proietta il tasso sulle consistenze in essere, utilizzando le informazioni sul periodo residuo di determinazione del tasso di interesse dei mutui a livello individuale. Per ogni anno di proiezione si calcola il tasso di interesse sulla base delle consistenze dei mutui ipotecari inclusi nel campione di febbraio 2025, correggendo nell'anno di rinegoziazione il tasso di interesse dei prestiti esistenti con periodi di determinazione in scadenza e i mutui a tasso variabile con le ultime informazioni nazionali disponibili per il tasso sui nuovi mutui. Viene calcolato un premio di rischio per quantile di reddito utilizzando le informazioni relative ai redditi delle famiglie, applicandolo ai profili del tasso sui nuovi prestiti specifici per paese e calibrandolo sui premi per il rischio paese a livello macro. Per generare il tasso dell'indagine CES retrospettivo sulle consistenze in essere, i tassi di interesse sulle consistenze dei mutui a tasso fisso riportati da tutti gli intervistati vengono aggregati a partire dall'anno in cui i mutui sono stati stipulati. Per famiglie con vincoli di bilancio si intendono quelle le cui spese abitative e alimentari sono superiori al 75 per cento del reddito totale. Gli ultimi dati si riferiscono a febbraio 2025 per le consistenze dei mutui ipotecari desunte dall'indagine CES e a marzo 2025 per i dati sui tassi di interesse delle IFM (MFI Interest Rate, MIR) e quelli ricavati dalle voci di bilancio (Balance Sheet Items, BSI).

I tassi di interesse sulle consistenze dei finanziamenti dovrebbero continuare ad aumentare fintantoché rimarranno al di sotto dei tassi sui nuovi prestiti.

L'esercizio mostra che dalla metà del 2025 i tassi applicati sulle consistenze dei prestiti dovrebbero aumentare (cfr. la linea gialla tratteggiata nel pannello a) del grafico 3), anche qualora i tassi sui nuovi prestiti rimanessero costanti e non si tenesse conto dell'incremento atteso dei tassi di mercato a lungo termine.

Intuitivamente, ciò dovrebbe proseguire fino a quando il tasso sulle consistenze dei prestiti rimarrà al di sotto del tasso sui nuovi prestiti. I tassi sulle consistenze in

essere si collocano attualmente intorno al 2,4 per cento e dovrebbero convergere verso il tasso sui nuovi prestiti su un livello di equilibrio di circa il 3,3 per cento. Il fatto che, secondo la proiezione, il tasso sulle consistenze dei prestiti continuerà ad aumentare, nonostante il calo del tasso sulle nuove erogazioni dal suo livello massimo, contrasta con i precedenti cicli di allentamento e rimanda a tre fattori: 1) un ciclo di rialzo avviatosi dopo un lungo periodo di tassi bassi durante il quale i tassi sullo stock di prestiti avevano registrato una convergenza verso livelli contenuti, 2) una trasmissione non ancora completa dei rialzi dei tassi dovuta a una quota più elevata di mutui a tasso fisso, nonché al ritmo e all'entità del ciclo di inasprimento, e 3) il fatto che si stima che l'attuale ciclo dei tassi di interesse lascerà i tassi sui nuovi prestiti a livelli più alti rispetto al periodo precedente il 2021. Nel riquadro 1 si modellizzano gli effetti ipotetici dell'attuale ciclo di allentamento qualora esso avesse avuto luogo nel contesto della configurazione dei tassi sui prestiti in vigore all'inizio del precedente ciclo di allentamento, nell'ottobre 2008.

Riquadro 1

La dipendenza dalle condizioni economiche della politica monetaria: differenze di trasmissione nei cicli di allentamento

a cura di Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino e Larissa Zimmermann

A differenza dei precedenti cicli di allentamento, i tassi di interesse sulle consistenze dei prestiti dovrebbero continuare ad aumentare nonostante le recenti riduzioni dei tassi. Ciò è dovuto al fatto che la trasmissione delle precedenti variazioni dei tassi di riferimento alle consistenze dei prestiti è ancora meno completa rispetto al passato. Ciò è riscontrabile in un semplice dato statistico riassuntivo: la differenza tra il tasso che le famiglie pagano sull'ammontare dei loro prestiti e quello che le stesse pagherebbero su eventuali nuovi finanziamenti⁷. Tale divario è apparso storicamente elevato all'inizio dell'attuale ciclo di allentamento: esso si è collocato a 1,4 punti percentuali a maggio 2024, contro lo 0,4 nell'ottobre 2008 (cfr. il grafico A). Ciò è riconducibile al calo della quota dei mutui a tasso variabile e alle specificità del periodo intorno all'ultimo ciclo di inasprimento, come illustrato in dettaglio nel testo del presente articolo.

⁷ Questo dato statistico riassuntivo è altresì ritenuto rilevante per il canale di rifinanziamento della politica monetaria in Eichenbaum, M., Rebelo, S. e Wong, A., "State-dependent effects of monetary policy: The refinancing channel", *American Economic Review*, vol. 112, n. 3, 2022, pagg. 721-761.

Grafico A

Tasso sui prestiti relativo alle nuove operazioni e alle consistenze in essere nei vari cicli di allentamento

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE (MIR) ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee verticali sono tracciate nel mese precedente la prima riduzione del tasso di ogni ciclo di allentamento. L'ultima osservazione si riferisce a marzo 2025.

Per valutare come tali effetti attenuino l'impatto delle riduzioni dei tassi sui pagamenti dei mutui ipotecari e sui consumi, viene condotta una simulazione controfattuale dei tassi sulle consistenze in essere, iniziando dal differenziale tra i tassi sulle nuove operazioni e sulle consistenze in essere all'inizio del precedente ciclo di allentamento (cfr. il grafico B). A tal fine, si mantiene la stessa distribuzione dei prestiti, per scadenze residue e periodi di determinazione del tasso, ricavata dall'ultima indagine CES, ma riportando i tassi applicati a ciascuna categoria a quelli vigenti nell'ottobre 2008: i prestiti compresi nella categoria dei mutui a tasso variabile sono fissati al tasso medio di prestito sulle nuove operazioni con periodi brevi di determinazione in vigore nell'ottobre 2008; i prestiti a tasso fisso sono fissati al tasso sui prestiti con periodi di determinazione brevi o lunghi vigente al momento dell'emissione⁸. Le stesse variazioni dei tassi sui nuovi prestiti e dei volumi dei prestiti osservate nella simulazione di base vengono poi utilizzate per produrre una simulazione controfattuale dei tassi di interesse sui prestiti in essere a ottobre 2008, che viene infine utilizzata per produrre un'analoga simulazione a partire da maggio 2024.

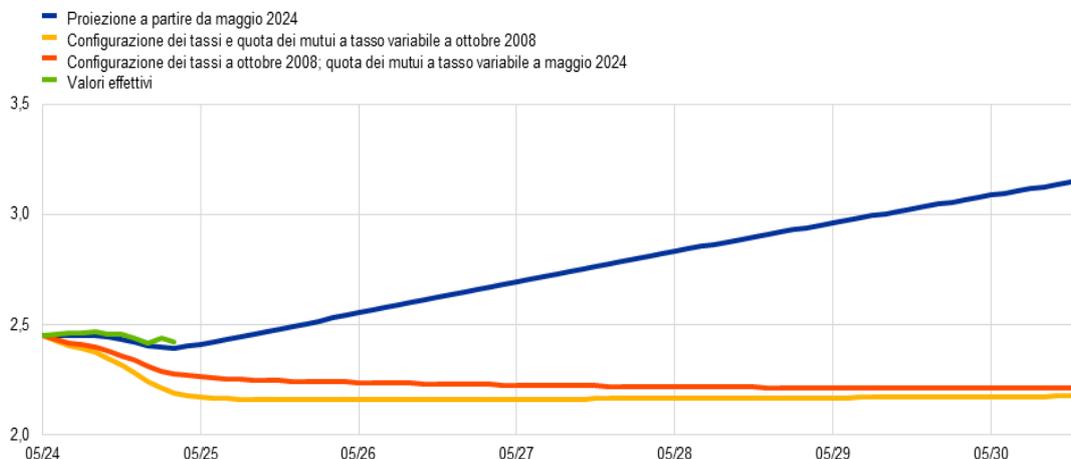
Se la configurazione dei tassi di ottobre 2008 fosse stata in vigore nel maggio 2024, il tasso medio sarebbe diminuito più rapidamente fino a metà 2025 e si sarebbe in seguito appiattito, anziché tornare ad aumentare (cfr. la linea rossa nel grafico B). Il tasso di interesse sulle consistenze dei prestiti sarebbe stato inferiore di circa 0,6 punti percentuali a partire dalla fine del 2027 e di ben 1,1 punti percentuali alla fine del 2030. Facendo lo stesso esercizio controfattuale, e adattando nel contempo la quota di prenditori di mutui a tasso variabile al livello osservato a ottobre 2008 (cfr. la linea gialla nel grafico B), emerge che la quota attualmente inferiore di tali prenditori spiega meno del 10 per cento del livello più elevato dei tassi sulle consistenze in essere alla fine del 2027. Il fatto che il tasso sulle consistenze dei prestiti sarebbe diminuito nella simulazione controfattuale indica che non vi sarebbe stato un ulteriore freno ai consumi.

⁸ Tutti i tassi sui prestiti a tasso fisso sono successivamente corretti dello stesso ammontare in modo da corrispondere al tasso aggregato sulle consistenze in essere di ottobre 2008.

Grafico B

Variazioni controfattuali dei tassi sulle consistenze in essere

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE (MIR, BSI, indagine CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: la simulazione controfattuale di settembre 2008 è costruita mantenendo invariata la distribuzione dei prestiti per scadenza originaria, scadenza residua e tipo di tasso, e spostando indietro i tassi iniziali sui prestiti per ciascuna categoria. I prestiti compresi nella categoria dei mutui a tasso variabile sono fissati al tasso medio di prestito sulle nuove operazioni con periodi brevi di determinazione stipulati tra agosto e settembre 2008; i prestiti rientranti nella categoria dei mutui a tasso fisso sono fissati al tasso sui prestiti con periodi di determinazione brevi o lunghi vigente al momento dell'emissione. Tutti i tassi sui mutui a tasso fisso sono corretti dello stesso ammontare in modo da corrispondere al tasso aggregato sulle consistenze in essere a settembre 2008. L'importo dei mutui a tasso variabile viene poi riscalato in modo da corrispondere all'aggregato di settembre 2008 per lo scenario controfattuale, tenendo anche conto della quota più elevata di mutui a tasso variabile registrata in passato. I valori effettivi e le proiezioni per le variazioni dei tassi sui prestiti e per la crescita di questi a partire da maggio 2024 sono poi ricavati dall'attuale esercizio di proiezione macroeconomica generale e utilizzati per formulare previsioni a partire dai livelli di settembre 2008. Gli ultimi dati si riferiscono a febbraio 2025 per l'indagine CES e a marzo 2025 per i dati sui tassi di interesse delle IFM (MFI Interest Rate, MIR) e quelli ricavati dalle voci di bilancio (Balance Sheet Items, BSI).

Il tasso medio sui mutui in essere è aumentato in misura maggiore per le famiglie più povere e con maggiori vincoli di bilancio. L'inasprimento ha

innalzato il tasso di interesse medio nel 2024 a circa il 3 per cento per le famiglie nella metà inferiore della distribuzione nazionale del reddito e a circa il 2,7 per cento per quelle con vincoli di bilancio⁹ (da livelli già superiori alla media), contro un tasso medio del 2,2 per cento tra le famiglie nel quintile superiore della distribuzione del reddito (cfr. il pannello b) del grafico 3). Ciò è direttamente connesso alla distribuzione dei mutui ipotecari per fascia di reddito: le famiglie più povere tendono ad avvalersi di periodi di determinazione inferiori, il che significa che la loro spesa per interessi si adegua più rapidamente. In prospettiva, i tassi sui prestiti dovrebbero continuare ad aumentare in tutte le fasce di reddito, ad eccezione di un lieve calo nel 2025 dovuto alla ridefinizione al ribasso dei tassi sui mutui a tasso variabile. Tale incremento dovrebbe essere, seppur lievemente, ancora più marcato nel biennio 2025-2026 per le famiglie a più basso reddito e successivamente accelerare per le famiglie a reddito più elevato, per effetto della maggiore quota di mutui ipotecari con durata del periodo di determinazione del tasso di interesse più lunga da esse detenuta, con tassi che verranno rimodulati solo gradualmente. Nel corso dell'intero periodo in esame, i tassi saranno comunque aumentati in misura leggermente maggiore per le famiglie più povere, come mostra l'aumento del differenziale tra le due categorie di debitori ipotecari nel 2030 rispetto al 2021. Ciò può essere ricondotto a due fattori. In primo luogo, le maggiori pressioni in essere legate ai rialzi

⁹ Le famiglie con vincoli di bilancio sono definite come quelle le cui spese abitative e alimentari sono superiori al 75 per cento del reddito complessivo.

dei tassi di riferimento per le famiglie ad alto reddito potrebbero permanere nel 2030 a causa del periodo di determinazione del tasso più lungo. In secondo luogo, la curva dei rendimenti è stata particolarmente piatta all'inizio del ciclo di inasprimento, determinando un lieve divario tra i tassi dei mutui a tasso variabile e quelli sui mutui a tasso fisso, che dovrebbe ampliarsi entro la fine del 2030.

4 La trasmissione alle famiglie e ai consumi totali

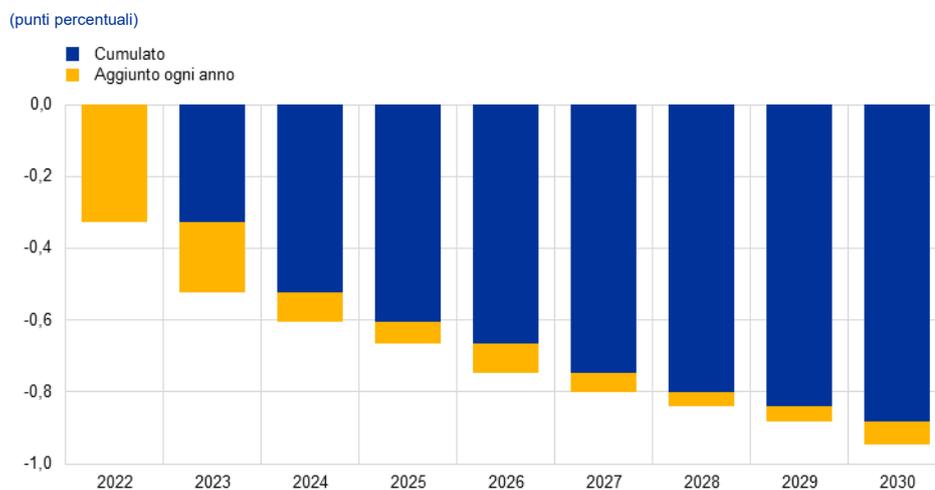
Nei prossimi anni ci si attende che le pressioni continuino a gravare sui consumi dei debitori di mutui ipotecari attraverso il canale del flusso di cassa.

Stime basate sui dati relativi ai consumi e al reddito nell'indagine CES suggeriscono che la propensione marginale al consumo (PMC) diminuisce per quintile di reddito: dal 70 per cento per il quintile di reddito più basso al 36 per cento per quello più alto¹⁰. Si tiene conto, inoltre, degli effetti della crescita del reddito sui consumi: le PMC specifiche per il reddito vengono aggiustate, nel periodo in esame, per gli incrementi previsti sul reddito reale. Esse sono poi moltiplicate per le variazioni del reddito disponibile dovute all'adeguamento dei pagamenti dei mutui ipotecari delle famiglie, basati sulle variazioni simulate del tasso su tali mutui, nel corso dell'anno in cui esso è destinato a essere rinegoziato. Nel fare ciò si ipotizza che le famiglie manifestino miopia, il che significa che non distribuiscono uniformemente gli effetti degli aumenti attesi dei tassi di interesse (il riquadro 2 analizza l'effetto dell'allentamento di tale ipotesi). Le variazioni dei consumi attraverso il canale del flusso di cassa, simulato in tal modo a livello di famiglia, vengono poi aggregate nel tempo, ponderando ciascuna famiglia in base alle quote di consumo individuali. I risultati di questo esercizio, riassunti nel grafico 4, suggeriscono che un'ampia parte della correzione dei consumi attraverso il canale del flusso di cassa era già avvenuta durante il periodo 2022-2024, quando la BCE stava aumentando i tassi di riferimento, inducendo una rivalutazione al rialzo dei prestiti a tasso variabile. Tuttavia, per i prossimi anni si prevedono ulteriori sostanziali aggiustamenti. Tra il 2022 e il 2030 si stima che l'impatto cumulato sulla crescita aggregata dei consumi da questo canale raggiunga circa 1 punto percentuale. Circa due terzi di tali effetti si sono concretizzati entro la fine del 2024 ma, significativamente, un altro terzo è atteso nei prossimi anni. Il riquadro 2 mostra che tener conto del fatto che le famiglie prevedono maggiori pagamenti per interessi, e in parte moderano i consumi nel corso del tempo, non varierebbe in modo significativo il quadro della situazione.

¹⁰ Le PMC sono stimate combinando l'elasticità dei consumi rispetto al reddito con la propensione media al consumo (average propensity to consume, APC) per quintile di reddito. L'elasticità del reddito è stimata per l'intero campione in base ai dati trimestrali sui consumi nominali e ai dati annuali sul reddito delle famiglie. L'APC è calcolata combinando i dati relativi ai consumi e al reddito e aggregandoli per quintile di reddito. Tali stime si riferiscono a shock transitori e sono in qualche misura più elevate di, ma sostanzialmente in linea con, Ampudia, M., Cooper, R., Le Blanc, J. e Zhu, G, "MPC Heterogeneity and the Dynamic Response of Consumption to Monetary Policy", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 16, n. 3, 2024, pagg. 343-388. Tuttavia, esse sono inferiori alle PMC degli shock permanenti, che sono più prossime a 1. Per una rassegna completa della letteratura sulla PMC, cfr. anche Kaplan, G. e Violante, G.L., "The marginal propensity to consume in heterogeneous agent models", *Annual Review of Economics*, vol. 14, 2022, pagg. 747-775.

Grafico 4

Impatto sulla crescita aggregata dei consumi, dall'inizio dell'inasprimento della politica monetaria (approccio "miope")



Fonti: BCE (BSI, MIR, indagine CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico illustra l'impatto cumulato dell'aumento dei pagamenti dei mutui ipotecari sui consumi, nell'ipotesi di assenza di anticipazione degli effetti dei consumi (miopia). Per il 2022 e il 2023 le variazioni dei consumi medi riflettono principalmente l'influenza degli aumenti dei tassi di interesse sui mutui a tasso variabile. Utilizzando i singoli aggiustamenti di tasso generati nel grafico 3, la nuova differenza nei tassi sui dodici mesi è moltiplicata per il saldo rimanente svalutato (calcolato sottraendo il capitale rimborsato nei dodici mesi) e la risultante variazione mensile dei pagamenti viene sottratta dai consumi stimati dell'anno precedente. Tale aggiustamento è calcolato in rapporto a propensioni marginali al consumo specifiche per reddito, con valore fissato a 1 per le famiglie con risorse finanziarie estremamente limitate. Viene calcolato il consumo aggregato per ciascun anno e viene derivata la variazione sul periodo corrispondente dei consumi medi. I dati più recenti si riferiscono a febbraio 2025 per le consistenze dei mutui ipotecari nell'indagine CES, ad aprile 2025 per i consumi nell'indagine CES e a gennaio 2025 per i dati sui tassi di interesse delle IFM (MFI Interest Rate, MIR) e quelli ricavati dalle voci di bilancio (Balance Sheet Items, BSI).

Riquadro 2

Il ruolo delle ipotesi di anticipazione sulla tempistica degli effetti sui consumi

a cura di Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvas, Davide Malacrino e Larissa Zimmermann

Le famiglie sono consapevoli delle variazioni dei tassi di interesse, soprattutto nei periodi di significativo inasprimento della politica monetaria¹¹. In genere conoscono anche la struttura del loro mutuo e quando ne è prevista una rinegoziazione del tasso. Pertanto, le famiglie con atteggiamenti lungimiranti e che sono esposte al rischio di tasso di interesse potrebbero adeguare le proprie abitudini di spesa in previsione delle future variazioni dei tassi. Nel presente riquadro viene spiegato come tali effetti di anticipazione siano limitati e si illustra in che modo la tempistica dell'impatto sui consumi vari in base alle differenti ipotesi¹².

Il grafico A mostra i profili di consumo delle diverse tipologie di famiglie che hanno acceso un mutuo negli ultimi tre anni. In primo luogo, si osserva che quelle con un mutuo per cui era prevista una variazione del tasso di interesse nel 2024 (linea gialla) hanno iniziato a ridurre i consumi nell'ultimo trimestre del 2023 e hanno per lo più continuato a farlo nel 2024, al contrario delle famiglie il cui tasso non sarebbe stato rinegoziato nei tre anni successivi (linea blu), che hanno continuato ad aumentare gradualmente i propri consumi senza punti di inflessione nel corso del 2024. In secondo luogo, si rileva che i debitori ipotecari per il cui mutuo è prevista la rinegoziazione del tasso tra il

¹¹ Cfr. ad esempio Charalambakis, E., Kouvas O. e Neves, P., "Rate increases: How financial knowledge affects people's reactions", *Il Blog della BCE*, BCE, 15 agosto 2024.

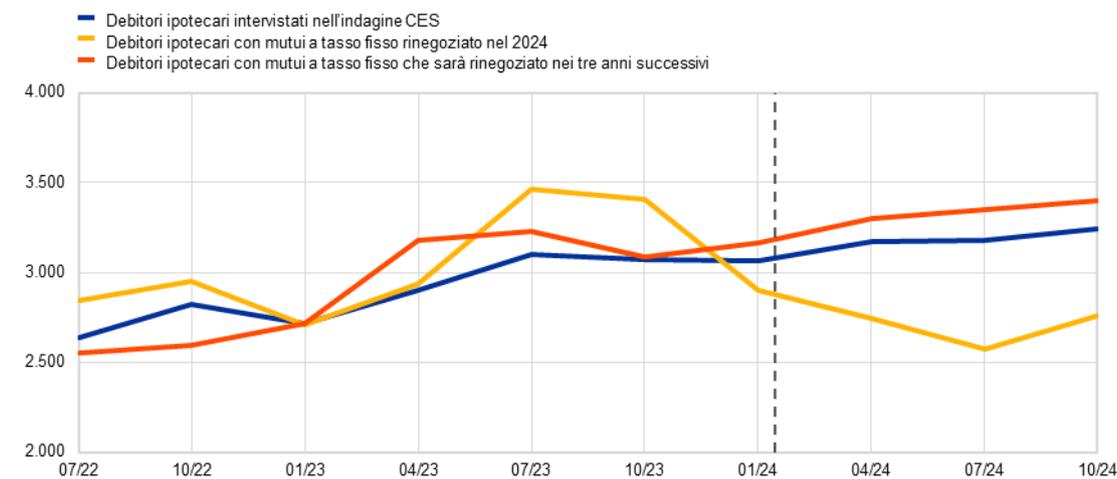
¹² Ciò è in linea con la letteratura che rifiuta l'ipotesi del reddito permanente. Cfr., ad esempio, Johnson, S.D., Parker, A.J. e Souleles, N.S., "Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001", *American Economic Review*, vol. 96, n. 5, 2006, pagg. 1589-1610.

2025 e il 2027 (linea rossa) non hanno ancora mostrato alcun segno di riduzione dei consumi e si sono comportati in modo più simile a coloro il cui tasso non sarà rinegoziato.

Grafico A

Consumi nominali per gruppo di debitori ipotecari nell'anno precedente la rinegoziazione dei tassi

(euro)



Fonti: BCE (indagine CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico illustra, in chiave retrospettiva, il profilo dei consumi dei debitori ipotecari, intervistati nell'indagine CES, con mutui a tasso fisso, rinegoziato nel 2024 oppure che dovrebbe essere rinegoziato nei tre anni successivi. I dati sui consumi dell'indagine CES vengono raccolti su base trimestrale e ai partecipanti si chiede di indicare la propria spesa durante il mese precedente in relazione a diverse voci. Le risposte vengono aggregate per ciascun partecipante e riportate come medie mobili di due trimestri.

Nel tentativo di valutare meglio i possibili limiti degli effetti futuri sui consumi aggregati, sono stati costruiti due scenari estremi, rispettivamente un'ipotesi di totale assenza di anticipazione e una di anticipazione totale, nonché uno scenario più realistico suggerito dai dati: l'ipotesi di anticipazione parziale.

Nello scenario di assenza di anticipazione, si ipotizza che gli effetti sui consumi si concretizzino solo nel momento in cui aumentano gli importi rateali da corrispondere (cioè le famiglie sono pienamente miopi o non mostrano comportamenti di moderazione del consumo). Tali importi più elevati vengono successivamente moltiplicati per la propensione marginale al consumo specifica per gruppo di reddito, implicando che solo una percentuale dell'aumento effettivo dei costi venga trasferita ai consumi. Si tratta dello scenario considerato nel testo principale (cfr. il grafico 4). Si ipotizza altresì una piena trasmissione per le famiglie con risorse limitate.

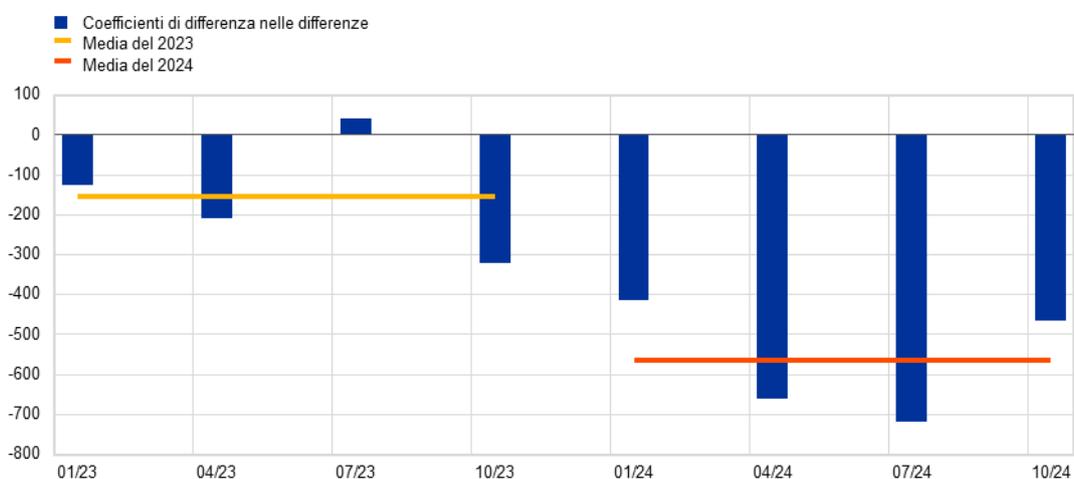
Nell'ipotesi di reddito permanente e in presenza di una preferenza delle famiglie per una moderazione dei consumi, si può disegnare lo scenario opposto, in cui le famiglie incorporano pienamente le variazioni dei tassi di interesse attese, anche se i tassi sui loro prestiti subiranno modifiche solamente in futuro. Supponendo inoltre una capacità di previsione perfetta, la loro aspettativa sui tassi di interesse corrisponde esattamente a quella del mercato. In tale contesto, solo le famiglie con risorse finanziarie così limitate da non essere in grado di ridurre i consumi reagiscono unicamente al variare dei propri tassi di interesse. Per quanto riguarda il resto, gli effetti di consumo cumulati sono stati sostanzialmente anticipati nei periodi in cui sono stati regolati i tassi sui prestiti alle nuove attività (nel 2022 e nel 2023), rispecchiando le tempistiche dell'inasprimento della politica monetaria. La percentuale di adeguamento dei consumi in ognuno dei due anni è proporzionale all'entità degli aumenti dei tassi di interesse avvenuti in ciascun anno.

Infine, è stato realizzato anche uno scenario più realistico, stimando la tempistica e l'entità degli effetti di anticipazione. Utilizzando i microdati a disposizione, si confrontano i consumi delle famiglie i cui tassi dovrebbero essere rinegoziati nel 2024 con quelli di coloro per cui non dovrebbero essere rivisti nei tre anni successivi. Si identificano pochi effetti di anticipazione: rispetto ai secondi, i primi hanno iniziato a ridurre i consumi solo a ottobre 2023, con un anticipo di un trimestre. Utilizzando un approccio basato sulla differenza nelle differenze, si stima che solo il 27 per cento circa dell'aggiustamento complessivo implicito nella variazione dei tassi abbia luogo nell'anno a essa precedente, mentre il restante 73 per cento si verifica nell'anno in cui avviene tale variazione (cfr. il grafico B).

Grafico B

Impatto stimato sui consumi di un reset dei tassi sui mutui ipotecari nel 2024

(euro)



Fonti: BCE (indagine CES) ed elaborazioni della BCE.

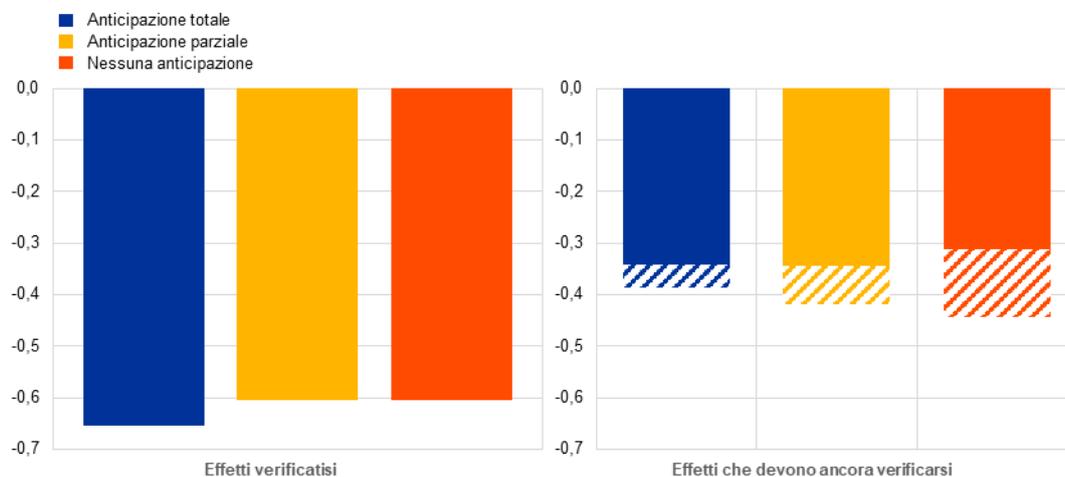
Note: il grafico illustra i coefficienti da una regressione di differenza nelle differenze in cui si stima l'effetto di anticipazione di un aumento delle rate di coloro che hanno un mutuo ipotecario a tasso fisso rinegoziato nel 2024. Tali risultati delineano lo scenario di anticipazione parziale precedentemente descritto: confrontando gli effetti medi del 2023 con quelli del 2024, si stima che l'effetto di anticipazione a un anno sia pari a circa un quarto dell'effetto totale sui consumi. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2024.

Il grafico C illustra l'impatto dell'aumento delle rate dei mutui sui consumi nell'ambito dei tre scenari ipotizzati. Le barre piene riflettono lo scenario principale che mantiene i tassi sui nuovi prestiti costanti al loro livello più recente. Le barre tratteggiate mostrano gli effetti se, invece, i tassi rimanessero costanti al loro livello lievemente più elevato di fine 2024. Nello scenario di piena anticipazione, le variazioni dei consumi verificatesi nel biennio 2022-2024 sono circa due terzi del totale. Tuttavia, si prevede che circa un terzo del totale abbia luogo comunque nel periodo 2025-2030, per effetto della presenza di: a) famiglie con risorse finanziarie limitate che non sono in grado di adeguare immediatamente i propri consumi e b) nuovi prestiti che, in media, partono con tassi di interesse più elevati di quelli che vengono interamente rimborsati ed escono dalle consistenze di mutui ipotecari. Questi due fattori implicano che le attese sui consumi restano significative per lo scenario di anticipazione totale. Nel più realistico scenario di anticipazione parziale, nel 2030 il 35 per cento dell'aggiustamento dovrà ancora concretizzarsi.

Grafico C

Impatto sulla crescita aggregata dei consumi in base a diverse ipotesi di anticipazione

(punti percentuali cumulati)



Fonti: BCE (BSI, MIR, indagine CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico illustra l'impatto cumulato sui consumi dell'aumento delle rate dei mutui nell'ambito dei tre scenari relativi agli effetti di anticipazione sui consumi: nessuna anticipazione (miopia), anticipazione totale (previsione perfetta) e anticipazione parziale. Le barre tratteggiate mostrano i risultati simulati subordinati a dicembre 2024 e quelle piene mostrano l'aggiornamento di maggio 2025. Per il 2022 e il 2023 le variazioni dei consumi medi riflettono principalmente l'influenza degli aumenti dei tassi di interesse sui mutui a tasso variabile. Utilizzando i singoli aggiustamenti di tasso generati nel grafico 3, la nuova differenza nei tassi sui dodici mesi è moltiplicata per il saldo rimanente svalutato (calcolato sottraendo i il capitale rimborsato nei dodici mesi) e la risultante variazione mensile dei pagamenti viene sottratta dai consumi stimati dell'anno precedente. Tale aggiustamento è calcolato in rapporto a propensioni marginali al consumo specifiche per reddito, con valore fissato a 1 per le famiglie con risorse finanziarie estremamente limitate. Viene calcolato il consumo aggregato per ciascun anno e viene derivata la variazione sul periodo corrispondente dei consumi medi. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2025 per l'indagine CES e a marzo 2025 per i dati sui tassi di interesse delle IFM (MFI Interest Rate, MIR) e quelli ricavati dalle voci di bilancio (Balance Sheet Items, BSI).

L'eterogeneità dei redditi delle famiglie amplifica l'effetto degli aumenti dei

tassi nella fase iniziale del ciclo.

Le famiglie più povere hanno una quota più elevata di mutui ipotecari destinati a essere rinegoziati nel breve termine, nonché maggiori propensioni marginali al consumo. Ci si attende, pertanto, che tali famiglie siano influenzate anticipatamente dagli aumenti dei tassi, con un impatto sproporzionato sui consumi rispetto a una situazione in cui le PMC siano identiche tra le famiglie. In prospettiva, sebbene ci si attenda che le famiglie a più basso reddito registrino un aumento più lento dei pagamenti dei mutui ipotecari, potrebbero comunque ridurre maggiormente la spesa a causa di questa più acuta sensibilità. Allo stesso tempo, le famiglie nei quantili dei redditi inferiori detengono quote minori dello stock aggregato di prestiti e rappresentano una quota più ristretta dei consumi totali, il che dovrebbe attenuare il ruolo dell'eterogeneità delle PMC in termini aggregati. In uno scenario in cui le PMC risultano uguali per tutte le famiglie, si osserva che il freno complessivo sui consumi tra il 2022 e il 2030 sarebbe inferiore di circa il 15 per cento. L'ulteriore freno esercitato dall'eterogeneità delle PMC persiste per tutto il periodo, in quanto i tassi sui prestiti applicati sulle consistenze degli stessi dovrebbero aumentare maggiormente per le famiglie più povere nel medesimo periodo.

L'effetto frenante sui consumi che deve ancora manifestarsi dopo l'ultimo ciclo di inasprimento è notevole rispetto ai cicli precedenti.

Il ciclo di allentamento avviato a giugno 2024 ha determinato una breve stabilizzazione dei tassi pagati dalle famiglie sulle rispettive consistenze di mutui ipotecari, che dovrebbero aumentare ulteriormente a partire dalla metà del 2025. Per contro, per le

ragioni delineate sopra, all'inizio dei precedenti cicli di allentamento, i tassi corrisposti sui saldi in essere erano diminuiti. Come illustrato nel riquadro 1, il residuo effetto frenante sui consumi sarebbe nullo nello scenario principale se il ciclo di allentamento fosse iniziato con la configurazione dei tassi di ottobre 2008.

5 Osservazioni conclusive

Il presente articolo analizza il modo in cui la politica monetaria influenza i consumi attraverso le variazioni dei tassi sui mutui ipotecari. Le simulazioni basate su dati a livello di famiglia mostrano che, a causa della prevalenza dei mutui a tasso fisso, più netta rispetto al passato, e delle diverse configurazioni dei tassi di interesse sui prestiti di nuova erogazione rispetto ai prestiti in essere, il canale del flusso di cassa continuerebbe a esercitare una significativa pressione in senso restrittivo. A parità di altre condizioni, ciò dovrebbe frenare ulteriormente i consumi attraverso l'aumento dei pagamenti dei mutui ipotecari, nonostante il ciclo di allentamento in atto. L'analisi sottolinea l'importanza dell'eterogeneità nella trasmissione della politica monetaria, mettendo in risalto le differenze nei contratti di mutuo ipotecario tra paesi e fasce di reddito. Le famiglie più povere tendono maggiormente ad avere mutui a tasso variabile o mutui a tasso fisso con periodi di determinazione più brevi, il che significa che subiscono gli effetti nella prima fase del ciclo. Nel ciclo attuale essi saranno coloro che registreranno in misura maggiore l'incremento della spesa per interessi entro la fine del 2030, con effetti sproporzionati sui consumi dovuti alla loro più elevata propensione marginale al consumo.

Nel complesso, si stima che l'impatto della politica monetaria sui consumi, attraverso la componente del canale del flusso di cassa legata ai mutui ipotecari, sia significativo. L'impatto sul consumo aggregato è pari a 1 punto percentuale tra il 2022 e il 2030, con il 35 per cento degli effetti che devono ancora concretizzarsi. Tuttavia, è importante notare che tale analisi si incentra su uno specifico canale di aggiustamento e non mira a fornire una valutazione completa degli andamenti in atto nei consumi, che comprende anche gli effetti positivi della ripresa dei redditi reali e della fiducia dei consumatori, in un contesto di allentamento della politica monetaria.

2 Promuovere l'unione dei mercati dei capitali in Europa: una tabella di marcia per armonizzare le attività di post-trading dei titoli

a cura di Benjamin Hanssens, David Sandín de Vega e Hannah Franziska Sowa

1 Introduzione

Le attività di post-trading costituiscono una parte fondamentale del funzionamento dei mercati dei capitali europei. La negoziazione di uno scambio è seguita da diverse fasi importanti che comportano il trasferimento della titolarità dei prodotti finanziari, come le obbligazioni, dal venditore all'acquirente e la gestione delle attività utilizzate come garanzia nelle operazioni finanziarie. Ad esempio, una banca che desidera ottenere un prestito da una banca centrale deve fornire come garanzia parte delle proprie attività idonee, allo stesso modo in cui un acquirente utilizza una proprietà immobiliare a garanzia di un mutuo ipotecario. Le attività di post-trading devono assicurare il funzionamento regolare e sicuro di tali processi¹. Attività di post-trading sicure ed efficienti rappresentano la base per il buon funzionamento dei mercati dei capitali, ne favoriscono l'attrattiva e riducono i costi di risparmi e investimenti.

Un approccio armonizzato ai processi di post-trading è essenziale per un mercato dei capitali efficiente in Europa. Il rapporto a cura di Mario Draghi sul futuro della competitività europea individua nella frammentazione delle attività di post-trading in Europa un ostacolo importante allo sviluppo di un mercato dei capitali ampio e integrato². Per conseguire l'armonizzazione europea delle attività di post-trading, ora e in futuro, sono rilevanti due aspetti: in primo luogo, è necessario armonizzare le prassi nazionali, giuridiche e operative, attualmente in vigore³; in secondo luogo, è essenziale stabilire un quadro di riferimento per lo sviluppo di soluzioni innovative per un'unione dei mercati dei capitali digitali⁴. La BCE ritiene sia una necessità urgente integrare i frammentati mercati dei capitali in Europa, non solo per quanto riguarda le attività di post-trading, ma anche in relazione alle attività

¹ Le attività di post-trading costituiscono le fasi successive all'esecuzione di uno scambio volte a garantirne il buon esito. Vi rientrano: a) la compensazione, ossia il processo di riconciliazione degli ordini di acquisto e di vendita, in cui si accerta che le parti dispongano dei fondi e dei titoli necessari per concludere lo scambio; b) il regolamento, che comporta l'effettivo scambio dei titoli e il pagamento tra l'acquirente e il venditore e finalizza il trasferimento della proprietà; c) i servizi di custodia e di asset servicing, che comportano la custodia dei titoli, nonché la gestione di operazioni societarie quali i dividendi, il pagamento di interessi e altri eventi che interessano i titoli; e d) la rendicontazione, che comporta la documentazione e la comunicazione dei dettagli relativi allo scambio alle parti e agli organi di regolamentazione pertinenti, per garantire la trasparenza e la conformità normativa.

² Cfr. Draghi, M., *The future of European competitiveness*, Commissione europea, 9 settembre 2024.

³ Il Consiglio direttivo della BCE ha sottolineato la necessità di finalizzare l'armonizzazione dei principali processi di post-trading non ancora integrati e, pertanto, inefficienti nell'ottica dei mercati dei capitali europei (ad esempio le procedure per la gestione delle ritenute fiscali e il trattamento delle operazioni societarie) al fine di promuovere un'unione dei mercati dei capitali più ampia e integrata. Cfr. *Statement by the ECB Governing Council on advancing the capital markets union*, 7 marzo 2024.

⁴ Cfr. Cipollone, P., *Towards a digital capital markets union*, intervento di apertura tenuto in occasione del Bundesbank Symposium on the Future of Payments, Francoforte sul Meno, 7 ottobre 2024.

relative alla vigilanza e ad altri ambiti⁵. Il presente articolo prende in esame il contesto attuale del post-trading.

Per migliorare gli attuali processi di post-trading, l'Eurosistema raccomanda l'adozione di un corpus unico di norme europeo. È necessario potenziare tre aree del post-trading, in particolare: a) il regolamento delle transazioni in titoli (trasferimento dei titoli), b) la gestione delle garanzie (processi di gestione delle attività utilizzate come garanzia nelle operazioni di credito) e c) l'asset servicing (ad esempio la gestione dei pagamenti di cedole o dividendi e dei rimborsi). A tal fine, l'Eurosistema ha elaborato assieme agli operatori di mercato gli standard per superare gli ostacoli in questi ambiti⁶. Il gruppo consultivo dell'Eurosistema per le infrastrutture di mercato per titoli e garanzie (Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral, AMI-SeCo) ha sviluppato tali standard e ha auspicato l'adozione del corpus unico di norme⁷.

Il presente articolo prende in esame le sfide poste dall'attuale contesto delle attività di post-trading e fornisce una tabella di marcia per risolverle.

La sezione 2 offre una descrizione del panorama, attualmente frammentato, del post-trading in Europa. La sezione 3 considera il ruolo della banca centrale nelle attività di post-trading, mentre la sezione 4 analizza gli ostacoli nel regolamento dei titoli, nella gestione delle garanzie e nell'asset servicing, nonché le sfide per l'adozione e l'attuazione di standard europei in tali ambiti. La sezione illustra inoltre gli sforzi dell'Eurosistema per affrontare tali sfide promuovendo attivamente un corpus unico di norme europeo per le attività di post-trading, volto ad armonizzare i processi operativi, le definizioni e lo scambio dei dati. Infine, la sezione 5 presenta una proposta di tabella di marcia per l'attuazione del corpus unico di norme in tali ambiti.

2 L'Europa non ha ancora un mercato finanziario unico

Il contesto attuale delle attività di post-trading in Europa

Il mercato finanziario europeo è basato su processi di post-trading specifici per paese. Poiché storicamente i mercati in Europa operavano in maniera indipendente gli uni dagli altri, le attività finanziarie quali obbligazioni o azioni sono ancora per lo più emesse, detenute, scambiate e regolate su base nazionale. Tutte le parti coinvolte nella gestione di tali attività all'interno di un paese comunicano efficacemente durante l'intero processo; tuttavia, quando le operazioni

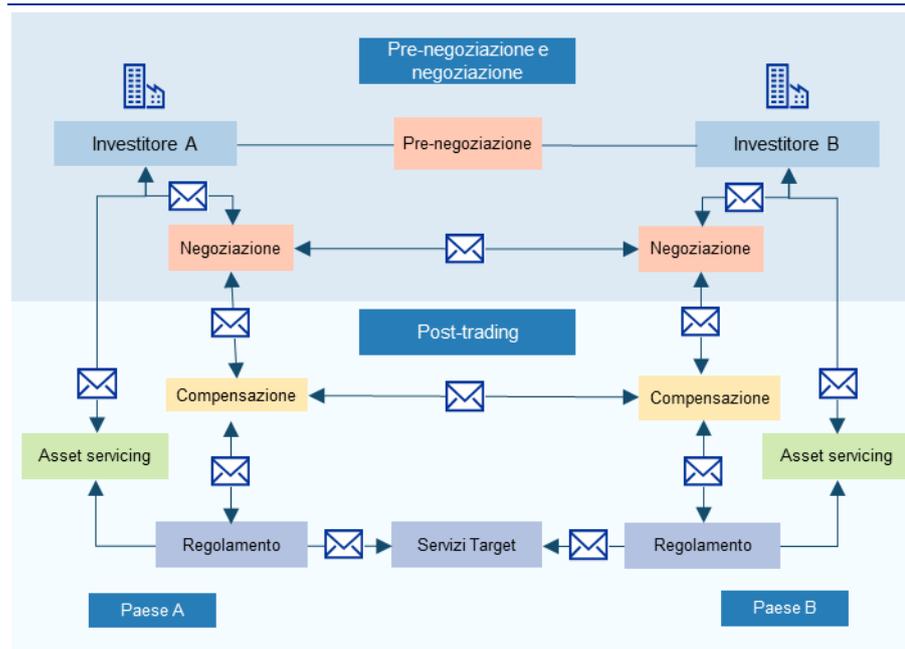
⁵ Cfr. l'intervento di Christine Lagarde tenuto in occasione del 34° European Banking Congress "Out of the Comfort Zone: Europe and the New World Order" il 22 novembre 2024.

⁶ La standardizzazione è il processo di attuazione e sviluppo di standard tecnici basati sul consenso di diverse parti. Norme e processi comuni comportano vantaggi in termini di efficienza. Oltre a favorire il settore, l'elaborazione e/o l'automazione più veloce contribuiscono a rafforzare il sistema finanziario, favorendo la concorrenza e aumentando la disponibilità e l'accessibilità delle opportunità di investimento, contribuendo pertanto ad ampliare i mercati dei capitali in Europa.

⁷ AMI-SeCo facilita il dialogo attivo con gli operatori di mercato sulle questioni relative alla compensazione e al regolamento dei titoli e alla gestione delle garanzie. Coadiuvando l'Eurosistema nella promozione di infrastrutture dei mercati finanziari sicure ed efficienti.

finanziarie avvengono tra paesi diversi, lo scambio di informazioni diventa complicato e inefficiente. Gli enti finanziari non sono ancora passati ad approcci uniformi in tutto il continente e per le operazioni transfrontaliere spesso ricorrono a metodi meno efficaci. Fatta eccezione per i servizi Target forniti dall'Eurosistema, in Europa la maggior parte dei processi non è ancora pienamente integrata (cfr. la figura 1).

Figura 1
Catena del valore dei mercati dei capitali, organizzati lungo i confini nazionali



Nota: i colori nella figura si riferiscono alle stesse funzioni. Il rosa si riferisce alla negoziazione e alla fase che la precede, il giallo alla compensazione, il blu al regolamento e il verde all'asset servicing.

Nei mercati nazionali svolgono un ruolo rilevante i depositari centrali di titoli (central securities depositories, CSD) e gli operatori che offrono servizi di custodia. Nella struttura delle attività di post-trading, i CSD sono fondamentali in due ambiti: a) il regolamento delle operazioni in titoli i cui dettagli sono registrati elettronicamente, per garantire che gli acquirenti ricevano le proprie attività e i venditori il pagamento e b) l'offerta di servizi di gestione delle garanzie e di asset servicing. I servizi Target costituiscono una solida base europea per tali operatori e offrono un percorso più snello per il regolamento delle transazioni in titoli, un aspetto fondamentale per l'integrazione della catena del valore nel settore del post-trading. Tuttavia, molte operazioni in titoli vengono regolate al di fuori dei servizi Target, tramite flussi di regolamento internalizzati, ad esempio da operatori che offrono servizi di custodia o da gruppi di depositari centrali, indebolendo tale percorso. Ciò riflette principalmente la frammentazione in settori quali l'asset servicing. Inoltre, non tutti i CSD hanno aderito ai servizi Target o hanno stabilito collegamenti con altri CSD in Europa⁸.

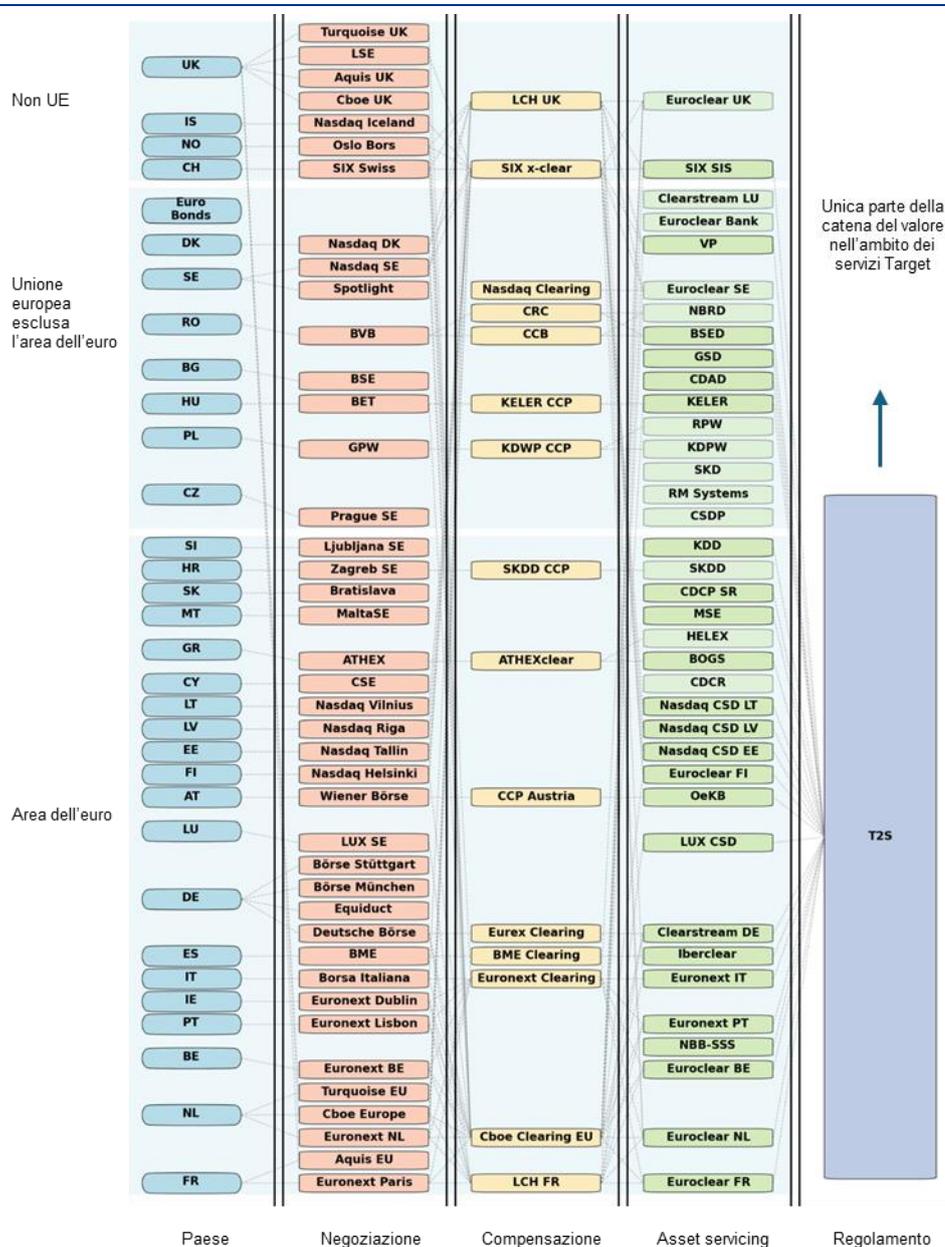
⁸ Un collegamento è un conto aperto da un CSD sui libri contabili di un altro CSD, al fine di agevolare il trasferimento di titoli dai partecipanti a tale CSD.

L'ubicazione delle attività ha un impatto considerevole sul post-trading, dando origine a cluster a livello nazionale, noti anche come "home bias".

Si consideri una società francese che possiede azioni tedesche e che intende utilizzarle come garanzia per un prestito in Italia. A causa di normative e sistemi diversi in ciascun paese, la gestione di tali azioni a livello transfrontaliero si complica, rendendone difficile un efficiente utilizzo in Italia. Caratteristiche e prassi di asset servicing specifiche per ciascun paese ostacolano l'utilizzo dei titoli come garanzia su base transfrontaliera. Si crea così una struttura verticale, all'interno della quale il cluster si estende alle catene nazionali di negoziazione, compensazione e regolamento. Come illustrato nella figura 2, la maggior parte dei livelli rimane per lo più circoscritta nei confini nazionali.

Figura 2

Panoramica semplificata dell'infrastruttura europea dei titoli



Fonte: BCE.

Note: lo Spazio economico europeo (SEE) consiste di 90 sedi di negoziazione con 14 controparti centrali e 34 CSD. Questa cifra comprende 27 CSD del settore privato (per l'elenco completo, si invita a consultare il registro pubblicato dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) e sette CSD gestiti da un ente pubblico (una banca centrale in tutti i casi tranne uno). I colori nella figura si riferiscono alle stesse funzioni.

Nonostante alcuni enti finanziari confluiscono in gruppi più grandi, che coprono la catena del valore, il regolamento transfrontaliero rimane limitato.

In molti casi i CSD fanno attualmente parte di gruppi più grandi e consolidati che includono servizi di negoziazione, compensazione, asset servicing e regolamento. I tre principali CSD in termini di valore e di volume fanno parte di Euroclear Group,

Euronext Group e Deutsche Börse Group (cfr. il pannello b) del grafico 1)⁹. I titoli, tuttavia, sono ancora detenuti e regolati prevalentemente all'interno di CSD locali e difficilmente si spostano al di fuori di essi (cfr. il pannello a) del grafico 1). Anche nei CSD appartenenti allo stesso gruppo si riscontra una preferenza per i titoli emessi nel proprio paese, per cui la maggior parte dei volumi di regolamento avviene all'interno di ciascun CSD del gruppo, con limitate operazioni transfrontaliere. Nel 2023 quasi il 98 per cento delle operazioni in termini di valore e oltre il 95 per cento in termini di volumi sono stati regolati tra partecipanti al medesimo CSD (ovvero entrambi, chi consegna e chi riceve, aderiscono allo stesso CSD)¹⁰.

I cluster limitano il capitale entro i confini nazionali. Essi potrebbero limitare gli investimenti transfrontalieri e ridurre la quantità di capitale disponibile. L'assenza di standard e di un assetto operativo armonizzati impedisce agli emittenti di trovare sedi alternative efficienti. Le società che emettono attività finanziarie, come azioni o obbligazioni, spesso operano, o sono tenute a farlo, nei limiti previsti dalla normativa del proprio paese. In mancanza di un quadro di riferimento unificato (un corpus unico di norme europeo), non possono scegliere agevolmente di emettere le proprie attività in un altro paese che potrebbe offrire condizioni migliori. Ciò ne limita la capacità di ottimizzare le proprie operazioni e, potenzialmente, ne riduce l'accesso a volumi di capitale più ampi. Inoltre, rende più difficile per gli investitori assumere le decisioni più efficienti sulla base del rischio e del rendimento, in quanto potrebbero non avere accesso alle migliori opportunità o sostenere costi più elevati per gli investimenti transfrontalieri. I costi riguardano diversi ambiti, come la qualità delle informazioni (la stima è compresa tra 1,6 e 8 miliardi di euro l'anno su scala mondiale), errori di elaborazione (da 300 a 700 milioni di euro l'anno), ritardi (3,4 milioni di euro) e processi inefficaci¹¹. Nonostante vi siano prodotti finanziari, come gli exchange-traded funds (ETF), che consentono agli investitori di acquisire esposizione verso i mercati internazionali, essi non risolvono completamente il problema, giacché continuano a dipendere dall'efficienza e dall'accessibilità dei mercati sottostanti.

⁹ Il regolamento è concentrato in tre gruppi di CSD: Euroclear Group (Euroclear Bank, Euroclear Belgium, Euroclear Finland, Euroclear France, Euroclear Nederland e Euroclear Sweden), Deutsche Börse (Clearstream Banking SA, Clearstream Banking AG e LuxCSD) e Euronext Securities (Euronext Securities Copenhagen, Euronext Securities Milan, Euronext Securities Oslo e Euronext Securities Porto).

¹⁰ Cfr. *TARGET2-Securities Annual Report 2023*, BCE. Si noti che i regolamenti tra CSD non sono l'unico canale per gli investimenti transfrontalieri: per agevolare tali operazioni si ricorre anche alle reti degli operatori che offrono servizi di custodia e ciò evidenzia la complessità dei servizi richiesti.

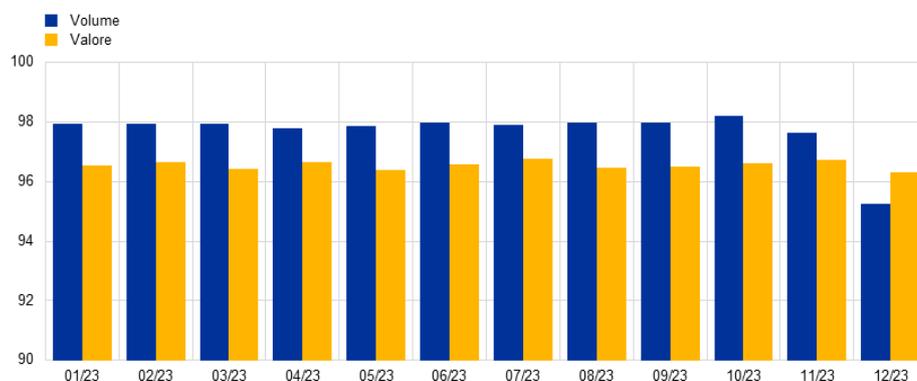
¹¹ Cfr. Neuhaus, H. e Hanssens, B., "ISO 20022: A migration strategy in the securities market for corporate events and triparty collateral management", *Journal of Securities Operations & Custody*, vol. 16, n. 3, 2024.

Grafico 1

Regolamento intra CSD in T2S e valore dei regolamenti per gruppi di CSD nel 2023

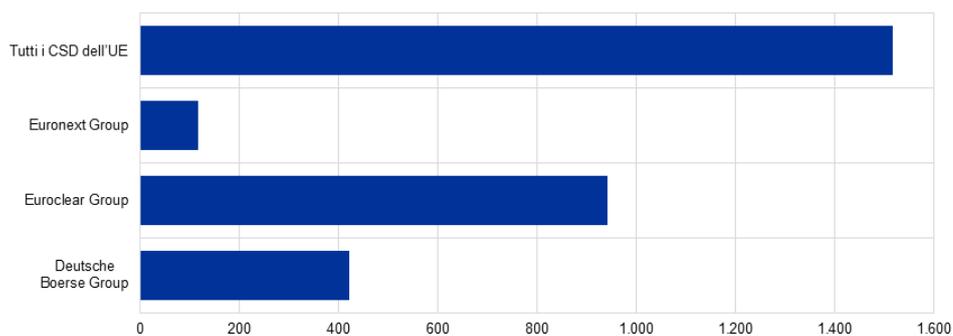
a) Regolamento intra CSD

(valori percentuali; medie giornaliere)



b) CSD per valore dei regolamenti

(valori del 2023 in migliaia di miliardi di euro)



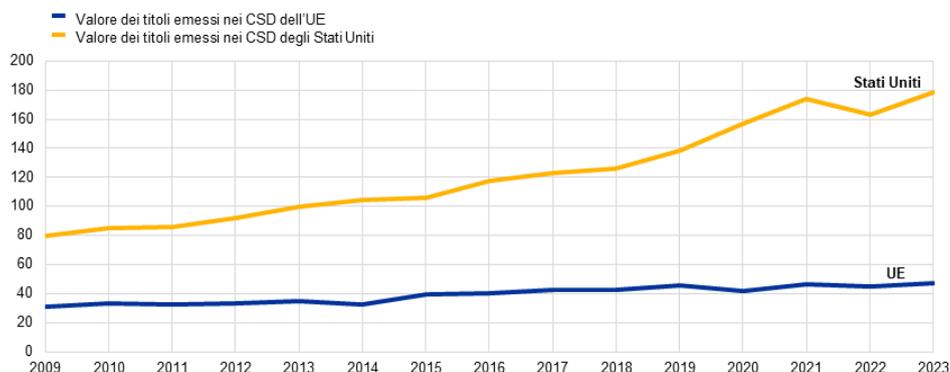
Fonti: TARGET2-Securities Annual Report 2023 ed elaborazioni degli esperti della BCE.

A causa della frammentazione, nell'UE l'ampliamento del mercato dei capitali è sistematicamente in ritardo rispetto agli Stati Uniti. Negli ultimi 15 anni l'attività di emissione negli Stati Uniti è raddoppiata, mentre nell'UE è aumentata solo di un terzo, ampliando così il divario tra i due mercati (il grafico 2 mostra le consistenze di titoli emessi). La differenza è particolarmente significativa, dato che la popolazione dell'UE supera di oltre 100 milioni quella degli Stati Uniti. Negli Stati Uniti gli emittenti beneficiano di un quadro di riferimento unificato relativo alle pratiche di emissione e alle operazioni societarie, che consente loro di raggiungere tutti i potenziali investitori. Per contro, gli emittenti europei operano in un complesso panorama di prassi nazionali e requisiti locali specifici.

Grafico 2

Confronto tra le emissioni nell'Unione europea e quelle negli Stati Uniti

(migliaia di miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE (statistiche della BCE e BIS Red Book).

Due iniziative, ossia il servizio di emissione dell'UE (EU Issuance Service, EIS) e il mercato Eurobond, rappresentano esempi di un approccio più integrato.

Da gennaio 2024 l'EIS offre una piattaforma paneuropea per l'emissione sul mercato primario e per la distribuzione iniziale degli strumenti di debito dell'UE, considerandola come un unico mercato interno¹². Tale servizio, utilizzato dalla Commissione europea per emettere titoli di debito dell'UE, fornisce un approccio coerente all'emissione di debito e offre un asset servicing standardizzato (come indicato nel corpus unico di norme di seguito descritto), facilitando l'accesso a un'ampia base di investitori all'interno dell'UE. Sebbene l'ambito di applicazione e l'utilizzo dell'EIS siano ancora limitati, esso costituisce un valido esempio di soluzione finanziaria europea più armonizzata e integrata¹³. Il mercato Eurobond è un'ulteriore soluzione non collegata a un mercato nazionale, emersa come alternativa per affrontare e superare diverse difficoltà che in genere ostacolano l'ordinato svolgimento delle attività finanziarie oltre i confini nazionali¹⁴.

3 Il ruolo della banca centrale nelle attività di post-trading

L'Eurosistema svolge un ruolo fondamentale nell'infrastruttura dei mercati finanziari.

Nel ruolo di gestore, l'Eurosistema fornisce piattaforme e servizi comuni. I servizi Target offrono una piattaforma unificata per il pagamento e il regolamento delle transazioni in titoli, garantendo in tal modo sicurezza, efficienza e integrazione con un unico pool di liquidità in euro in moneta di banca centrale. Nel ruolo di catalizzatore, l'Eurosistema promuove l'armonizzazione ed esplora nuove tecnologie per il regolamento in moneta di banca centrale, favorendo l'innovazione ed evitando una nuova frammentazione. Infine, nel ruolo di autorità di sorveglianza,

¹² Il servizio di emissione dell'UE comprende il regolamento dell'emissione e la distribuzione iniziale dei titoli di debito dell'UE, nonché il relativo asset servicing sotto forma di operazioni societarie.

¹³ Cfr. *Advisory report on debt issuance and distribution in the European Union*, Banca centrale europea, dicembre 2021.

¹⁴ Gli eurobond sono titoli emessi al di fuori del mercato nazionale dell'emittente che non sono soggetti alle normative del mercato interno, alle convenzioni del mercato obbligazionario nazionale o alle prassi di regolamento nazionali dell'emittente o del paese di emissione. Cfr. Chan, D., Fontan, F., Rosati, S. e Russo, D., "The Securities Custody Industry", *Occasional Paper Series*, n. 68, BCE, agosto 2007.

l'Eurosistema sostiene requisiti di sorveglianza comuni per migliorare la capacità di tenuta e l'efficienza dei mercati dei capitali europei.

Tavola 1

Il ruolo dell'Eurosistema nelle attività di post-trading

Operatività (attraverso i servizi Target)	T2	Pagamenti di importo rilevante: sistema di regolamento lordo in tempo reale (real-time gross settlement system, RTGS) dei pagamenti in euro, che vengono elaborati e regolati in moneta di banca centrale, ossia moneta detenuta in un conto presso una banca centrale.
	T2S	Regolamento dei titoli: piattaforma comune gestita dall'Eurosistema su cui è possibile trasferire titoli e contante tra gli investitori in tutta Europa secondo regole e prassi armonizzate. Le banche effettuano il pagamento dei titoli sulla piattaforma utilizzando il conto detenuto presso la propria banca centrale, per cui la moneta utilizzata per il regolamento delle transazioni è quella di banca centrale.
	TIPS	Pagamenti più rapidi: servizio delle infrastrutture di mercato che consente ai fornitori di servizi di pagamento di offrire alla propria clientela la possibilità di trasferire fondi in tempo reale, 24 ore su 24, ogni giorno dell'anno, indipendentemente dagli orari di apertura della propria banca a livello locale.
	ECMS	Gestione delle garanzie: sistema unificato per la gestione da parte delle banche centrali dell'Eurosistema delle attività stanziate in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Il sistema di gestione delle garanzie dell'Eurosistema (Eurosystem Collateral Management System, ECMS) sostituirà i sistemi già esistenti e attualmente utilizzati dalle banche centrali nazionali dell'area dell'euro.
Armonizzazione	Standard SCoRE e T2S	Il corpus unico di norme su scala europea per la gestione delle garanzie (Single Collateral Management Rulebook for Europe, SCoRE) stabilisce le regole comuni per la gestione delle garanzie nelle aree relative a operazioni societarie, gestione delle garanzie triparty e fatturazione. Agevola i processi di gestione delle garanzie per gli operatori di mercato, gli investitori e gli enti finanziari. Gli standard T2S mirano ad armonizzare il regolamento delle transazioni in titoli sui mercati europei che si avvalgono di T2S.
Sorveglianza		Il mandato riguarda i sistemi di pagamento, gli strumenti di pagamento elettronici, T2S, i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli, i fornitori di servizi critici e le banche corrispondenti e depositarie. Le responsabilità sono condivise tra la BCE e le banche centrali nazionali.

L'Eurosistema agevola la standardizzazione tramite il coordinamento del mercato. Attraverso iniziative quali l'AMI-SeCo, l'Eurosistema sta indagando le cause alla base delle barriere tecniche in Europa. Per affrontare questi problemi si stanno sviluppando standard di armonizzazione che comprendono regole e formati uniformi, volti a eliminare le discrepanze nelle attività di post-trading in Europa, migliorando così la qualità dei dati per l'elaborazione delle operazioni in titoli, inclusi il regolamento e l'asset servicing. Gli standard di armonizzazione definiscono inoltre le possibili modalità di integrazione delle nuove tecnologie nei processi di regolamento e gestione delle garanzie esistenti. Tali standard sono adottati dall'AMI-SeCo nell'ambito della creazione di un corpus unico di norme europeo.

L'Eurosistema promuove la capacità di tenuta dei mercati dei capitali. Grazie all'offerta dei servizi Target come fondamento forte e armonizzato in Europa, vi è un tracciato comune ad alta velocità per un regolamento transfrontaliero sicuro ed efficiente e per preservare l'autonomia della regione. L'Eurosistema garantisce il regolamento sicuro delle transazioni attingendo a depositi/riserve detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale, il cosiddetto regolamento in moneta di banca centrale. Fornisce strumenti per il consolidamento della liquidità (liquidity pooling), aumentando la resilienza nei periodi di tensione sui mercati e migliorando la gestione del rischio.

4 Il miglioramento del contesto per le attività di post-trading attualmente esistente in Europa

Un approccio olistico, con un unico insieme di regole, è necessario per ridurre gli ostacoli nel regolamento delle transazioni in titoli, nella gestione delle garanzie e nell'asset servicing. L'adozione di un corpus unico di norme europeo è essenziale per rimuovere le barriere all'interno degli assetti operativi, con processi di business e messaggistica diversi, che limitano, ad esempio, la mobilità delle garanzie. Sebbene le barriere giuridiche e regolamentari incidano anche sugli accordi post-negoziazione, esse vengono ampiamente affrontate con altre iniziative, in particolare l'impegno della Commissione europea per raggiungere l'Unione dei risparmi e degli investimenti (cfr. il riquadro 1).

Per eliminare gli ostacoli operativi sono necessarie le seguenti misure:

1. Armonizzazione per rimuovere la frammentazione tecnica: è necessaria l'armonizzazione delle regole e delle prassi, al fine di migliorare la qualità e la coerenza dei dati per le operazioni transfrontaliere. Un'ulteriore armonizzazione in diversi ambiti condurrebbe a quadri operativi comuni che ridurrebbero gli oneri legati alla complessità e alla conformità per gli operatori di mercato coinvolti in attività transfrontaliere.
2. Coordinamento: un accordo del settore finanziario su una tabella di marcia per il passaggio a un corpus unico di norme (rulebook) consentirebbe di allineare le specifiche prassi nazionali. Permetterebbe di creare una fonte di dati coerente e una serie di requisiti operativi per l'interazione con chi detiene attività nei vari mercati.
3. Incentivazione: promuovere soluzioni europee basate sull'armonizzazione, a sostegno dell'interoperabilità delle strutture dei mercati finanziari e volte a ridurre gli incentivi a un regolamento internalizzato. I servizi Target dell'Eurosistema svolgono un ruolo fondamentale come percorso europeo, preservando la stabilità della moneta di banca centrale come attività di regolamento e garantendo l'integrazione sicura ed efficace delle nuove tecnologie nelle infrastrutture dei mercati finanziari. L'accento dovrebbe essere posto sulla creazione di un ambiente condiviso con collegamenti di regolamento tra tutti i CSD in Europa, al fine di ridurre i costi di transazione, migliorare l'efficienza dei mercati e promuovere l'innovazione finanziaria.

Tali misure devono essere allineate a soluzioni innovative per i mercati dei capitali digitali per evitare una nuova frammentazione e contenere i rischi.

Attualmente le operazioni finanziarie all'ingrosso (o per importi rilevanti) si basano sul regolamento in moneta di banca centrale attraverso i servizi Target dell'Eurosistema. Gli operatori di mercato prevedono sempre più che la tokenizzazione e l'uso della tecnologia a registro distribuito (distributed ledger technology, DLT) rivoluzioneranno le transazioni finanziarie, consentendo l'emissione di attività o la loro rappresentazione come token digitali. Attualmente l'Eurosistema sta ampliando le proprie iniziative per regolare transazioni basate sulla

DLT utilizzando moneta di banca centrale¹⁵. Fornendo moneta di banca centrale sulla base di un corpus di norme armonizzato (in linea con l'attuale contesto), l'Eurosistema mira a mitigare i rischi associati all'utilizzo di attività alternative di regolamento, che potrebbero reintrodurre il rischio di credito, la frammentazione dei mercati e il ricorso a soluzioni non europee¹⁶.

Riquadro 1

Attività di post-trading: ambiti di armonizzazione nel corpus unico di norme europeo

L'armonizzazione e l'utilizzo di standard comuni nei seguenti ambiti sarebbero particolarmente vantaggiosi.

- **Barriere negli assetti giuridici e normativi:** eliminazione di prassi e quadri normativi nazionali specifici, quali definizioni di azionisti e obbligazionisti di natura esclusivamente nazionale, oppure restrizioni all'emissione.
 - **Barriere negli assetti operativi**
 - **Regolamento delle transazioni in titoli:** ulteriore integrazione delle prassi di mercato e dell'architettura per l'emissione e il regolamento dei titoli, nonché allineamento degli standard e dei requisiti tra le varie giurisdizioni per velocizzare il regolamento.
 - **Gestione delle garanzie:** riduzione dell'eterogeneità dei processi nei mercati finanziari europei per accrescere l'utilizzo efficiente delle garanzie (mobilità delle garanzie).
 - **Asset servicing (eventi societari):** adozione di un unico insieme di regole per gli eventi societari (nel corpus unico di norme), che definisca elementi di dati, processi operativi e standard di messaggistica comuni per l'Europa.
-

5 Una tabella di marcia per l'armonizzazione del panorama esistente delle attività di post-trading

L'Eurosistema propone un percorso chiaro per il settore europeo delle attività di post-trading. Per l'adozione comune del corpus unico di norme, che dettagli il panorama futuro e le tappe necessarie per conseguirlo, servono un'azione collettiva e una strategia di migrazione (tabella di marcia). Questa tabella di marcia è indispensabile perché la comunità finanziaria coordini la transizione a un corpus unico di norme e interrompa l'utilizzo parallelo di differenti formati di messaggistica. Dovrebbe essere promossa dall'Eurosistema, dai CSD, dai loro partecipanti e dagli operatori che offrono servizi di custodia attraverso gruppi nazionali di soggetti interessati già esistenti o, ove necessario, nuovi.

¹⁵ Cfr. ["Exploratory work on new technologies for wholesale central bank money settlement"](#) sul sito Internet della BCE.

¹⁶ Cfr. Cipollone, P., ["Harnessing the digital future of payments: Europe's path to sovereignty and innovation"](#), intervento pronunciato all'evento del France Payments Forum "Digital euro and the future of payments in Europe" del 15 maggio 2025.

La tabella di marcia dovrebbe concentrarsi su ambiti specifici, dando priorità alla gestione delle garanzie e all'asset servicing. L'AMI-SeCo ha portato avanti la strategia di migrazione concentrandosi sulla gestione delle garanzie e sull'asset servicing e la presenterà alla comunità finanziaria per l'adozione. Grazie a un processo scaglionato si otterrà una transizione ordinata. Dal punto di vista dell'Eurosistema, serve una strategia coesa e ambiziosa, che dia slancio, con una tempistica chiara per la transizione verso un unico formato di messaggistica, l'ISO 20022, in cui si prevedano tappe intermedie specifiche da conseguire entro il 2028 o prima, e con una scadenza che preferibilmente non superi il 2030. La strategia sarà tanto più efficace se verranno definite delle date precise in cui dismettere l'utilizzo di standard di messaggistica diversi.

- 1. Giugno 2025: l'Eurosistema, i CSD e le controparti faranno parte del primo scaglione.** A giugno 2025 entrerà in vigore il sistema di gestione delle garanzie dell'Eurosistema (ECMS), un sistema unificato per la gestione delle attività stanziare in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, che opererà in base agli ambiti fondamentali del corpus di norme. In tal modo, sarà assicurata una gestione standardizzata dei titoli stanziabili in garanzia nelle operazioni di politica monetaria e nelle relative operazioni di garanzia grazie all'adozione di norme e prassi e all'utilizzo degli standard di messaggistica ISO 20022. Altri soggetti potrebbero aderire gradualmente.
- 2. Fine 2028: sarà possibile l'adesione da parte dei partecipanti ai CSD.** I partecipanti ai CSD saranno in grado di utilizzare interazioni armonizzate basate sul corpus unico di norme, che include elementi di dati, processi operativi e flussi di lavoro comuni, nonché standard di messaggistica ISO 20022. È altresì previsto che i partecipanti inizino a offrire la messaggistica comune ai propri clienti.
- 3. Fine 2030: adesione dei restanti attori.** Da quel momento in poi si dovrebbe completare l'adozione del corpus unico di norme e degli standard di messaggistica ISO 20022 in questi ambiti. Le operazioni saranno semplificate, riducendo i costi e promuovendo l'efficienza dei mercati finanziari europei.

Figura 3
Tabella di marcia



Fonte: BCE.

6 Osservazioni conclusive

L'integrazione delle attività di post-trading a livello europeo è importante per lo sviluppo di mercati dei capitali dotati di maggiore spessore e ampiezza, al servizio dei cittadini e delle imprese in Europa. Vanno applicate soluzioni armonizzate per accrescere la concorrenza transfrontaliera e promuovere l'efficienza. Sulla base dei progressi compiuti nell'ambito dei servizi Target, è necessario focalizzare l'attenzione sugli ambiti non armonizzati relativi al regolamento dei titoli, alla gestione delle garanzie e all'asset servicing.

Il corpus unico di norme europeo per le attività di post-trading dovrebbe fornire chiarezza sulla futura configurazione delle strutture di mercato.

Il corpus unico di norme ridurrà al minimo l'incertezza e stimolerà l'innovazione. Dovrebbe fornire chiarezza sugli standard per lo scambio di dati, al fine di facilitare il trattamento end-to-end, verificabile automaticamente e standardizzato, da parte degli emittenti fino agli investitori. È essenziale far fronte alle discrepanze nell'utilizzo e nello scambio dei dati all'origine, in quanto esse si possono propagare all'intera catena delle transazioni, sottolineando la necessità di un unico corpus di norme.

Concordare una tabella di marcia è essenziale per il passaggio al corpus unico di norme. Dovrebbe essere adottato un approccio coordinato a livello europeo, con delle tappe fissate per la revoca graduale delle attuali prassi nazionali e la definizione di uno standard unificato per il trattamento dei titoli. Ciò contribuirà a realizzare mercati dei capitali che possano dirsi davvero europei. La tabella di marcia si focalizza inizialmente sulla gestione delle garanzie e sull'asset servicing, considerate le criticità di lunga data del settore dei titoli.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	3,4	2,5	4,8	0,9	3,0	3,5	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,5	2,9	0,4	1,4	5,2	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2024	3,2	2,9	1,1	0,2	5,0	0,9	5,2	5,7	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 2° trim.	0,7	0,7	0,5	0,9	1,0	0,2	5,7	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
3° trim.	0,9	0,8	0,0	0,2	1,4	0,4	4,8	5,2	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2
4° trim.	0,9	0,6	0,1	0,6	1,6	0,2	4,6	5,0	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2025 1° trim.	.	-0,1	0,7	-0,2	1,2	0,3	.	.	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
2024 dic.	-	-	-	-	-	-	4,7	4,9	2,9	2,5	3,6	0,1	2,4
2025 gen.	-	-	-	-	-	-	4,7	4,8	3,0	3,0	4,0	0,5	2,5
feb.	-	-	-	-	-	-	4,5	4,7	2,8	2,8	3,7	-0,7	2,3
mar.	-	-	-	-	-	-	4,2	4,5	2,4	2,6	3,6	-0,1	2,2
apr.	-	-	-	-	-	-	4,2	4,6	2,3	3,5	3,6	-0,1	2,2
mag. ³⁾	-	-	-	-	-	-	1,9

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

3) Stima preliminare.

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

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

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Attività economica

2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					Totale 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)												
2022	13.724,4	13.448,1	7.232,5	2.943,7	3.015,6	1.557,3	867,7	584,2	256,4	-276,2	7.403,4	7.127,1
2023	14.599,7	14.077,2	7.730,5	3.092,9	3.195,1	1.643,5	923,9	621,4	58,8	-522,5	7.382,0	6.859,5
2024	15.155,6	14.481,3	8.007,3	3.272,2	3.197,8	1.652,0	910,9	628,2	3,9	-674,3	7.513,9	6.839,6
2024 1° trim.	3.740,6	3.568,6	1.982,3	799,5	801,3	413,8	227,5	158,4	-14,4	-172,0	1.854,6	1.682,6
2° trim.	3.765,8	3.581,1	1.990,9	813,4	783,2	410,6	229,1	141,8	-6,4	-184,7	1.897,0	1.712,3
3° trim.	3.802,3	3.643,3	2.008,3	825,8	801,7	411,0	225,9	163,1	7,5	-159,0	1.875,7	1.716,7
4° trim.	3.844,9	3.687,8	2.026,4	833,6	812,8	416,8	229,4	164,9	14,9	-157,2	1.889,7	1.732,5
<i>in percentuale del PIL</i>												
2024	100,0	95,6	52,8	21,6	21,1	10,9	6,0	4,1	0,0	-4,4	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2024 2° trim.	0,2	-0,1	0,0	1,1	-2,5	-0,8	0,5	-11,3	-	-	1,5	1,1
3° trim.	0,4	1,4	0,6	0,9	1,8	-0,4	-2,2	14,8	-	-	-1,3	0,5
4° trim.	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	1,0	-0,1	-	-	0,0	0,1
2025 1° trim.	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2022	3,5	3,8	5,0	1,1	2,0	-0,1	3,5	5,1	-	-	7,4	8,4
2023	0,4	0,1	0,5	1,4	1,7	0,7	2,2	3,6	-	-	-0,8	-1,4
2024	0,9	0,5	1,1	2,7	-1,8	-1,4	-2,6	-1,8	-	-	1,1	0,3
2024 2° trim.	0,5	-0,6	0,6	2,9	-3,2	-2,0	-1,8	-8,7	-	-	1,9	-0,4
3° trim.	1,0	1,0	1,1	3,0	-1,5	-1,9	-4,4	3,8	-	-	1,6	1,7
4° trim.	1,2	1,3	1,5	2,7	-2,0	-0,6	-1,3	-6,3	-	-	1,3	1,5
2025 1° trim.	1,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2024 2° trim.	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,5	0,2	0,2	-	-
3° trim.	0,4	1,3	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,5	-0,9	-	-
4° trim.	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-	-
2025 1° trim.	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2022	3,5	3,8	2,6	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2024	0,9	0,4	0,6	0,6	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	0,4	-	-
2024 2° trim.	0,5	-0,6	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	-0,8	1,1	-	-
3° trim.	1,0	1,0	0,6	0,6	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,0	-	-
4° trim.	1,2	1,2	0,8	0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	0,3	0,0	-	-
2025 1° trim.	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2022	12.339,8	217,9	2.422,4	646,3	2.342,4	633,1	544,6	1.340,7	1.490,5	2.324,6	377,3	1.384,6
2023	13.205,2	225,6	2.607,1	720,2	2.437,9	678,4	601,6	1.467,1	1.600,2	2.459,3	408,0	1.394,6
2024	13.641,1	229,5	2.535,8	738,7	2.528,8	720,4	632,7	1.538,2	1.680,8	2.607,3	428,8	1.514,5
2024 1° trim.	3.370,0	56,6	630,7	184,6	625,0	177,0	155,9	382,2	413,2	639,3	105,5	370,6
2° trim.	3.392,0	56,9	627,1	184,6	630,6	178,4	157,9	384,3	418,2	647,0	107,0	373,8
3° trim.	3.420,2	57,2	632,8	184,2	632,9	180,8	159,2	384,8	423,1	657,2	108,2	382,1
4° trim.	3.456,8	58,7	642,9	185,5	640,3	184,2	159,7	387,0	426,5	663,9	108,2	388,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2024	100,0	1,7	18,6	5,4	18,5	5,3	4,6	11,3	12,3	19,1	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2024 1° trim.	0,1	0,9	-1,5	0,1	0,7	1,0	1,1	0,9	0,1	0,3	0,8	2,2
2° trim.	0,2	-1,6	-0,1	-1,0	0,2	0,4	0,1	0,3	0,7	0,3	0,4	0,2
3° trim.	0,3	-0,5	0,1	-0,6	0,0	1,2	0,1	0,1	0,4	0,7	1,1	1,9
4° trim.	0,2	0,5	-0,2	0,2	0,4	1,4	-1,0	0,4	0,0	0,5	-1,0	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2022	3,9	-0,9	0,5	0,0	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,3	2,9	16,1	0,7
2023	0,7	0,3	-1,3	1,3	-0,1	4,6	-1,3	1,7	1,5	1,1	3,9	-1,9
2024	0,9	-0,6	-1,0	-1,6	0,8	3,9	0,5	1,9	1,9	1,6	1,2	0,8
2024 1° trim.	0,7	0,6	-1,4	-1,6	0,5	4,1	0,3	1,8	2,1	1,1	1,4	-1,4
2° trim.	0,7	-1,5	-1,3	-2,1	0,6	3,2	0,2	2,0	2,3	1,5	1,0	-0,9
3° trim.	1,0	-0,9	-0,2	-2,0	0,6	3,8	0,6	2,0	2,0	1,7	1,0	0,7
4° trim.	0,8	-0,7	-1,6	-1,3	1,3	4,1	0,3	1,7	1,2	1,8	1,3	4,9
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2024 1° trim.	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2022	3,9	0,0	0,1	0,0	1,5	0,3	-0,1	0,3	0,8	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 1° trim.	0,7	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2° trim.	0,7	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	0,0	-
3° trim.	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
4° trim.	0,8	0,0	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2 Attività economica

2.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,8	6,6
2024	100,0	86,1	13,9	2,8	14,0	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,2	25,0	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2022	2,4	2,5	1,9	-0,7	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,3	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,7	-2,1	0,9	1,3	2,0	3,6	0,5	1,8	1,7	1,3	1,4
2024	1,0	1,0	0,6	0,0	0,2	1,1	1,0	1,7	0,7	-0,8	0,5	1,7	0,5
2024 2° trim.	1,0	1,0	0,7	0,5	0,5	1,2	0,7	1,7	0,7	-1,3	0,6	1,9	0,7
3° trim.	1,0	1,0	0,8	0,2	0,3	0,8	1,0	1,4	0,8	-1,9	0,8	1,8	0,7
4° trim.	0,7	0,8	0,1	-1,0	0,0	0,8	1,1	1,3	0,8	-0,3	-0,1	1,6	0,0
2025 1° trim.	0,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,6	14,5	7,3	25,2	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	5,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2022	3,6	3,6	3,3	-1,3	1,2	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,3	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-2,2	0,6	0,9	1,8	3,4	0,1	1,4	1,7	1,5	1,8
2024	1,0	1,2	0,4	-0,5	0,3	1,1	1,0	2,0	0,5	-1,2	1,2	1,8	0,8
2024 1° trim.	0,8	0,8	0,5	-1,3	-0,4	1,1	1,0	2,2	0,1	-1,1	1,2	1,3	0,1
2° trim.	0,9	1,0	0,4	0,0	0,4	0,7	0,4	1,8	0,4	-2,1	1,0	1,8	1,0
3° trim.	0,6	0,8	-0,1	-0,7	-0,1	0,3	0,6	1,2	0,5	-2,4	0,9	1,3	0,5
4° trim.	1,0	1,3	0,0	-0,9	0,2	1,1	1,2	1,7	0,2	0,1	0,8	1,9	0,9
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,6	4,0	0,3	-0,8	1,9	0,6	-0,7	3,5
2023	-0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,2	0,4
2024	0,1	0,2	-0,2	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,3	-0,2	-0,5	0,6	0,0	0,3
2024 1° trim.	-0,4	-0,3	-0,4	-1,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,6	-1,5	0,4	-0,3	-0,4
2° trim.	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	-0,5	-0,2	0,0	-0,3	-0,9	0,4	-0,1	0,3
3° trim.	-0,4	-0,3	-0,9	-1,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,2
4° trim.	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,1	0,4	-0,6	0,4	0,9	0,3	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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2022	167,966	3,1	11,400	6,8	2,7	9,148	6,0	2,252	14,6	5,734	6,4	5,666	7,2	3,2
2023	170,280	2,9	11,183	6,6	2,4	8,886	5,8	2,297	14,5	5,651	6,2	5,531	6,9	3,0
2024	171,876	2,8	10,938	6,4	2,1	8,610	5,5	2,328	14,6	5,605	6,1	5,334	6,6	2,6
2024 2° trim.	171,794	2,8	11,034	6,4	2,1	8,691	5,6	2,342	14,7	5,619	6,2	5,415	6,7	2,6
3° trim.	171,945	2,8	10,865	6,3	1,9	8,499	5,4	2,366	14,8	5,654	6,2	5,211	6,5	2,5
4° trim.	172,125	2,8	10,605	6,2	2,0	8,335	5,4	2,269	14,4	5,461	6,0	5,144	6,4	2,5
2025 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,4
2024 nov.	-	-	10,619	6,2	-	8,323	5,3	2,297	14,5	5,463	6,0	5,156	6,4	-
dic.	-	-	10,722	6,2	-	8,448	5,4	2,273	14,4	5,493	6,0	5,229	6,5	-
2025 gen.	-	-	10,813	6,3	-	8,490	5,4	2,324	14,7	5,521	6,0	5,293	6,6	-
feb.	-	-	10,798	6,3	-	8,458	5,4	2,340	14,7	5,486	6,0	5,312	6,6	-
mar.	-	-	10,887	6,3	-	8,541	5,5	2,346	14,8	5,572	6,1	5,316	6,6	-
apr.	-	-	10,680	6,2	-	8,408	5,4	2,272	14,4	5,452	6,0	5,228	6,5	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Non destagionalizzati.

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

2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

2 Attività economica

2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2020	99,7	-4,2	80,1	-11,0	-12,6	-6,7	6,4	.	-	-	-	-
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	-
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4	-	-	-	-
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 3° trim.	96,1	-11,0	78,2	-13,0	-5,0	-8,6	6,1	90,2	45,5	45,4	52,1	50,3
4° trim.	95,2	-12,7	77,4	-13,4	-3,8	-5,7	5,7	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 1° trim.	95,5	-11,4	77,3	-14,1	-3,4	-5,8	4,3	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
2° trim.	.	.	77,5	.	.	.	.	89,8	.	.	.	.
2024 dic.	93,5	-14,3	.	-14,3	-3,8	-4,6	5,4	.	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 gen.	95,2	-12,4	77,3	-14,1	-2,9	-5,3	5,7	90,3	46,6	47,1	51,3	50,2
feb.	96,2	-11,0	.	-13,7	-3,5	-5,2	5,0	.	47,6	48,9	50,6	50,2
mar.	95,1	-10,6	.	-14,5	-3,7	-7,0	2,3	.	48,6	50,5	51,0	50,9
apr.	93,8	-11,0	77,5	-16,6	-4,1	-8,9	1,6	89,8	49,0	51,5	50,1	50,4
mag.	94,8	-10,3	.	-15,2	-3,6	-7,0	1,5	.	49,4	51,5	49,7	50,2

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

2.7 Conti ripilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	13,6	91,1	0,5	2,2	12,5	2,1	7,7	37,5	5,1	72,9	4,9	9,7	3,4
2023	14,3	85,0	1,2	1,9	3,5	3,8	1,6	35,7	5,1	68,7	1,6	2,2	0,8
2024	15,3	82,1	2,2	2,4	-1,8	4,6	3,4	33,3	3,0	67,2	1,8	-2,9	0,9
2024 1° trim.	14,6	83,8	2,5	1,9	-3,1	3,7	1,7	34,9	4,5	67,9	1,8	-6,0	0,9
2° trim.	15,0	83,3	1,7	2,2	-1,7	3,8	2,4	34,2	3,9	67,9	2,0	-8,5	1,0
3° trim.	15,2	82,6	2,2	2,3	-0,9	5,7	2,9	33,6	3,6	67,6	2,1	2,6	1,0
4° trim.	15,3	82,1	2,3	2,4	-1,5	4,6	3,4	33,3	3,0	67,2	1,8	1,0	0,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

2 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2024 2° trim.	1.491,9	1.358,5	133,4	713,8	616,3	390,5	338,5	341,2	313,1	46,4	90,6	24,4	22,2
3° trim.	1.470,6	1.380,5	90,1	704,4	620,3	376,9	341,4	339,1	325,9	50,1	92,9	21,3	16,5
4° trim.	1.488,3	1.405,1	83,2	708,7	624,4	384,8	338,8	341,7	338,4	53,1	103,4	34,4	23,0
2025 1° trim.	1.540,9	1.409,1	131,8	766,3	646,0	398,5	359,4	329,5	320,7	46,5	83,0	30,2	26,0
2024 ott.	488,4	463,0	25,4	231,0	204,8	125,4	110,3	114,8	114,9	17,1	32,9	7,5	4,7
nov.	495,7	474,1	21,6	239,2	209,4	126,8	114,9	112,7	117,5	17,1	32,3	6,6	5,2
dic.	504,3	468,0	36,2	238,5	210,2	132,6	113,6	114,3	106,0	18,9	38,2	20,3	13,1
2025 gen.	506,6	466,4	40,3	248,4	206,7	132,1	120,2	111,1	110,8	15,1	28,6	12,4	11,8
feb.	516,3	475,7	40,6	253,4	218,3	136,3	121,8	111,0	109,8	15,6	25,8	7,1	6,4
mar.	517,9	467,0	50,9	264,6	221,0	130,1	117,4	107,5	100,0	15,7	28,5	10,8	7,8
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2025 mar.	5.991,7	5.553,2	438,5	2.893,2	2.507,1	1.550,7	1.378,1	1.351,7	1.298,1	196,1	369,9	110,3	87,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2025 mar.	39,5	36,6	2,9	19,1	16,5	10,2	9,1	8,9	8,6	1,3	2,4	0,7	0,6

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2024 2° trim.	1,5	-4,4	715,7	337,6	137,2	223,9	592,3	671,9	384,1	109,7	163,1	480,9	78,9
3° trim.	2,2	0,3	711,0	338,9	137,0	219,0	590,2	675,3	380,3	112,5	165,3	490,9	75,0
4° trim.	1,2	2,1	716,6	336,6	139,4	224,3	594,7	683,4	381,0	111,5	171,3	493,5	70,1
2025 1° trim.	7,8	7,4	771,1	.	.	.	640,3	706,8	.	.	.	503,1	.
2024 ott.	2,4	3,4	233,9	111,3	44,5	73,9	195,5	227,7	128,0	36,6	57,4	165,6	23,9
nov.	-1,7	-0,5	241,3	113,1	47,7	74,8	199,6	229,2	128,2	37,8	57,0	165,2	23,2
dic.	3,0	3,6	241,4	112,2	47,2	75,7	199,6	226,5	124,8	37,2	56,9	162,7	23,0
2025 gen.	3,0	7,9	246,1	117,3	47,2	76,4	203,2	232,5	130,9	37,2	58,0	166,1	23,8
feb.	6,4	5,5	258,7	128,1	47,2	76,8	214,9	236,0	133,6	38,2	58,9	167,9	22,8
mar.	13,7	8,7	266,3	.	.	.	222,1	238,3	.	.	.	169,1	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2024 1° trim.	-3,6	-6,7	97,0	90,3	97,0	107,8	96,9	97,5	94,1	94,1	103,8	96,9	129,7
2° trim.	-1,2	-4,3	95,5	89,4	92,0	108,4	95,4	98,5	94,8	96,9	104,9	98,2	133,1
3° trim.	-0,6	-1,0	94,5	89,0	90,7	106,1	94,6	98,8	94,8	99,2	105,5	99,7	129,8
4° trim.	-2,4	1,4	93,9	87,4	90,3	107,2	94,1	99,8	95,1	96,4	109,4	99,9	133,0
2024 set.	-2,1	0,0	94,1	88,6	92,0	103,9	94,4	99,0	94,9	98,8	105,8	100,2	129,2
ott.	-0,5	4,3	92,7	87,5	88,5	104,9	93,3	100,2	96,3	95,2	109,7	100,9	132,1
nov.	-4,9	-0,9	95,2	88,2	92,7	108,0	95,4	100,3	96,0	97,3	108,4	99,7	134,6
dic.	-1,8	0,4	93,7	86,3	89,7	108,6	93,8	98,9	93,1	96,6	110,0	99,1	132,3
2025 gen.	-3,2	2,4	95,7	89,0	92,4	108,8	95,8	99,3	95,2	94,3	108,6	99,1	127,8
feb.	-1,5	-1,0	98,0	93,7	92,1	107,1	98,3	100,7	96,2	97,9	109,2	100,4	133,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

3 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

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

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

3) Stima preliminare.

3 Prezzi e costi

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

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

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi del prodotto per gli immobili residenziali.

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

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

in perc. del totale	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest. indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9
2023	113,7	6,0	4,6	6,4	3,6	4,2	0,6	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	117,1	2,9	2,4	2,5	3,0	1,9	0,7	-0,6	77,8	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5
2024 2° trim.	116,6	2,9	2,7	2,7	3,2	1,8	0,8	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
3° trim.	117,3	2,7	2,2	2,1	2,9	1,9	1,3	0,1	.	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1
4° trim.	118,3	2,5	2,0	1,9	2,4	2,0	1,6	0,5	.	17,7	23,5	11,8	17,8	22,0	12,8
2025 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19,8	27,8	11,3	19,1	24,6	12,2
2024 nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	17,6	23,2	12,0	17,9	21,8	13,2
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22,0	32,7	11,2	22,6	31,3	12,3
2025 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23,8	36,6	10,7	24,1	34,6	11,6
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23,1	32,7	12,9	21,4	27,5	13,6
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,8	15,1	10,4	12,1	12,7	11,4
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,6	-1,8	-5,7	-3,2	-1,6	-5,3

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

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

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

3 Prezzi e costi

3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2020	4,7	5,8	4,0	-3,3	29,0	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,1	28,8	19,6	14,8	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,5	15,2	4,5	55,1	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 2° trim.	5,9	14,1	14,9	4,3	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
3° trim.	6,8	13,6	13,8	2,8	50,4	52,0	57,9	50,1	53,0
4° trim.	7,4	13,9	14,8	4,9	48,8	49,1	58,0	48,2	53,3
2025 1° trim.	10,3	16,7	14,8	4,7	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
2024 dlc.	7,8	14,3	15,5	6,6	50,3	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 gen.	10,0	17,3	16,7	6,8	51,6	52,0	60,8	50,0	53,9
feb.	9,9	16,5	14,0	4,1	49,8	52,2	60,8	49,8	54,7
mar.	11,0	16,5	13,6	3,0	49,5	52,4	58,7	50,4	53,6
apr.	10,6	17,0	14,5	4,6	48,7	48,9	58,2	51,3	52,9
mag.	7,9	14,9	14,2	3,0	50,2	47,8	58,3	49,2	52,6

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,7	4,5	3,7	7,0	5,1	3,4	2,9
2023	110,7	4,7	4,6	4,9	5,0	4,1	4,4
2024	115,8	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5
2024 2° trim.	119,8	5,1	4,9	5,6	5,0	5,3	3,6
3° trim.	112,1	4,5	4,3	5,1	4,7	4,2	5,4
4° trim.	122,8	3,7	4,1	2,6	3,9	3,3	4,1
2025 1° trim.	111,9	3,2	3,3	3,0	3,8	1,9	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									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2022	103,0	3,4	4,2	4,6	8,1	1,4	2,9	5,1	5,7	3,3	2,1	-5,7
2023	109,6	6,4	3,8	7,7	4,9	7,9	4,0	7,4	4,0	6,4	5,0	2,5
2024	114,7	4,7	5,0	5,7	6,7	4,6	2,0	5,2	0,9	3,4	4,9	4,1
2024 1° trim.	113,2	5,5	4,2	6,5	7,1	5,0	2,4	5,6	2,7	3,9	5,8	5,2
2° trim.	114,1	5,2	6,1	6,6	6,9	4,9	2,5	6,3	0,2	3,1	5,4	4,6
3° trim.	114,9	4,5	5,5	4,6	7,2	4,9	1,7	5,2	-0,5	3,5	4,8	3,7
4° trim.	115,9	3,7	4,6	5,7	6,1	3,8	1,8	4,0	1,3	3,2	3,8	2,9
Redditi per occupato												
2022	109,0	4,5	4,0	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,4	8,1
2023	114,8	5,3	6,4	5,4	4,8	5,7	5,0	5,4	3,8	6,3	4,8	5,0
2024	120,0	4,5	4,4	4,4	3,9	4,4	4,2	4,9	3,6	4,8	4,8	4,8
2024 1° trim.	118,4	4,8	4,3	4,8	3,7	4,1	3,9	5,2	4,0	5,2	5,3	6,1
2° trim.	119,5	4,8	4,0	4,7	3,5	4,9	4,0	5,9	3,5	4,8	5,0	5,0
3° trim.	120,6	4,5	4,4	4,1	4,2	4,5	4,1	5,0	3,4	4,7	4,8	4,1
4° trim.	121,8	4,1	4,9	4,0	3,9	4,0	4,6	3,5	3,4	4,6	4,1	4,3
Produttività del lavoro per occupato												
2022	105,8	1,1	-0,2	-0,7	-3,6	4,6	-0,4	-1,9	-0,5	2,4	1,4	14,7
2023	104,8	-1,0	2,5	-2,1	0,0	-2,1	1,0	-1,8	-0,1	-0,2	-0,2	2,4
2024	104,6	-0,1	-0,6	-1,2	-2,6	-0,2	2,1	-0,3	2,6	1,4	-0,2	0,7
2024 2° trim.	104,6	-0,4	-2,0	-1,8	-3,2	0,0	1,5	-0,4	3,3	1,7	-0,4	0,4
3° trim.	104,8	0,0	-1,1	-0,5	-2,8	-0,3	2,4	-0,1	3,9	1,2	-0,1	0,3
4° trim.	105,0	0,4	0,3	-1,6	-2,1	0,2	2,8	-0,5	2,0	1,3	0,2	1,3
2025 1° trim.	105,0	0,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Redditi per ora lavorata												
2022	103,6	3,4	5,4	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	6,0	5,7	5,1	5,7	5,1	5,8	4,6	6,0	4,6	4,3
2024	113,8	4,4	3,9	4,3	4,0	4,2	3,8	4,9	3,5	4,0	4,8	4,6
2024 1° trim.	112,1	5,1	5,8	5,4	4,2	4,5	4,3	5,6	4,5	4,8	5,6	6,7
2° trim.	113,0	4,8	3,4	4,7	4,2	5,1	3,8	6,0	4,0	4,2	5,1	4,7
3° trim.	114,1	4,7	3,6	4,6	4,5	4,7	4,2	5,1	2,7	4,5	5,3	4,2
4° trim.	114,7	3,7	3,3	3,7	3,7	3,5	4,1	3,7	3,6	3,6	3,7	3,7
Produttività per ora lavorata												
2022	100,1	0,0	0,4	-0,6	-4,1	0,6	-0,7	-1,1	-2,4	1,8	2,1	10,8
2023	99,2	-0,9	2,5	-1,9	0,4	-1,9	1,2	-1,4	0,2	-0,2	-0,4	2,0
2024	99,0	-0,2	0,0	-1,3	-2,6	-0,2	1,8	-0,1	3,1	0,7	-0,2	0,4
2024 1° trim.	98,8	-0,3	1,8	-1,0	-2,7	-0,5	1,9	0,2	2,9	0,9	-0,2	1,3
2° trim.	98,8	-0,3	-1,6	-1,7	-2,8	0,2	1,4	-0,1	4,2	1,3	-0,3	0,1
3° trim.	99,1	0,4	-0,1	-0,1	-2,3	0,0	2,6	0,1	4,4	1,1	0,5	0,5
4° trim.	98,8	0,1	0,2	-1,9	-2,3	0,1	2,4	0,1	1,6	0,4	-0,1	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2024 dic.	3,06	2,89	2,82	2,63	2,44	4,53	0,23
2025 gen.	2,92	2,80	2,70	2,61	2,52	4,32	0,29
feb.	2,69	2,61	2,52	2,46	2,41	4,34	0,48
mar.	2,50	2,40	2,44	2,39	2,40	4,33	0,48
apr.	2,34	2,24	2,25	2,20	2,14	4,35	0,48
mag.	2,17	2,10	2,09	2,12	2,08	4,31	0,48

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.

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

4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2024 dic.	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2025 gen.	2,45	2,17	2,06	2,21	2,53	0,37	0,38	0,11	1,94	2,00	2,59	3,01
feb.	2,24	2,06	1,97	2,11	2,47	0,41	0,11	0,53	1,90	1,91	2,50	3,03
mar.	2,18	2,03	1,99	2,27	2,78	0,75	0,18	0,61	1,92	2,03	2,88	3,52
apr.	1,88	1,74	1,70	1,99	2,56	0,82	0,35	0,81	1,63	1,74	2,65	3,40
mag.	1,86	1,78	1,78	2,08	2,61	0,83	0,34	0,78	1,73	1,87	2,70	3,42

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

4.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2024 dic.	507,4	4.918,3	932,6	283,1	151,7	118,8	245,5	996,6	1.065,8	381,4	331,4	816,9	6.012,2	39.297,0
2025 gen.	523,1	5.098,1	939,9	292,0	149,6	123,8	258,2	1.024,4	1.103,1	380,9	334,7	859,5	5.979,5	39.298,0
feb.	553,7	5.420,0	1.008,0	305,6	155,4	128,1	282,1	1.084,2	1.154,8	387,0	364,1	901,7	6.038,7	38.735,3
mar.	559,1	5.417,7	1.028,5	283,6	160,4	127,6	306,0	1.133,6	1.078,3	407,9	372,4	885,3	5.684,0	37.311,8
apr.	520,6	4.994,0	938,6	256,5	158,1	118,1	290,6	1.028,5	972,3	428,7	363,4	799,9	5.369,5	34.343,0
mag.	562,6	5.358,5	991,5	270,2	165,8	126,5	317,9	1.146,4	1.088,5	446,5	374,1	824,3	5.810,9	37.490,5

Fonte: LSEG.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita:				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG ³⁾			
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e 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	
2024 mag.	0,39	1,76	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,96	3,62	3,42	4,04	3,81
giu.	0,38	1,77	3,03	2,84	8,18	17,01	7,41	7,71	8,45	5,15	4,80	3,95	3,63	3,39	4,03	3,78
lug.	0,38	1,77	3,01	2,77	8,15	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,75	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
ago.	0,38	1,77	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,03	4,69	3,87	3,62	3,37	3,99	3,73
set.	0,37	1,77	3,00	2,73	8,23	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
ott.	0,36	1,77	2,73	2,63	8,06	16,89	7,24	7,71	8,46	4,65	4,37	3,69	3,47	3,22	3,79	3,55
nov.	0,35	1,76	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
dic.	0,35	1,76	2,45	2,51	7,91	16,84	6,77	7,48	8,26	4,36	4,15	3,57	3,36	3,09	3,65	3,39
2025 gen.	0,34	1,75	2,33	2,42	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,34	3,25
feb.	0,32	1,55	2,20	2,37	7,75	16,69	6,79	7,66	8,38	4,45	4,00	3,53	3,37	3,09	3,61	3,33
mar.	0,31	1,52	2,10	2,26	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,51	3,36	3,10	3,58	3,32
apr.	0,29	1,50	1,97	2,33	7,53	16,58	6,94	7,57	8,29	4,29	3,84	3,48	3,32	3,03	3,52	3,27

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita:			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2024 mag.	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,19	5,12
giu.	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,22	5,02	5,05	4,14	5,08
lug.	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	4,99	4,12	5,07
ago.	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,47	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01
set.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,79
ott.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67
nov.	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52
dic.	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,79	5,08	4,47	4,13	3,76	4,31	4,06	3,62	4,36
2025 gen.	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,19	3,87	3,65	4,25
feb.	0,72	2,50	2,73	4,33	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,69	3,98	3,75	3,58	4,11
mar.	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,54	4,81	3,98	3,77	3,68	3,67	3,78	3,65	3,93
apr.	0,60	2,15	2,66	4,03	3,90	4,23	4,78	3,86	3,59	3,70	3,54	3,51	3,66	3,79

Fonte: BCE.

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

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

4 Andamenti del mercato finanziario

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale			di cui Amministrazione centrale	Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF						Totale	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2022	1.386,6	483,4	141,1	51,0	95,1	667,0	621,7	480,2	179,8	115,8	48,3	50,6	133,9	97,1
2023	1.570,6	619,8	162,4	65,1	86,6	701,8	659,1	502,5	211,8	114,1	39,4	49,1	127,5	103,8
2024	1.565,9	564,9	188,4	69,9	71,0	741,6	674,7	470,6	179,7	117,0	44,4	39,3	134,7	108,2
2024 nov.	1.573,3	576,2	192,1	68,5	80,1	725,0	665,7	490,9	187,1	132,1	48,1	31,7	139,9	125,8
dic.	1.565,9	564,9	188,4	69,9	71,0	741,6	674,7	447,4	170,9	127,8	51,2	28,9	119,8	91,5
2025 gen.	1.548,9	582,1	181,7	67,9	79,4	705,6	636,1	596,1	266,2	145,2	54,4	41,7	143,1	116,6
feb.	1.542,6	577,7	187,4	68,3	83,6	693,9	628,8	524,9	231,5	138,5	54,3	36,9	118,0	97,0
mar.	1.551,4	587,5	184,9	68,7	78,7	700,3	632,1	526,8	221,4	133,4	53,9	36,7	135,3	110,0
apr.	1.531,0	552,8	188,1	64,7	88,3	701,9	629,9	553,4	226,2	142,7	53,2	51,5	133,0	109,8
A lungo termine														
2022	17.698,4	3.896,2	3.107,6	1.321,1	1.421,7	9.272,9	8.560,9	292,1	76,5	68,0	28,1	17,1	130,4	121,0
2023	19.331,5	4.438,7	3.249,8	1.316,9	1.536,9	10.106,1	9.366,2	320,4	92,9	67,7	25,6	21,4	138,4	129,9
2024	20.479,1	4.768,3	3.553,5	1.354,4	1.642,6	10.514,7	9.743,0	349,2	89,3	86,9	24,5	26,8	146,1	135,5
2024 nov.	20.682,4	4.793,1	3.533,9	1.344,5	1.656,1	10.699,3	9.918,6	317,1	67,7	94,7	32,4	27,5	127,1	120,4
dic.	20.479,1	4.768,3	3.553,5	1.354,4	1.642,6	10.514,7	9.743,0	253,4	69,0	96,7	31,4	16,9	70,9	64,9
2025 gen.	20.690,8	4.834,8	3.561,8	1.345,0	1.655,4	10.638,7	9.856,3	487,8	163,5	79,9	20,8	30,0	214,4	190,7
feb.	20.899,5	4.864,4	3.596,8	1.348,2	1.663,8	10.774,5	9.981,2	394,0	96,9	81,2	20,8	23,0	192,8	177,0
mar.	20.658,5	4.811,2	3.595,8	1.361,4	1.642,7	10.608,8	9.823,8	398,2	94,8	103,8	39,3	30,1	169,6	153,3
apr.	20.820,0	4.778,3	3.589,4	1.359,3	1.640,9	10.811,5	10.022,1	345,2	55,4	98,7	27,4	24,5	166,7	159,3

Fonte: BCE.

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

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale					di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2022	19.085,0	4.379,6	3.248,7	1.372,1	1.516,7	9.939,9	9.182,6	8.698,7	524,9	1.287,4	6.885,7
2023	20.902,0	5.058,5	3.412,1	1.382,1	1.623,5	10.807,9	10.025,4	9.673,2	619,8	1.415,2	7.637,7
2024	22.044,9	5.333,2	3.741,9	1.424,2	1.713,5	11.256,3	10.417,6	10.167,7	750,4	1.589,8	7.827,0
2024 nov.	22.255,8	5.369,2	3.726,0	1.413,0	1.736,2	11.424,4	10.584,3	10.171,8	721,1	1.586,4	7.863,9
dic.	22.044,9	5.333,2	3.741,9	1.424,2	1.713,5	11.256,3	10.417,6	10.167,7	750,4	1.589,8	7.827,0
2025 gen.	22.239,7	5.416,9	3.743,6	1.412,9	1.734,8	11.344,4	10.492,5	10.853,2	829,3	1.683,5	8.339,9
feb.	22.442,2	5.442,1	3.784,1	1.416,5	1.747,5	11.468,4	10.610,0	11.115,1	933,6	1.744,5	8.436,5
mar.	22.209,9	5.398,7	3.780,7	1.430,1	1.721,4	11.309,1	10.455,9	10.626,4	936,4	1.721,2	7.968,4
apr.	22.351,0	5.331,0	3.777,4	1.423,9	1.729,2	11.513,3	10.652,0	10.527,5	930,2	1.714,3	7.882,6
Tasso di crescita ¹⁾											
2024 set.	4,6	6,0	4,4	-1,2	3,6	4,2	4,0	-0,2	-2,2	-0,6	0,1
ott.	4,7	5,5	4,0	-1,3	3,7	4,7	4,6	0,2	-2,3	-0,6	0,6
nov.	4,5	4,3	5,0	0,6	3,4	4,5	4,5	0,2	-2,0	-0,7	0,6
dic.	4,3	3,7	6,0	1,1	2,8	4,3	4,1	0,1	-2,6	-0,6	0,5
2025 gen.	4,3	3,3	4,5	-0,4	3,3	4,8	4,7	0,1	-2,4	-0,6	0,5
feb.	4,1	2,8	4,8	0,3	3,2	4,7	4,6	0,1	-2,1	-0,6	0,4
mar.	3,8	1,9	5,9	1,5	3,0	4,2	4,1	0,0	-1,9	-0,7	0,3
apr.	3,8	1,1	6,8	1,9	2,2	4,4	4,4	-0,2	-1,9	-0,3	0,0

Fonte: BCE.

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-18						TCE-41		
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8	
2022	95,3	90,8	93,3	84,4	64,8	83,3	116,1	90,9	
2023	98,1	94,0	97,8	88,9	67,5	87,2	121,8	94,7	
2024	98,4	94,4	97,9	89,6	68,1	88,4	124,1	95,0	
2024 2° trim.	98,7	94,6	98,2	89,7	68,6	88,7	124,1	95,1	
3° trim.	99,0	95,0	98,5	90,0	68,0	88,9	125,1	95,5	
4° trim.	97,6	93,6	97,0	89,1	66,9	87,8	123,6	94,2	
2025 1° trim.	97,1	93,3	96,4	.	.	.	122,9	93,5	
2024 dic.	96,9	93,0	96,4	-	-	-	122,7	93,5	
2025 gen.	96,7	92,9	95,8	-	-	-	122,3	93,1	
feb.	96,3	92,6	95,5	-	-	-	121,8	92,7	
mar.	98,3	94,4	97,9	-	-	-	124,5	94,7	
apr.	100,5	96,5	100,5	-	-	-	127,7	96,9	
mag.	100,1	96,1	100,4	-	-	-	127,0	96,3	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2025 mag.	-0,4	-0,4	-0,1	-	-	-	-0,5	-0,6	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2025 mag.	1,3	1,4	2,1	-	-	-	2,1	1,1	

Fonte: BCE.

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

4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Fiorino ungherese 4	Yen giapponese 5	Zloty polacco 6	Sterlina britannica 7	Leu romeno 8	Corona svedese 9	Franco svizzero 10	Dollaro statunitense 11
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 2° trim.	7,797	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
3° trim.	7,870	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
4° trim.	7,675	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2025 1° trim.	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
2024 dic.	7,630	25,136	7,459	411,986	161,083	4,270	0,828	4,9749	11,504	0,934	1,048
2025 gen.	7,556	25,163	7,461	411,725	161,921	4,247	0,839	4,9752	11,480	0,941	1,035
feb.	7,576	25,075	7,459	403,001	158,104	4,171	0,831	4,9770	11,245	0,941	1,041
mar.	7,835	25,001	7,460	399,805	161,167	4,182	0,837	4,9768	10,968	0,955	1,081
apr.	8,185	25,039	7,465	406,437	161,671	4,265	0,854	4,9775	10,974	0,937	1,121
mag.	8,135	24,923	7,460	403,939	163,144	4,254	0,843	5,0714	10,881	0,936	1,128
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2025 mag.	-0,6	-0,5	-0,1	-0,6	0,9	-0,3	-1,2	1,9	-0,8	-0,1	0,6
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2025 mag.	4,0	0,4	0,0	4,3	-3,2	-0,6	-1,4	1,9	-6,3	-4,8	4,3

Fonte: BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2024 1° trim.	33.779,6	33.098,8	680,8	12.402,7	9.938,6	13.176,7	15.307,8	-19,9	7.005,0	7.852,3	1.215,1	16.680,2
2° trim.	34.353,6	33.249,9	1.103,7	12.418,9	9.849,1	13.599,4	15.603,0	-12,8	7.080,5	7.797,9	1.267,7	16.629,3
3° trim.	34.680,1	33.430,0	1.250,1	12.222,3	9.681,6	13.913,4	15.953,4	-22,3	7.247,6	7.795,1	1.319,1	16.698,1
4° trim.	35.826,3	34.169,3	1.656,9	12.620,2	9.956,9	14.652,6	16.504,8	-20,3	7.179,7	7.707,7	1.394,2	16.699,0
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2024 4° trim.	236,4	225,5	10,9	83,3	65,7	96,7	108,9	-0,1	47,4	50,9	9,2	110,2
<i>Transazioni</i>												
2024 2° trim.	184,8	54,0	130,8	-26,1	-124,3	175,6	276,7	16,7	14,8	-98,3	3,7	-
3° trim.	451,4	301,3	150,0	21,1	-9,0	177,2	231,5	-4,6	261,7	78,9	-4,0	-
4° trim.	22,2	-72,4	94,7	66,1	48,8	207,5	148,8	18,9	-274,0	-270,1	3,7	-
2025 1° trim.	549,7	475,2	74,5	49,1	-16,6	137,3	125,2	1,9	362,4	366,6	-1,0	-
2024 ott.	47,2	24,3	22,9	18,6	-16,6	67,4	40,1	16,9	-55,4	0,9	-0,3	-
nov.	163,5	129,0	34,6	13,0	-12,8	73,2	65,1	-3,4	79,4	76,7	1,3	-
dic.	-188,5	-225,7	37,2	34,5	78,3	66,9	43,6	5,5	-298,1	-347,6	2,7	-
2025 gen.	304,4	305,7	-1,3	22,1	-9,3	79,5	62,2	6,2	198,1	252,8	-1,5	-
feb.	211,8	171,9	39,8	9,4	10,2	42,6	44,2	-0,3	158,8	117,5	1,3	-
mar.	33,5	-2,5	36,0	17,6	-17,4	15,2	18,7	-4,0	5,6	-3,8	-0,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2025 mar.	1.208,1	758,1	450,0	110,2	-101,1	697,6	782,1	32,9	364,9	77,1	2,5	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2025 mar.	8,0	5,0	3,0	0,7	-0,7	4,6	5,2	0,2	2,4	0,5	0,0	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

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

	M3											Totale	
	M2						M3-M2				Totale		
	M1			M2-M1			Totale	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			Totale
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale								8	9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze													
2022	1.538,9	9.758,1	11.297,0	1.366,9	2.565,3	3.932,2	15.229,2	123,0	646,6	49,4	819,0	16.048,2	
2023	1.536,2	8.809,4	10.345,6	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.100,2	184,9	740,0	70,5	995,3	16.095,5	
2024	1.556,9	9.021,6	10.578,5	2.528,1	2.469,1	4.997,2	15.575,6	255,8	886,5	28,4	1.170,7	16.746,3	
2024 2° trim.	1.533,9	8.796,3	10.330,3	2.536,0	2.422,7	4.958,7	15.288,9	211,2	814,9	60,3	1.086,3	16.375,2	
3° trim.	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,8	238,1	858,4	47,6	1.144,1	16.543,9	
4° trim.	1.556,9	9.021,6	10.578,5	2.528,1	2.469,1	4.997,2	15.575,6	255,8	886,5	28,4	1.170,7	16.746,3	
2025 1° trim. ^(p)	1.564,3	9.120,0	10.684,3	2.483,0	2.491,0	4.974,1	15.658,3	238,6	909,5	45,6	1.193,6	16.852,0	
2024 nov.	1.550,9	8.996,8	10.547,7	2.560,0	2.433,8	4.993,8	15.541,4	245,6	867,7	37,9	1.151,2	16.692,6	
dic.	1.556,9	9.021,6	10.578,5	2.528,1	2.469,1	4.997,2	15.575,6	255,8	886,5	28,4	1.170,7	16.746,3	
2025 gen.	1.555,8	9.040,9	10.596,8	2.511,9	2.472,0	4.983,9	15.580,7	267,7	889,0	46,2	1.202,9	16.783,6	
feb.	1.559,5	9.098,7	10.658,2	2.491,1	2.475,0	4.966,1	15.624,3	267,8	920,2	35,1	1.223,0	16.847,3	
mar.	1.564,3	9.120,0	10.684,3	2.483,0	2.491,0	4.974,1	15.658,3	238,6	909,5	45,6	1.193,6	16.852,0	
apr. ^(p)	1.559,6	9.196,4	10.755,9	2.446,9	2.494,1	4.941,0	15.696,9	256,6	906,7	41,2	1.204,5	16.901,4	
Transazioni													
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,5	76,7	82,8	576,5	
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5	
2024	21,3	167,8	189,1	200,9	9,0	210,0	399,1	76,3	136,0	-37,2	175,2	574,3	
2024 2° trim.	7,7	55,5	63,2	71,5	-4,8	66,8	130,0	16,9	25,8	-13,3	29,4	159,3	
3° trim.	7,8	24,5	32,3	59,4	2,1	61,5	93,8	28,2	39,6	-11,7	56,1	149,9	
4° trim.	15,2	162,8	178,0	-74,1	44,0	-30,1	147,9	20,3	24,8	-20,7	24,4	172,3	
2025 1° trim. ^(p)	7,4	116,7	124,1	-39,7	15,0	-24,7	99,4	-15,8	19,8	11,5	15,5	114,9	
2024 nov.	5,3	97,6	102,9	-1,6	6,0	4,4	107,3	-5,4	8,9	-13,2	-9,7	97,6	
dic.	6,0	20,8	26,8	-34,0	35,3	1,2	28,0	15,0	17,5	-8,3	24,2	52,2	
2025 gen.	-1,1	20,2	19,1	-16,0	1,9	-14,0	5,1	11,7	1,4	12,5	25,6	30,7	
feb.	3,7	57,7	61,4	-21,0	3,5	-17,5	43,9	0,1	30,1	-13,1	17,1	61,0	
mar.	4,8	38,8	43,6	-2,7	9,5	6,8	50,4	-27,6	-11,7	12,1	-27,2	23,2	
apr. ^(p)	-4,8	89,6	84,9	-29,7	3,3	-26,4	58,5	19,7	-3,6	-4,9	11,2	69,7	
Variazioni percentuali													
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	459,5	11,1	3,7	
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,7	19,3	0,0	
2024	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6	
2024 2° trim.	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,6	12,7	1,2	62,8	17,0	-28,9	18,9	2,3	
3° trim.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,0	21,8	3,2	
4° trim.	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6	
2025 1° trim. ^(p)	2,5	4,1	3,9	0,7	2,3	1,5	3,1	25,4	13,9	-47,1	11,9	3,7	
2024 nov.	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,3	18,7	-49,0	17,8	3,8	
dic.	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6	
2025 gen.	1,5	2,9	2,7	5,7	1,1	3,3	2,9	47,6	16,0	-50,0	16,6	3,7	
feb.	1,7	3,7	3,4	2,2	1,7	2,0	3,0	49,8	18,4	-60,9	18,2	3,9	
mar.	2,5	4,1	3,9	0,7	2,3	1,5	3,1	25,4	13,9	-47,1	11,9	3,7	
apr. ^(p)	1,8	5,3	4,7	-1,3	2,5	0,6	3,4	27,9	12,3	-52,7	10,8	3,9	

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2022	3.361,5	2.721,2	499,5	134,7	6,2	8.374,2	5.542,6	437,9	2.392,9	0,9	1.282,8	231,5	563,3
2023	3.334,1	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.223,9	227,0	542,3
2024	3.437,4	2.500,8	791,8	133,7	11,1	8.756,3	5.199,1	1.254,2	2.301,5	1,5	1.300,5	232,1	548,2
2024 2° trim.	3.381,9	2.410,2	833,8	127,1	10,8	8.529,1	5.062,8	1.203,4	2.261,6	1,3	1.299,7	221,8	533,8
3° trim.	3.364,9	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,7	5.091,3	1.260,2	2.266,2	1,0	1.331,7	230,1	550,8
4° trim.	3.437,4	2.500,8	791,8	133,7	11,1	8.756,3	5.199,1	1.254,2	2.301,5	1,5	1.300,5	232,1	548,2
2025 1° trim. (p)	3.413,5	2.475,5	787,4	140,2	10,6	8.788,9	5.256,0	1.216,1	2.315,7	1,1	1.361,9	229,0	539,3
2024 nov.	3.408,7	2.453,7	812,0	129,8	13,2	8.699,3	5.165,8	1.261,5	2.271,2	0,8	1.335,2	229,4	563,5
dic.	3.437,4	2.500,8	791,8	133,7	11,1	8.756,3	5.199,1	1.254,2	2.301,5	1,5	1.300,5	232,1	548,2
2025 gen.	3.430,8	2.472,9	809,0	136,0	12,8	8.752,1	5.203,1	1.245,7	2.301,9	1,3	1.330,9	230,0	548,8
feb.	3.440,0	2.479,8	811,0	136,4	12,8	8.771,8	5.235,5	1.230,2	2.304,9	1,2	1.348,0	232,7	540,1
mar.	3.413,5	2.475,5	787,4	140,2	10,6	8.788,9	5.256,0	1.216,1	2.315,7	1,1	1.361,9	229,0	539,3
apr. (p)	3.431,0	2.483,3	794,8	141,4	11,5	8.803,8	5.288,1	1.196,1	2.318,7	0,9	1.379,1	242,5	537,5
Transazioni													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,6	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2024	94,1	75,9	15,2	2,9	0,2	297,7	55,7	233,8	8,2	0,1	55,1	4,0	3,2
2024 2° trim.	42,0	28,9	13,6	-0,3	-0,2	72,6	5,6	70,0	-3,3	0,2	34,0	-1,5	-8,0
3° trim.	-11,0	-1,7	-8,1	-1,7	0,4	60,5	-1,9	57,9	4,7	-0,3	38,9	9,3	16,5
4° trim.	61,0	88,9	-35,5	8,1	-0,5	133,1	106,7	-9,3	35,2	0,5	-38,4	0,7	-3,4
2025 1° trim. (p)	-17,1	-20,6	-2,4	6,2	-0,2	33,6	63,9	-37,4	7,5	-0,4	71,1	-2,2	-9,3
2024 nov.	26,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	38,6	43,7	-8,7	3,8	-0,2	8,8	8,3	14,5
dic.	25,3	45,0	-21,3	3,9	-2,3	57,0	33,4	-7,4	30,3	0,8	-32,3	2,4	-15,3
2025 gen.	-6,6	-27,8	17,2	2,3	1,7	-5,2	4,1	-8,5	-0,6	-0,2	31,0	-2,1	0,7
feb.	9,2	6,9	2,0	0,3	0,0	19,9	32,1	-15,6	3,6	-0,2	17,6	2,8	-9,2
mar.	-19,6	0,3	-21,6	3,6	-1,9	18,8	27,7	-13,3	4,5	-0,1	22,5	-2,9	-0,8
apr. (p)	24,5	12,2	9,7	1,3	1,3	17,9	33,9	-18,8	3,0	-0,2	28,0	14,3	-1,8
Variazioni percentuali													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,8	3,1	2,0	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,5	1,8	0,6
2024 2° trim.	1,8	-3,3	21,4	-3,0	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
3° trim.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
4° trim.	2,8	3,1	2,0	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,5	1,8	0,6
2025 1° trim. (p)	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,5	3,4	7,2	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
2024 nov.	2,3	1,8	4,5	-1,0	-4,1	3,5	0,2	30,1	-0,4	-3,1	7,8	1,6	4,6
dic.	2,8	3,1	2,0	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,5	1,8	0,6
2025 gen.	2,8	3,5	0,3	6,2	12,1	3,3	1,7	16,5	0,8	19,1	8,2	3,0	3,0
feb.	3,0	4,1	-0,6	6,6	3,9	3,4	2,7	10,8	1,5	15,7	9,4	4,3	-0,7
mar.	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,5	3,4	7,2	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
apr. (p)	2,6	4,4	-3,8	11,2	7,0	3,4	4,0	3,2	2,2	-9,2	10,1	15,5	1,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2022	6.352,0	1.001,3	5.325,7	15.389,8	12.987,5	13.174,9	5.126,5	6.631,8	1.082,5	146,7	1.565,9	836,4
2023	6.305,3	990,6	5.289,3	15.492,9	13.033,8	13.253,1	5.123,2	6.648,1	1.124,5	138,0	1.560,7	898,4
2024	6.258,9	988,5	5.244,4	15.780,1	13.246,6	13.501,9	5.182,6	6.677,2	1.246,7	140,0	1.579,9	953,7
2024 2° trim.	6.195,6	978,6	5.191,2	15.572,4	13.101,2	13.339,7	5.130,7	6.644,8	1.194,9	130,9	1.553,8	917,3
3° trim.	6.255,2	975,4	5.254,1	15.633,3	13.143,6	13.377,8	5.139,8	6.661,3	1.209,6	132,8	1.561,0	928,7
4° trim.	6.258,9	988,5	5.244,4	15.780,1	13.246,6	13.501,9	5.182,6	6.677,2	1.246,7	140,0	1.579,9	953,7
2025 1° trim.	6.268,3	995,5	5.246,9	15.875,2	13.338,1	13.594,9	5.204,0	6.720,8	1.276,5	136,8	1.560,8	976,3
2024 nov.	6.276,4	990,4	5.260,2	15.694,0	13.179,3	13.419,7	5.149,5	6.673,8	1.221,5	134,5	1.576,0	938,7
dic.	6.258,9	988,5	5.244,4	15.780,1	13.246,6	13.501,9	5.182,6	6.677,2	1.246,7	140,0	1.579,9	953,7
2025 gen.	6.305,2	996,4	5.282,8	15.834,0	13.280,9	13.526,7	5.192,4	6.696,6	1.255,1	136,8	1.577,8	975,3
feb.	6.299,6	1.001,5	5.272,2	15.890,8	13.334,9	13.572,7	5.202,4	6.711,1	1.285,6	135,7	1.574,3	981,6
mar.	6.268,3	995,5	5.246,9	15.875,2	13.338,1	13.594,9	5.204,0	6.720,8	1.276,5	136,8	1.560,8	976,3
apr.	6.307,3	994,8	5.286,5	15.882,6	13.362,8	13.623,2	5.208,0	6.740,5	1.278,2	136,0	1.562,0	957,8
Transazioni												
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9
2023	-161,1	-17,4	-144,0	53,8	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-16,0	45,4
2024	-63,3	-1,4	-62,4	287,5	228,9	271,2	77,0	44,8	105,4	1,8	10,6	47,9
2024 2° trim.	-2,8	2,4	-5,4	18,2	37,6	47,7	16,3	5,2	22,5	-6,5	-15,1	-4,3
3° trim.	-4,4	-3,2	-1,2	68,2	59,7	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8
4° trim.	5,7	11,0	-5,4	139,5	100,5	125,4	44,2	22,3	27,1	6,9	13,5	25,4
2025 1° trim.	32,0	6,6	25,4	115,7	113,8	114,4	35,0	48,3	33,8	-3,3	-17,9	19,7
2024 nov.	-6,5	4,8	-11,3	12,4	6,3	-3,1	3,4	14,0	-9,9	-1,2	-1,5	7,6
dic.	5,4	-2,4	7,7	89,7	72,1	87,4	34,5	8,5	23,7	5,4	3,5	14,1
2025 gen.	50,1	7,9	42,2	49,8	39,7	29,9	13,8	21,2	7,9	-3,2	-2,8	12,9
feb.	-14,4	5,1	-19,5	59,1	56,0	48,8	13,1	15,4	29,2	-1,6	-5,4	8,5
mar.	-3,7	-6,4	2,7	6,8	18,1	35,7	8,2	11,8	-3,4	1,5	-9,7	-1,7
apr.	11,6	-1,1	12,6	19,4	35,3	37,2	12,1	16,8	6,9	-0,5	2,1	-18,0
Variazioni percentuali												
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,7	5,3
2024 2° trim.	-1,4	-0,4	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,3	0,3	8,4	-8,5	-1,8	4,6
3° trim.	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
4° trim.	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,7	5,3
2025 1° trim.	0,5	1,7	0,3	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,8	-0,7	-1,0	4,9
2024 nov.	-0,7	0,6	-1,0	1,3	1,2	1,5	1,0	0,5	6,3	0,0	0,2	5,6
dic.	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,7	5,3
2025 gen.	0,3	1,2	0,2	2,1	2,2	2,3	2,0	1,2	9,5	1,7	-0,9	5,9
feb.	0,4	1,9	0,1	2,3	2,4	2,4	2,2	1,4	9,8	-0,6	-1,1	6,3
mar.	0,5	1,7	0,3	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,8	-0,7	-1,0	4,9
apr.	0,5	1,9	0,2	2,3	2,6	2,7	2,5	1,7	7,9	-0,2	-0,1	3,5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				2	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2022	5.126,5	5.126,4	960,0	1.076,9	3.089,6	6.631,8	6.832,5	715,1	5.214,2	702,6
2023	5.123,2	5.138,3	907,2	1.090,3	3.125,8	6.648,1	6.866,2	731,3	5.228,8	688,0
2024	5.182,6	5.203,5	922,4	1.098,1	3.162,1	6.677,2	6.928,7	745,0	5.255,2	676,9
2024 2° trim.	5.130,7	5.148,1	902,5	1.088,0	3.140,2	6.644,8	6.880,6	737,5	5.227,1	680,1
3° trim.	5.139,8	5.161,9	912,5	1.089,7	3.137,7	6.661,3	6.899,1	742,3	5.245,1	674,0
4° trim.	5.182,6	5.203,5	922,4	1.098,1	3.162,1	6.677,2	6.928,7	745,0	5.255,2	676,9
2025 1° trim.	5.204,0	5.227,6	922,9	1.114,7	3.166,4	6.720,8	6.973,1	750,8	5.293,1	676,9
2024 nov.	5.149,5	5.165,8	919,2	1.087,1	3.143,2	6.673,8	6.918,6	741,3	5.250,4	682,1
dic.	5.182,6	5.203,5	922,4	1.098,1	3.162,1	6.677,2	6.928,7	745,0	5.255,2	676,9
2025 gen.	5.192,4	5.205,7	925,1	1.101,1	3.166,2	6.696,6	6.941,9	747,3	5.272,5	676,8
feb.	5.202,4	5.213,8	926,1	1.104,5	3.171,9	6.711,1	6.956,1	747,3	5.286,0	677,8
mar.	5.204,0	5.227,6	922,9	1.114,7	3.166,4	6.720,8	6.973,1	750,8	5.293,1	676,9
apr.	5.208,0	5.230,7	930,3	1.108,5	3.169,2	6.740,5	6.991,2	753,6	5.311,4	675,5
Transazioni										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,1	-21,3
2024	77,0	88,1	21,9	14,2	40,9	44,8	77,0	26,6	28,3	-10,1
2024 2° trim.	16,3	19,0	17,1	-0,6	-0,2	5,2	10,9	0,4	5,9	-1,1
3° trim.	18,7	22,7	13,6	4,5	0,6	20,0	20,7	7,1	17,9	-5,1
4° trim.	44,2	45,5	7,8	10,9	25,6	22,3	36,3	10,7	10,6	1,1
2025 1° trim.	35,0	35,8	2,3	21,6	11,1	48,3	50,4	8,9	39,2	0,2
2024 nov.	3,4	1,0	-2,7	-1,0	7,1	14,0	12,2	1,9	9,1	3,0
dic.	34,5	39,3	4,0	12,7	17,8	8,5	14,8	5,4	4,6	-1,6
2025 gen.	13,8	5,7	2,6	4,7	6,5	21,2	15,3	2,8	17,7	0,7
feb.	13,1	11,0	1,3	5,0	6,8	15,4	15,9	2,0	13,6	-0,3
mar.	8,2	19,2	-1,5	11,9	-2,2	11,8	19,2	4,1	7,9	-0,2
apr.	12,1	9,9	7,4	-2,5	7,2	16,8	15,4	2,8	14,6	-0,5
Variazioni percentuali										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 2° trim.	0,3	0,7	-0,8	0,0	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
3° trim.	0,8	1,3	1,9	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
4° trim.	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2025 1° trim.	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
2024 nov.	1,0	1,2	2,4	0,4	0,7	0,5	0,9	3,2	0,4	-1,5
dic.	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2025 gen.	2,0	2,0	4,3	1,6	1,4	1,2	1,3	3,9	1,1	-1,1
feb.	2,2	2,1	4,6	2,2	1,5	1,4	1,5	3,8	1,3	-0,9
mar.	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
apr.	2,5	2,6	5,8	3,3	1,3	1,7	1,9	4,0	1,6	-0,5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2022	639,4	6.731,2	1.783,0	45,7	2.109,0	2.793,4	1.332,5	344,5	137,2	147,2
2023	447,4	7.327,2	1.827,5	90,2	2.413,8	2.995,6	1.858,1	213,8	152,1	152,6
2024	377,9	7.837,7	1.844,0	116,5	2.588,3	3.288,9	2.693,3	229,5	140,4	135,9
2024 2° trim.	410,5	7.526,1	1.828,2	109,9	2.526,1	3.061,9	2.243,8	300,1	182,6	176,5
3° trim.	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.490,4	247,2	184,9	188,5
4° trim.	377,9	7.837,7	1.844,0	116,5	2.588,3	3.288,9	2.693,3	229,5	140,4	135,9
2025 1° trim. ^(p)	366,8	7.939,1	1.834,3	121,1	2.573,6	3.410,1	2.811,4	203,0	182,9	161,3
2024 nov.	424,2	7.805,9	1.839,8	115,9	2.575,6	3.274,6	2.642,5	309,9	176,8	164,0
dic.	377,9	7.837,7	1.844,0	116,5	2.588,3	3.288,9	2.693,3	229,5	140,4	135,9
2025 gen.	404,5	7.928,1	1.839,5	117,4	2.593,1	3.378,1	2.765,6	211,4	163,2	146,6
feb.	425,3	7.953,6	1.842,6	118,5	2.599,8	3.392,8	2.826,9	208,9	196,1	159,7
mar.	366,8	7.939,1	1.834,3	121,1	2.573,6	3.410,1	2.811,4	203,0	182,9	161,3
apr. ^(p)	447,0	7.909,7	1.830,0	123,4	2.536,5	3.419,7	2.870,2	198,1	194,7	173,4
Transazioni										
2022	-93,4	51,9	-88,8	-4,6	13,2	132,2	-68,9	-206,2	10,4	18,0
2023	-198,2	323,8	25,2	40,0	227,1	31,5	456,1	-217,7	17,1	9,0
2024	-69,1	288,7	16,4	26,2	164,1	81,9	570,8	-1,0	-11,7	-16,7
2024 2° trim.	15,7	42,7	-0,8	6,0	31,8	5,7	149,6	52,8	4,6	2,3
3° trim.	-7,7	63,0	7,5	4,4	38,3	12,9	173,0	-31,5	2,4	12,0
4° trim.	-25,4	72,7	5,6	2,2	5,6	59,3	110,5	-36,1	-44,5	-52,6
2025 1° trim. ^(p)	-10,7	27,9	-6,5	5,7	10,7	18,0	8,5	-24,1	42,4	25,3
2024 nov.	-21,5	6,5	5,5	0,2	-0,5	1,4	12,2	64,6	7,2	-8,2
dic.	-46,5	54,3	3,1	0,6	0,8	49,7	55,3	-90,2	-36,3	-28,1
2025 gen.	26,5	25,0	-4,4	1,8	6,7	20,9	-6,7	-10,9	22,8	10,6
feb.	21,1	4,2	3,4	1,1	5,4	-5,6	35,6	6,1	32,9	13,2
mar.	-58,3	-1,4	-5,5	2,8	-1,3	2,7	-20,4	-19,2	-13,3	1,6
apr. ^(p)	80,3	-17,2	-0,9	2,4	-5,5	-13,2	91,4	10,4	11,8	12,2
Variazioni percentuali										
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2024 2° trim.	-16,1	4,4	0,7	78,5	9,8	0,9	-	-	9,6	4,3
3° trim.	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,5	-	-	20,5	15,4
4° trim.	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2025 1° trim. ^(p)	-7,1	2,7	0,3	17,6	3,5	3,0	-	-	2,7	-7,4
2024 nov.	0,2	3,4	0,7	37,4	7,6	0,9	-	-	5,7	1,2
dic.	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2025 gen.	-10,0	3,3	0,6	23,5	5,5	2,4	-	-	0,0	-8,2
feb.	-1,0	3,1	0,7	19,0	5,0	2,5	-	-	18,5	-7,9
mar.	-7,1	2,7	0,3	17,6	3,5	3,0	-	-	2,7	-7,4
apr. ^(p)	1,8	2,3	0,4	16,8	2,3	2,9	-	-	19,0	-2,3

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

6.2 Entrate e spese

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

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

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

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

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

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

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Croazia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-7,1	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,5	-3,1	1,5	-1,4	-3,5	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,5	-2,8	-1,5	4,3	1,3	-3,2	-5,8	-2,4	-3,4	4,3
2024 1° trim.	-4,0	-2,7	-3,1	1,3	-0,7	-3,6	-5,4	-0,8	-6,6	3,3
2° trim.	-4,1	-2,8	-3,6	1,7	0,1	-3,2	-5,4	-1,8	-6,3	4,0
3° trim.	-4,4	-2,8	-3,0	4,6	0,8	-3,0	-5,6	-2,1	-5,3	4,0
4° trim.	-4,5	-2,8	-1,5	4,3	1,3	-3,2	-5,8	-2,4	-3,4	4,3
Debito pubblico										
2021	108,5	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	102,7	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,4	68,5	138,3	81,1
2023	103,2	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,8	61,8	134,6	73,6
2024	104,7	62,5	23,6	40,9	153,6	101,8	113,0	57,6	135,3	65,0
2024 1° trim.	106,6	62,6	24,1	42,5	161,8	106,3	110,7	62,0	134,9	72,5
2° trim.	106,6	62,0	23,8	42,8	160,1	105,3	112,3	60,0	136,7	70,2
3° trim.	105,7	62,4	24,0	42,3	158,3	104,4	113,7	59,6	136,2	69,2
4° trim.	104,7	62,5	23,6	40,9	153,6	101,8	113,1	57,7	135,3	65,0
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2021	-7,2	-1,2	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,8	-4,7	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,7	0,7	-0,9	-5,3	-4,4
2024 1° trim.	-2,5	-0,6	0,0	-3,9	-0,4	-2,8	0,8	-1,9	-4,8	-3,4
2° trim.	-4,7	-0,9	0,5	-3,5	-0,4	-3,3	1,0	-1,9	-4,9	-3,8
3° trim.	-2,7	-1,4	0,3	-3,0	-0,3	-3,8	0,7	-1,7	-4,9	-4,4
4° trim.	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,7	0,7	-0,9	-5,3	-4,4
Debito pubblico										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,9	49,5	48,4	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	44,6	37,3	25,0	47,9	45,2	78,5	97,7	68,4	55,6	77,5
2024	46,8	38,2	26,3	47,4	43,3	81,8	94,9	67,0	59,3	82,1
2024 1° trim.	45,9	39,1	26,4	47,5	44,0	80,9	99,1	70,0	60,6	78,4
2° trim.	45,9	37,4	26,1	46,5	43,3	82,9	100,3	69,4	60,4	80,4
3° trim.	47,2	38,4	25,8	45,9	42,2	83,2	97,1	66,7	60,3	82,0
4° trim.	46,8	38,2	26,3	47,4	43,3	81,8	94,9	67,0	59,7	82,1

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2025

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 4 giugno 2025.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-01-25-071-IT-N (online)