

Bollettino economico

Numero 1 / 2026

Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	6
2 Attività economica	11
3 Prezzi e costi	21
4 Andamenti del mercato finanziario	28
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	32
Riquadri	43
1 Il riorientamento dell'interscambio mondiale: monitoraggio del ruolo della deviazione degli scambi provocata dai dazi statunitensi nell'andamento delle esportazioni cinesi	43
2 Determinanti dei prezzi dell'energia elettrica per le famiglie e i settori ad alta intensità energetica e loro rilevanza per gli obiettivi di decarbonizzazione dell'UE	49
3 Consumi e risparmi in tempi di incertezza: evidenze recenti dall'indagine CES	57
4 Determinanti fondamentali dei recenti andamenti degli investimenti in immobili residenziali nell'area dell'euro	63
5 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	69
6 Stima dell'elasticità nel tempo dei tassi del mercato monetario alle variazioni delle riserve	75
Articolo	81
1 Superamento degli ostacoli strutturali alla transizione verde	81
Riquadro 1 Gli ostacoli agli investimenti verdi secondo le imprese	91
Statistiche	S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Nella riunione del 5 febbraio 2026 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. La sua valutazione aggiornata ha confermato nuovamente che l'inflazione dovrebbe stabilizzarsi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. L'economia continua a mostrare buona capacità di tenuta in un difficile contesto mondiale. Il basso livello di disoccupazione, la solidità dei bilanci del settore privato, l'esecuzione graduale della spesa pubblica per difesa e infrastrutture, insieme agli effetti favorevoli derivanti dalle passate riduzioni dei tassi di interesse, stanno sostenendo la crescita. Al tempo stesso, le prospettive sono ancora incerte, soprattutto a causa dell'indeterminatezza delle politiche commerciali a livello mondiale e delle tensioni geopolitiche in atto.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione delle prospettive di inflazione e dei rischi a esse associati, considerati i nuovi dati economici e finanziari, nonché della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

Attività economica

Secondo la stima rapida preliminare dell'Eurostat, l'economia è cresciuta dello 0,3 per cento nel quarto trimestre del 2025, trainata principalmente dal settore dei servizi, in particolare dell'informazione e della comunicazione. Il comparto manifatturiero ha mostrato una buona tenuta nonostante le circostanze negative derivanti dal commercio mondiale e dall'incertezza geopolitica. La dinamica del settore delle costruzioni registra un rafforzamento, anche grazie al contributo degli investimenti pubblici.

Il mercato del lavoro continua a sostenere i redditi, malgrado l'ulteriore flessione della domanda di manodopera. Il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,2 per cento a dicembre, dopo il 6,3 di novembre. L'aumento dei redditi da lavoro associato alla diminuzione del tasso di risparmio delle famiglie dovrebbe favorire i consumi privati. La spesa pubblica per difesa e infrastrutture dovrebbe inoltre contribuire alla domanda interna. Gli investimenti delle imprese dovrebbero consolidarsi ulteriormente e le indagini rilevano che sono sempre più destinati alle nuove

tecnologie digitali. Al tempo stesso, il contesto esterno rimane complesso, a causa dell'aumento dei dazi e dell'apprezzamento dell'euro durante lo scorso anno.

Nell'attuale panorama geopolitico il Consiglio direttivo sottolinea l'urgente necessità di rafforzare l'area dell'euro e la sua economia. I governi dovrebbero dare priorità alla sostenibilità delle finanze pubbliche, agli investimenti strategici e a riforme strutturali che favoriscano la crescita. Sfruttare appieno il potenziale del mercato unico europeo resta fondamentale. È inoltre d'importanza cruciale promuovere una maggiore integrazione dei mercati dei capitali portando a compimento l'unione dei risparmi e degli investimenti e l'unione bancaria, secondo una tabella di marcia ambiziosa, nonché adottare in tempi rapidi il regolamento relativo all'istituzione dell'euro digitale.

Inflazione

A gennaio 2026 l'inflazione è diminuita all'1,7 per cento, dal 2,0 di dicembre e dal 2,1 di novembre. L'inflazione dei beni energetici si è ridotta al -4,1 per cento, dopo il -1,9 di dicembre e il -0,5 di novembre, mentre quella dei beni alimentari è aumentata al 2,7 per cento, dal 2,5 di dicembre e dal 2,4 di novembre. L'inflazione al netto delle componenti energetica e alimentare è diminuita al 2,2 per cento, dopo il 2,3 di dicembre e il 2,4 di novembre. L'inflazione dei beni è salita allo 0,4 per cento, mentre quella dei servizi è diminuita al 3,2, a fronte del 3,4 di dicembre e del 3,5 di novembre.

Le misure dell'inflazione di fondo hanno subito lievi variazioni negli ultimi mesi e restano coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. La crescita delle retribuzioni contrattuali e gli indicatori prospettici, quali l'indice salariale della BCE e i risultati delle indagini sulle aspettative relative ai salari, segnalano una perdurante moderazione del costo del lavoro. Tuttavia, resta incerto il contributo della componente eccedente i minimi contrattuali alla crescita complessiva delle retribuzioni.

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.

Valutazione dei rischi

L'area dell'euro continua a dover affrontare un contesto politico mondiale mutevole. Un nuovo incremento dell'incertezza potrebbe gravare sulla domanda, così come potrebbe farlo anche un deterioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari mondiali. Ulteriori frizioni nel commercio internazionale potrebbero causare interruzioni nelle catene di approvvigionamento, ridurre le esportazioni e indebolire consumi e investimenti. Le tensioni geopolitiche, in particolare la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina, rimangono fra le principali fonti di incertezza. Per contro, la spesa programmata per difesa e infrastrutture, unitamente all'adozione

di riforme volte a migliorare la produttività e all'impiego di nuove tecnologie da parte delle imprese dell'area dell'euro, potrebbe sospingere la crescita più delle attese, anche attraverso gli effetti positivi sulla fiducia di imprese e consumatori.

Nuovi accordi commerciali e una maggiore integrazione del mercato unico potrebbero inoltre stimolare la crescita oltre le attuali aspettative.

Le prospettive di inflazione restano più incerte del consueto a causa del contesto politico mondiale mutevole. L'inflazione potrebbe risultare inferiore se, per effetto dei dazi, la domanda di esportazioni dell'area dell'euro si riducesse più di quanto atteso e se i paesi con eccesso di capacità produttiva aumentassero ulteriormente le loro esportazioni verso l'area. Inoltre, un rafforzamento dell'euro potrebbe far scendere l'inflazione oltre le attuali aspettative. Anche mercati finanziari più volatili e avversi al rischio potrebbero gravare sulla domanda e ridurre quindi l'inflazione. Per converso, l'inflazione potrebbe risultare superiore se le quotazioni dell'energia aumentassero in maniera persistente o se catene di approvvigionamento mondiali più frammentate spingessero al rialzo i prezzi all'importazione, riducessero l'offerta di materie prime critiche e accrescessero i vincoli di capacità produttiva nell'economia dell'area dell'euro. Se la dinamica salariale si moderasse più lentamente, l'inflazione dei servizi potrebbe ridursi più tardi di quanto atteso. L'incremento programmato della spesa in difesa e infrastrutture potrebbe anche far aumentare l'inflazione nel medio termine. Eventi meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica e ambientale, potrebbero determinare aumenti dei prezzi dei beni alimentari superiori alle attese.

Condizioni finanziarie e monetarie

Dall'ultima riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del 18 dicembre 2025, i tassi di mercato sono diminuiti, mentre le tensioni geopolitiche e commerciali su scala mondiale hanno accresciuto temporaneamente la volatilità nei mercati finanziari. I tassi sul credito bancario alle imprese sono aumentati lievemente al 3,6 per cento a dicembre, dal 3,5 di novembre, come il costo dell'emissione di titoli di debito sul mercato. Il tasso di interesse medio sui nuovi mutui ipotecari ha continuato a mantenersi stabile, al 3,3 per cento a dicembre.

I prestiti bancari alle imprese sono cresciuti sui dodici mesi del 3,0 per cento a dicembre, dopo il 3,1 di novembre e il 2,9 di ottobre. A dicembre l'emissione di obbligazioni societarie è aumentata del 3,4 per cento. Secondo l'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro, la domanda di credito da parte delle imprese è aumentata lievemente nel quarto trimestre del 2025, specialmente per finanziare scorte e capitale circolante. Al tempo stesso, i criteri di concessione dei prestiti alle imprese si sono nuovamente inaspriti.

I mutui ipotecari sono cresciuti del 3,0 per cento a dicembre, dopo il 2,9 di novembre e il 2,8 di ottobre, per effetto del continuo aumento della domanda di prestiti e dell'allentamento dei criteri di concessione del credito.

Decisioni di politica monetaria

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

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

Conclusioni

Nella riunione del 5 febbraio 2026 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. Le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione delle prospettive di inflazione e dei rischi a esse associati, considerati i nuovi dati economici e finanziari, nonché della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

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

Contesto esterno

La crescita economica a livello mondiale, trainata dalla solida espansione registrata negli Stati Uniti e in Cina nel terzo trimestre del 2025, ha confermato una buona capacità di tenuta complessiva. Nel trimestre successivo ci si attende una lieve attenuazione, in parte in conseguenza dello shutdown del governo degli Stati Uniti nei mesi di ottobre e novembre, nonostante la crescita dei consumi nel paese dovrebbe essere sostanzialmente rimasta robusta. La crescita delle importazioni a livello mondiale ha registrato un rallentamento nel terzo trimestre e ci si attende rimanga, nel breve periodo, inferiore alle medie storiche, in parte a causa dell'incertezza delle politiche commerciali, che permane. La forte crescita degli scambi relativi ai prodotti ad alta tecnologia, compresi quelli connessi all'IA, resta la nota positiva in prospettive commerciali a breve termine che per il resto si confermano deboli. L'inflazione complessiva nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è rimasta sostanzialmente stabile a novembre.

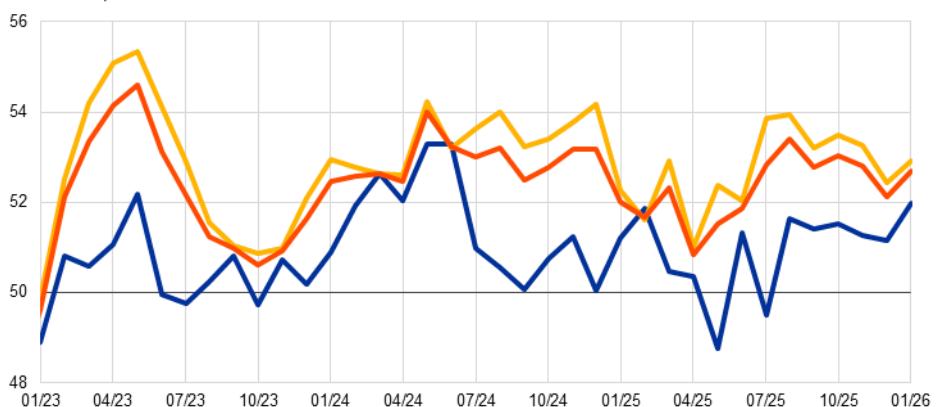
La crescita economica a livello mondiale ha confermato una buona capacità di tenuta complessiva, sebbene ci si attenda un certo rallentamento nel quarto trimestre del 2025. I dati di contabilità nazionale indicano una crescita vigorosa nel terzo trimestre, trainata principalmente da Stati Uniti e Cina, e anche una notevole crescita dell'economia indiana. Si ritiene che questa crescita, più marcata del previsto, si sia lievemente indebolita nel quarto trimestre, in parte per effetto dello shutdown del governo statunitense, avvenuto in quel periodo. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) ha registrato una discesa tra il terzo e il quarto trimestre del 2025, principalmente a causa della debolezza dei servizi, pur continuando a mostrare capacità di tenuta e rimanendo in territorio espansivo. A gennaio l'indice PMI è salito a 52,7, sospinto da miglioramenti generalizzati nei vari settori (cfr. il grafico 1). Osservando gli andamenti nei singoli paesi, a gennaio l'indice ha registrato un forte incremento nel Regno Unito e in Giappone, mentre è migliorato in misura marginale negli Stati Uniti e in Cina.

Grafico 1

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

(indici di diffusione)

- Settore manifatturiero
- Servizi
- Composito



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

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

La crescita delle importazioni a livello mondiale ha registrato un rallentamento nel terzo trimestre del 2025 e si prevede che nel breve periodo si confermi inferiore alle medie storiche. L'indebolimento dei dati ad alta frequenza sull'interscambio, in particolare per gli Stati Uniti, suggerisce una crescita delle importazioni a livello mondiale presumibilmente ancora modesta nel breve termine. Inoltre, le minacce relative ai dazi e la volatilità delle politiche commerciali continuano a incidere negativamente sulla dinamica degli scambi mondiali. I prodotti ad alta tecnologia, compresi quelli connessi all'IA, restano la nota positiva in prospettive commerciali a breve termine che per il resto si confermano deboli. Guardando ai dati sull'interscambio nominale a livello mondiale fino a ottobre 2025, il commercio dei beni ad alta tecnologia, secondo la definizione dell'Eurostat, è cresciuto a un tasso annuo del 18 per cento, in confronto ai primi dieci mesi del 2024. Per i beni ad alta tecnologia connessi all'IA, come microchip e macchine per l'elaborazione automatizzata dei dati, tale espansione è stata perfino più veloce, a un tasso del 35 per cento. Escludendo l'area dell'euro, i principali esportatori netti di beni ad alta tecnologia sono la Cina, la Corea del Sud e i membri dell'Associazione delle nazioni del sud-est asiatico. Gli Stati Uniti sono l'importatore netto principale, con una crescita nei primi dieci mesi del 2025 pari al 65 per cento annuo.

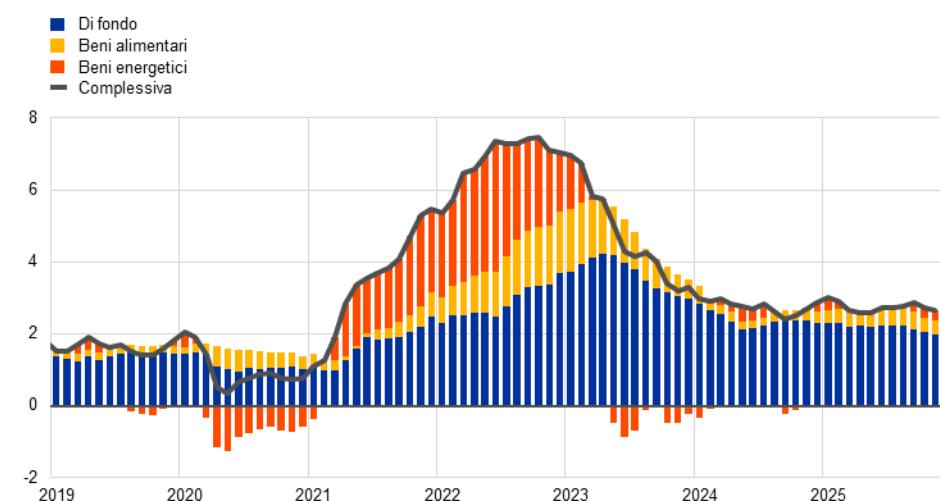
A novembre l'inflazione complessiva nei paesi membri dell'OCSE, esclusa la Turchia, è rimasta sostanzialmente stabile. Al netto della Turchia, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi OCSE a novembre si è confermato, dopo arrotondamento, al 2,7 per cento. I lievi cali legati alle componenti alimentare e di fondo sono stati in parte compensati da un contributo lievemente superiore dei prezzi dei beni energetici (cfr. il grafico 2). A livello mondiale, esclusa l'area dell'euro, la disinflazione appare essere in fase di stallo. L'inflazione complessiva misurata sull'IPC è rimasta stabile nella seconda

metà del 2025, giacché l'aumento dell'inflazione osservato in Cina ha compensato la disinflazione in altre economie emergenti. Nel contempo, l'inflazione nelle economie avanzate ha registrato variazioni modeste e l'inflazione di fondo a livello mondiale si è ridotta solo marginalmente.

Grafico 2

Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'aggregato OCSE comprende i paesi dell'area dell'euro membri dell'OCSE ed esclude la Turchia; è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) dell'OCSE. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2025.

I prezzi sia del petrolio sia del gas sono aumentati, i primi per gli andamenti geopolitici e i secondi per i timori sui livelli di stoccaggio del gas, a fronte di un calo dei prezzi dei beni alimentari e di un incremento di quelli dei metalli.

Dall'ultima riunione del Consiglio direttivo i corsi petroliferi sono aumentati complessivamente del 13 per cento. Inizialmente il loro rialzo è stato solo di entità limitata, in seguito alla cattura del presidente del Venezuela Nicolás Maduro da parte degli Stati Uniti, ma l'escalation di proteste in Iran e il presagio di un intervento statunitense ne hanno successivamente determinato un ulteriore incremento.

La debole reazione a fronte di quanto accaduto in Venezuela riflette il modesto ruolo che questo paese riveste nell'offerta mondiale di petrolio. Esso produce soltanto un milione circa di barili al giorno, vale a dire l'1 per cento della produzione mondiale, con un potenziale di aumento delle forniture ancora limitato, trattandosi di qualità di greggio pesanti e sulfuree. Benché compatibile con le raffinerie statunitensi, questo petrolio è difficilmente estraibile, soprattutto in considerazione della fatiscenza delle infrastrutture petrolifere del paese. Per quanto riguarda i prezzi del gas europeo, essi sono aumentati in misura netta, del 22 per cento. Le rigide condizioni meteorologiche registrate in Europa hanno determinato una rapida riduzione delle scorte, portandole vicino al limite inferiore del loro intervallo storico. I timori sui livelli dello stoccaggio sono stati esacerbati dalla pressione al ribasso sui contratti future del gas a lunga scadenza per l'inverno 2026-2027, conseguente a ondate successive di forniture di gas naturale liquefatto dagli Stati Uniti e dal Qatar. Poiché i prezzi dei contratti future offrono poco margine per una successiva rivendita redditizia, i gestori di stoccaggio hanno attualmente poco interesse a iniettare gas

nei depositi. I prezzi dei beni alimentari sono scesi del 7 per cento, per le aspettative di una forte offerta di granoturco nel 2026, unita alla debole domanda di semi di cacao. Al contrario, i prezzi dei metalli industriali hanno registrato un rialzo del 10 per cento, favoriti dalle nuove previsioni di dazi statunitensi sul rame, che hanno indotto gli operatori ad accelerare le spedizioni verso gli Stati Uniti.

Nel terzo trimestre del 2025 la crescita del PIL in termini reali negli Stati Uniti ha accelerato, raggiungendo l'1,1 per cento sul trimestre precedente. L'attività economica è stata trainata dai consumi privati e dalle esportazioni nette, mentre l'espansione degli investimenti fissi del settore privato si è moderata. Per quanto lo shutdown del governo statunitense nel quarto trimestre possa aver influenzato negativamente la crescita, i dati mensili fino a novembre 2025 suggeriscono una dinamica dei consumi sostanzialmente ancora vigorosa. Per contro, il mercato del lavoro statunitense ha continuato a perdere slancio. La crescita dell'occupazione nel settore privato è rimasta contenuta e si è concentrata soprattutto nell'assistenza sanitaria e sociale, mentre in altri settori è stata prossima allo zero in termini aggregati, con riduzioni di organico nel commercio al dettaglio e nel comparto manifatturiero. Negli Stati Uniti l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo e l'inflazione di fondo non hanno subito variazioni a dicembre, confermandosi rispettivamente al 2,7 e al 2,6 per cento. Tuttavia, poiché la raccolta di dati è stata compromessa durante lo shutdown del governo, questi dati potrebbero essere distorti verso il basso, in particolare con riferimento all'inflazione dei canoni di locazione, dove le osservazioni mancanti sono state sostituite da imputazioni. L'inflazione dei beni ha registrato dati inattesi al ribasso, pur rimanendo in territorio positivo.

Nel 2025 la Cina ha raggiunto l'obiettivo di crescita del 5 per cento, ma l'espansione continua a dipendere dalla domanda estera. Nel quarto trimestre del 2025 la crescita trimestrale del PIL ha raggiunto l'1,2 per cento, di poco superiore all'1,1 per cento del trimestre precedente. Ciò è riconducibile principalmente al maggiore contributo del saldo commerciale, che ha superato le aspettative di mercato. Le recenti indicazioni delle politiche segnalano che il sostegno di bilancio proseguirà nel 2026, in linea con l'intento dichiarato dalle autorità cinesi di supportare la domanda interna e di raggiungere un obiettivo di crescita analogo anche nell'anno in corso. Nel 2025, per la prima volta dagli inizi degli anni '90, gli investimenti fissi hanno registrato una contrazione annua in seguito al tentativo di ridurre contemporaneamente l'eccesso di capacità produttiva e il debito delle amministrazioni locali. Il mercato immobiliare continua a esercitare un freno sull'economia e a incidere negativamente sul clima di fiducia dei consumatori e sulla spesa. Il vigore delle esportazioni, principalmente verso le economie emergenti, ha originato nel 2025 un avanzo commerciale senza precedenti, pari a 1.200 miliardi di dollari statunitensi. Ci si attende che l'espansione delle esportazioni continui a sostenere l'economia cinese anche nel 2026, salvo ulteriori inasprimenti delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti. In Cina l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita a dicembre allo 0,8 per cento, dallo 0,7 di novembre, soprattutto a causa di effetti base e del rincaro dei beni alimentari. L'inflazione di fondo sui dodici mesi è rimasta invariata, all'1,2 per cento. Prescindendo da fattori temporanei, ci si attende che il ristagno della domanda interna e l'eccesso di capacità produttiva nel

settore dell'industria continuano ad alimentare una forte concorrenza sui prezzi tra le imprese, mentre non è ancora possibile valutare appieno l'impatto degli sforzi per ridurre la sovraccapacità della produzione sull'inflazione.

Nel Regno Unito la dinamica economica è rimasta debole nell'ultimo trimestre del 2025. Nel complesso, tra agosto e novembre il PIL è cresciuto dello 0,1 per cento, trainato dal settore dei servizi e da una normalizzazione della produzione nel settore automobilistico, dopo le turbative innescate da un attacco cibernetico a settembre. I dati del PMI fino a gennaio 2026 confermano il ridotto slancio della congiuntura economica verso la fine del 2025 e una ripresa contenuta agli inizi del 2026. L'inflazione complessiva è salita al 3,4 per cento a dicembre, dal 3,2 del mese precedente, pur rimanendo inferiore al recente picco del 3,8 per cento raggiunto nel terzo trimestre. L'inflazione di fondo si è confermata al 3,2 per cento. I dati fino a novembre mostrano che la crescita delle retribuzioni ordinarie nel settore privato ha continuato a moderarsi, sebbene partendo da livelli elevati.

2

Attività economica

Nel quarto trimestre del 2025 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente, segnando una crescita positiva per tutti i trimestri, nonostante le numerose sfide emerse nel corso dell'anno. Gli indicatori di breve periodo e i dati nazionali disponibili segnalano il protrarsi di un contributo positivo da parte della domanda interna e un minore contributo delle esportazioni nette. A livello settoriale, la crescita è stata trainata principalmente dai servizi, in particolare di informazione e comunicazione. È probabile che il settore manifatturiero abbia toccato il punto minimo alla fine del 2025, dimostrando capacità di tenuta a fronte delle circostanze negative derivanti dal commercio mondiale e dall'incertezza geopolitica. La dinamica del settore delle costruzioni registra un rafforzamento, anche grazie al contributo degli investimenti pubblici. Le indagini continuano a segnalare una ripresa a doppia velocità con una crescita dei servizi più vigorosa rispetto al settore manifatturiero. In una prospettiva di più lungo periodo, l'attività nell'area dell'euro, sostenuta dalla domanda interna, dovrebbe recuperare gradualmente a meno di un'inattesa volatilità a breve termine. I consumi dovrebbero trarre beneficio dall'aumento dei redditi reali e dal graduale calo del tasso di risparmio. L'aumento degli investimenti delle imprese, insieme alla considerevole spesa pubblica per le infrastrutture e la difesa dovrebbero inoltre sostenere l'espansione economica. Nondimeno, è probabile che le sfide legate alle turbative del commercio mondiale e all'acuirsi delle tensioni geopolitiche in futuro restino circostanze negative per la crescita nell'area dell'euro.

Secondo la stima rapida preliminare dell'Eurostat, nel quarto trimestre del 2025 il PIL dell'area dell'euro ha continuato a crescere. Nel quarto trimestre del 2025 il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,3 per cento sul periodo precedente, segnando una crescita positiva in tutti i trimestri dell'anno (cfr. il grafico 3). Complessivamente, nel 2025 si stima che il PIL sia aumentato dell'1,5 per cento, dallo 0,8 per cento del 2024¹. Nel 2025 lo slancio espansivo si è rafforzato in un contesto caratterizzato da una serie di sfide a livello mondiale legate alla geopolitica e al commercio, evidenziando la capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro. Sebbene la scomposizione della spesa non sia ancora disponibile per il quarto trimestre, gli indicatori di breve periodo e i dati nazionali disponibili segnalano un contributo positivo della domanda interna alla crescita, mentre le esportazioni nette sono state più contenute. La crescita è stata trainata principalmente dal settore dei servizi, in particolare dell'informazione e della comunicazione. Il comparto manifatturiero ha mostrato buona tenuta nonostante le circostanze negative derivanti dal commercio mondiale e dall'incertezza geopolitica. La dinamica del settore delle costruzioni registra un rafforzamento, anche grazie al contributo degli investimenti pubblici. Nel quarto trimestre del 2025 la dinamica della crescita nei vari paesi è stata meno eterogenea rispetto ai trimestri precedenti. I risultati del quarto trimestre

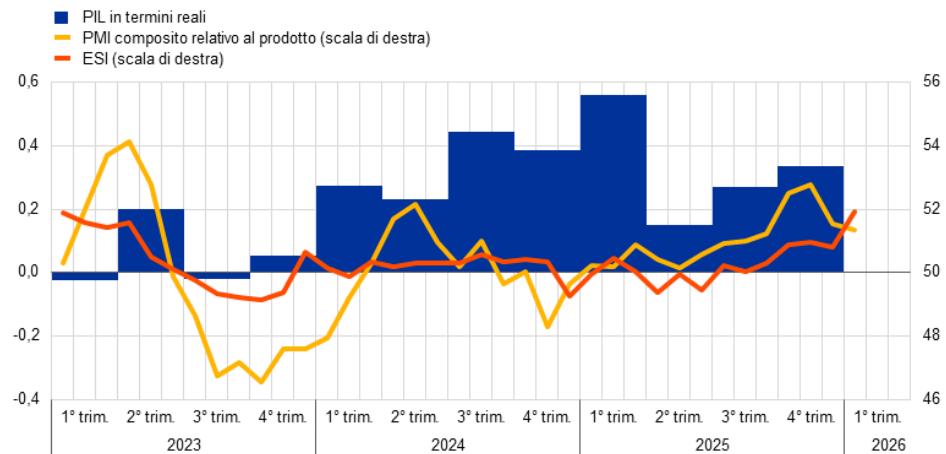
¹ Il tasso di crescita sui dodici mesi si basa su dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario. I dati non corretti non sono disponibili per tutti gli Stati membri inclusi nelle stime rapide del PIL.

relativi al prodotto per l'area dell'euro determinano un effetto di trascinamento dello 0,4 per cento sulla crescita annua del 2026².

Grafico 3

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; le barre mostrano i dati trimestrali. Per l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, la linea orizzontale in corrispondenza del valore 50 indica la linea di base neutra che divide espansione e contrazione. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è stato standardizzato e riscalato in modo da avere la stessa media e deviazione standard del PMI composito relativo al prodotto. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025 per il PIL in termini reali e a gennaio 2026 per PMI ed ESI.

I limitati dati a disposizione per il primo trimestre del 2026 indicano un protratto vigore nel settore dei servizi e il raggiungimento di un livello minimo nel settore manifatturiero. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è rimasto sostanzialmente stabile tra dicembre 2025 e gennaio 2026, a indicare il protrarsi di una crescita moderata, sebbene a un tasso lievemente inferiore rispetto al quarto trimestre dello scorso anno (cfr. il pannello a) del grafico 4). A gennaio il PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero è lievemente salito a 50,5 rispetto al quarto trimestre del 2025, continuando a segnalare una crescita lenta o una stagnazione dell'attività.

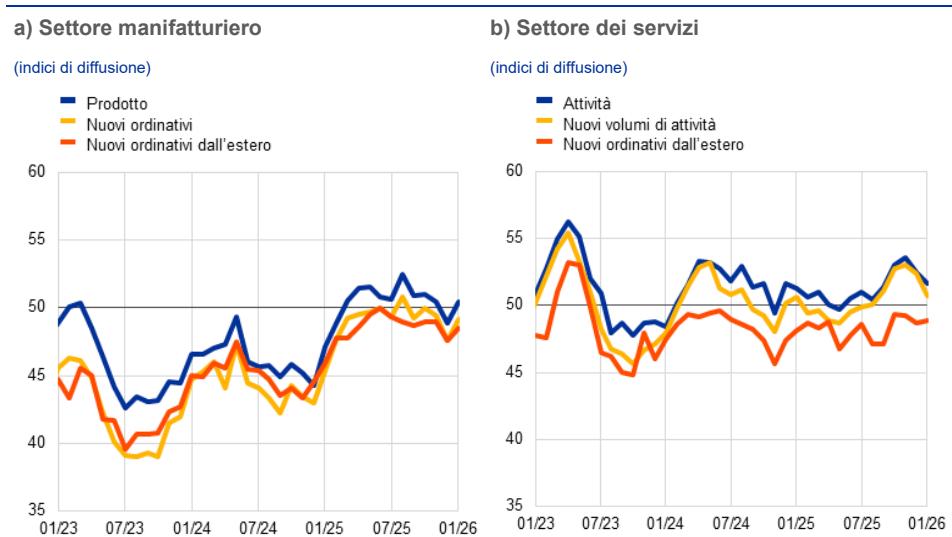
Nonostante i segnali che mostrano il raggiungimento di un livello minimo, non vi sono indicazioni di un chiaro percorso di ripresa nel settore manifatturiero a causa dei protratti effetti avversi derivanti dall'aumento dei dazi, dall'incertezza ancora elevata e dal recente rafforzamento dell'euro. Altri indicatori, come il PMI relativo ai nuovi ordinativi, delineano un quadro analogo di prospettive a breve termine molto modeste per il settore industriale. Nel contempo, l'indice PMI riferito all'attività nei servizi è sceso da una media di 53,0 nel quarto trimestre a 51,6 a gennaio. Se da un lato ciò suggerisce un rallentamento, dall'altro il tasso di crescita nei servizi resta più elevato rispetto al settore manifatturiero, continuando a sostenere l'ipotesi di una ripresa a doppia velocità. I recenti contatti della BCE con le società non finanziarie confermano tali prospettive (cfr. il riquadro 5). Nel complesso, le società contattate hanno riferito un miglioramento graduale della dinamica dell'attività e del clima di

² Ciò implica che nel 2026 il PIL crescerebbe dello 0,4 per cento se tutti i tassi di crescita trimestrali nell'anno in corso fossero uguali a zero (ovvero se il PIL trimestrale si mantenesse allo stesso livello del quarto trimestre del 2025).

fiducia negli ultimi mesi, sebbene con notevoli variazioni tra settori e paesi. La crescita continua a essere trainata principalmente dall'attività nel settore dei servizi, sostenuta dalla spesa per consumi di servizi piuttosto che di beni, nonché dalla forte crescita della spesa delle imprese per servizi digitali (in particolare quelli relativi all'IA).

Grafico 4

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

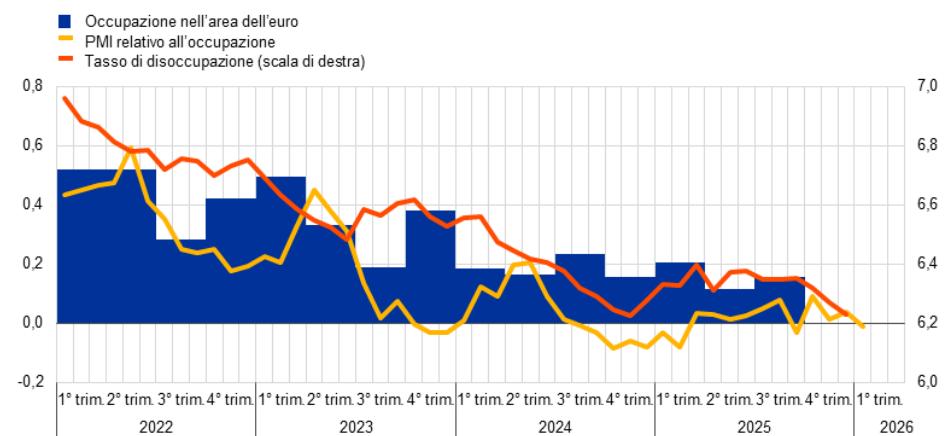
Note: la linea orizzontale in corrispondenza del valore 50 indica la linea di base neutra che distingue espansione e contrazione. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2026.

Il mercato del lavoro continua a sostenere la crescita del reddito, malgrado l'ulteriore flessione della domanda di lavoro. Nel terzo trimestre del 2025

l'occupazione e le ore lavorate totali sono cresciute rispettivamente dello 0,2 e dello 0,4 per cento, consentendo un lieve recupero della media delle ore lavorate (cfr. il grafico 5). Sui dodici mesi, la crescita dell'occupazione ha continuato a rallentare. Nel contempo, nuovi posti di lavoro continuano a essere occupati da coloro che entrano a far parte delle forze di lavoro. Nel terzo trimestre la crescita delle forze di lavoro ha subito un rallentamento fino allo 0,0 per cento rispetto al trimestre precedente, pur continuando a salire dello 0,9 per cento sui dodici mesi. Allo stesso tempo, il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,2 per cento a dicembre, dopo aver toccato il 6,3 a novembre, e il tasso di posti vacanti è sceso al 2,2 per cento nel terzo trimestre, dal picco del 3,3 per cento registrato nel secondo trimestre del 2022.

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 terzo trimestre del 2025 per l'occupazione nell'area dell'euro, a gennaio 2026 per il PMI relativo all'occupazione e a dicembre 2025 per il tasso di disoccupazione.

Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro segnalano una debole crescita dell'occupazione nel quarto trimestre del 2025. Nel quarto trimestre il PMI composito mensile relativo all'occupazione si è collocato a una media di 50,5, indicando una crescita debole dell'occupazione. I dati di gennaio mostrano un deterioramento nella percezione dell'occupazione. A gennaio, l'indicatore composito è sceso al 49,9 dal 50,4 di dicembre, a causa del calo da 51,3 a 50,5 del settore dei servizi. Di contro, sempre a gennaio, l'indicatore PMI relativo all'occupazione per il settore manifatturiero è salito al 48,1 dal 47,7 di dicembre.

La crescita dei consumi privati si è probabilmente rafforzata nel quarto trimestre del 2025 e dovrebbe rimanere positiva agli inizi del 2026, come segnalato dall'aumento delle vendite al dettaglio, dal clima di fiducia dei consumatori e dall'attività attesa degli stessi. La crescita dei consumi ha subito un rallentamento nel terzo trimestre, che riflette la più debole dinamica di servizi e beni non durevoli, compensata in parte dalla maggiore domanda di beni durevoli e semidurevoli (cfr. il pannello a) del grafico 6). Il tasso di risparmio delle famiglie è lievemente diminuito, al 15,1 per cento, nel terzo trimestre, poiché i consumi hanno superato il reddito, pur rimanendo elevati in termini storici. Nel quarto trimestre gli indicatori ad alta frequenza segnalano un rafforzamento della dinamica dei consumi privati (cfr. il pannello b) del grafico 6). La crescita delle vendite al dettaglio a ottobre e novembre è migliorata rispetto al terzo trimestre. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea si è mantenuto al di sotto della sua media storica ma ha continuato a recuperare nel quarto trimestre, trainato in larga misura dal miglioramento delle aspettative delle famiglie sulla propria situazione finanziaria e sulla situazione economica complessiva nei prossimi dodici mesi. Inoltre nel quarto trimestre è migliorata, collocandosi ben al di sopra della propria media di lungo periodo, l'“attività attesa dei consumatori”, un indice

aggregato ponderato per i consumi basato sulle aspettative delle imprese, rilevate dalla Commissione europea, riguardo all'attività nei prossimi tre mesi.

Tale valutazione è ulteriormente sostenuta dall'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE, che indica un aumento della fiducia dei consumatori, nonché dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie, che segnalano una robusta crescita dei consumi di servizi (cfr. il riquadro 5).

In prospettiva, i consumi privati dovrebbero continuare a rafforzarsi, in presenza di bilanci solidi e di incrementi del reddito reale. Tuttavia, una modesta crescita di occupazione e attività di prestito, unite a una perdurante, anorché in calo, incertezza tra le famiglie, potrebbero gravare sulla spesa di queste ultime e contribuire a un tasso di risparmio persistentemente elevato (cfr. il riquadro 3).

Grafico 6

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

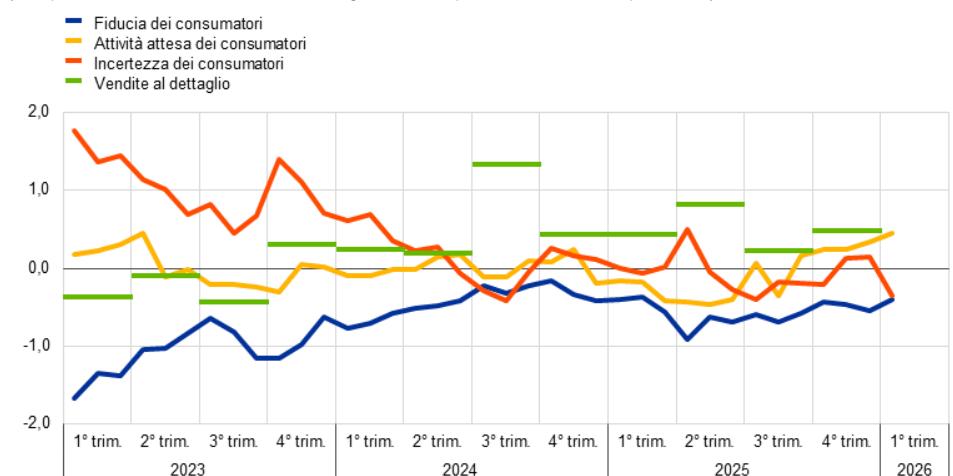
a) Consumi e risparmi delle famiglie

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



b) Clima di fiducia dei consumatori, incertezza e aspettative e vendite al dettaglio

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) i livelli dei consumi nazionali in termini reali di beni e servizi sono riponderati per corrispondere al livello dei consumi privati in termini reali nelle principali contabilità nazionali. Nel pannello b) l'“attività attesa dei consumatori” si riferisce a una media ponderata delle aspettative delle imprese per i tre mesi successivi per quanto riguarda la produzione per il settore manifatturiero, l’occupazione nel settore delle costruzioni, l’attività commerciale e la domanda di servizi ricavata dall’indagine della Commissione europea presso le imprese, ponderata in base alle quote settoriali dei consumi privati dell’area dell’euro ricavate dalle tavole input-output di FIGARO per il 2023. L’“incertezza dei consumatori” rappresenta l’indice di incertezza economica dei consumatori pubblicato dalla Commissione europea. Tutte le serie sono standardizzate per l’intero campione a partire da gennaio 1999, ad eccezione dell’“incertezza dei consumatori”, che è standardizzata per l’intero campione a partire da aprile 2019 a causa della disponibilità dei dati. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025 per il pannello a), a dicembre 2025 per le vendite al dettaglio e a gennaio 2026 per tutte le altre voci per il pannello b).

È probabile che gli investimenti delle imprese abbiano continuato a crescere al volgere dell’anno. Nel terzo trimestre del 2025 gli investimenti delle imprese (al netto dei prodotti di proprietà intellettuale irlandesi) sono saliti dell’1,1 per cento sul periodo precedente, con una crescita robusta sia delle attività materiali sia di quelle immateriali. La crescita degli investimenti in attività materiali sembra aver continuato ad aumentare moderatamente nel quarto trimestre del 2025, come dimostra la crescita della produzione di beni di investimento fino a novembre rispetto

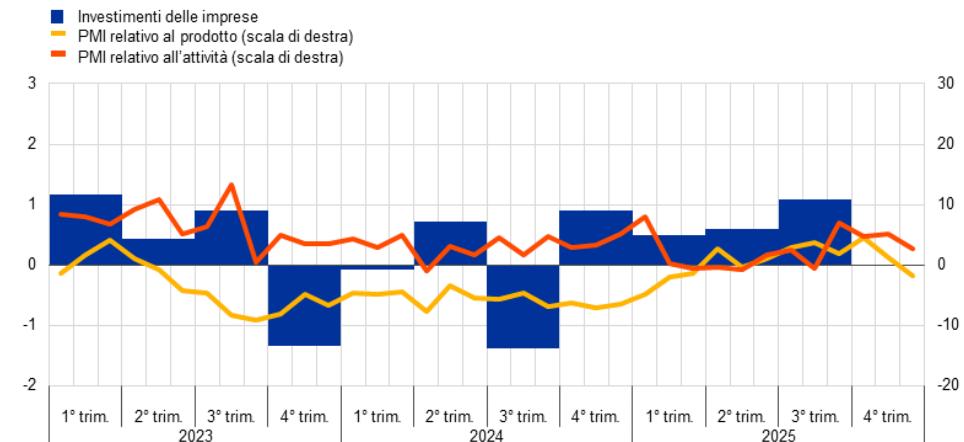
al trimestre precedente. Nel contempo, il PMI relativo al prodotto per i beni di investimento è sceso al di sotto di 50 a dicembre, indicando un lieve rallentamento al volgere dell'anno (cfr. il pannello a) del grafico 7). Per contro, gli investimenti immateriali hanno mantenuto un forte slancio. Ciò si riflette in un vigoroso aumento della produzione di servizi digitali, osservato a ottobre rispetto al terzo trimestre, mentre il PMI relativo all'attività per i servizi immateriali è rimasto al di sopra di 50 per tutto il quarto trimestre. Le società contattate hanno segnalato un graduale miglioramento delle prospettive per gli investimenti a gennaio, soprattutto per i progetti relativi a elettrificazione, centri di elaborazione dati, energia e difesa (cfr. il riquadro 5). Nel contesto delle principali determinanti degli investimenti, i profitti si stanno normalizzando, il clima di fiducia è migliorato e la dinamica della domanda si è mantenuta prossima ai valori storici negli ultimi trimestri, mentre le condizioni creditizie si sono lievemente inasprite, secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2026. In prospettiva, il perdurante miglioramento della domanda, dei profitti e del clima di fiducia, unitamente al sostegno fiscale e alla solidità dei bilanci dovrebbero supportare gli investimenti nei prossimi trimestri.

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini

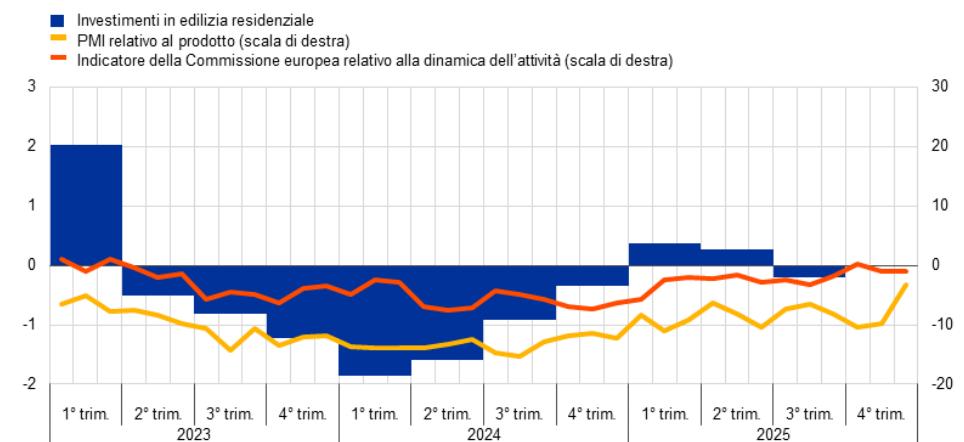
a) Investimenti delle imprese

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



b) Investimenti in edilizia residenziale

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



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

Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre si riferiscono ai dati trimestrali. 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. L'indice PMI relativo al prodotto si riferisce al settore dei beni di investimento e quello relativo all'attività si riferisce alla programmazione informatica, alle attività di consulenza e alle attività correlate. 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 nei tre mesi precedenti, riscalata rispetto alla deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto indica l'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025 per gli investimenti e a dicembre 2025 per i PMI e per l'indicatore della Commissione europea.

Si stima che gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale abbiano ricominciato a recuperare nel quarto trimestre del 2025 e agli inizi del 2026.

Dopo una contrazione marginale dello 0,2 per cento sul periodo precedente, nel terzo trimestre del 2025, gli indicatori di breve periodo suggeriscono che tale flessione sia stata temporanea. Nel quarto trimestre del 2025 la produzione nel settore dell'edilizia e delle costruzioni specializzate è aumentata dello 0,7 per cento rispetto al terzo trimestre. Gli indicatori basati sulle indagini dell'attività nel settore delle costruzioni confermano tale tendenza positiva: l'indicatore dell'andamento dell'attività elaborato dalla Commissione europea è migliorato gradualmente e il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale è aumentato

significativamente, pur continuando a segnalare una contrazione (cfr. il pannello b) del grafico 7). Inoltre, nel complesso, i recenti contatti della BCE con le imprese di costruzione e i loro fornitori indicano un moderato miglioramento dell'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Nel loro insieme, questi andamenti suggeriscono una perdurante ripresa della domanda di abitazioni. In risposta a tale ripresa della domanda, un numero crescente di imprese del settore delle costruzioni ha segnalato vincoli all'offerta di lavoro negli ultimi trimestri. Nel contempo, l'indagine della Commissione europea presso le imprese mostra che le aspettative di occupazione nel settore delle costruzioni sono aumentate nel quarto trimestre del 2025, raggiungendo il livello più elevato dal secondo trimestre del 2023. Ciò indica che le imprese prevedono una ripresa sostenuta della domanda nel breve periodo. Allo stesso tempo, a dicembre le aspettative sui tassi applicati ai mutui ipotecari sono lievemente aumentate secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori, in linea con la stabilizzazione della quota di intervistati, registrata negli ultimi mesi, che considera gli immobili residenziali un buon investimento. Nondimeno, poiché gli effetti del recente allentamento della politica monetaria non si sono ancora pienamente trasmessi agli investimenti in edilizia residenziale (cfr. il riquadro 4), ci si attende che la sua graduale ripresa prosegua oltre il breve periodo.

Le esportazioni dell'area dell'euro restano vincolate dai dazi statunitensi, da un euro forte e da una debole domanda mondiale, e sono diminuite dello 0,1 per cento nei tre mesi fino a ottobre 2025. L'incremento complessivo delle esportazioni verso gli Stati Uniti è riconducibile a un netto aumento, a settembre, delle esportazioni irlandesi di prodotti farmaceutici legati ai farmaci per la perdita di peso, che ha ampiamente compensato il calo delle altre esportazioni verso tale paese. Le esportazioni verso altre destinazioni sono rimaste modeste, in un contesto di apprezzamento del tasso di cambio e di perduranti perdite di quote di mercato delle esportazioni in molteplici destinazioni e settori. Gli indicatori anticipatori segnalano una perdurante debolezza negli ordinativi dall'estero del settore manifatturiero. I volumi delle importazioni dell'area dell'euro hanno segnato un calo significativo, dell'1,1 per cento, nei tre mesi fino a ottobre 2025, ad eccezione delle importazioni dalla Cina che continuano a essere sostenute da prezzi molto competitivi, dalla capacità in eccesso nel settore manifatturiero e da un deprezzamento del tasso di cambio nei confronti dell'euro. Al tempo stesso, le restrizioni alle esportazioni cinesi evidenziano vulnerabilità nella catena di approvvigionamento, in quanto la Cina rimane un fornitore fondamentale dei materiali delle terre rare, essenziali per i settori industriali dell'area dell'euro, mentre gli indicatori desunti dalle indagini segnalano un certo allungamento dei tempi di consegna dei fornitori, in particolare nei settori che dipendono da fornitori esterni per le componenti critiche.

Oltre il breve termine, salvo inattese volatilità, dovrebbe proseguire la graduale ripresa dell'attività nell'area dell'euro. Nell'orizzonte temporale di proiezione più lungo, la domanda interna dovrebbe rimanere la principale determinante della crescita, come indicato nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2025. L'aumento dei redditi da lavoro associato alla diminuzione del tasso di risparmio delle famiglie dovrebbe favorire i consumi privati. Gli investimenti delle imprese dovrebbero consolidarsi

ulteriormente e le indagini rilevano che sono sempre più destinati alle nuove tecnologie digitali. La consistente spesa pubblica per infrastrutture e difesa dovrebbe inoltre contribuire alla domanda interna. Tuttavia, il contesto esterno rimane complesso, a causa dell'aumento dei dazi e dell'apprezzamento dell'euro durante lo scorso anno.

3

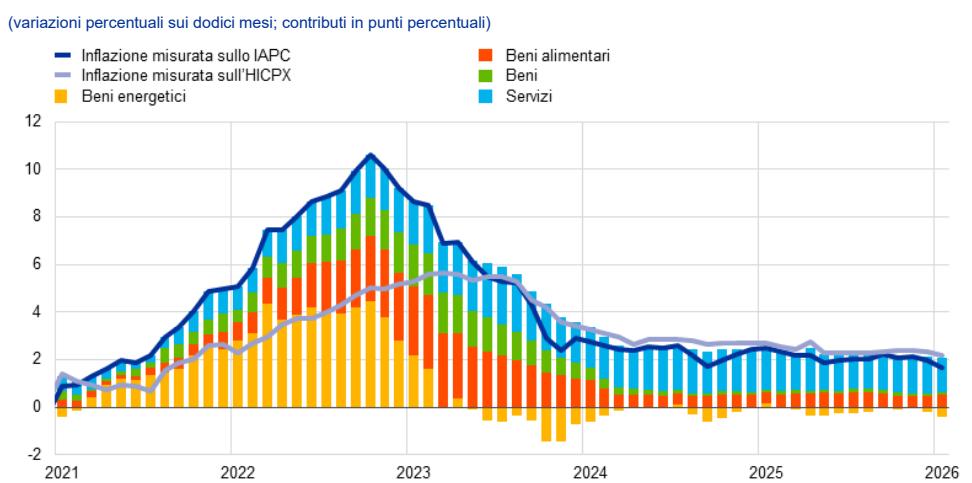
Prezzi e costi

Nell'area dell'euro l'inflazione complessiva sui dodici mesi è scesa all'1,7 per cento a gennaio 2026, dal 2,0 di dicembre 2025, per effetto del calo dell'inflazione dei beni energetici e di quella calcolata al netto delle componenti energetica e alimentare³. Le misure dell'inflazione di fondo hanno subito lievi variazioni negli ultimi mesi e restano coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. Nel terzo trimestre del 2025 la crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per dipendente si è collocata al 4,0 per cento, invariata rispetto al trimestre precedente. La dinamica delle retribuzioni contrattuali e gli indicatori prospettici, quali l'indice salariale della BCE e i risultati delle indagini sulle aspettative relative ai salari, segnalano una perdurante moderazione del costo del lavoro. La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continua a collocarsi intorno al 2 per cento, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione in prossimità dell'obiettivo.

Nell'area dell'euro l'inflazione complessiva sui dodici mesi, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è scesa all'1,7 per cento a gennaio 2026, dal 2,0 di dicembre 2025 (cfr. il grafico 8). La flessione riflette il calo dell'inflazione dei beni energetici e di quella misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare (HICPX). Nel quarto trimestre del 2025 l'inflazione complessiva dell'area si è collocata al 2,1 per cento, sostanzialmente in linea con le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema lo scorso dicembre.

Grafico 8

Inflazione complessiva e sue principali componenti



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

³ A partire dal 4 febbraio 2026 sono state introdotte alcune modifiche metodologiche al calcolo dello IAPC. L'indice è ora compilato secondo la nuova classificazione europea dei consumi individuali secondo la funzione, versione 2 (European Classification of Individual Consumption According to Purpose, ECOICOP 2). Inoltre, le modifiche includono una revisione dei pesi storici, l'aggiunta di una nuova voce per "Giochi, lotterie e scommesse" e l'aggiornamento al 2025 dell'anno base utilizzato per il calcolo (2025 = 100).

A gennaio 2026 l'inflazione dei beni energetici è rimasta in territorio negativo, scendendo ulteriormente al -4,1 per cento, dal -1,9 di dicembre 2025.

Tale flessione è stata principalmente determinata da un consistente effetto base al ribasso, in quanto i prezzi dei beni energetici, pur essendo aumentati su base mensile, sono saliti a un ritmo più lento rispetto a gennaio 2025. I dati disponibili fino a dicembre 2025 sulle principali sottocomponenti dell'energia evidenziano un calo dei tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi di elettricità, gas e carburanti per il trasporto, con la riduzione più accentuata registrata su questi ultimi.

L'inflazione dei beni alimentari è aumentata al 2,7 per cento a gennaio 2026, dal 2,5 di dicembre 2025. L'incremento è stato trainato da un rialzo dell'inflazione dei beni alimentari non trasformati, salita al 4,2 per cento a gennaio dal 3,5 di dicembre, di riflesso a un andamento mensile non destagionalizzato più vigoroso del consueto per il mese di gennaio. Nello stesso periodo l'inflazione dei beni alimentari trasformati è rimasta invariata al 2,1 per cento.

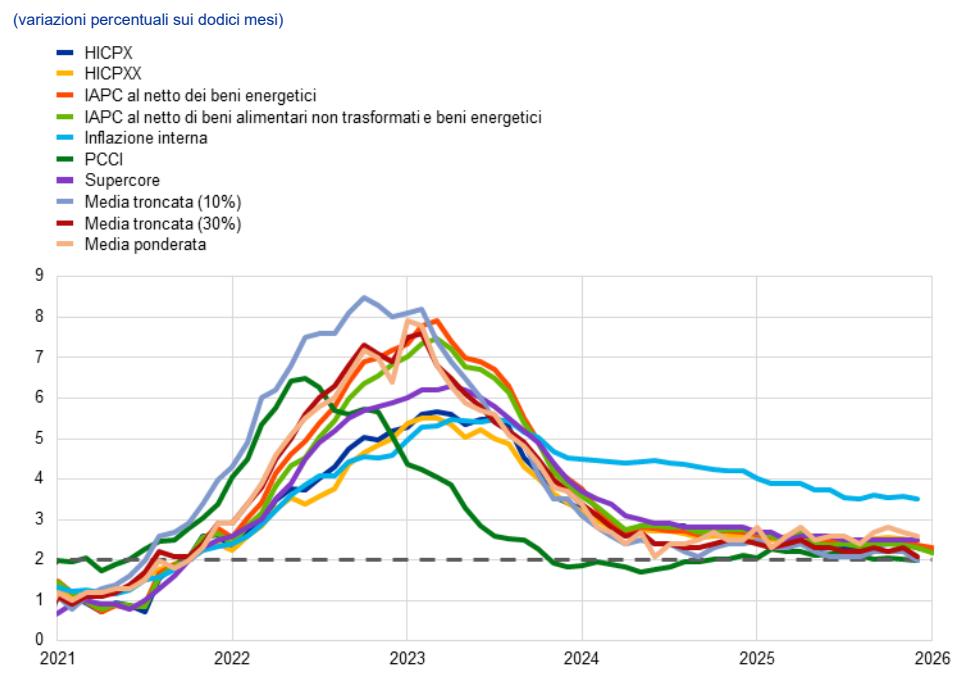
L'inflazione misurata sull'HICPX è scesa al 2,2 per cento a gennaio 2026, dal 2,3 di dicembre 2025. Tale contrazione riflette un rallentamento del tasso di crescita sui dodici mesi della componente dei servizi, in parte compensato dal lieve incremento segnato dalla componente dei beni industriali non energetici. L'inflazione dei servizi è ulteriormente diminuita, portandosi al 3,2 per cento a gennaio dal 3,4 di dicembre e dal 3,5 di novembre. Secondo i dati fino a dicembre, tale decelerazione è stata principalmente determinata dal calo dei tassi di crescita sui dodici mesi della sottocomponente delle attività ricreative, in particolare dei pacchetti vacanze e dei servizi di alloggio, in parte compensato da un aumento del tasso di espansione sui dodici mesi dei prezzi dei servizi di trasporto. Per contro, l'inflazione dei beni industriali non energetici è salita allo 0,4 per cento a gennaio, dopo essere scesa allo 0,3 per cento a dicembre dallo 0,5 di novembre. Il tasso relativamente contenuto di dicembre nel confronto con novembre è stato determinato dalla flessione dei ritmi di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni semidurevoli e non durevoli.

A dicembre 2025 e a gennaio 2026 le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo (cfr. il grafico 9). A dicembre 2025 le misure hanno oscillato in un intervallo compreso tra il 2,0 e il 2,6 per cento. Da novembre a dicembre la maggior parte delle misure dell'inflazione basate sull'esclusione di alcune componenti è diminuita di 0,1 punti percentuali o è rimasta invariata. Lo IAPC al netto delle componenti energetica, alimentare e delle voci relative a viaggi, abbigliamento e calzature si è mantenuto stabile al 2,5 per cento. Nello stesso periodo le medie troncate sono diminuite di 0,2 punti percentuali. Per quanto riguarda le misure basate sui modelli, la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent Common Component of Inflation, PCCI) è rimasta invariata al 2,0 per cento e l'indicatore Supercore, costituito da voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, si è mantenuto al 2,5 per cento per il sesto mese consecutivo. L'inflazione interna, che comprende voci a basso contenuto di importazioni, è lievemente diminuita, collocandosi al 3,5 per cento a dicembre a fronte del 3,6 di novembre. I dati già disponibili per gennaio 2026 mostrano che la maggior parte delle misure basate sull'esclusione di alcune componenti è diminuita di 0,1 punti

percentuali rispetto a dicembre 2025. Lo IAPC al netto dei beni energetici è sceso dal 2,4 per cento di dicembre al 2,3 di gennaio.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

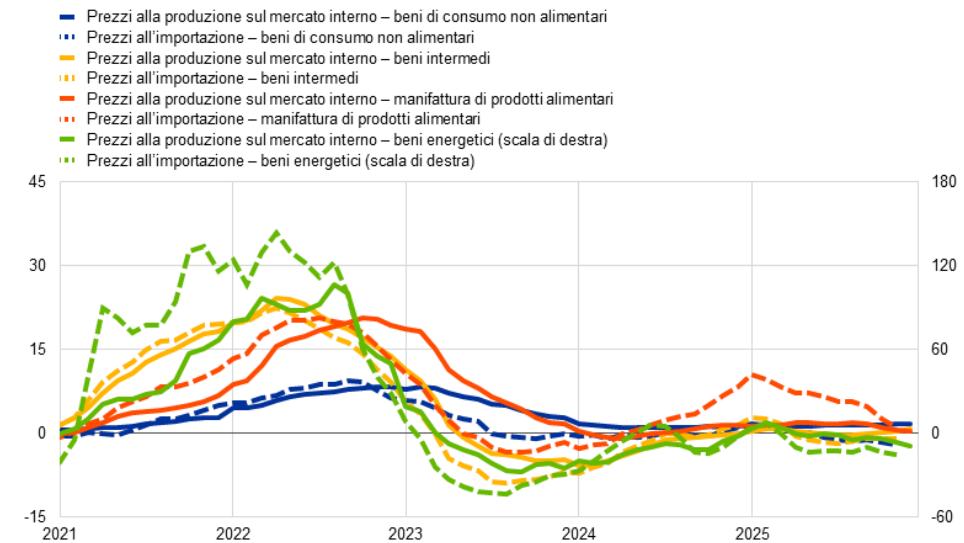
Note: l'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari; l'acronimo HICPXX indica lo IAPC al netto delle componenti energetica, alimentare e delle voci relative a viaggi, abbigliamento e calzature. L'acronimo PCCI indica la componente comune e persistente dell'inflazione. La linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2026 (stima preliminare) per l'HICPX, lo IAPC al netto dei beni energetici e lo IAPC al netto di beni alimentari non trasformati e beni energetici, e a dicembre 2025 per tutte le altre misure.

Le misure più recenti delle pressioni inflazionistiche suggeriscono che quelle sui prezzi dei beni sono sostanzialmente invariate (cfr. il grafico 10). Negli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni intermedi venduti sul mercato interno è salita allo 0,8 per cento a dicembre, dallo 0,4 di novembre, mentre l'inflazione all'importazione dei beni intermedi è rimasta invariata al -0,8 per cento a novembre, per il terzo mese consecutivo. Negli stadi successivi, per i beni di consumo non alimentari, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione si è mantenuto stabile all'1,8 per cento a dicembre, mentre quello dei prezzi all'importazione è sceso ulteriormente in territorio negativo, passando dal -1,6 per cento di ottobre al -2,0 di novembre. Per i beni alimentari processati, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione è sceso allo 0,4 per cento a dicembre, dallo 0,6 di novembre, e quello dei prezzi all'importazione si è ridotto dal 2,7 per cento di ottobre all'1,1 di novembre, indicando un allentamento delle pressioni dal lato dei costi nel contesto di un calo dei prezzi delle materie prime alimentari a livello internazionale. Nel complesso la più debole dinamica dei prezzi all'importazione ha rispecchiato l'apprezzamento dell'euro e le pressioni inflazionistiche al ribasso dovute ai beni più economici importati dalla Cina, mentre la dinamica dei prezzi alla produzione sul mercato interno è rimasta più persistente.

Grafico 10

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025 per i prezzi alla produzione sul mercato interno e a novembre 2025 per i prezzi all'importazione.

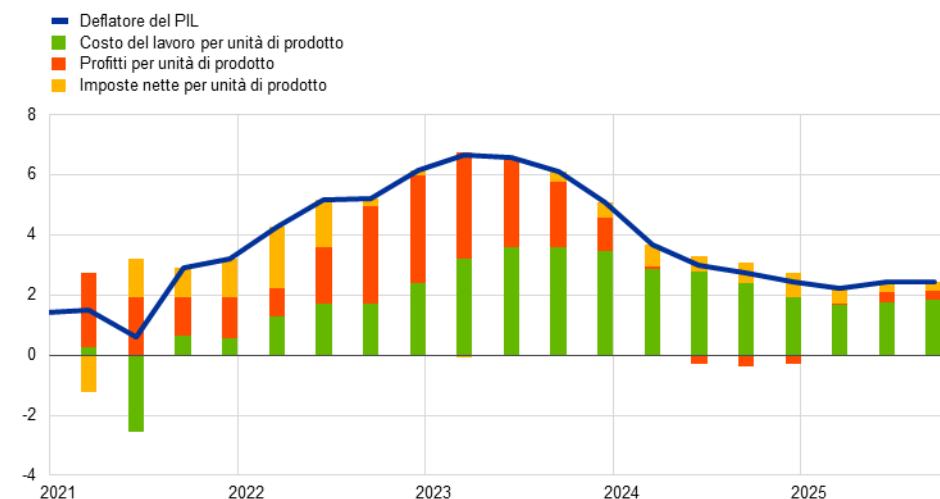
Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflattore del PIL, sono rimaste invariate nel terzo trimestre del 2025, dopo essere costantemente diminuite per due anni (cfr. il grafico 11). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflattore del PIL si è mantenuto sostanzialmente stabile al 2,4 per cento nel terzo trimestre del 2025, per effetto di contributi invariati del costo del lavoro per unità di prodotto e dei profitti per unità di prodotto, a fronte di un apporto lievemente inferiore delle imposte per unità di prodotto. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto è salito al 3,3 per cento nel terzo trimestre, dal 3,1 del secondo. L'incremento è stato determinato da un calo della produttività del lavoro, passata dallo 0,8 allo 0,7 per cento nello stesso periodo, mentre il tasso di crescita del costo del lavoro per dipendente è rimasto invariato al 4,0 per cento. Il rallentamento della dinamica dei salari contrattuali, scesa all'1,9 per cento nel terzo trimestre dal 4,0 del trimestre precedente, è stato compensato da un aumento della componente retributiva eccedente i minimi contrattuali, che nello stesso periodo è passata da -0,3 a 1,9 punti percentuali. In prospettiva, l'indice salariale della BCE, aggiornato con i dati sugli accordi salariali negoziati fino a metà gennaio 2026, suggerisce che le pressioni sulla dinamica delle retribuzioni si attenueranno, con la crescita salariale al 3,1 per cento nel quarto trimestre del 2025 e al 3,0 sull'intero anno, per poi scendere ulteriormente al 2,7 per cento nel corso del 2026⁴. Tale moderazione è confermata anche dai più recenti indicatori della crescita salariale ricavati dalle indagini, come quella telefonica condotta dalla BCE presso le imprese (Corporate Telephone Survey), i cui risultati segnalano che la dinamica delle retribuzioni dovrebbe collocarsi al 3,2 per cento nel 2025 (-0,1 punti percentuali rispetto alla

⁴ Per ulteriori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BCE [New data release: ECB wage tracker continues to suggest normalisation of negotiated wage pressures in 2026](#) dell'11 febbraio 2026.

precedente edizione dell'indagine) e rallentare ulteriormente al 2,7 per cento nel 2026 (+0,1 punti percentuali) e al 2,5 nel 2027⁵.

Grafico 11 Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Le aspettative di inflazione a più lungo termine dei previsori professionali e degli analisti monetari sono rimaste stabili intorno al 2 per cento, mentre le aspettative e le percezioni di inflazione a breve termine dei consumatori non hanno evidenziato variazioni significative a dicembre 2025. La mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavata dall'edizione di febbraio 2026 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts) e dall'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il primo trimestre del 2026 è rimasta invariata al 2 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 12). Per quanto concerne le aspettative e le percezioni di inflazione a breve termine da parte dei consumatori, secondo l'indagine di dicembre 2025 sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE, il tasso mediano di inflazione percepita nei dodici mesi precedenti si è collocato al 3,2 per cento, valore superiore di 0,1 punti percentuali rispetto a quello di novembre. Le aspettative mediane di inflazione per i dodici mesi successivi si sono mantenute stabili rispetto a novembre, al 2,8 per cento, mentre quelle a tre anni sono lievemente aumentate, portandosi al 2,6 per cento dal 2,5 del mese precedente (cfr. il pannello b) del grafico 12). Nello stesso periodo le aspettative di inflazione a cinque anni sono salite dal 2,2 al 2,4 per cento.

⁵ Per ulteriori informazioni, cfr. de Bondt, G., Morris, R. e Roma, M., *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie*, riquadro 5 in questo numero del Bollettino.

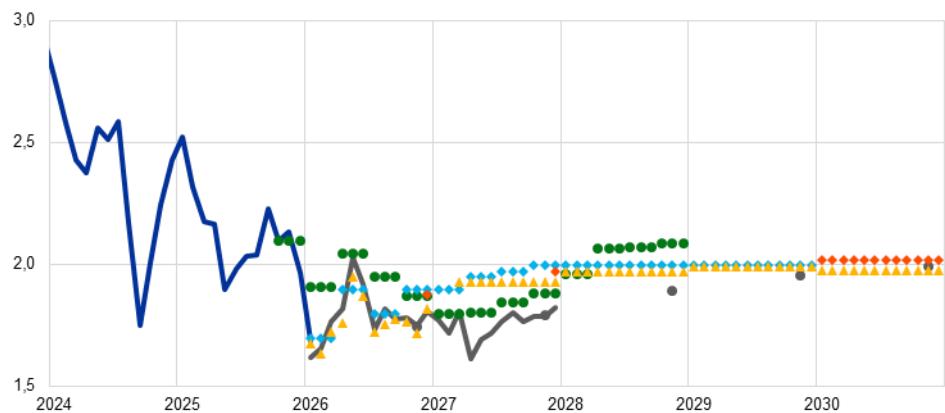
Grafico 12

Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

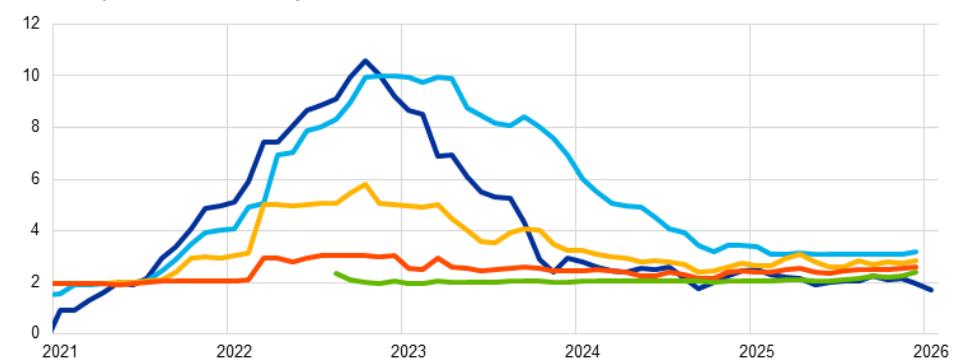
- IAPC
- Fixing (4 febbraio 2026)
- Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (4 febbraio 2026)
- Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema (dicembre 2025)
- ◆ Indagine presso gli analisti monetari (febbraio 2026)
- ◆ Indagine presso i previsori professionali (1° trimestre 2026)
- ▲ Consensus Economics (gennaio 2026)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- IAPC
- Percezioni relative all'inflazione passata
- Aspettativa di inflazione a un anno
- Aspettativa di inflazione a tre anni
- Aspettativa di inflazione a cinque anni



Fonti: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, SPF, CES), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2025* ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) la serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso a pronti a un anno e sui seguenti tassi a termine: a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati le osservazioni si riferiscono al 4 febbraio 2026. Gli inflation fixing sono contratti swap collegati a determinate pubblicazioni dei dati mensili relativi all'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro, al netto dei tabacchi. L'indagine presso i previsori professionali (SPF) relativa al primo trimestre del 2026 si è svolta tra il 7 e il 12 gennaio 2026. L'indagine presso gli analisti monetari (SMA) di febbraio 2026 è stata condotta tra il 19 e il 21 gennaio 2026. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate al 12 gennaio 2026. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2025 dagli esperti dell'Eurosistema sono state ultimate il 3 dicembre 2025 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 26 novembre 2025. Nel pannello b) le linee relative all'indagine sulle aspettative dei consumatori (CES) indicano i tassi medi. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2026 (stima preliminare) per lo IAPC e a dicembre 2025 per le restanti misure.

Dalla riunione del Consiglio direttivo del 18 dicembre 2025, le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati sono aumentate per il breve periodo, pur continuando a indicare un tasso di inflazione lievemente inferiore

al 2 per cento, mentre le aspettative a più lungo termine rimangono ben ancorate (cfr. il pannello a) del grafico 12). Nel periodo in esame gli inflation fixing, che sono contratti swap collegati allo IAPC al netto dei tabacchi, sono aumentati per la prima metà del 2026, risultando più elevati per la seconda metà dell'anno a causa dei rincari dei beni energetici e dei metalli industriali. Ciò implica che secondo le attese degli investitori l'inflazione raggiungerebbe il livello minimo nei primi mesi del 2026, per poi risalire a una media di circa l'1,8 per cento nel corso dell'intero anno. Inoltre, il tasso swap a termine a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale si è collocato all'1,8 per cento. Le aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati sono rimaste ben ancorate all'obiettivo di inflazione perseguito dal Consiglio direttivo, come evidenzia il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale, corretto per i premi per il rischio di inflazione, che si è collocato in prossimità del 2 per cento.

Andamenti del mercato finanziario

Nel periodo in esame, compreso tra il 18 dicembre 2025 e il 4 febbraio 2026, i mercati finanziari dell'area dell'euro hanno registrato episodi di volatilità.

Le aspettative sui tassi di interesse sono diminuite in un contesto di rinnovate tensioni commerciali e geopolitiche. Tuttavia, con l'attenuarsi di queste tensioni, il calo delle aspettative sui tassi è stato in parte riassorbito. Nel complesso, la curva a termine priva di rischio ha chiuso il periodo di riferimento a un livello lievemente inferiore sulle scadenze brevi, a indicazione del fatto che i mercati non si attendevano variazioni dei tassi di riferimento nel 2026. I tassi nominali privi di rischio a medio e lungo termine nell'area dell'euro sono lievemente diminuiti nel periodo in esame, mentre i differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni sovrane si sono mantenuti generalmente stabili e hanno continuato a beneficiare della tenuta della crescita economica e della vigorosa domanda di titoli di Stato a più alto rendimento. I mercati azionari su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno subito temporanee pressioni al ribasso derivanti dalle crescenti tensioni geopolitiche, ma le quotazioni dell'area dell'euro hanno poi recuperato, registrando un aumento complessivo durante il periodo in esame. I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie hanno segnato un'ulteriore lieve contrazione, rimanendo su livelli contenuti nel confronto storico. Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato leggermente nei confronti del dollaro statunitense, ma si è indebolito nella stessa misura su base ponderata per l'interscambio.

I tassi a termine privi di rischio dell'area dell'euro sono leggermente diminuiti sulle scadenze brevi e, in misura moderata, anche per quelle più lunghe.

Al termine del periodo in esame il tasso di riferimento a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) è rimasto invariato all'1,93 per cento, in seguito alla decisione di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, adottata dal Consiglio direttivo in occasione della riunione del 18 dicembre 2025. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 36 miliardi di euro, a 2.434 miliardi. Tale calo ha rispecchiato principalmente la riduzione dei portafogli di titoli detenuti a fini 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. La curva a termine dell'€STR si è spostata verso il basso a gennaio, in un contesto caratterizzato da tensioni commerciali e geopolitiche, la cui attenuazione, tuttavia, ha determinato una parziale inversione di tendenza. Nel complesso, alla fine del periodo in esame la curva a termine dell'€STR indicava che i mercati non si attendevano variazioni dei tassi di riferimento in nessuna delle due direzioni per l'anno in corso e stavano incorporando nei prezzi incrementi dei tassi leggermente inferiori per il periodo oltre il 2026. Di conseguenza, il tasso nominale sugli overnight index swap (OIS) a dieci anni è diminuito lievemente, di circa 4 punti base, terminando il periodo in esame al 2,6 per cento.

I differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro si sono mostrati generalmente stabili e hanno continuato a essere sostenuti dal miglioramento dei fondamentali e dalla vigorosa domanda di titoli di Stato a più alto rendimento (cfr. il grafico 13). Nel periodo in esame il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha evidenziato un

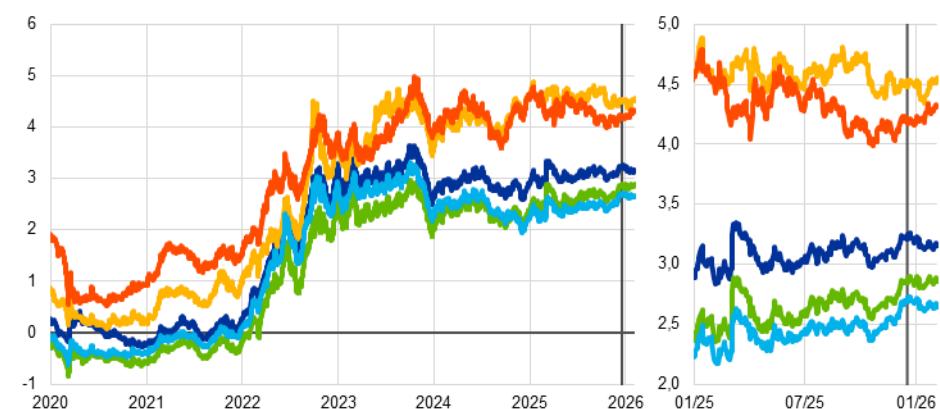
lieve calo, di 5 punti base, mentre i differenziali dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro rispetto ai tassi OIS privi di rischio sono rimasti sostanzialmente stabili. Le tensioni geopolitiche e l'incertezza degli scambi hanno contribuito alla volatilità dei mercati, ma questa turbolenza, insieme alla rivalutazione al rialzo dei titoli di Stato giapponesi a lunga scadenza, ha avuto solo un impatto limitato sulle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro, il cui andamento ha continuato a beneficiare della tenuta dei dati economici e delle buone condizioni della domanda di titoli di Stato a più alto rendimento. Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato francesi hanno registrato il calo più consistente tra i principali paesi dell'area dell'euro, con una flessione di circa 10 punti base, in un contesto di minore incertezza politica. Nel complesso, la dispersione fra paesi dei rendimenti sovrani dell'area dell'euro rimane su livelli bassi nel confronto storico. Al di fuori dell'area, il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni è salito di 16 punti base nel corso del periodo in esame, raggiungendo il 4,3 per cento, mentre quello dei titoli di Stato decennali del Regno Unito è aumentato di 7 punti base, collocandosi al 4,6 per cento.

Grafico 13

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

(valori percentuali in ragione d'anno)

- Media dell'area dell'euro ponderata in base al PIL
- Regno Unito
- Stati Uniti
- Germania
- Tasso OIS a dieci anni dell'area dell'euro



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (18 dicembre 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 4 febbraio 2026.

I corsi azionari nell'area dell'euro sono aumentati durante il periodo in esame, nonostante le temporanee riduzioni causate dalle tensioni geopolitiche e dall'incertezza commerciale. Al culmine di tali tensioni i mercati azionari su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno registrato una brusca ondata di vendite, per poi recuperare con il lieve miglioramento del contesto. Nel periodo di riferimento, gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato un aumento complessivo del 4,5 per cento: i titoli delle società finanziarie sono saliti del 4,9 e quelli delle società non finanziarie (SNF) del 3,8 per cento. A causa delle forti tensioni geopolitiche, è proseguita l'ascesa dei titoli del settore della difesa, che hanno riportato forti guadagni. Anche i titoli azionari dei settori che beneficiano di

maggiori spese in conto capitale, quali le telecomunicazioni e i servizi di pubblica utilità, hanno registrato risultati migliori rispetto ai loro omologhi, trainati dalle aspettative di maggiori investimenti in infrastrutture e intelligenza artificiale. I mercati azionari statunitensi si sono rafforzati dell'1,5 per cento circa, nel periodo in esame, con incrementi dell'1,6 per cento per le SNF e dello 0,2 per le società finanziarie.

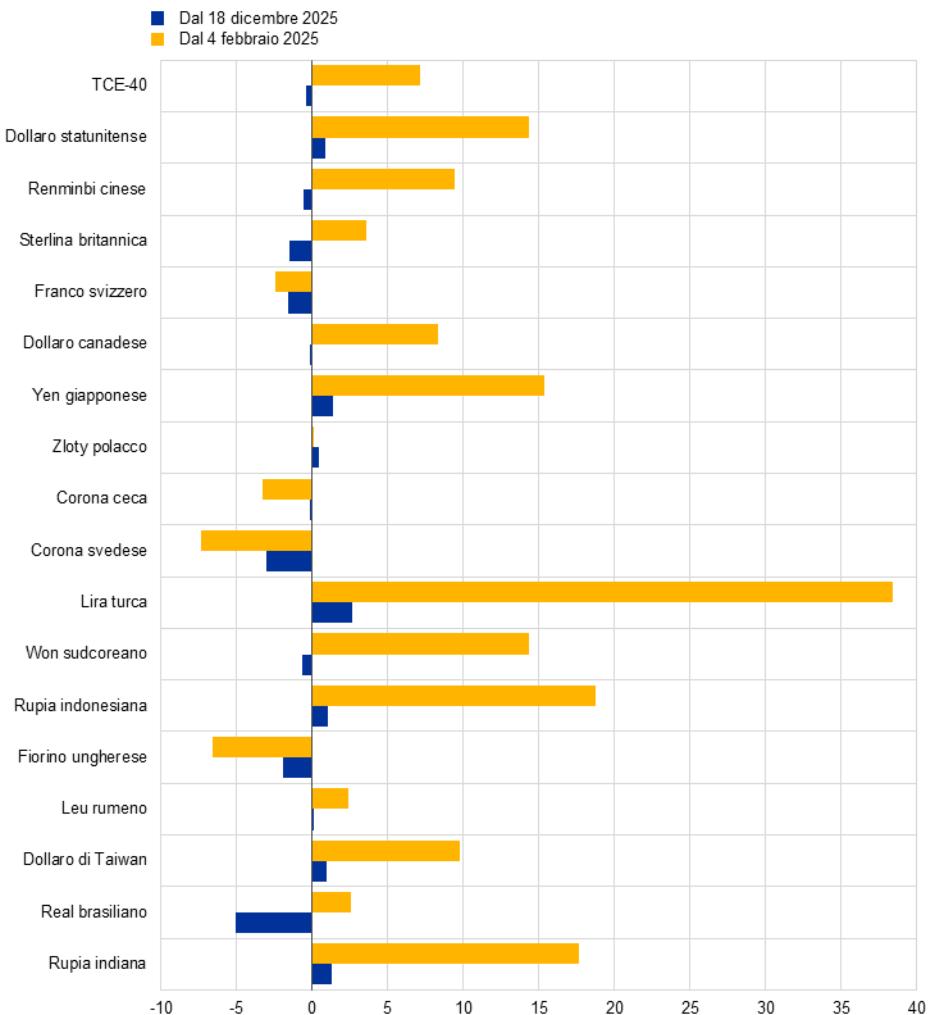
I differenziali tra le obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono confermati su livelli contenuti nel confronto storico e nel periodo in esame hanno segnato un'ulteriore lieve riduzione. I differenziali nei segmenti investment grade e ad alto rendimento sono diminuiti rispettivamente di 5 e 11 punti base. Nel segmento investment grade i differenziali delle obbligazioni delle SNF si sono ridotti di 5 punti base, mentre quelli sulle obbligazioni finanziarie di 7. Nel segmento ad alto rendimento la riduzione è stata di 10 punti base per le SNF e di 14 per le società finanziarie.

Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato leggermente nei confronti del dollaro statunitense, indebolendosi tuttavia lievemente su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 14). Nel periodo di riferimento il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 40 più importanti partner commerciali dell'area, si è lievemente deprezzato, dello 0,4 per cento. L'euro si è lievemente apprezzato (+0,9 per cento) sul dollaro statunitense, raggiungendo temporaneamente il livello più elevato dalla metà del 2021, a fronte delle tensioni geopolitiche e delle incertezze commerciali. In confronto alle valute principali valute e a quelle delle economie emergenti, l'euro si è deprezzato rispetto al renminbi cinese (lievemente, -0,6 per cento), alla sterlina britannica (-1,5 per cento) in un contesto di miglioramento dei risultati macroeconomici nel Regno Unito, e al franco svizzero (-1,6 per cento), che conferma il suo status di valuta rifugio. Tali movimenti sono stati in parte compensati da un apprezzamento rispetto allo yen giapponese (+1,4 per cento), dovuto agli andamenti politici interni in Giappone.

Grafico 14

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-40 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 40 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 4 febbraio 2026.

I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie sono rimasti sostanzialmente stabili dall'estate in un contesto di tassi di riferimento della BCE invariati.

A dicembre 2025 la media dei tassi di interesse sui nuovi prestiti alle imprese è salita al 3,6 per cento, mentre quelli sui nuovi mutui ipotecari si sono mantenuti costanti, al 3,3 per cento. È proseguita la tendenza al rialzo della crescita dei prestiti alle famiglie, mentre è rimasta sostanzialmente invariata quella dei prestiti alle imprese.

Nel periodo compreso tra il 18 dicembre 2025 e il 4 febbraio 2026 il costo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato è diminuito, mentre quello del capitale di rischio è rimasto sostanzialmente invariato. In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2026, nel quarto trimestre del 2025 le banche hanno inasprito i criteri per la concessione dei prestiti alle imprese, mentre la domanda di nuovi prestiti da parte di quest'ultime ha continuato ad aumentare.

I criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni si sono lievemente allentati e sono risultati ancora più rigidi per il credito al consumo, mentre la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni si è confermata in moderato aumento.

Le tensioni commerciali e la connessa incertezza hanno contribuito a inasprire i criteri per la concessione del credito. Nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on Access to Finance of Enterprises, SAFE) per il terzo trimestre del 2025, condotta tra il 19 novembre e il 15 dicembre 2025, le imprese hanno segnalato un aumento dei tassi di interesse bancari, unitamente al proseguire di un irrigidimento delle altre condizioni di prestito. A dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è sceso al 2,8 per cento.

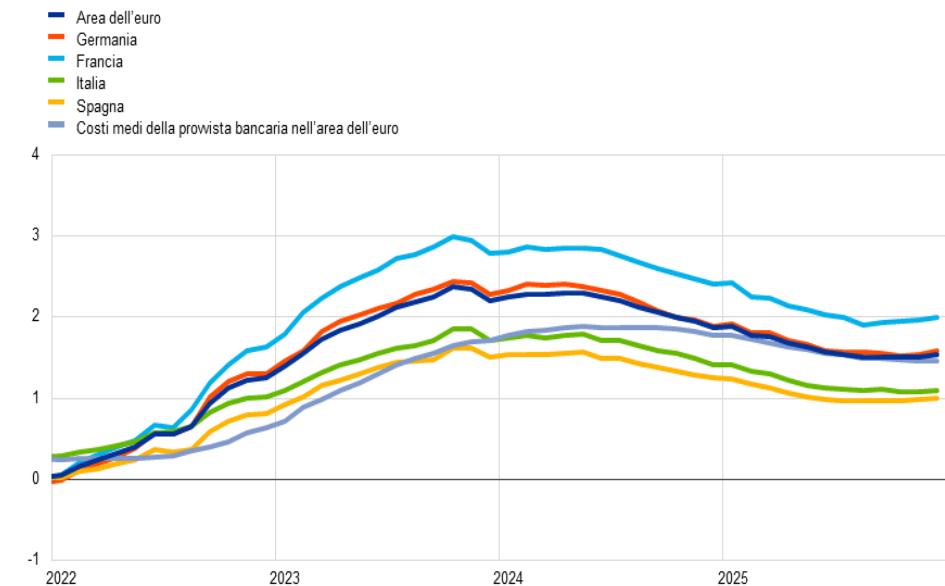
A dicembre 2025 i costi della provvista bancaria sono rimasti sostanzialmente stabili. A dicembre il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro si è collocato all'1,5 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 15). Secondo i dati disponibili all'inizio di febbraio 2026, i rendimenti delle obbligazioni bancarie, che erano aumentati a dicembre, sono scesi lievemente al di sotto del 3 per cento, sostanzialmente in linea con la tendenza più ampia osservata dall'inizio del 2025 e rispecchiando gli andamenti dei tassi privi di rischio a più lungo termine (cfr. il pannello b) del grafico 15). A dicembre i tassi di interesse sui depositi a vista e sui depositi rimborsabili con preavviso hanno subito variazioni minime, analogamente ai tassi interbancari, mentre quelli sui depositi a termine per imprese e famiglie sono lievemente aumentati. Nello stesso mese il divario tra i tassi di interesse sui depositi a termine e quelli sui depositi a vista è rimasto sostanzialmente invariato sia per le imprese sia per le famiglie. Il tasso composito sui depositi è rimasto stabile allo 0,9 per cento, circa 50 punti base al di sotto del picco di maggio 2024.

Grafico 15

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

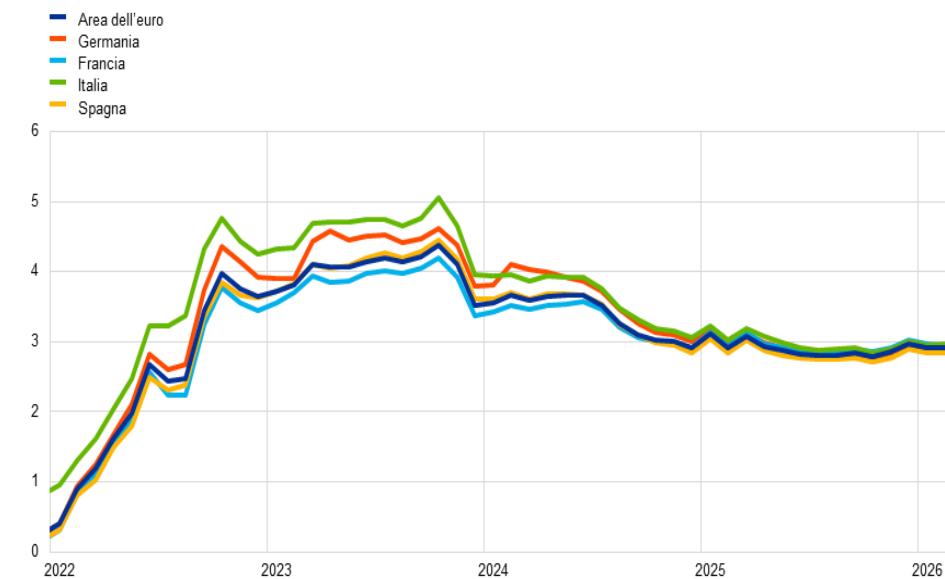
a) Costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche

(valori percentuali sui dodici mesi)



b) Rendimenti delle obbligazioni bancarie

(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 a dicembre 2025 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche (pannello a)) e al 4 febbraio 2026 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b)).

A dicembre i tassi sui prestiti bancari alle imprese sono aumentati, mentre quelli alle famiglie sono rimasti sostanzialmente stabili. Il costo dei prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) è salito al 3,6 per cento a dicembre,

dal 3,5 di novembre, circa 1,7 punti percentuali in meno rispetto al picco di ottobre 2023. L'aumento è stato generalizzato nei maggiori paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico 16). È altresì sostanzialmente coerente con i dati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2026, in cui le banche hanno segnalato un inasprimento dei termini e delle condizioni per i prestiti alle imprese nel quarto trimestre del 2025, in particolare per i tassi sui prestiti. Relativamente ai periodi di determinazione dei tassi, l'aumento dei costi di finanziamento è riconducibile ai prestiti a breve termine (durata inferiore a un anno) e a quelli a lungo termine (durata oltre cinque anni). A dicembre il differenziale tra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese si è significativamente ridotto. Tale diminuzione ha interessato in maniera generalizzata i maggiori paesi dell'area dell'euro, principalmente a causa degli aumenti dei tassi di interesse sui prestiti alle imprese di grandi dimensioni. A dicembre il costo dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto invariato al 3,3 per cento, circa 70 punti base al di sotto del picco di novembre 2023, con alcune variazioni tra i maggiori paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico 16). Il divario tra i tassi sui prestiti alle famiglie e quelli alle imprese è attualmente pari a 25 punti base, con una riduzione considerevole rispetto al picco di 140 punti base, raggiunto a marzo 2024. Tale divario positivo riflette principalmente il fatto che in molti paesi dell'area dell'euro i prestiti alle famiglie tendono ad avere periodi di determinazione dei tassi più lunghi. Ciò li rende più sensibili ai tassi di mercato a più lungo termine, più elevati rispetto ai tassi di mercato a più breve termine, che rilevano maggiormente per i prestiti alle imprese.

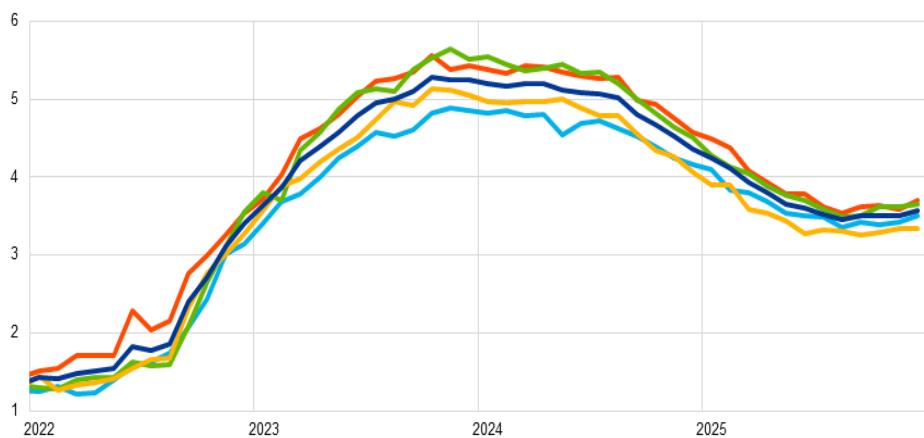
Grafico 16

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

a) Tassi sui prestiti alle SNF

(valori percentuali sui dodici mesi)

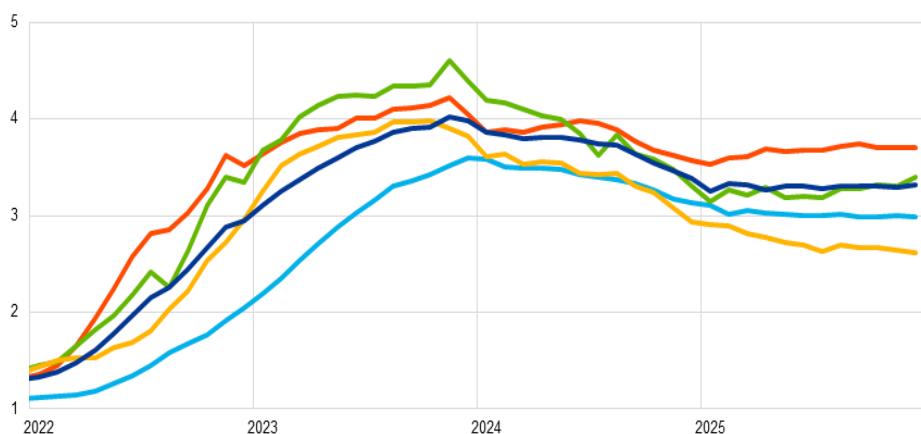
- Area dell'euro
- Germania
- Francia
- Italia
- Spagna



b) Tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i tassi composti sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025. Nel pannello a) l'acronimo SNF sta per "società non finanziarie".

Nel periodo compreso tra il 18 dicembre 2025 e il 4 febbraio 2026 il costo del debito sul mercato mediante ricorso al mercato è diminuito, mentre quello del capitale di rischio è rimasto sostanzialmente invariato, dopo i moderati aumenti di novembre 2025. Il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composto dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, è stato pari al 5,8 per cento a dicembre, invariato rispetto a novembre, e in aumento rispetto al 5,6 per cento di ottobre (cfr. il grafico 17)⁶. Ciò ha riflesso il maggiore costo del finanziamento mediante capitale di rischio e dell'emissione di debito sul mercato, nonché un aumento dei costi dei prestiti bancari. I dati giornalieri per il periodo in esame, compreso tra il 18 dicembre 2025 e il 4 febbraio 2026, mostrano oscillazioni al ribasso del costo del debito emesso sul mercato, con una sostanziale assenza di variazioni del costo del capitale di rischio. La diminuzione del costo del debito emesso sul mercato è ascrivibile a una variazione al ribasso dei tassi privi di rischio e alla compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie.

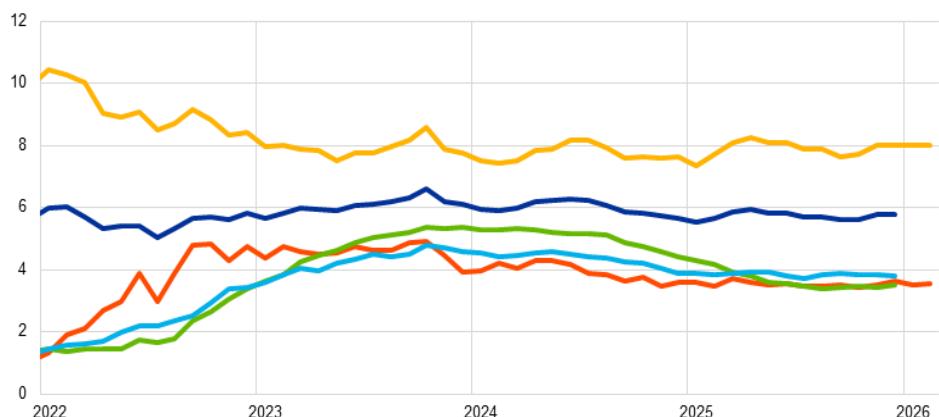
⁶ A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a dicembre 2025.

Grafico 17

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

- Costo complessivo del finanziamento
- Costo del capitale di rischio
- Costo del debito mediante ricorso al mercato
- Costo dei prestiti bancari a breve termine
- Costo dei prestiti bancari a lungo termine



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (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 febbraio 2026 per il costo del debito mediante ricorso al mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri) e a dicembre 2025 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

A dicembre è proseguita la tendenza al rialzo della crescita dei prestiti alle famiglie, mentre è rimasta sostanzialmente invariata quella dei prestiti alle imprese. A dicembre 2025 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese ha registrato una diminuzione marginale al 3 per cento, dopo il 3,1 di novembre, ancora al di sotto della sua media storica del 4,3 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 18). Nello stesso mese il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento tramite debito societario è rimasto invariato al 3,2 per cento. I prestiti alle famiglie si sono confermati in graduale ripresa in quanto il tasso di crescita sui dodici mesi è salito a dicembre al 3 per cento, dal 2,9 di novembre, restando peraltro ben al di sotto della sua media storica del 4,1 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 18). I prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono ulteriormente aumentati, mentre la crescita del credito al consumo si è indebolita. Le altre tipologie di prestiti alle famiglie, inclusi quelli alle imprese individuali, sono rimaste contenute. Secondo la più recente [indagine sulle aspettative dei consumatori](#) (Consumer Expectations Survey, CES), condotta dalla BCE, a dicembre le famiglie hanno percepito una maggiore facilità riguardo all'accesso al credito e si attendono che tale tendenza prosegua nei prossimi 12 mesi. Il ritmo di espansione dei prestiti, ancora relativamente lento, riflette in parte i più elevati livelli di incertezza sulle politiche economiche mondiali. Questo fattore ha assunto un ruolo di primo piano nella prima metà del 2025 ed è tornato a essere importante sulla scia dei recenti sviluppi delle politiche commerciali negli Stati Uniti e degli elevati rischi geopolitici⁷.

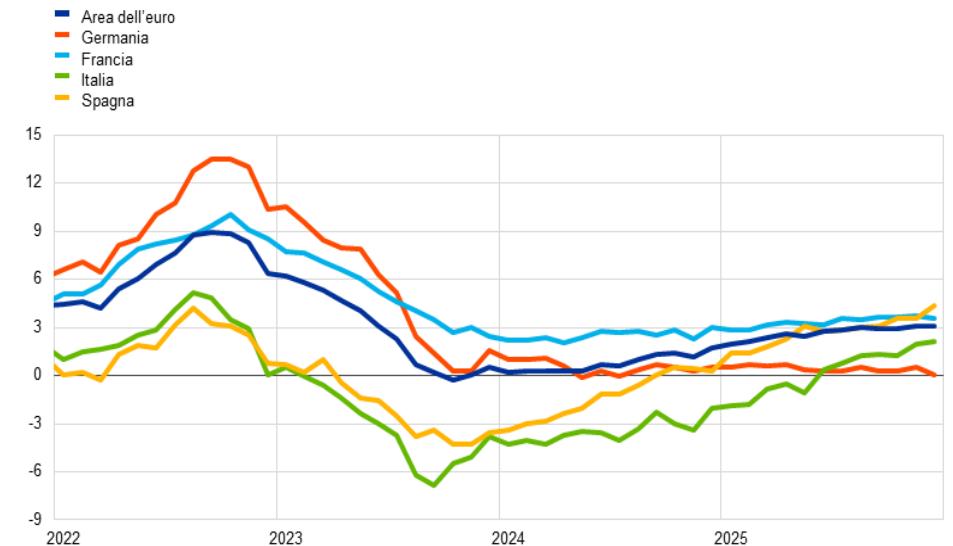
⁷ Cfr. ["More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe"](#), *Il Blog della BCE*, BCE, 2 ottobre 2025.

Grafico 18

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

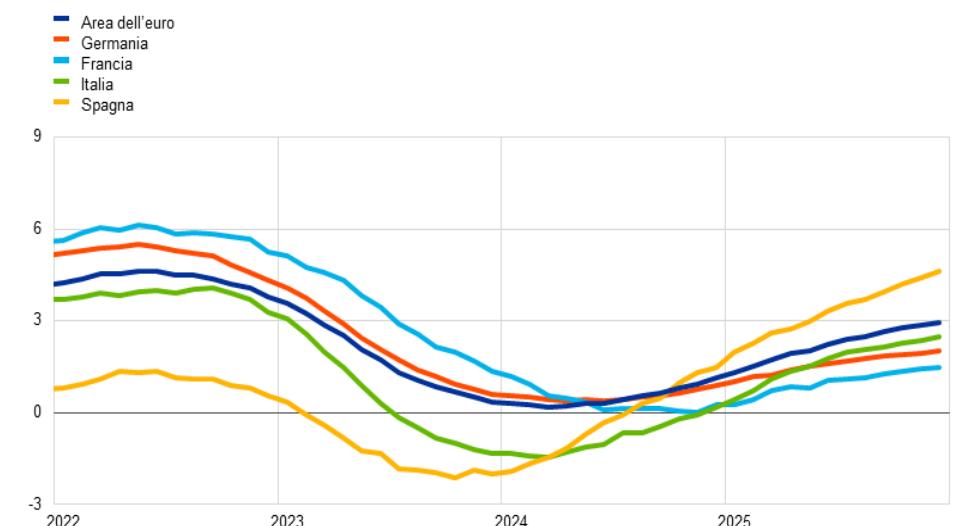
a) Prestiti delle IFM alle SNF

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



b) Prestiti delle IFM alle famiglie

(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 a dicembre 2025.

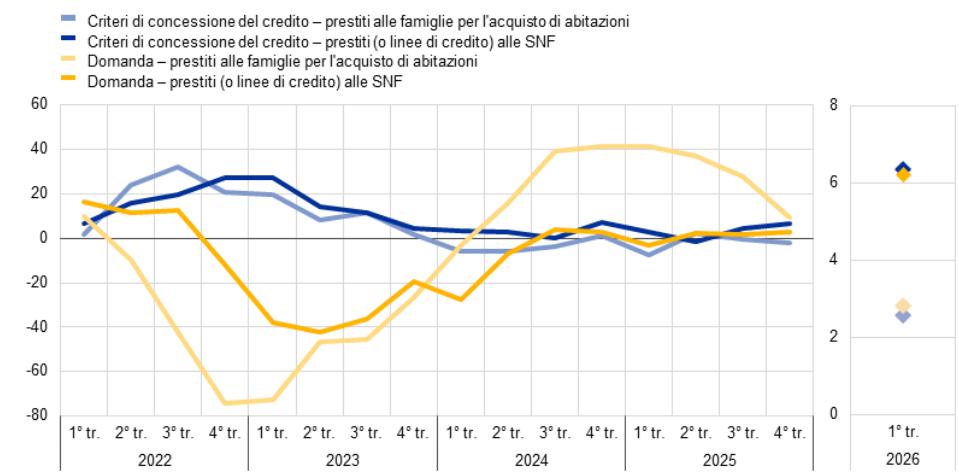
L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2026 segnala, per il quarto trimestre del 2025, un irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e un lieve allentamento netto di quelli per la concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. il grafico 19). L'inatteso inasprimento dei criteri di concessione del credito per prestiti o linee di credito a favore delle imprese dell'area dell'euro è stato determinato principalmente dall'aumento dei rischi percepiti per le prospettive economiche e dalla minore

tolleranza al rischio da parte delle banche. Se da un lato l'inasprimento è coerente con un elevato grado di avversione al rischio da parte delle banche, occorre notare che il periodo di indagine si è concluso il 13 gennaio, ovvero prima dell'annuncio del 17 gennaio di dazi aggiuntivi statunitensi sulle importazioni da alcuni paesi europei (revocata il 21 gennaio). Nel quarto trimestre del 2025 i criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un lieve allentamento e quelli per il credito al consumo si sono ulteriormente inaspriti. Per quanto riguarda i mutui per l'acquisto di abitazioni, la concorrenza ha avuto un effetto di allentamento sui criteri di concessione del credito, mentre il rischio percepito ha avuto un impatto restrittivo. Per quanto concerne i criteri di concessione del credito al consumo, i principali fattori ad averne determinato l'inasprimento sono stati la minore tolleranza al rischio e la maggiore percezione di questo da parte delle banche. Le banche hanno segnalato un aumento netto della quota di richieste di prestiti alle imprese e di credito al consumo respinte e una quota invariata per i mutui per l'acquisto di abitazioni. Per il primo trimestre del 2026 le banche dell'area dell'euro si attendono criteri di concessione del credito moderatamente più rigidi per i prestiti alle imprese, lievemente restrittivi per i mutui per l'acquisto di abitazioni e notevolmente inaspriti per il credito al consumo.

Grafico 19

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

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



Fonte: BCE (indagine sul credito bancario).

Note: l'acronimo SNF sta per "società non finanziarie". Per i quesiti sui criteri di concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole irrigidimento" e un "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno percepito un allentamento "lieve" e "notevole". Per i quesiti relativi alla domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono calcolate come differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "notevole aumento" e "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "lieve diminuzione" e "notevole diminuzione". I rombi indicano le aspettative segnalate dalle banche nell'edizione attuale. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2025.

Nell'indagine le banche hanno segnalato per il quarto trimestre del 2025 un lieve aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese e una crescita, a un ritmo sostenuto, ma in via di rallentamento, della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni. L'aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese è stato analogo a quello osservato nel trimestre precedente. Tale andamento è stato principalmente determinato da una maggiore domanda di scorte e capitale circolante

e da un accresciuto fabbisogno di finanziamento per il rifinanziamento o la ristrutturazione del debito, mentre il livello dei tassi di interesse ha sostenuto anche la domanda di prestiti. La domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è ulteriormente aumentata, sebbene in misura più contenuta rispetto al trimestre precedente. Ciò ha riflesso principalmente il miglioramento delle prospettive per il mercato degli immobili residenziali. Nel quarto trimestre la domanda di credito al consumo è lievemente diminuita ed è stata leggermente inferiore alle attese delle banche, dopo una domanda sostanzialmente invariata nel trimestre precedente. La minore fiducia dei consumatori ha frenato la domanda di credito al consumo, mentre i tassi di interesse hanno esercitato su di essa un effetto positivo. Per il quarto trimestre del 2025 le banche si attendono un ulteriore aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese e una lieve ripresa della domanda sia per i mutui per l'acquisto di abitazioni sia per il credito al consumo.

Secondo le risposte delle banche ai quesiti ad hoc, i rischi percepiti per la qualità del credito hanno continuato a gravare sui criteri per la sua concessione, mentre le tensioni commerciali e la connessa incertezza hanno contribuito all'inasprimento dei criteri per la concessione del credito e hanno frenato la domanda di prestiti. Nel quarto trimestre del 2025 le possibilità di accesso da parte delle banche alla raccolta al dettaglio e ai mercati monetari ha segnato un lieve peggioramento, mentre è migliorato con riguardo ai titoli di debito e alle cartolarizzazioni. Le banche si attendono che nei prossimi tre mesi l'accesso al finanziamento al dettaglio e al mercato monetario, nonché alle cartolarizzazioni, rimanga sostanzialmente invariato, mentre prevedono un lieve miglioramento nell'accesso al finanziamento mediante emissione di titoli di debito. Le misure normative e di supervisione hanno contribuito a un aumento dei requisiti patrimoniali delle banche e delle attività liquide da queste detenute. Ciò ha a sua volta contribuito a un inasprimento dei criteri di concessione del credito per tutte le categorie di prestiti, con un ulteriore irrigidimento netto atteso per il 2026. Nel quarto trimestre del 2025 le banche hanno altresì segnalato, con riguardo a tutte le categorie di prestiti, un impatto restrittivo netto della quota di crediti deteriorati e di altri indicatori della qualità creditizia sui loro criteri di concessione del credito. Per il primo trimestre del 2026 le banche dell'area dell'euro si attendono che la qualità del credito abbia un ulteriore lieve impatto restrittivo sui prestiti alle imprese e sul credito al consumo, mentre prevedono un impatto sostanzialmente neutro sui mutui per l'acquisto di abitazioni. Nella seconda metà del 2025 i criteri di concessione del credito si sono inaspriti nel settore delle costruzioni, nel commercio all'ingrosso e al dettaglio, nel settore manifatturiero a elevata intensità energetica e degli immobili commerciali; l'irrigidimento netto è stato più marcato nel settore della produzione di autoveicoli. La domanda di prestiti è diminuita in termini netti nei servizi non finanziari diversi dagli immobili commerciali e si è confermata stabile o in lieve diminuzione in altri settori. Per la prima metà del 2026 le banche si attendono un ulteriore inasprimento o criteri di concessione del credito sostanzialmente invariati nei principali settori economici, nonché un aumento della domanda di prestiti per gran parte dei comparti, eccettuati quelli della produzione di autoveicoli, del commercio all'ingrosso e al dettaglio e degli immobili commerciali. Con riferimento a un nuovo quesito sull'impatto dei cambiamenti nelle politiche commerciali e della connessa incertezza, quasi la metà delle banche interpellate ha ritenuto "importante" la propria

esposizione a tali cambiamenti. Le banche hanno segnalato che le tensioni hanno avuto un impatto restrittivo sui criteri di concessione del credito, principalmente attraverso una riduzione della tolleranza al rischio, e un effetto frenante sulla domanda di prestiti da parte delle imprese. Inoltre, si attendono un impatto analogo anche per il 2026.

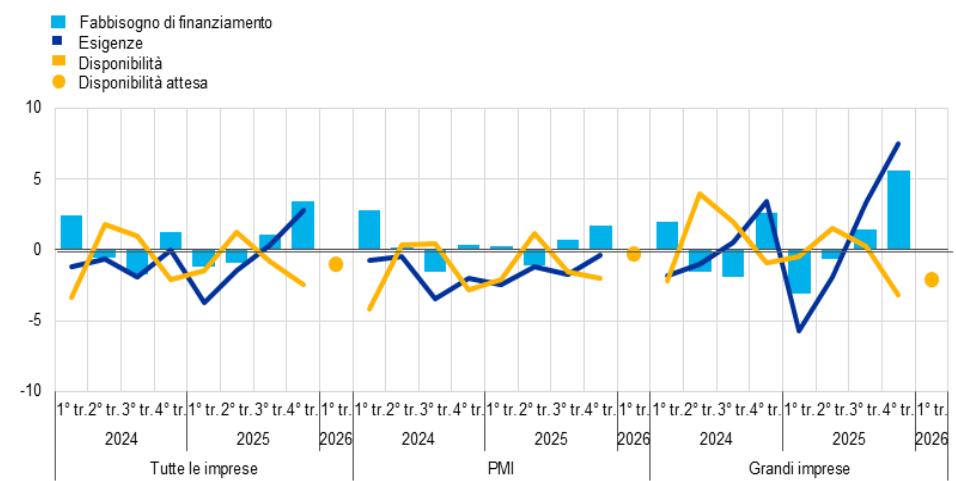
Nell'ultima indagine SAFE, condotta fra il 19 novembre e il 15 dicembre 2025, le imprese hanno segnalato un inasprimento delle condizioni di concessione del credito bancario, in un contesto caratterizzato da aumenti dei tassi di interesse sui prestiti. Nel quarto trimestre del 2025, il 12 per cento netto delle imprese ha segnalato un aumento dei tassi di interesse bancari, rispetto al 2 per cento netto del trimestre precedente. Le imprese di grandi dimensioni e le piccole e medie imprese (PMI) hanno segnalato percezioni simili riguardo all'aumento dei tassi di interesse. Le imprese hanno inoltre segnalato un ulteriore irrigidimento netto delle altre condizioni di prestito, in particolare per quanto riguarda gli altri costi di finanziamento, quali oneri, commissioni e provvigioni, e i requisiti per le garanzie.

Le imprese hanno segnalato un modesto aumento del fabbisogno di prestiti bancari, accompagnato da un lieve calo percepito della loro disponibilità (cfr. il grafico 20). Nel quarto trimestre del 2025 le imprese hanno segnalato un lieve aumento del fabbisogno di prestiti bancari (pari al 3 per cento netto, rispetto allo 0 per cento del trimestre precedente). Tale aumento è riconducibile alle imprese di grandi dimensioni, mentre le PMI hanno segnalato un fabbisogno sostanzialmente invariato. La percentuale netta di imprese che ha segnalato un calo della disponibilità di prestiti bancari è stata pari al 2 per cento, a fronte dell'1 per cento del trimestre precedente; tale tendenza è stata osservata con riguardo sia alle imprese di grandi dimensioni sia alle PMI. L'indicatore del fabbisogno di finanziamento per i prestiti bancari, che coglie la differenza tra le variazioni delle esigenze e la disponibilità, è aumentato al 3 per cento, in rialzo dall'1 per cento del trimestre precedente. In prospettiva, le imprese si attendono che la disponibilità di finanziamento esterno resti sostanzialmente invariata nei prossimi tre mesi, analogamente al trimestre precedente.

Grafico 20

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

(percentuali nette di intervistati)



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni della BCE.

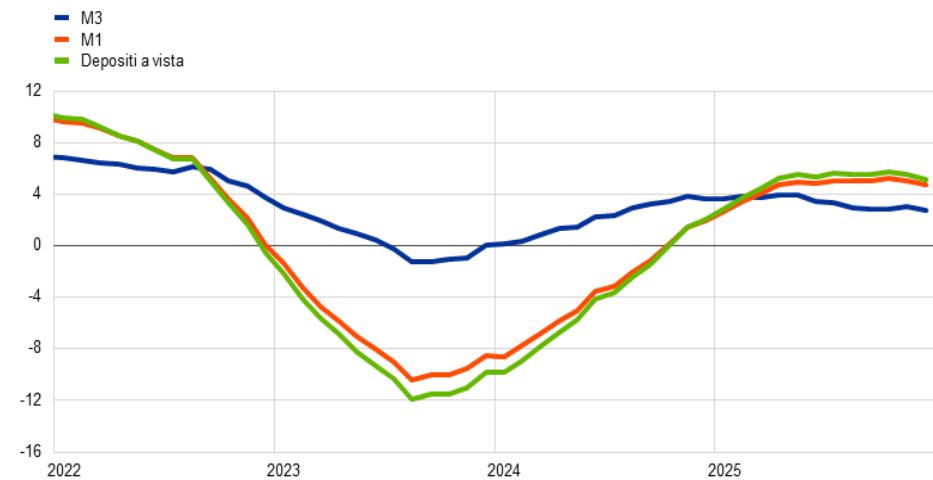
Note: l'acronimo PMI sta per "piccole e medie imprese". Le percentuali nette corrispondono alla differenza fra la percentuale di imprese che hanno segnalato un aumento della disponibilità di prestiti bancari (oppure rispettivamente esigenze e disponibilità attesa) e la percentuale di quelle che ne hanno segnalato una diminuzione negli ultimi tre mesi. L'indicatore della variazione di fabbisogno di finanziamento percepita assume un valore pari a 1 (-1) se le esigenze di finanziamento aumentano (diminuiscono) e la disponibilità diminuisce (aumenta). Se le imprese percepiscono un aumento (una diminuzione) unilaterale del fabbisogno finanziario, alla variabile viene assegnato un valore pari a 0,5 (-0,5). Un valore positivo dell'indicatore segnala un aumento del fabbisogno di finanziamento. I valori sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi netti ponderati in percentuale. La disponibilità attesa è stata spostata in avanti di un periodo per consentire un confronto diretto con i valori effettivi. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine SAFE comprese tra la 30ª (gennaio-marzo 2024) e la 37ª (ottobre-dicembre 2025).

A dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è diminuito, mantenendosi ben al di sotto delle medie storiche (cfr. il grafico 21). A dicembre tale tasso è sceso al 2,8 per cento, dopo un rialzo al 3,0 per cento a novembre, riflettendo il perdurare del modesto ritmo di crescita di M3 osservato per tutto il 2025 e rimanendo ben al di sotto della media di lungo periodo del 6,1 per cento. Nello stesso mese la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è diminuita al 4,7 per cento, dal 5,0 di novembre. La crescita di M1 ha continuato a essere trainata dai depositi a vista, riflettendo la forte preferenza per le attività liquide da parte di imprese e famiglie. Dal punto di vista delle contropartite, a dicembre la creazione di moneta ha beneficiato del contributo fondamentale dei prestiti a famiglie e imprese e, in misura minore, degli afflussi monetari esteri netti, divenuti più volatili di recente e che sembrano aver perso slancio rispetto al 2024. Gli acquisti di titoli di Stato a più lungo termine da parte delle banche e la perdurante contrazione del bilancio dell'Eurosistema, con una riduzione passiva del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica, hanno continuato a gravare sulla crescita di M3.

Grafico 21

M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

Riquadri

1

Il riorientamento dell'interscambio mondiale: monitoraggio del ruolo della deviazione degli scambi provocata dai dazi statunitensi nell'andamento delle esportazioni cinesi

a cura di Julien Le Roux e Tajda Spital

Nel 2025 i flussi commerciali mondiali sono stati ridefiniti in seguito all'introduzione di nuovi dazi statunitensi. La crescita delle importazioni statunitensi si è notevolmente indebolita, di riflesso al forte calo delle importazioni dalla Cina. Al contempo, nel complesso le esportazioni cinesi hanno sorpreso al rialzo, con una crescita generalizzata nelle destinazioni al di fuori degli Stati Uniti. Un interrogativo fondamentale è se tale capacità di tenuta riflette una deviazione degli scambi in risposta ai dazi statunitensi, ossia la riallocazione delle esportazioni verso mercati alternativi rispetto a quelli originari, oppure altri meccanismi di aggiustamento, come il reindirizzamento attraverso paesi intermedi. Tuttavia, potrebbe essere ancora troppo presto per valutare la portata complessiva del riorientamento degli scambi indotto dai dazi, poiché gli effetti di anticipazione, i ritardi nell'attuazione da parte delle dogane e nelle spedizioni e altri fattori concorrono a influenzare il tempo necessario affinché le modifiche dei dazi si riflettano nei flussi commerciali osservati. Il presente riquadro esamina gli andamenti delle esportazioni cinesi nel 2025 e fornisce iniziali prove empiriche sulla possibilità che i dazi statunitensi abbiano innescato un riorientamento degli scambi.

L'andamento delle esportazioni cinesi è rimasto vigoroso nel 2025, sebbene con notevoli differenze tra i mercati di destinazione. La crescita delle esportazioni cinesi è aumentata del 5,5 per cento nel 2025, a fronte di un incremento del 4,6 nel 2024. Mentre le esportazioni verso gli Stati Uniti sono diminuite del 20 per cento, quelle verso tutte le altre regioni sono rimaste sostenute, aumentando dell'8 per cento verso l'area dell'euro, del 13 per cento verso i paesi appartenenti all'Associazione delle nazioni del sud-est asiatico (ASEAN), del 7 per cento verso l'America latina e del 26 per cento verso l'Africa (cfr. il pannello a) del grafico A). In termini di valore, nel 2025 le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti sono state di 104 miliardi di dollari inferiori rispetto al dato del 2024 (cfr. il pannello b) del grafico A). Diminuzione, questa, ampiamente comparabile con l'aumento delle esportazioni verso i paesi ASEAN. Le esportazioni verso l'area dell'euro sono cresciute in misura più contenuta, di circa 32 miliardi di dollari, mentre quelle verso l'Africa sono aumentate di 46 miliardi di dollari, incremento considerevole rispetto al PIL della regione.

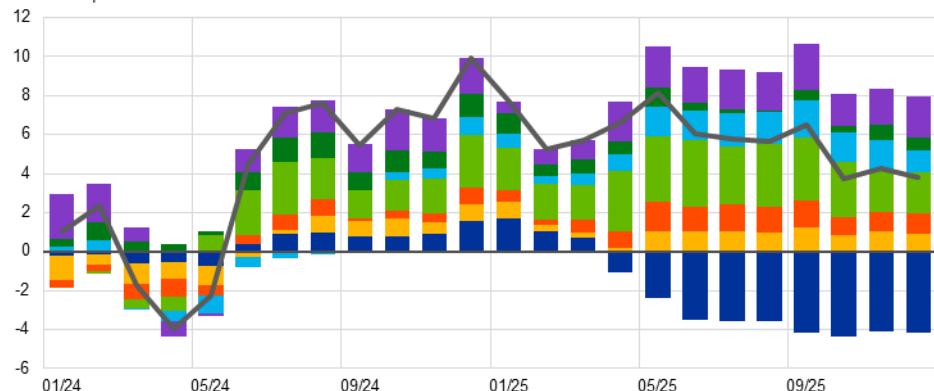
Grafico A

Esportazioni nominali della Cina

a) Tasso di crescita sui dodici mesi

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

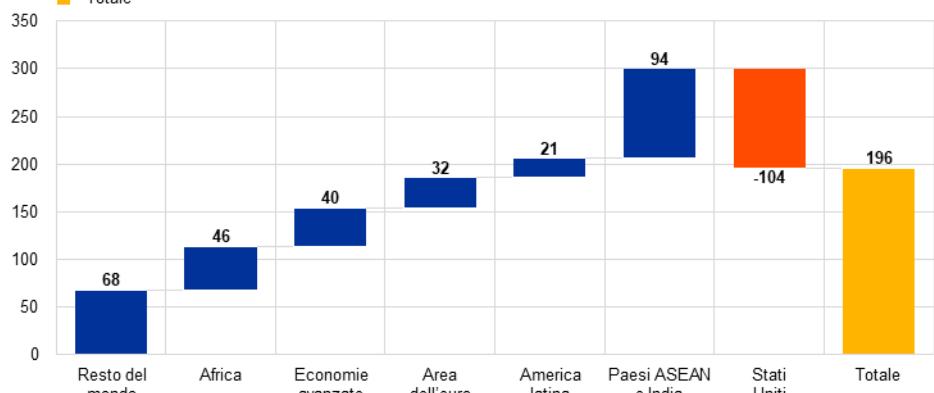
- Stati Uniti
- Area dell'euro
- Economie avanzate (esclusi Stati Uniti e area dell'euro)
- Paesi ASEAN e India
- Africa
- America latina
- Resto del mondo
- Esportazioni totali



b) Confronto tra 2025 e 2024

(variazioni sul periodo corrispondente in miliardi di dollari statunitensi)

- Aumento
- Diminuzione
- Totale



Fonti: Amministrazione doganale generale della Repubblica popolare cinese ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: i grafici si basano su dati dell'interscambio nominale in dollari statunitensi. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2025.

L'intento è valutare se i dazi statunitensi abbiano determinato una deviazione delle esportazioni cinesi, cogliendo le variazioni dell'esposizione ai dazi tra prodotti in un modello panel a livello di prodotto con effetti fissi. È stata realizzata una regressione panel che mette in relazione il tasso di crescita delle esportazioni cinesi sul periodo corrispondente a livello di prodotto con la variazione dei dazi a livello di prodotto, tenendo conto di un'ampia gamma di effetti fissi che

colgono le tendenze specifiche di prodotto e destinazione¹. Il modello è stimato utilizzando i dati sulle importazioni mondiali di prodotti cinesi nel periodo gennaio-settembre 2025².

Sebbene i dazi statunitensi imposti sulle merci cinesi abbiano avuto un forte effetto negativo diretto sulle esportazioni dalla Cina verso gli Stati Uniti, il riorientamento generalizzato degli scambi appare limitato. Le analisi empiriche relative ai dazi del 2025 sono ancora poche e le valutazioni esistenti si basano sui primi dati disponibili. Le stime del modello utilizzato indicano che i dazi abbiano inciso sulla riduzione delle importazioni statunitensi dalla Cina per il 9 per cento circa (cfr. il pannello a) del grafico B), mentre il calo dell'interscambio osservato sui dodici mesi ha raggiunto circa il 17 per cento nei primi nove mesi del 2025³. Tale divario suggerisce che alla contrazione delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti abbiano contribuito anche fattori diversi dai dazi, come l'accresciuta incertezza sul piano delle politiche, l'anticipazione delle importazioni in vista degli aumenti dei dazi, l'indebolimento della domanda statunitense o il lieve apprezzamento del renminbi rispetto al dollaro. Allo stesso tempo, i dati che indicano effetti di deviazione degli scambi verso altri mercati sono limitati. Solo per i paesi africani e ASEAN è stato osservato un effetto positivo statisticamente significativo, mentre l'impatto stimato sull'area dell'euro è stato modesto e statisticamente non rilevante. Disaggregando i dati per categoria di prodotto, gli effetti negativi dei dazi statunitensi sono più pronunciati per i beni di investimento, seguiti dai beni di consumo e da quelli intermedi (cfr. il pannello b) del grafico B). A questo livello, più di dettaglio, emergono alcuni segnali di deviazione degli scambi, in particolare per i beni di consumo, dove l'aumento dei dazi statunitensi sui prodotti cinesi è associato a un incremento delle esportazioni verso altri mercati.

¹ Sono stati utilizzati dati sui prodotti basati sui codici a sei cifre della classificazione del sistema armonizzato dell'Organizzazione mondiale delle dogane (Harmonized System, HS), combinandoli con ipotesi tariffarie allo stesso livello di disaggregazione. I prodotti esenti da dazi sono inclusi nel campione.

² È stato replicato l'approccio adottato da Cigna et al. (2022), che si basa su quello di Amiti et al. (2019). L'equazione prende la seguente forma: $\Delta \ln EX_{p,i,t}^{CN} = \beta \text{tariff}_{p,t}^{CN} + \gamma_{it} + \gamma_{ip} + \gamma_s + \epsilon_{p,i,t}$ dove p indica un prodotto, i il paese importatore e t il tempo. L'operatore Δ indica le differenze sui dodici mesi per tener conto della stagionalità. Analogamente, $\Delta \ln EX_{p,i,t}^{CN}$ misura la crescita annua delle esportazioni. Il modello include tre serie di effetti fissi: γ_{it} effetti fissi per paese-tempo, γ_{ip} effetti fissi per paese-prodotto e γ_s effetti fissi per settore, che tengono conto rispettivamente degli shock aggregati, delle tendenze specifiche per prodotto e degli shock settoriali a livello mondiale.

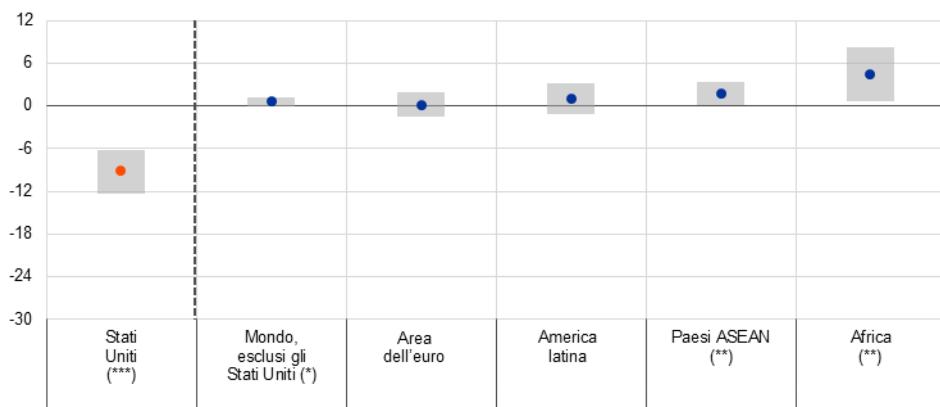
³ Le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina si sono notevolmente acute all'inizio del 2025. A febbraio e marzo gli Stati Uniti hanno imposto un aumento dei dazi del 10 per cento su tutte le merci cinesi, seguito da ulteriori aumenti culminati in un picco del 125 per cento ad aprile. A seguito di accordi bilaterali, i dazi sono stati parzialmente rinnovati a maggio e ottobre. L'attuale dazio effettivo sulle importazioni statunitensi di merci cinesi è pari al 34 per cento.

Grafico B

Impatto dei dazi statunitensi del 2025 sulle esportazioni cinesi

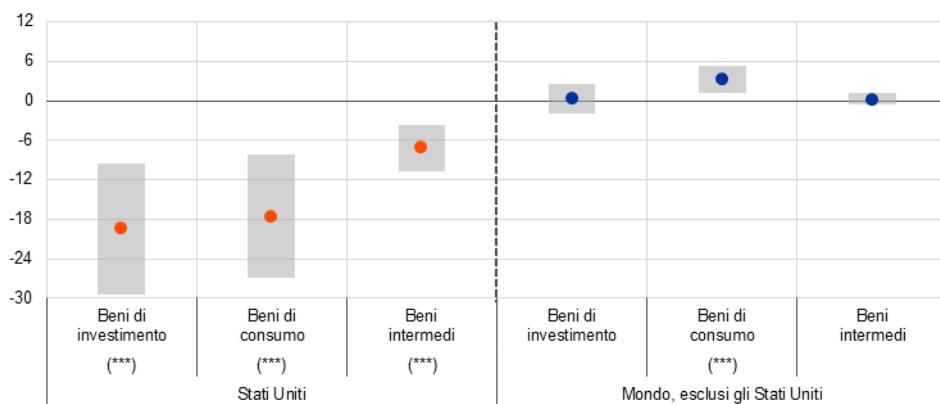
a) Per destinazione

(deviazione percentuale tra dicembre 2024 e settembre 2025)



b) Per categoria

(deviazione percentuale tra dicembre 2024 e settembre 2025)



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

Note: i grafici mostrano le variazioni percentuali delle esportazioni cinesi causate dai dazi statunitensi del 2025. L'impatto è calcolato applicando l'aumento medio dei dazi osservato tra la fine del 2024 e settembre 2025, espresso in variazioni in punti percentuali, sull'elasticità stimata delle esportazioni rispetto ai dazi. In media, i dazi statunitensi sulle esportazioni cinesi sono aumentati di 37 punti percentuali nel periodo considerato. Le barre grigie rappresentano intervalli di confidenza del 95 per cento attorno ai coefficienti stimati, mentre (*), (**) e (***) indicano rispettivamente livelli di significatività del 10, 5 e 1 per cento. Il campione di stima comprende dati sulle importazioni mondiali di beni cinesi tra gennaio e settembre 2025. L'ultima osservazione si riferisce a settembre 2025.

Il limitato ma significativo riorientamento del commercio cinese verso i paesi ASEAN dovuto ai dazi potrebbe riflettere un più ampio schema di

reindirizzamento degli scambi. Il reindirizzamento degli scambi avviene quando le esportazioni vengono deviate attraverso paesi intermedi per raggiungere comunque infine il mercato di destinazione originario. In particolare, le esportazioni cinesi verso i paesi appartenenti all'ASEAN sono aumentate soprattutto per i beni intermedi utilizzati per ulteriori lavorazioni o assemblaggi (cfr. il pannello a) del grafico C). Tale tendenza è in linea con l'aumento delle importazioni statunitensi dai paesi ASEAN, unica regione che nel complesso ha contribuito positivamente alla crescita complessiva delle importazioni statunitensi nel 2025. I dati settoriali indicano anche un forte aumento del volume delle esportazioni cinesi verso i paesi ASEAN, accompagnato da un calo dei valori unitari in gran parte dei settori: un profilo coerente con una maggiore integrazione di input intermedi di minor valore nelle

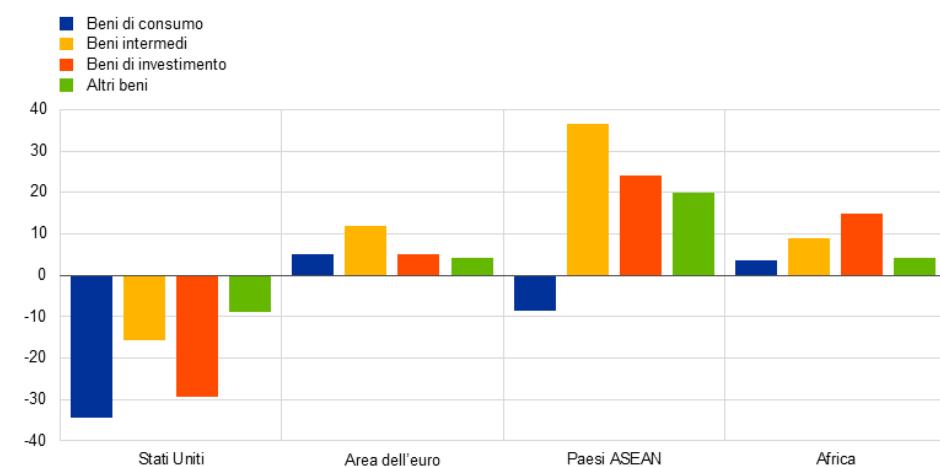
catene produttive regionali (cfr. il pannello b) del grafico C). Considerati nel loro insieme, tali andamenti suggeriscono che le catene di approvvigionamento centrate sui paesi ASEAN abbiano svolto un ruolo nell'aggiustamento, per quanto l'indicazione resti preliminare.

Grafico C

Confronto dell'andamento delle esportazioni cinesi tra i periodi gennaio-novembre 2024 e gennaio-novembre 2025

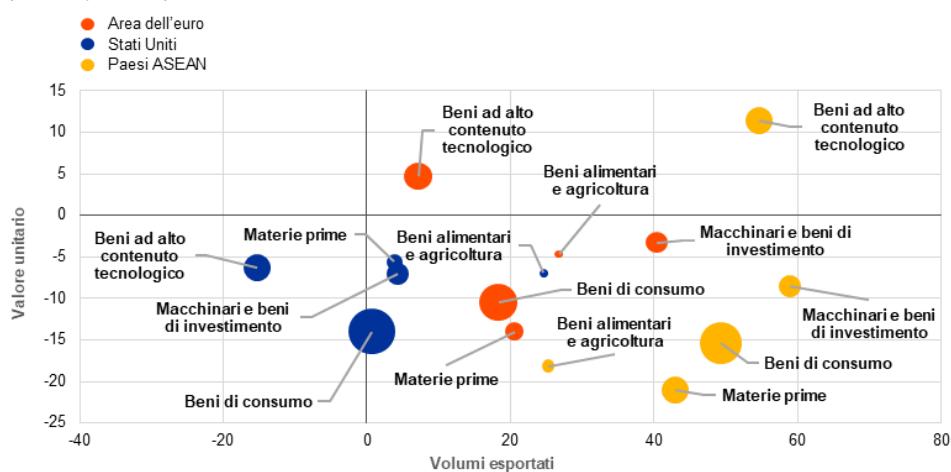
a) Per categoria

(variazioni in miliardi di dollari statunitensi)



b) Per partner commerciale e settore

(variazioni percentuali)



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

Note: il pannello a) riflette le variazioni delle esportazioni cinesi totali durante i primi 11 mesi del 2025 rispetto allo stesso periodo nel 2024. Il pannello b) mostra le variazioni dei volumi delle esportazioni cinesi e dei valori unitari delle esportazioni (in dollari statunitensi) nei primi 11 mesi del 2025 per ciascun partner commerciale e ciascun settore. La dimensione dei cerchi è proporzionale alla media del valore commerciale corrispondente negli stessi mesi dal 2022 al 2024. L'elenco dei beni ad alto contenuto tecnologico si basa sulla definizione della Commissione europea. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2025.

Nel complesso, il riorientamento degli scambi svolge un ruolo soltanto limitato nella recente dinamica delle esportazioni cinesi, mentre altri fattori risultano più rilevanti. Sebbene parte del calo delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti possa essere attribuita ai nuovi dazi, finora vi sono scarse evidenze del fatto che tali misure abbiano determinato un considerevole riorientamento degli scambi verso altri

mercati. Qualsiasi deviazione legata ai dazi sembra modesta e limitata a una gamma ristretta di prodotti, indicando una limitata ricaduta dei dazi statunitensi verso la scelta di destinazioni terze. Al contrario, il recente vigore delle esportazioni cinesi verso altri mercati sembra essere stato determinato da tendenze precedenti alle ultime misure tariffarie, come dimostra la crescita generalizzata delle esportazioni nelle regioni principali. Tali andamenti sono sostenuti da diversi fattori. La debolezza della domanda interna ha spinto le imprese cinesi a incanalare l'eccesso di capacità produttiva verso l'estero, grazie al calo dei prezzi all'esportazione, all'accresciuta competitività derivante da una valuta debole e all'espansione della capacità manifatturiera sovvenzionata dallo Stato⁴. Una maggiore integrazione della catena di approvvigionamento in Asia ha inoltre sostenuto le esportazioni verso i partner regionali.

Riferimenti bibliografici

- Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J. e Spital, T. (2025), *Il crescente avanzo commerciale della Cina: perché le esportazioni sono in forte espansione mentre le importazioni ristagnano*, riquadro 1 nel numero 7/2025 di questo Bollettino.
- Amiti, M., Redding, S. J. e Weinstein, D. E. (2019), “[The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare](#)”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n. 4, pagg. 187-210.
- Cigna, S., Meinen, P., Schulte, P. e Steinhoff, N. (2022), “[The impact of US tariffs against China on US imports: Evidence for trade diversion?](#)”, *Economic Inquiry*, vol. 60, n. 1, pagg. 162-173.

⁴ Per maggiori dettagli sui recenti andamenti delle esportazioni cinesi, cfr. Al-Haschimi et al. (2025).

2

Determinanti dei prezzi dell'energia elettrica per le famiglie e i settori ad alta intensità energetica e loro rilevanza per gli obiettivi di decarbonizzazione dell'UE

a cura di Daniela Arlia e John Hutchinson

Benché l'elettrificazione sia un elemento essenziale della strategia di decarbonizzazione dell'UE, la domanda di energia elettrica è rimasta sostanzialmente stagnante nell'ultimo decennio, con prezzi che sono rimasti elevati dopo la crisi energetica del 2021-2022 (cfr. il grafico A). Il patto per l'industria pulita (Clean Industrial Deal) della Commissione europea, varato a febbraio 2025, mira ad aumentare la quota di energia elettrica nel consumo finale lordo di energia dell'UE dal 23 per cento nel 2024 al 32 per cento entro il 2030. Poiché l'energia elettrica può essere generata più facilmente da fonti rinnovabili rispetto ad altre forme di energia, incrementare la sua quota nel consumo di energia finale è fondamentale per raggiungere gli obiettivi fissati nella direttiva dell'UE sulle energie rinnovabili. Tuttavia, raggiungere questo traguardo potrebbe essere impegnativo, in quanto il consumo di elettricità nell'area dell'euro è diminuito del 6,3 per cento tra il 2015 e il 2023 (cfr. Eurostat, 2026)¹. Al tempo stesso, i prezzi dell'energia elettrica rimangono elevati rispetto ai livelli precedenti la crisi energetica del 2021-2022, pur con notevoli variazioni tra gli Stati membri dell'UE e tra famiglie e imprese. Prezzi elevati si ripercuotono direttamente sulle famiglie, riducendone il potere d'acquisto e, nel contempo, hanno un impatto sulla competitività dei settori ad alta intensità energetica. Il presente riquadro esamina la composizione dei prezzi dell'elettricità, i fattori alla base delle differenze di prezzo, nonché i recenti andamenti dei consumi nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, con riferimento alle famiglie e ai settori ad alta intensità energetica.

¹ Un rapporto di McKinsey (2024) rileva che la crescita della domanda di energia elettrica nell'UE è già frenata dalla minore domanda del settore industriale e dalla lenta adozione di tecnologie chiave di elettrificazione, come i veicoli elettrici e le pompe di calore. Al tempo stesso, la domanda di energia elettrica da parte dei centri di elaborazione dati è in aumento, ma può essere depotenziata da incertezze legate agli incrementi di carico indotti dall'IA, da problemi di connessione a reti già sature e da nuove disposizioni normative. A livello globale, l'Agenzia internazionale per l'energia (2024) si attende una forte crescita della domanda dei centri di elaborazione dati. Tuttavia, si prevede che ciò fornisca solo un contributo relativamente modesto alla crescita complessiva della domanda di energia elettrica.

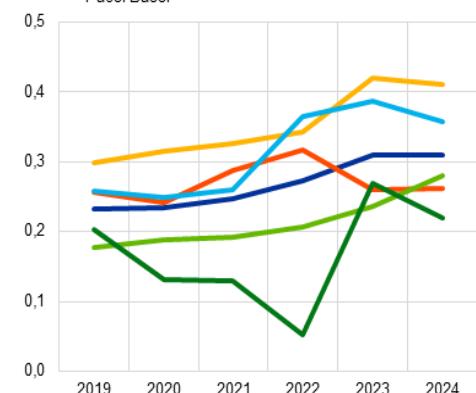
Grafico A

Prezzi dell'elettricità per famiglie e settori ad alta intensità energetica a frequenza annuale

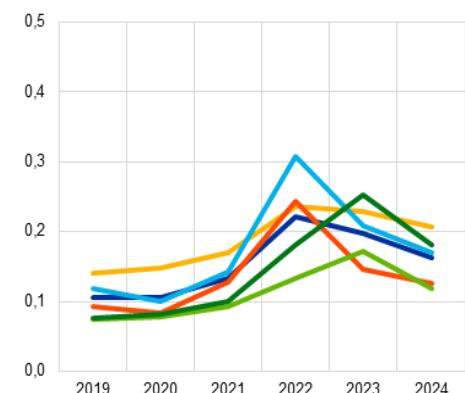
(euro/kWh)

a) Famiglie

— Area dell'euro
— Germania
— Spagna
— Francia
— Italia
— Paesi Bassi



b) Settori ad alta intensità energetica



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i prezzi dell'elettricità per uso domestico sono calcolati per tutte le fasce di consumo. Le industrie ad alta intensità energetica sono classificate secondo la definizione fornita da Dechezleprêtre et al. (2025) e successivamente abbinate alle relative fasce di consumo adottate dalla Commissione europea (cfr. Direzione generale dell'Energia, Commissione europea et al., 2025). Tra queste figurano: a) produzione e lavorazione del legno, b) fabbricazione di carta e pasta-carta, c) fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio, d) fabbricazione di prodotti chimici, e) fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche, f) fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi, g) produzione di metalli di base preziosi e di altri non ferrosi, h) estrazione di petrolio greggio e gas naturale e i) estrazione di minerali metalliferi.

I costi dell'energia e di fornitura rappresentano la quota più elevata della bolletta finale dell'elettricità sia per le famiglie sia per le industrie ad alta intensità energetica, accanto a un contributo significativo riconducibile alle imposte e ai costi di rete. I prezzi dell'elettricità per gli utenti finali possono essere scomposti in quattro componenti principali: a) costi dell'energia e di fornitura, b) costi di rete, c) IVA e d) altre imposte². La componente relativa ai costi dell'energia e di fornitura include i costi dei combustibili e il costo delle quote nell'ambito del sistema per lo scambio di quote di emissione (ETS) dell'UE. Nel 2024 i costi dell'energia e di fornitura hanno rappresentato circa il 50 per cento della bolletta elettrica per le famiglie dell'area dell'euro e il 63 per cento per le industrie ad alta intensità energetica. I costi di rete hanno inciso per il 27 per cento sulle bollette delle famiglie, ma solo per il 12 per cento su quelle delle industrie ad alta intensità energetica, in quanto i consumatori industriali di maggiori dimensioni, spesso collegati direttamente a reti ad alta o altissima tensione, beneficiano di una riduzione degli oneri di rete. Nel 2024 l'IVA ha inciso per circa il 14 per cento sulla bolletta elettrica sia per le famiglie sia per le imprese, mentre altre imposte e oneri specifici per paese hanno rappresentato circa il 10 per cento, contribuendo alle differenze tra paesi (cfr. il grafico B).

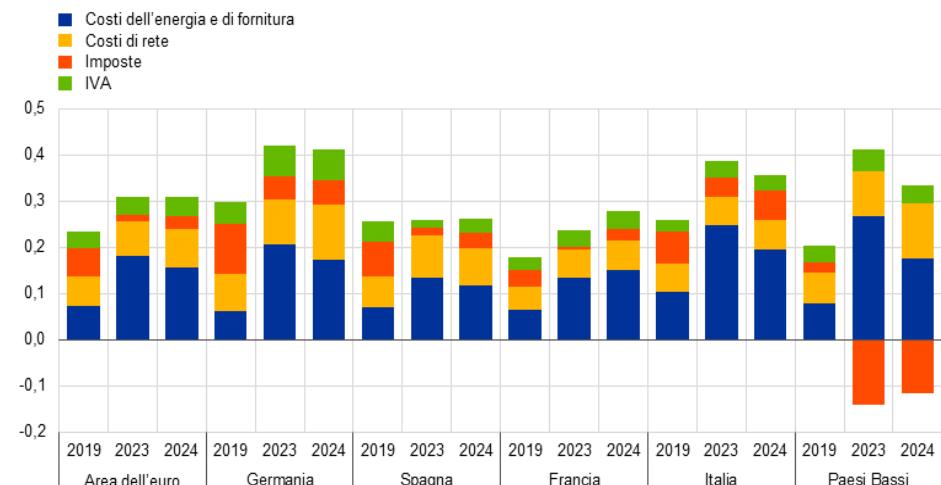
² Per ulteriori dettagli, cfr. Heussaff et al. (2024) e Kuik et al. (2022).

Grafico B

Scomposizione dei prezzi dell'energia per famiglie e industrie ad alta intensità energetica

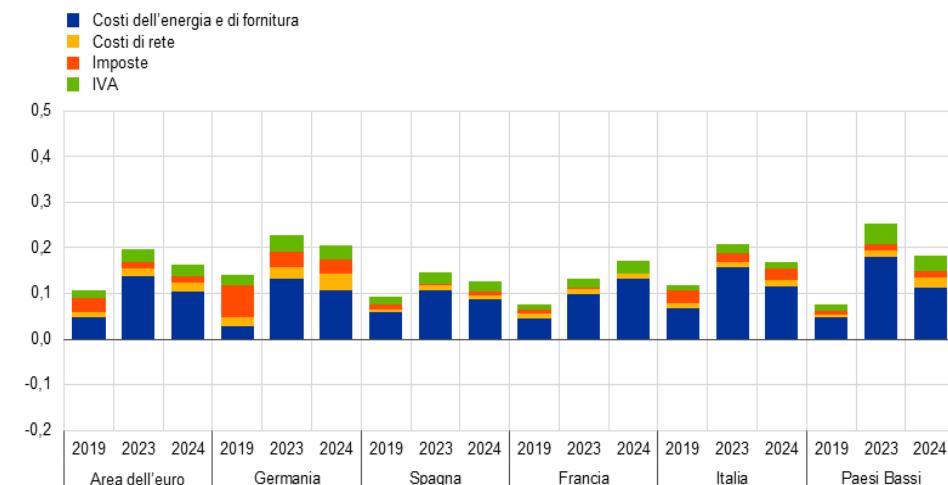
a) Famiglie

(euro/kWh)



b) Industrie ad alta intensità energetica

(euro/kWh)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le imposte comprendono quelle sulla capacità, sulle energie rinnovabili, sull'ambiente, sul nucleare e tutte le altre imposte (ovvero tasse, canoni, tributi o oneri non contemplati in nessuna delle categorie precedenti). I prezzi dell'elettricità per uso domestico sono calcolati per tutte le fasce di consumo. Le industrie ad alta intensità energetica sono classificate secondo la definizione fornita da Dechezleprêtre et al. (2025) e successivamente abbinate alle relative fasce di consumo adottate dalla Commissione europea (cfr. Direzione generale dell'Energia, Commissione europea et al., 2025). Tra queste figurano: a) produzione e lavorazione del legno, b) fabbricazione di carta e pasta-carta, c) fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio, d) fabbricazione di prodotti chimici, e) fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche, f) fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi, g) produzione di metalli di base preziosi e di altri non ferrosi, h) estrazione di petrolio greggio e gas naturale e i) estrazione di minerali metalliferi.

Le famiglie dell'area dell'euro pagano circa il doppio per l'elettricità rispetto alle industrie ad alta intensità energetica, perché tutte le componenti della bolletta risultano più care (cfr. il grafico B). In Francia e nei Paesi Bassi le famiglie pagano circa il 64 e il 20 per cento in più rispetto alle industrie ad alta intensità energetica. Questo fenomeno è ancora più marcato in Germania, Spagna e Italia, dove i prezzi dell'energia elettrica per le famiglie sono più elevati di circa il 100 per cento. I paesi che dipendono dai combustibili fossili importati per la

produzione di energia elettrica vanno tendenzialmente incontro a prezzi dell'elettricità più elevati, in quanto tali combustibili generalmente hanno costi marginali più elevati rispetto al nucleare o alle fonti rinnovabili. Inoltre, differenze nelle imposte nazionali e nella regolamentazione degli oneri di rete sono anch'esse all'origine di notevoli variazioni tra paesi nei prezzi finali dell'energia elettrica³.

I prezzi dell'energia elettrica sono aumentati in misura maggiore per le industrie ad alta intensità energetica rispetto alle famiglie a partire dal periodo precedente la crisi energetica (cfr. il grafico B). Tra il 2019 e il 2024 i prezzi dell'energia elettrica sono aumentati di circa il 53 per cento per le industrie ad alta intensità energetica e di circa il 33 per cento per le famiglie. In entrambi i casi, tali incrementi sono stati determinati principalmente dall'aumento dei costi delle tipologie di combustibile sottostanti. In risposta alla crisi energetica, per mitigare gli effetti sui prezzi al dettaglio, sono state introdotte misure di compensazione quali i tetti ai prezzi dell'energia, di cui hanno beneficiato sia le famiglie sia le imprese⁴.

I rincari dell'energia elettrica hanno determinato un aumento significativo della spesa totale sia per le famiglie sia per i settori ad alta intensità energetica, nonostante il calo dei consumi, soprattutto tra le industrie energivore (cfr. il grafico C). La scomposizione della spesa totale per elettricità in prezzi e consumi rivela che l'incremento dei prezzi dell'energia elettrica è alla base dell'aumento della spesa. Tra il 2019 e il 2023 i consumi di elettricità delle industrie ad alta intensità energetica nell'area dell'euro hanno registrato un calo di circa il 14,5 per cento, mentre quelli delle famiglie sono diminuiti di circa l'1,5 per cento⁵.

³ Per una trattazione dettagliata sulla formazione dei prezzi dell'energia elettrica in Europa, cfr. De Sanctis et al. (di prossima pubblicazione).

⁴ Per una trattazione approfondita delle misure di bilancio in risposta alla crisi energetica, cfr. Ferdinandusse et al. (2024).

⁵ I dati dell'Eurostat sui livelli di consumo per settore sono attualmente disponibili solo fino al 2023.

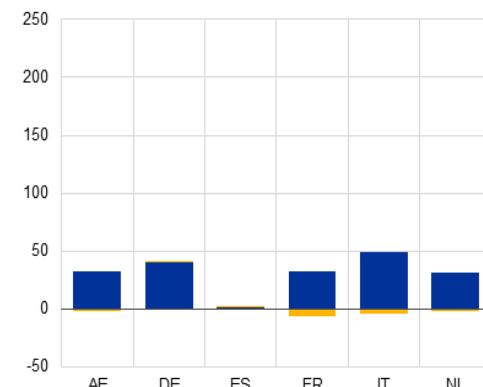
Grafico C

Scomposizione della crescita della spesa totale per famiglie e industrie ad alta intensità energetica

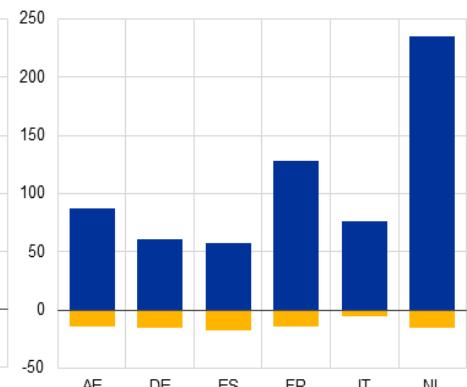
(variazione percentuale tra il 2019 e il 2023)

a) Famiglie

■ Prezzo
■ Consumo



b) Industrie ad alta intensità energetica



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i prezzi dell'energia elettrica per uso domestico e i livelli di consumo sono calcolati per tutte le fasce di consumo. I dati sui consumi sono disponibili solo fino al 2023. Le industrie ad alta intensità energetica sono classificate secondo la definizione fornita da Dechezleprêtre et al. (2025) e successivamente abbinate alle relative fasce di consumo adottate dalla Commissione europea (cfr. Direzione generale dell'Energia, Commissione europea et al., 2025). Tra queste figurano: a) produzione e lavorazione del legno, b) fabbricazione di carta e pasta-carta, c) fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio, d) fabbricazione di prodotti chimici, e) fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche, f) fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi, g) produzione di metalli di base preziosi e di altri non ferrosi, h) estrazione di petrolio greggio e gas naturale e i) estrazione di minerali metalliferi.

L'impatto dei costi del sistema ETS sui prezzi dell'elettricità è meno significativo nei paesi con una produzione di energia elettrica caratterizzata da minore emissione di anidride carbonica (cfr. il grafico D). L'intensità carbonica è diminuita sensibilmente con il passaggio nei diversi paesi dal carbone a tipologie di combustibili più pulite e, dal 2010, alle energie rinnovabili (cfr. Agenzia europea dell'ambiente, 2025)⁶. La Francia ha l'intensità di emissioni di gas a effetto serra per la produzione di energia elettrica più bassa, in virtù della sua dipendenza di lunga data dall'energia nucleare. Per contro, i paesi con un'intensità carbonica relativamente elevata subiscono maggiori pressioni dal lato dei costi derivanti dall'ETS, il cui contributo al prezzo dell'energia elettrica raggiunge fino al 9 per cento⁷. Tale quota tende a essere più elevata per i settori ad alta intensità energetica, in quanto i costi dell'energia e di fornitura rappresentano una quota più consistente della loro bolletta elettrica.

⁶ L'intensità delle emissioni di gas a effetto serra è lievemente aumentata in Germania e in Italia tra il 2020 e il 2021, rispettivamente del 10 e del 24 per cento, ma da allora è tornata su livelli simili a quelli osservati nel 2020.

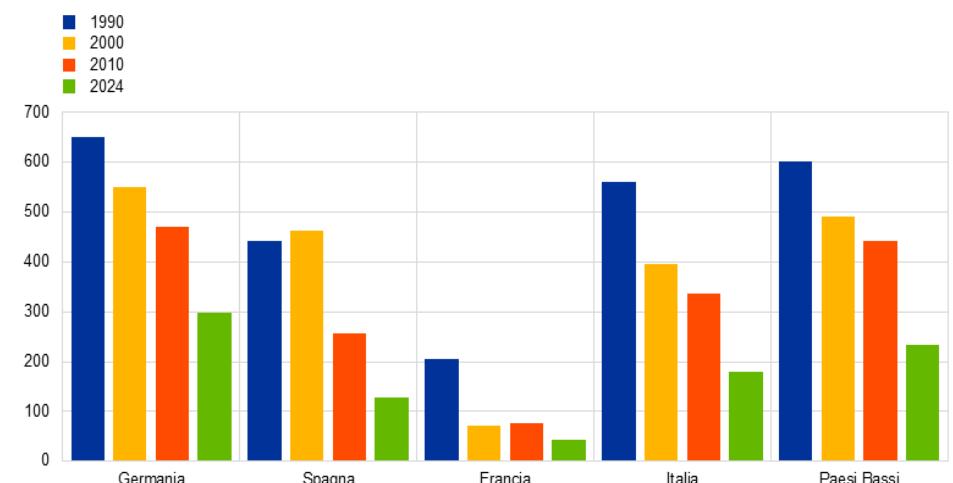
⁷ Cfr. Kuik et al. (2022) per un'analisi del contributo dei prezzi del gas e dell'ETS ai prezzi dell'energia elettrica.

Grafico D

Intensità delle emissioni di gas a effetto serra e costi dell'ETS nei vari paesi

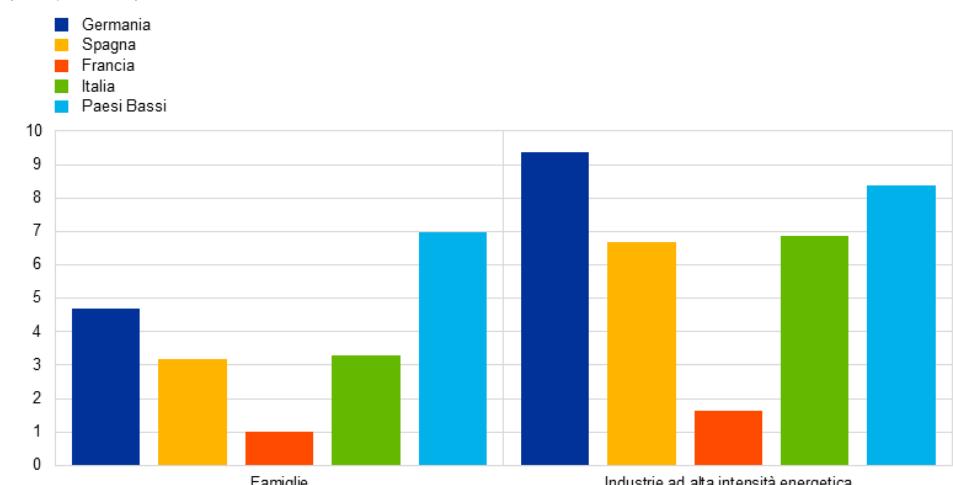
a) Intensità delle emissioni di gas a effetto serra nel tempo

(gCO2e/kWh)



b) Quota dei costi riconducibile al sistema ETS sul prezzo complessivo dell'energia elettrica nel 2024

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, Agenzia europea dell'ambiente ed elaborazioni della BCE.

Note: i costi del sistema ETS nei vari paesi sono stati calcolati moltiplicando i prezzi del sistema ETS nel 2024 (65 euro per tonnellata di CO2) per la quantità di emissioni di gas a effetto serra per kW di energia elettrica nello stesso anno in ciascun paese. Tali valori sono stati utilizzati per calcolare la quota relativa dei costi del sistema ETS sul prezzo complessivo dell'energia elettrica per le famiglie e le industrie ad alta intensità energetica in ciascun paese.

In sintesi, il conseguimento degli obiettivi di decarbonizzazione dell'UE dipende dal raggiungimento dei suoi obiettivi di elettrificazione, che possono essere agevolati dalla riduzione dei prezzi dell'energia elettrica. Le differenze tra i prezzi dell'elettricità nei paesi dell'area dell'euro derivano da mix energetici diversi: i paesi che per la produzione di energia elettrica dipendono maggiormente dai combustibili fossili importati tendono a far fronte a prezzi più elevati⁸. Ulteriori fattori che contribuiscono alle disparità tra paesi includono una limitata

⁸ Un recente studio di Navia et al. (2025) stima che i prezzi dell'energia elettrica potrebbero diminuire in media del 26 per cento entro il 2030, rispetto ai prezzi del 2024, a condizione che i paesi europei raggiungano i loro obiettivi sul fronte dell'energia solare ed eolica.

interconnessione tra mercati, imposte nazionali, scelte di policy e regolamentazione dei costi di rete. Pur essendo in grado di attenuare le pressioni sui prezzi, le misure di sostegno a breve termine come i tetti ai prezzi e gli sgravi fiscali non affrontano le determinanti alla base degli elevati prezzi dell'energia elettrica. Tali misure dovrebbero essere concepite in modo da non indebolire gli incentivi alla decarbonizzazione per le industrie ad alta intensità energetica. A tal fine, il piano d'azione per un'energia a prezzi accessibili della Commissione europea coniuga misure immediate di sostegno con interventi strutturali volti a ridurre i prezzi dell'energia elettrica. Inoltre, il pacchetto sulle reti europee recentemente annunciato e l'iniziativa sulle autostrade energetiche dovrebbero ampliare e modernizzare l'infrastruttura energetica europea⁹. In ultima analisi, garantire un'energia accessibile, sicura e sostenibile è fondamentale per la strategia di decarbonizzazione dell'UE e la sua capacità di tenuta economica a lungo termine (cfr. Parker et al., 2026; Lagarde, 2025).

Riferimenti bibliografici

Agenzia europea dell'ambiente (2025), *Greenhouse gas emission intensity of electricity generation in Europe*, 6 novembre.

Agenzia internazionale per l'energia (2024), *World Energy Outlook 2024*, 16 ottobre.

De Sanctis, A., Grynberg, C e Vinci, F.R. (di prossima pubblicazione), "The European Energy Landscape and Industrial Competitiveness: Making the Case for an Energy Union", *Occasional Paper Series*, BCE.

Dechezleprêtre, A., Dernis, H., Díaz, L., Lalanne, G., Sancho, S.R. e Samek, L. (2025), "A comprehensive overview of the Energy Intensive Industries ecosystem", *OCSE Science, Technology and Industry Working Papers*, n. 2025/09.

Direzione generale dell'Energia, Commissione europea, E3-Modelling, Enerdata, Ludwig-Bölkow-Systemtechnik, Öko-Institut e Trinomics (2025), *Study on energy prices and costs: evaluating impacts on households and industry – 2024 edition*.

Ferdinandusse, M. e Delgado-Téllez, M. (2024), *Misure di bilancio in risposta allo shock energetico e inflazionario e ai cambiamenti climatici*, riquadro 8 nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

Heussaff, C. (2024) "Decarbonising for competitiveness: four ways to reduce European energy prices", *Policy Brief 32/2024*, Bruegel, 5 dicembre.

Heussaff, C., Jüngling, E., Tagliapietra, S. e Zachmann, G. (2025) "Who should be charged? Principles for fair allocation of electricity system costs", *Policy Brief 16/2025*, Bruegel, 24 aprile.

Kuik, F., Adolfsen, J.F., Lis, E.M. e Meyler A. (2022), *Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi*

⁹ Per una trattazione più dettagliata delle misure a breve termine volte a ridurre i prezzi dell'energia elettrica, cfr. Heussaff et al. (2025).

delle materie prime ai prezzi al consumo, articolo 1 nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

Lagarde, C. (2025), “[Europe’s road to renewables](#)”, intervento pronunciato in occasione della conferenza sul clima presso la Norges Bank, Oslo, 21 ottobre.

McKinsey (2024), [Electricity demand in Europe: Growing or going?](#), 24 ottobre.

Navia, D. e Diaz Anadon, L. (2025), “[Power price stability and the insurance value of renewable technologies](#)”, *Nature Energy*, vol. 10, 28 gennaio, pagg. 329-341.

Parker, M. e Parraga Rodriguez, S., *Superamento degli ostacoli strutturali alla transizione verde*, articolo 1 in questo numero del Bollettino.

3

Consumi e risparmi in tempi di incertezza: evidenze recenti dall'indagine CES

a cura di Maria Dimou, Maarten Dossche, Teresa Hütten e Georgi Kocharkov

Le percezioni dei consumatori riguardo all'incertezza economica svolgono un ruolo centrale nel determinarne le scelte di spesa e di risparmio. Oltre ad avere un notevole impatto sulla domanda aggregata, l'effetto dell'incertezza sulle decisioni economiche delle famiglie varia considerevolmente tra le singole famiglie¹. In tale contesto, l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) della BCE offre evidenze difficilmente reperibili altrove che forniscono dati tempestivi e granulari riguardo all'incertezza. Il presente riquadro utilizza in primo luogo una misura dell'incertezza implicita basata su una domanda contenuta nell'indagine CES sulla distribuzione probabilistica della crescita attesa del reddito delle famiglie, per valutare l'evoluzione dell'incertezza nel tempo². Combina inoltre le informazioni ricavate da una nuova domanda dell'indagine sul grado di prevedibilità della situazione finanziaria delle famiglie. L'indagine include anche una domanda complementare sulla reazione pianificata delle famiglie al contesto di incertezza economica, che consente di valutare l'eterogeneità delle risposte tra i diversi nuclei familiari³.

Sebbene concettualmente diversi, gli indicatori dell'incertezza percepita dai consumatori utilizzati nell'indagine CES e dalla Commissione europea sono fortemente allineati, ed entrambi evidenziano livelli di incertezza ancora elevati (cfr. il grafico A). La misura dell'incertezza implicita ricavata dall'indagine CES è un indicatore quantitativo che si basa sul ragionamento probabilistico degli intervistati. Rappresenta l'intervallo interquartile implicito della media tra gli intervistati. L'indicatore elaborato dalla Commissione europea è di tipo qualitativo e rileva una percezione soggettiva della prevedibilità. Rappresenta la percentuale netta di intervistati che ritiene difficile prevedere la propria situazione finanziaria. Nonostante queste differenze metodologiche, i due indicatori evidenziano una stretta

¹ Ad esempio, le famiglie con vincoli di liquidità mostrano una maggiore sensibilità, in termini di consumi, agli shock di reddito e da incertezza (cfr. Bayer et al., 2019). Inoltre, i risultati delle indagini mostrano che una maggiore incertezza percepita riduce la spesa delle famiglie, in particolare di quelle che detengono portafogli di attività rischiose (cfr. Coibion et al., 2024).

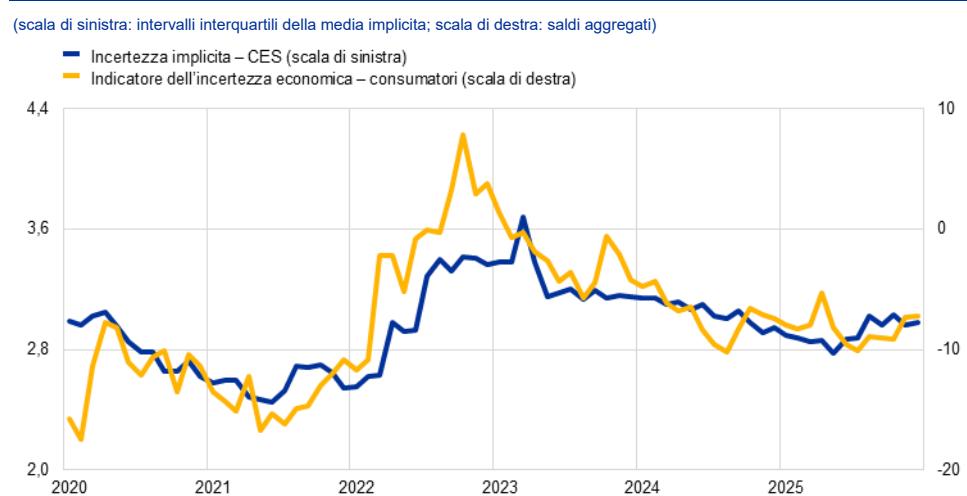
² Agli intervistati è stata posta la seguente domanda (traduzione non ufficiale): "Di seguito sono riportati dieci possibili modi in cui il reddito netto complessivo della sua famiglia potrebbe variare nei prossimi 12 mesi. Distribuisca 100 punti tra di essi per indicare il grado di probabilità che ciascuna delle variazioni di reddito si verifichi".

³ La domanda è stata posta nell'indagine CES di agosto e novembre 2025 e riflette la formulazione utilizzata nell'indagine della Commissione europea presso i consumatori nell'ambito del programma Business and Consumer Survey (BCS) (cfr. anche Commissione europea, 2021). Agli intervistati è stata posta la seguente domanda (traduzione non ufficiale): "La situazione finanziaria della sua famiglia è, al momento... facile da prevedere/moderatamente facile da prevedere/moderatamente difficile da prevedere/difficile da prevedere". In una domanda complementare è stato chiesto (traduzione non ufficiale): "Data l'attuale incertezza economica (ovvero la difficoltà di prevedere la situazione finanziaria futura della sua famiglia), come intende (se prevede di farlo) modificare le sue azioni o decisioni? Selezionare tutte le voci pertinenti. Intendo... 1) ridurre la spesa abituale; 2) ritardare o annullare gli acquisti rilevanti (ad esempio casa, auto, elettrodomestici); 3) incrementare i risparmi/fondi di emergenza; 4) ridurre o evitare nuovi indebitamenti; 5) investire con maggiore cautela (ad esempio evitando investimenti rischiosi); 6) cercare ulteriori fonti di reddito (ad esempio un secondo lavoro); 7) modificare il mio percorso di carriera o miei piani lavorativi; 8) nessuna delle precedenti opzioni".

correlazione nel tempo e tra le diverse famiglie. Secondo tali indicatori l'incertezza si colloca attualmente al di sotto del valore massimo raggiunto nel periodo 2022-2023 (registrato in un momento di eccezionale incertezza per via dello scoppio della guerra in Ucraina e della successiva impennata dei prezzi dei beni energetici e alimentari) ma ancora al di sopra del valore minimo osservato a metà 2021, quando l'economia era in fase di recupero dalla pandemia di COVID-19.

Grafico A

Evoluzione degli indicatori dell'incertezza dei consumatori desunti dalle indagini



Fonti: Commissione europea, indagine CES della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la misura dell'incertezza implicita ricavata dall'indagine CES si basa sulle distribuzioni di probabilità specifiche degli intervistati derivate dalla domanda probabilistica binaria relativa all'intervallo delle aspettative riguardo all'andamento del reddito netto delle famiglie. L'incertezza implicita del reddito è calcolata come intervallo interquartile medio tra gli intervistati in ciascuna edizione dell'indagine, utilizzando i pesi desunti dalle indagini. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2025.

Le famiglie con vincoli di liquidità e quelle i cui membri sono disoccupati hanno maggiore difficoltà a fare previsioni sulla propria situazione finanziaria (cfr. il grafico B). La maggior parte delle famiglie con vincoli di liquidità (il 53 per cento) ha difficoltà a prevedere la propria situazione finanziaria, a fronte di una quota di appena il 24 per cento tra le famiglie prive di tali vincoli⁴. Analogamente, tali difficoltà sono segnalate dal 49 per cento degli intervistati disoccupati, mentre tra gli occupati la percentuale di famiglie che segnalano una probabilità di perdita dell'occupazione elevata e bassa e che trovano difficile prevedere la propria situazione finanziaria scende, rispettivamente, al 35 e al 25 per cento. Tali dati indicano che la sicurezza occupazionale percepita è una determinante fondamentale del rischio da reddito per le famiglie⁵. Queste differenze tra i partecipanti sono coerenti con precedenti evidenze secondo cui le famiglie più incerte sulla propria situazione finanziaria tendono ad attribuire maggior rilievo ai motivi precauzionali per le loro decisioni di risparmio (cfr. Dimou et al., 2025).

⁴ Nella domanda dell'indagine che individua i vincoli di liquidità viene chiesto agli intervistati se la loro famiglia disponga di fondi sufficienti a coprire una spesa imprevista pari al reddito mensile della famiglia.

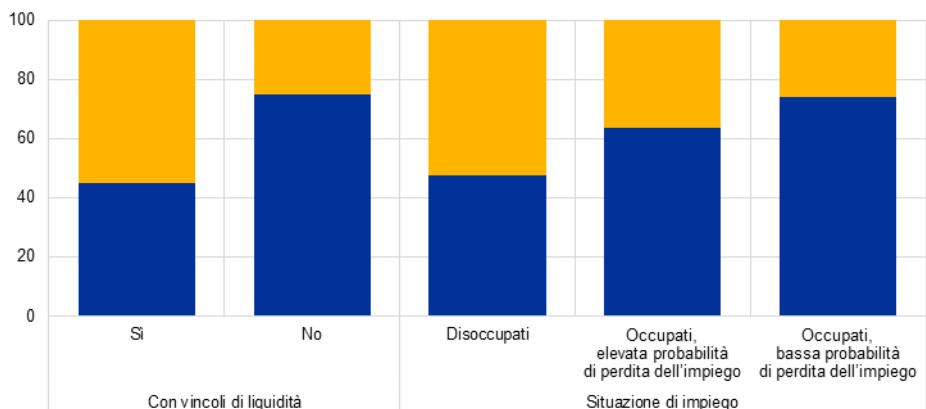
⁵ Per ulteriori evidenze empiriche sulla relazione tra l'andamento del mercato del lavoro e il rischio da reddito nell'arco del ciclo economico nell'area dell'euro, cfr. Dossche e Hartwig (2019).

Grafico B

Incognita percepita per tipologia di famiglia

(percentuale di intervistati, valori ponderati)

- Situazione futura facilmente prevedibile (minore incognita)
- Situazione futura difficilmente prevedibile (maggiore incognita)



Fonti: indagine CES della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: le famiglie sono classificate come soggette a vincoli di liquidità se segnalano la mancata disponibilità di risorse finanziarie sufficienti a coprire una spesa imprevista pari al reddito mensile della famiglia, qualora tale eventualità si verificasse. Sono classificate come segnalanti un'elevata (bassa) probabilità di perdita dell'impiego se il valore riportato nella risposta a tale quesito è superiore (inferiore) alla mediana del campione. I dati sono desunti dall'indagine CES di novembre 2025.

Le famiglie che devono far fronte a un più elevato grado di incognita sono più propense a ridurre i propri consumi o adeguare la propria offerta di lavoro

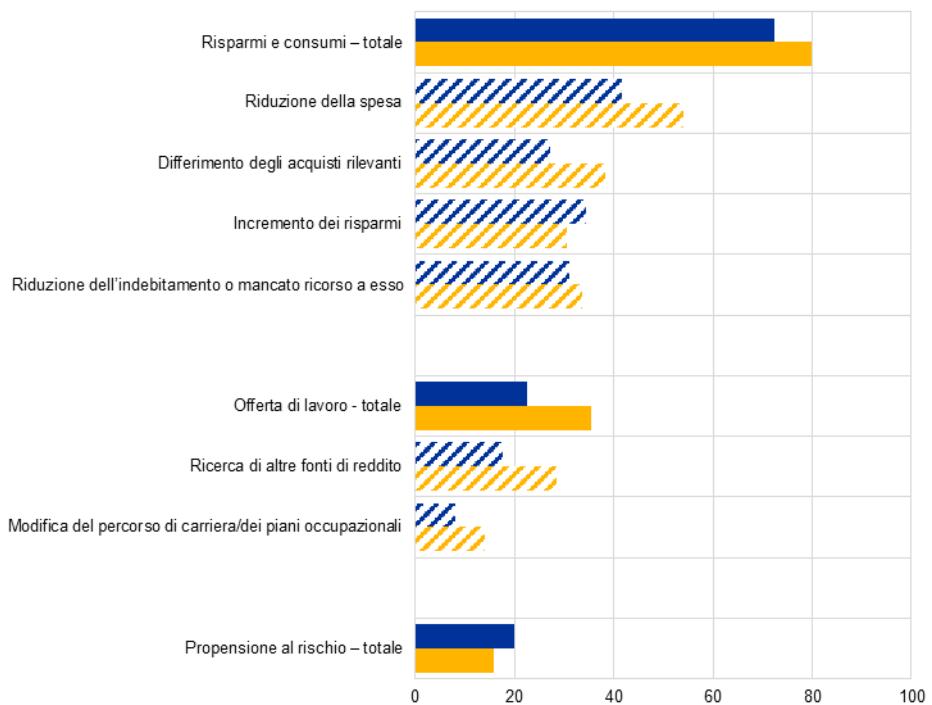
(cfr. il grafico C). Alla domanda sulle decisioni che prenderebbero in considerazione della difficoltà a prevedere la propria situazione finanziaria futura, una quota maggiore di famiglie incerte, rispetto a quelle che si percepiscono più certe, ha menzionato una riduzione della spesa (53 per cento, a fronte del 42 per cento) o un differimento degli acquisti rilevanti (37 per cento, a fronte del 26 per cento). Inoltre, una più ampia quota di famiglie incerte si è dichiarata propensa ad adeguare la propria offerta di lavoro (il 35 per cento, a fronte di una quota del 22 per cento tra le famiglie certe) cercando ulteriori fonti di reddito o modificando il proprio percorso di carriera. Le differenze tra i due gruppi sono più contenute per quanto riguarda la pianificazione collegata direttamente al risparmio o ad altri ambiti a esso correlati (come la riduzione o il mancato ricorso all'indebitamento) oppure all'adeguamento della propria propensione al rischio (ad esempio prediligendo investimenti più cauti).

Grafico C

Azioni pianificate in risposta all'incertezza economica

(percentuale di intervistati, valori ponderati)

■ Famiglie con minore incertezza
■ Famiglie con maggiore incertezza



Fonti: indagine CES della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: le percentuali delle categorie con la dicitura “- totale” (rappresentate dalle barre orizzontali piene) sono calcolate conteggiando (una sola volta) gli intervistati che hanno selezionato almeno una delle opzioni di risposta incluse in tale categoria (indicate dalle barre orizzontali tratteggiate). I dati sono desunti dall'indagine CES di novembre 2025.

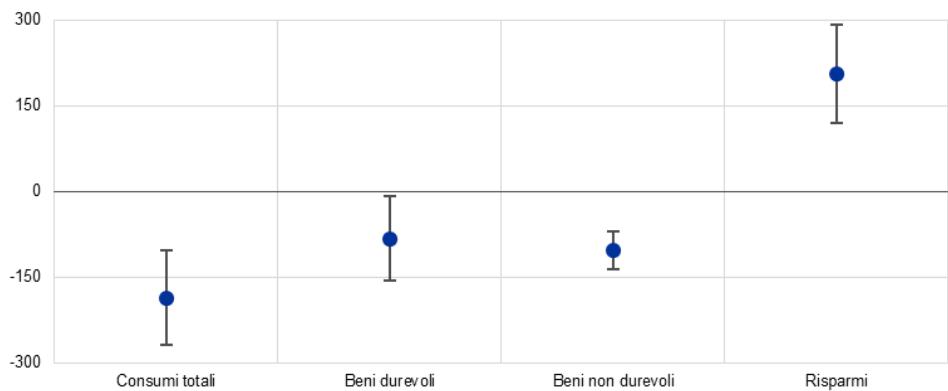
Le famiglie incerte segnalano consumi realizzati minori e risparmi realizzati maggiori, in linea con la teoria sul risparmio precauzionale (cfr. il grafico D).

In media, le famiglie incerte spendono circa 100 euro in meno al mese in beni non durevoli e quasi altri 100 in meno in beni durevoli, rispetto alle famiglie certe, attitudine che si riflette appieno anche nei risparmi più elevati. Per mettere a fuoco l'incidenza di tali valori, si consideri che una differenza di circa 100 euro corrisponde quasi al 25 per cento del risparmio medio mensile e a poco meno del 5 per cento della spesa totale mensile media, secondo quanto segnalato nell'indagine CES.

Grafico D

Differenza tra le medie di consumi e risparmi per grado di incertezza percepita

(coefficienti di regressione della spesa/del risparmio mensile in euro)



Fonti: indagine CES della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i punti blu rappresentano le stime dei coefficienti ricavate dalle regressioni dei singoli consumi (totale, beni durevoli, beni non durevoli)/risparmi su una dummy che rappresenta l'incertezza, i singoli controlli e gli effetti fissi per paese. Le linee verticali (baffi) indicano gli intervalli di confidenza del 90 per cento basati su errori standard robusti. I dati sull'incertezza sono desunti dalle indagini CES di agosto e novembre 2025, mentre quelli relativi ai consumi e ai risparmi sono ricavati dalle edizioni dell'indagine di luglio e ottobre 2025.

Il presente riquadro ha evidenziato la rilevanza dell'incertezza economica nella comprensione delle decisioni sui consumi e sui risparmi in termini aggregati.

Assieme alle recenti evidenze sulla prevalenza di motivazioni precauzionali e ricardiane nelle decisioni di risparmio delle famiglie dell'area dell'euro (Dimou et al., 2025), l'elevata incertezza rimane un importante fattore alla base dei tassi di risparmio persistentemente elevati tra le famiglie dell'area⁶.

Riferimenti bibliografici

Bayer, C., Luetticke, R., Pham-Dao, L. e Tjaden, V. (2019), "Precautionary savings, illiquid assets, and the aggregate consequences of shocks to household income risk", *Econometrica*, vol. 87, n. 1, pagg. 255-290.

Coibion, O., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y., Kenny, G. e Weber, M. (2024), "The Effect of Macroeconomic Uncertainty on Household Spending", *The American Economic Review*, vol. 114, n. 3, pagg. 645-677.

Commissione europea (2021), "Special topic: New survey-based measures of economic uncertainty", *European Business Cycle Indicators – Technical Paper 051*, ottobre.

⁶ Se, da un lato, le regressioni a livello di famiglia forniscono indicazioni circa le risposte comportamentali all'incertezza, dall'altro, le loro implicazioni in termini aggregati dipendono dalla distribuzione dell'incertezza tra le famiglie stesse e dal contributo relativo delle diverse fasce di reddito ai consumi e ai risparmi complessivi. Un'ulteriore analisi indica che l'incertezza incide in misura significativa non solo sulle famiglie a più basso reddito ma anche su quelle con redditi più elevati, sostenendo la rilevanza dei coefficienti riportati per la dinamica aggregata.

Dimou, M., Flaccadoro, M. e Gareis, J. (2025), *Il tasso di risparmio delle famiglie riesaminato: andamenti recenti e fattori sottostanti*, riquadro 4 nel numero 8/2025 di questo Bollettino.

Dossche, M. e Hartwig, J. (2019), *Rischio connesso al reddito delle famiglie e ciclo economico*, riquadro 5 nel numero 6/2019 di questo Bollettino.

4

Determinanti fondamentali dei recenti andamenti degli investimenti in immobili residenziali nell'area dell'euro

a cura di Johannes Gareis

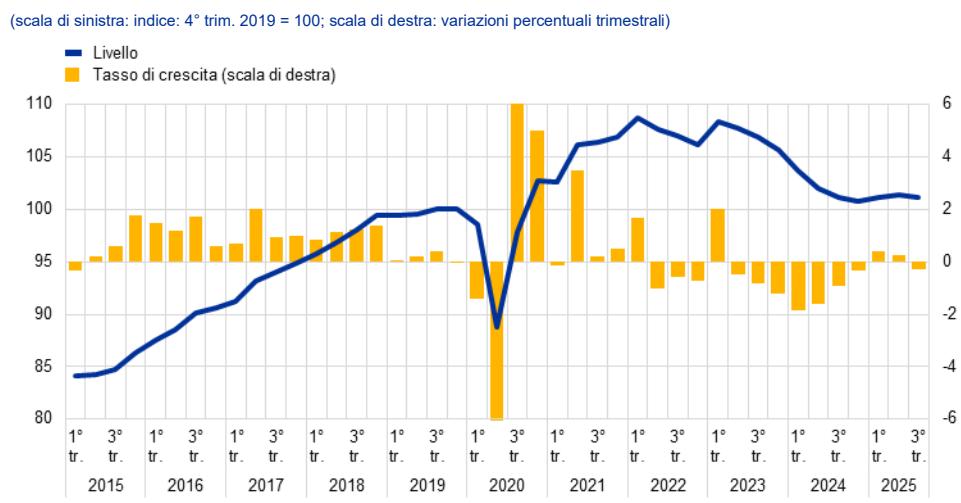
Sebbene gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro sembrino aver raggiunto un punto di minimo, stenta ancora a manifestarsi una ripresa stabile. Dopo un marcato aumento tra la metà del 2015 e l'inizio del 2022, con una breve interruzione dovuta alla contrazione economica connessa alla pandemia di COVID-19, gli investimenti nell'edilizia residenziale si sono ridotti in misura relativamente costante a partire dal primo trimestre del 2022, prima di raggiungere un picco negativo nel quarto trimestre del 2024 (cfr. il grafico A). Nonostante una lieve ripresa a inizio 2025, la dinamica si è mantenuta modesta. Nel terzo trimestre del 2025 gli investimenti in questo settore sono diminuiti dello 0,2 per cento rispetto al trimestre precedente, collocandosi circa il 7 per cento al di sotto del punto massimo raggiunto nel primo trimestre del 2022. Tra il primo trimestre del 2022 e il terzo del 2025, gli andamenti hanno registrato notevoli differenze tra i paesi dell'area dell'euro. Tra le maggiori economie dell'area, come Germania e Francia, gli investimenti in immobili residenziali sono diminuiti in misura sostanziale, mentre sono aumentati in Italia e in Spagna¹. Il presente riquadro utilizza un modello empirico strutturale per scomporre i recenti andamenti degli investimenti nell'edilizia residenziale all'interno dell'area dell'euro nelle loro determinanti fondamentali e ne esamina le prospettive di crescita a breve termine².

¹ Rispetto al primo trimestre del 2022, nel terzo trimestre del 2025 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale si sono collocati a un livello inferiore di circa il 18 per cento in Germania e del 13 per cento in Francia, mentre in Italia e in Spagna hanno segnato valori superiori a tale livello di riferimento rispettivamente del 13 e del 10 per cento circa. In Italia gli andamenti sono stati significativamente influenzati da ingenti misure di bilancio temporanee adottate dal governo, che nel primo trimestre del 2023 hanno fatto registrare un incremento eccezionalmente marcato (del 18,4 per cento rispetto al trimestre precedente) determinando il temporaneo aumento degli investimenti in immobili residenziali a livello dell'area dell'euro. Per una precedente analisi sugli andamenti osservati nei diversi paesi legati alle variazioni del costo d'uso delle abitazioni, cfr. Battistini e Gareis (2024).

² Per una scomposizione basata su modello della recente dinamica dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro rispetto ai precedenti periodi storici, cfr. Battistini e Gareis (2025).

Grafico A

Investimenti nel settore dell'edilizia residenziale



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel 2020 gli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro sono diminuiti del 10,0 per cento tra il primo e il secondo trimestre, per poi aumentare del 10,3 per cento tra il secondo e il terzo. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025.

Per analizzare le determinanti fondamentali della recente dinamica degli investimenti in edilizia residenziale a livello dell'area dell'euro è stato utilizzato un modello empirico. Il modello strutturale di autoregressione vettoriale bayesiano esamina gli investimenti in edilizia residenziale nel contesto più ampio dell'attività economica, dei prezzi, dei prezzi delle abitazioni e delle condizioni di finanziamento, e consente di scomporre gli andamenti degli investimenti in immobili residenziali in un numero limitato di determinanti economicamente significative³. Tali determinanti includono variazioni nelle condizioni complessive di domanda e offerta all'interno dell'economia, fattori di domanda e offerta specifici dell'edilizia residenziale e variazioni dei tassi di interesse⁴. Riguardo agli shock specifici del settore dell'edilizia residenziale, quelli dal lato della domanda colgono le variazioni nella propensione delle famiglie a investire in abitazioni (ad esempio il mutare delle preferenze), mentre gli shock dal lato dell'offerta riflettono le turbative che interessano l'attività edilizia, come la scarsità dei materiali o l'aumento dei costi di costruzione. I fattori relativi ai tassi di interesse riassumono le variazioni nelle condizioni di finanziamento, che riflettono i cambiamenti dei tassi di interesse a breve e a lungo termine nelle fasi di inasprimento e di allentamento della politica monetaria.

³ Nello specifico, il modello incorpora i consumi privati in termini reali, il deflatore dei consumi privati, gli investimenti in immobili residenziali in termini reali, i prezzi nominali delle abitazioni, il tasso di interesse a breve termine privo di rischio e il differenziale di interesse a lungo termine. Tutte le variabili sono incluse in livelli logaritmici, ad eccezione del tasso di interesse a breve termine privo di rischio e del differenziale di interesse a lungo termine, che sono misurati in livelli. Il tasso di interesse a breve termine privo di rischio corrisponde al tasso interbancario riferito all'area dell'euro (Euro interbank offered rate, Euribor) a tre mesi, mentre il differenziale di interesse a lungo termine è dato dalla differenza tra il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro e il tasso di interesse a breve termine privo di rischio. Il modello è stimato utilizzando i dati dal primo trimestre del 1995 al terzo trimestre del 2025 e tiene conto della marcata volatilità dei dati macroeconomici nel 2020 applicando l'aggiustamento per l'eteroschedasticità legata alla pandemia proposto da Lenza e Primiceri (2020).

⁴ Le determinanti degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono individuate imponendo restrizioni di segno alle risposte a impulso conseguenti agli shock strutturali. Le restrizioni identificative seguono ipotesi standard comunemente utilizzate in letteratura (cfr. ad esempio Smets e Jarociński, 2008, e Nocera e Roma, 2017).

La recente dinamica degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale è rimasta finora contenuta, a causa delle deboli condizioni del più ampio contesto macroeconomico e degli effetti ritardati della politica monetaria restrittiva attuata in passato; tali fattori, tuttavia, sono stati lievemente compensati dalla ripresa della domanda specifica del mercato delle abitazioni.

Il modello indica che durante la pandemia gli investimenti in edilizia residenziale sono stati sostenuti da una maggiore domanda di abitazioni. Ciò riflette, probabilmente, variazioni nelle preferenze delle famiglie, tra cui la maggiore domanda di spazi abitativi più ampi dovuta all'aumento del lavoro da remoto. Con la fine della pandemia, tale aumento della domanda si è ridimensionato, generando shock negativi sulla domanda di abitazioni che hanno indebolito gli investimenti in immobili residenziali nel 2022 (cfr. il grafico B)⁵. Successivamente, gli shock avversi dal lato della domanda aggregata (che hanno riflesso il più generalizzato rallentamento dell'attività economica in un contesto caratterizzato da shock ai prezzi dell'energia e dall'accresciuta incertezza a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina) hanno acquisito maggiore rilevanza. Nel contempo, gli shock negativi dal lato dell'offerta di abitazioni, che hanno spinto al rialzo i costi di costruzione e i prezzi delle abitazioni, hanno ulteriormente frenato l'attività. Tali effetti sono stati esacerbati dagli shock ai tassi di interesse derivanti dall'impatto ritardato degli aumenti dei tassi di interesse a seguito dell'inasprimento della politica monetaria nel biennio 2022-2023, in risposta all'impennata dell'inflazione. L'impatto negativo di tali shock ha registrato il suo valore massimo nel secondo trimestre del 2024. Più di recente, il freno esercitato dai tassi di interesse ha iniziato a ridursi in seguito all'allentamento della politica monetaria. Allo stesso tempo, gli shock alla domanda aggregata sono rimasti persistentemente negativi, riflettendo potenzialmente l'accresciuta incertezza connessa alle tensioni geopolitiche e commerciali e la perdurante debolezza del clima di fiducia dei consumatori, che continuano a gravare nel complesso sugli andamenti economici. Per contro, la domanda di abitazioni sembra evidenziare una ripresa, come indicano gli shock positivi dal lato della domanda di immobili residenziali e la risalita relativamente rapida dei loro prezzi. Tale risalita ha avuto inizio prima della ripresa degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, con un vigoroso aumento dei prezzi registrato a partire dal primo trimestre del 2024⁶.

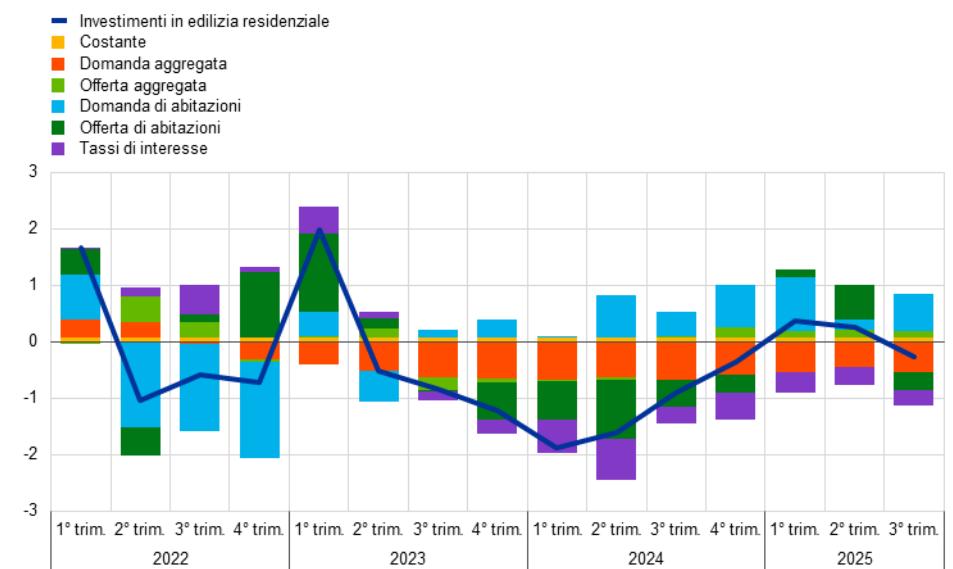
⁵ Per evidenze sugli effetti della pandemia sulla domanda di abitazioni, cfr., ad esempio, Richard (2025).

⁶ Per una trattazione dettagliata dei recenti andamenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro, cfr. Höynck et al. (2025).

Grafico B

Determinanti basate su modello della recente dinamica degli investimenti in edilizia residenziale

(variazioni percentuali trimestrali e contributi in punti percentuali)



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

Note: il grafico mostra gli effetti contemporanei e ritardati degli shock strutturali individuati, ricavati da un modello strutturale di autoregressione vettoriale bayesiano con restrizioni di segno e nulle sulla crescita trimestrale degli investimenti in edilizia residenziale. La costante rappresenta il tasso di crescita di trend degli investimenti nel settore in esame.

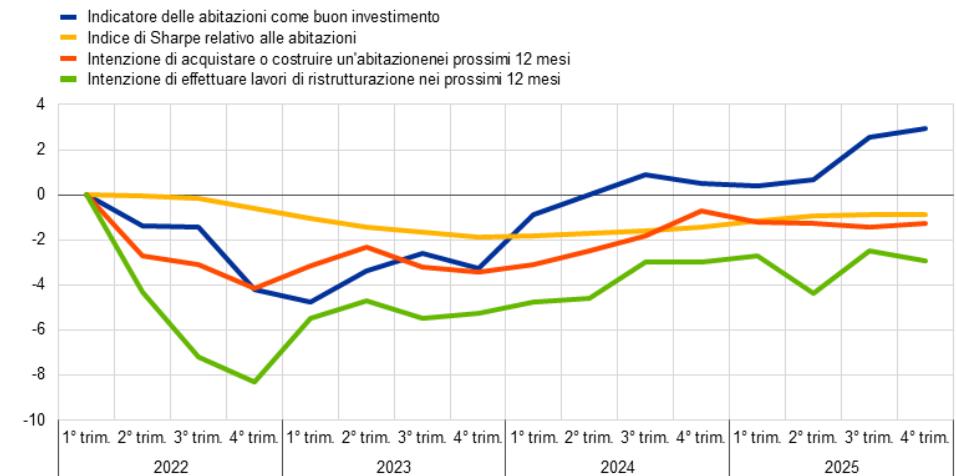
In prospettiva, ci si attende che la tendenza al rialzo degli investimenti in edilizia residenziale divenga più duratura. Con il continuo rafforzamento della domanda di abitazioni e della crescita economica in senso più ampio e il propagarsi degli effetti del recente allentamento della politica monetaria, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dovrebbero evidenziare un incremento. Questa previsione è in linea con le evidenze in tale ambito: la ripresa della domanda di abitazioni precede, di norma, gli aggiustamenti della relativa offerta, che scontano i tempi necessari alla pianificazione e alla realizzazione di nuove abitazioni. La previsione è inoltre confermata dall'attuale ripresa dei mutui per l'acquisto di abitazioni e delle transazioni immobiliari⁷. Inoltre, il clima di fiducia dei consumatori riguardo alle abitazioni è migliorato già da qualche tempo, come evidenzia l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES). Dai risultati dell'indagine emerge che un numero crescente di famiglie considera gli immobili residenziali un buon investimento e che si registra un incremento dell'indice di Sharpe basato sull'indagine CES stessa (cfr. il grafico C). Inoltre, secondo l'indagine della Commissione europea presso i consumatori, l'intenzione delle famiglie sia di acquistare o costruire un'abitazione, sia di effettuare lavori di ristrutturazione ha evidenziato una tendenza al rialzo dopo il punto di minimo toccato nel quarto trimestre del 2022. Congiuntamente, tali indicatori segnalano un rafforzamento della domanda di abitazioni, in linea con le evidenze basate sul modello, e sostengono prospettive più favorevoli per gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale.

⁷ Per evidenze sul fatto che la domanda di abitazioni ne precede, di norma, l'offerta nell'arco del ciclo, cfr. ad esempio Leamer (2007).

Grafico C

Clima di fiducia nel settore dell'edilizia residenziale

(differenze negli indicatori in confronto al primo trimestre del 2022)



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

Note: l'indicatore delle abitazioni come buon investimento misura la quota di intervistati che al momento considera l'acquisto di un immobile nel proprio quartiere un investimento "buono" o "molto buono". L'indice di Sharpe è ricavato dalla combinazione tra le aspettative delle famiglie sui prezzi delle abitazioni desunte dall'indagine CES e una misura del tasso di interesse privo di rischio (cfr. Battistini et al., 2025). Le intenzioni a breve termine di acquistare o costruire un'abitazione e di effettuare lavori di ristrutturazione sono tratte dalle indagini della Commissione europea presso i consumatori e sono riportate come saldi percentuali. I dati dell'indagine CES rappresentano medie trimestrali. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2025 per i dati della Commissione europea e al quarto trimestre del 2025 per i dati della Commissione europea.

Riferimenti bibliografici

- Battistini, N., Baumann, A., Gareis, J., e Rusinova, D. (2025), *L'edilizia residenziale ha riconquistato la sua appetibilità? Evidenze da un nuovo indice di Sharpe relativo alle abitazioni basato sulle indagini*, riquadro 5 nel numero 8/2025 di questo Bollettino.
- Battistini, N. e Gareis, J. (2025), “*Determinanti fondamentali dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro*”, riquadro 1 all'interno dell'articolo 1 *Andamenti del recente ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro* nel numero 2/2025 di questo Bollettino.
- Battistini, N. e Gareis, J. (2024), *Investimenti nell'edilizia residenziale e costo d'uso delle abitazioni nell'area dell'euro*, riquadro 4 nel numero 3/2024 di questo Bollettino.
- Höynck, C., Roma, M. e Schlieker, K. (2025), *Andamenti del recente ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro*, articolo 1 nel numero 2/2025 di questo Bollettino.
- Leamer, E. (2007), “Housing IS the business cycle”, *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pagg. 149-233.
- Lenza, M. e Primiceri, G. (2022), “How to estimate a vector autoregression after March 2020”, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, numero 4, giugno, pagg. 688-699.
- Nocera, A. e Roma, M. (2017), “*House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs*”, *Working Paper Series*, n. 2073, BCE, giugno.

Richard, M. (2025), “[Working from home: Effects on housing demand and inequality](#)”, *Il Blog della BCE*, 8 gennaio.

Smets, F. e Jarociński, M. (2008), “[House prices and the stance of monetary policy](#)”, *Working Paper Series*, n. 891, BCE, aprile.

5

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

a cura di Gabe de Bondt, Richard Morris e Moreno Roma

Il presente riquadro riassume i principali risultati emersi dai recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 79 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 5 e il 14 gennaio 2026¹.

Le società contattate hanno segnalato un graduale miglioramento della dinamica dell'attività e del clima di fiducia negli ultimi mesi (cfr. i grafici A e B).

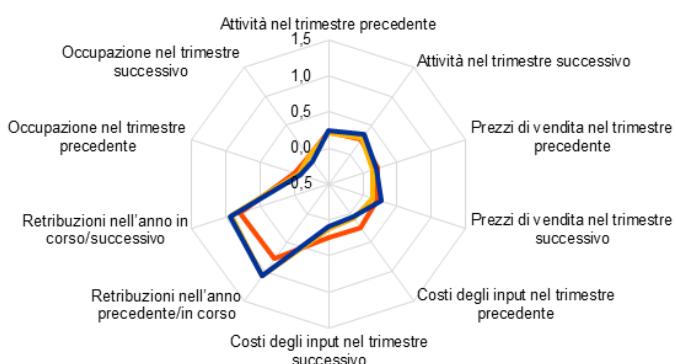
L'attività nel settore dei servizi si è confermata il traino principale della crescita, a fronte di segnalazioni contrastanti relative all'industria. Gli investimenti fisici hanno mostrato una ripresa, ma gli elevati costi di energia, manodopera e regolamentazione hanno continuato a incidere sulla manifattura, in un contesto di crescente concorrenza, determinando una perdita di quote di mercato da parte delle imprese dell'area dell'euro sia nei mercati interni sia in quelli esteri. Ai differenti costi della manodopera e dell'energia sono riconducibili altresì i differenziali di crescita osservati all'interno dell'area.

Grafico A

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

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)

- Edizione corrente
- Edizione precedente
- Media storica



Fonte: BCE.

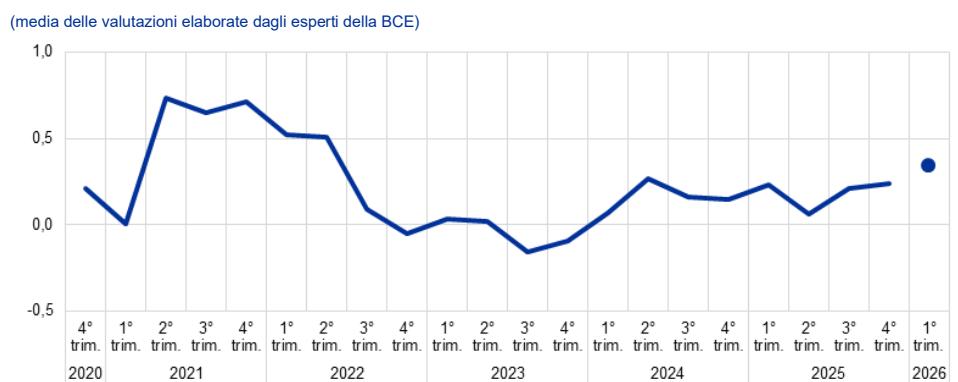
Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini), dei costi degli input (materiali, energia, trasporti, ecc.) e dei prezzi di vendita rispetto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

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

La crescita della spesa dei consumatori per i servizi ha superato ancora quella della spesa per i beni. Gli operatori della distribuzione al dettaglio hanno segnalato condizioni di spesa deludenti alla fine del 2025, in un contesto caratterizzato da forte concorrenza sui prezzi e da un clima di fiducia dei consumatori debole. È stato riferito un marcato aumento della spesa durante i periodi di promozioni e sconti, come il “Black Friday”, ma per il resto si è confermato un andamento modesto. Nel commercio al dettaglio dei beni alimentari si è osservato un recupero di parte della quota di mercato dei supermercati tradizionali rispetto ai discount, benché soltanto per imitazione delle loro strategie di determinazione dei prezzi. Nel comparto dell’abbigliamento al dettaglio il livello di spesa presso gli outlet ha mostrato un forte incremento rispetto alla stagnazione delle vendite nei negozi delle vie commerciali principali. Le condizioni del mercato degli elettrodomestici e dell’elettronica di consumo sono state descritte come molto difficili, caratterizzate da domanda contenuta e concorrenza in crescita. Le vendite nel settore automobilistico sono rimaste relativamente stabili in un contesto di perdurante incertezza normativa. Per contro, la spesa per i servizi ai consumatori ha continuato a crescere in misura marcata, con prospettive positive. Ciò si è mostrato particolarmente vero per il turismo, sostenuto dall’espansione della capacità produttiva nel settore del tempo libero. Anche le imprese contattate operanti nei settori sanitario e delle telecomunicazioni hanno segnalato una buona crescita della domanda, determinata principalmente dall’invecchiamento demografico e dalla digitalizzazione.

Grafico B

Indicazioni sull’andamento e sulle prospettive dell’attività



Fonte: BCE.

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

Secondo le società contattate, le prospettive per gli investimenti hanno mostrato un graduale miglioramento. I produttori di macchinari e attrezzature hanno segnalato un miglioramento del livello degli ordinativi, in particolare per i progetti relativi all’elettrificazione, ai centri di elaborazione dati, all’energia e alla difesa. L’incremento degli ordini di macchinari è stato connesso anche ai preparativi delle imprese di costruzione in vista dell’atteso aumento della spesa per infrastrutture pubbliche in Germania, che però dovrebbe avviarsi effettivamente soltanto alla fine del 2026 o nel 2027. Anche le imprese e i fornitori nel settore delle costruzioni hanno segnalato un miglioramento del livello degli ordinativi, sebbene con una crescita decisamente più marcata per l’edilizia infrastrutturale e

commerciale rispetto a quella residenziale, la cui ripresa è stata indebolita dalla carenza di terreni e manodopera. I fornitori di servizi digitali contattati hanno segnalato una crescita ancora robusta, e perfino in rafforzamento, della domanda di servizi cloud e di (altri) investimenti connessi all'IA, nonché della cybersicurezza, con un aumento particolarmente marcato della domanda proveniente da settore pubblico, industria aerospaziale e della difesa, scienze della vita, assicurazioni, energia e telecomunicazioni. L'attenzione agli investimenti in intelligenza artificiale ha anche riflesso l'intenzione delle imprese di ridurre i costi, con un crescente ricorso all'IA per contenere la spesa per ricerca e sviluppo (R&S).

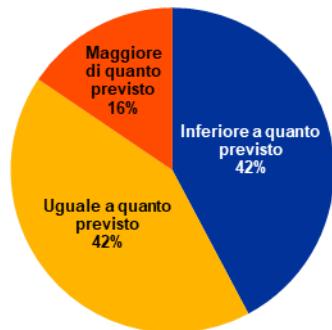
Finora il commercio mondiale ha mostrato una buona tenuta ai dazi statunitensi, ma il saldo commerciale dell'area dell'euro ha risentito del riorientamento degli scambi, offuscando in parte le prospettive. Secondo i referenti nel settore del trasporto marittimo, l'aumento dei dazi statunitensi non avrebbe inciso sulla crescita del commercio mondiale, sebbene si siano osservate variazioni rapide e significative dei flussi commerciali, come il forte incremento degli scambi all'interno dell'Asia e delle importazioni, soprattutto dalla Cina, da parte dell'area dell'euro, che negli ultimi mesi avrebbe invece visto le proprie esportazioni restare invariate o contrarsi. Molte società operanti nel settore manifatturiero hanno riferito di aver perso quote di mercato a beneficio di concorrenti cinesi sia nell'area dell'euro, sia in Cina e in altri mercati. Ciò ha riflesso le significative perdite di competitività di costo delle imprese dell'area a partire dalla pandemia, causate dai notevoli aumenti dei costi del lavoro, dell'energia e della regolamentazione, esacerbati dall'apprezzamento dell'euro. È stata messa in evidenza l'importanza di una strategia industriale coesa dell'UE per fare fronte a queste sfide e riacquisire fiducia circa le prospettive, nonostante l'impulso atteso dai prossimi stimoli fiscali.

La maggior parte degli intervistati ha affermato che l'impatto degli aumenti dei dazi statunitensi nel 2025 si è rivelato uguale o inferiore a quanto atteso. Circa due quinti delle società contattate secondo cui la propria impresa o il proprio settore sono stati colpiti dai dazi statunitensi hanno riferito un impatto inferiore al previsto; meno di un quinto ha dichiarato il contrario e circa due quinti hanno considerato l'impatto uguale a quanto atteso (cfr. il grafico C). Tra le ragioni a supporto di un impatto più contenuto sono state indicate le seguenti: a) un certo grado di anticipazione degli scambi e opportunità nel corso del 2025 per evitare i dazi statunitensi; b) un rapido riorientamento del commercio mondiale, con una maggiore integrazione del resto del mondo; c) un significativo assorbimento dell'impatto da parte degli importatori statunitensi, timorosi di reazioni da parte del governo degli Stati Uniti; d) un effetto compensativo derivante dal forte sviluppo dell'IA; e) la tenuta della spesa per consumi negli Stati Uniti trainata dalle famiglie a più alto reddito.

Grafico C

Impatto dei dazi statunitensi rispetto alle aspettative precedenti

(in percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Nota: il grafico riassume le risposte di 45 imprese contattate che hanno considerato i dazi statunitensi rilevanti per la propria impresa o il proprio settore.

Per quanto riguarda l'occupazione, le prospettive si sono confermate deboli, in un contesto di forte attenzione al taglio dei costi e all'ottimizzazione dei processi di lavoro sempre più basata sull'IA. Le imprese attive in determinati segmenti del settore manifatturiero, in particolare nei comparti chimico e automobilistico, e soprattutto nei paesi principali dell'area dell'euro, hanno continuato a operare consistenti riduzioni di organico, a causa del perdurare della debolezza della domanda, dei costi elevati e dell'intensificarsi della concorrenza delle importazioni. Le aziende operanti in tali settori hanno consolidato la produzione, rilocalizzato alcune funzioni in regioni a costi inferiori e ristrutturato le mansioni impiegatizie e di R&S, facendo ricorso a strumenti di IA e all'automazione per ottenere aumenti di efficienza. Le imprese contattate operanti nei servizi ai consumatori, in particolare ricettività e trasporto aereo, hanno invece segnalato un aumento dell'occupazione legato alla crescita della domanda. Nella maggior parte degli altri settori gli intervistati hanno dichiarato che il livello di occupazione è rimasto per lo più stabile, in parte perché la crescente integrazione dell'IA nei processi lavorativi avrebbe consentito alle aziende di crescere senza ampliare l'organico. L'IA ha anche modificato e sostituito alcuni ruoli impiegatizie, rendendo il mercato del lavoro difficile per i laureati. Tuttavia, per molti ruoli specializzati, in particolare in settori quali l'energia, le costruzioni, la cybersicurezza, l'industria aerospaziale e la difesa, le criticità nel reperimento del personale sono rimaste. Secondo le agenzie di collocamento, le assunzioni a tempo determinato avrebbero raggiunto un punto di minimo, mentre quelle a tempo indeterminato avrebbero continuato a diminuire. La prospettiva prevalente per il 2026 era quella di un ritorno a una modesta crescita degli organici, in assenza, tuttavia, di chiare indicazioni sull'effettivo inizio di questa tendenza.

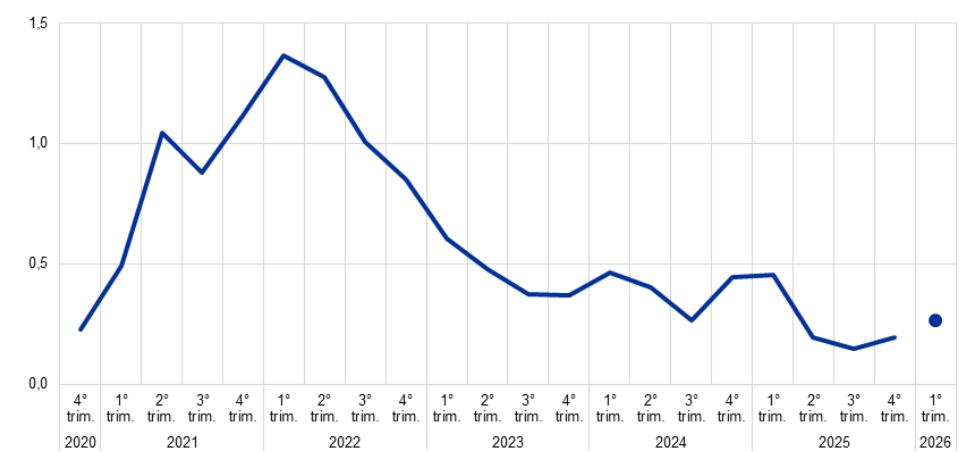
La crescita dei prezzi di vendita è rimasta moderata, con aspettative di una sostanziale continuità con gli andamenti recenti nel breve periodo (cfr. i grafici A e D). L'incremento dei prezzi è stato ancora trainato dai servizi, tra cui il commercio al dettaglio dei beni alimentari, i trasporti, il turismo, la ricettività, le telecomunicazioni, le attività immobiliari e i servizi connessi all'IA. In particolare nei servizi ai consumatori, i referenti hanno affermato che le loro imprese sono

riuscite ad applicare aumenti di prezzo a tassi piuttosto elevati, beneficiando ancora della propensione dei clienti alla spesa, sebbene alcuni prevedessero una maggiore resistenza in futuro. Per contro, le società operanti nei settori del commercio al dettaglio di beni non alimentari e della manifattura hanno riferito una sostanziale stabilità dei prezzi e in molti hanno parlato di prezzi "sotto pressione". In questi settori le spinte al rialzo su prezzi e costi derivanti da retribuzioni e regolamentazione sono state controbilanciate da pressioni al ribasso esercitate dalla crescente concorrenza delle importazioni. Per le società contattate nei settori manifatturieri a monte ciò ha generalmente comportato pressioni al ribasso sia sui prezzi sia sui margini, mentre i settori a valle hanno beneficiato della diminuzione dei prezzi degli input, che ha neutralizzato l'impatto sui relativi margini. Poiché il settore delle costruzioni è esposto in misura molto inferiore alla concorrenza internazionale, le imprese che vi operano hanno segnalato aumenti dei prezzi legati ai maggiori costi della manodopera e dei materiali da costruzione.

Grafico D

Indicazioni sull'andamento e sulle prospettive dei prezzi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

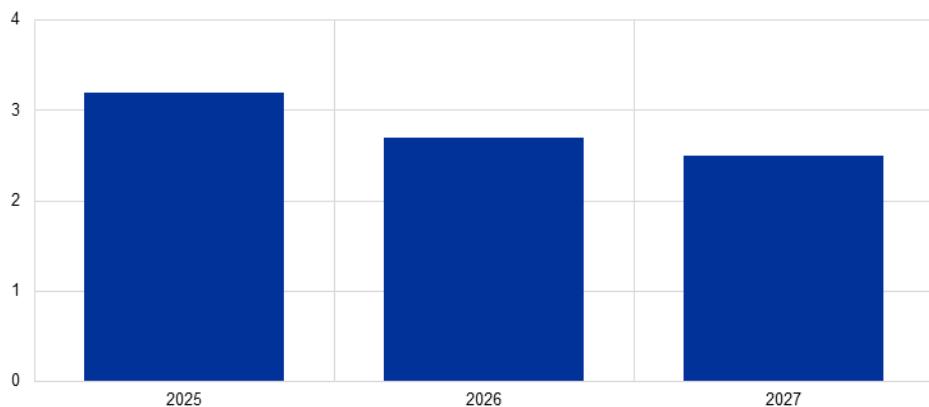
Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo).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

Le società contattate hanno affermato di continuare a prevedere una moderazione della crescita salariale (cfr. il grafico E). In media, le indicazioni quantitative fornite suggerirebbero un rallentamento atteso della dinamica delle retribuzioni, dal 3,2 per cento nel 2025 al 2,7 nel 2026 (0,1 per cento in meno e 0,1 per cento in più, rispettivamente, in confronto alla precedente edizione dell'indagine) e al 2,5 per cento nel 2027.

Grafico E

Valutazione quantitativa della dinamica delle retribuzioni

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: medie delle percezioni delle società contattate riguardo alla crescita salariale nel proprio settore nel 2025 e delle loro aspettative per il 2026 e il 2027. Le medie per il 2025, il 2026 e il 2027 si basano sulle indicazioni fornite rispettivamente da 68, 70 e 33 partecipanti.

Riferimenti bibliografici

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

Stima dell'elasticità nel tempo dei tassi del mercato monetario alle variazioni delle riserve

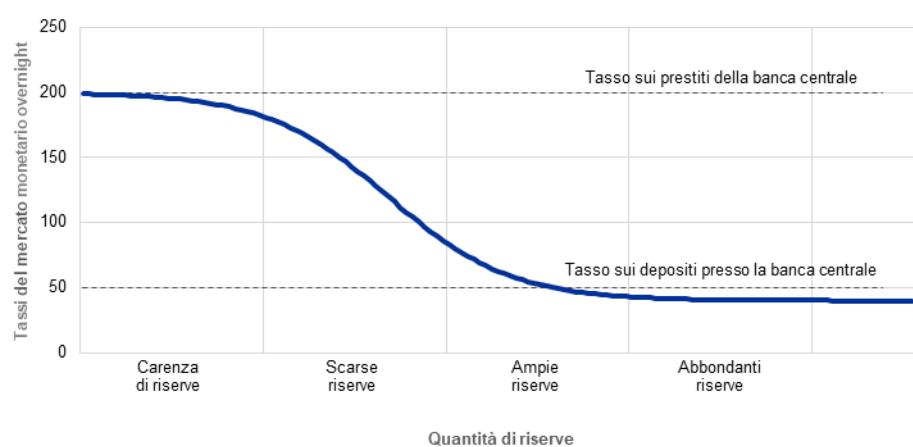
a cura di Flavia Ungarelli e Thomas Kostka

Comprendere la domanda di riserve di banca centrale da parte delle banche commerciali è importante per l'attuazione della politica monetaria. Se l'offerta di riserve di banca centrale aumenta rispetto alla domanda, i tassi del mercato monetario diminuiranno, fino al punto in cui l'opzione più appetibile per le banche sarà quella di depositare riserve presso la banca centrale. Se la domanda di riserve di banca centrale aumenta rispetto all'offerta, i tassi del mercato monetario aumenteranno, fino al punto in cui l'opzione più appetibile per le banche per soddisfare tale domanda sarà ottenere prestiti dalla banca centrale. Pertanto, la relazione fra le riserve di banca centrale e i tassi del mercato monetario non è lineare: si appiattisce, approssimandosi sostanzialmente ai livelli dei rispettivi tassi su prestiti e depositi della banca centrale quando le riserve nel sistema sono alte o basse e si inclina verso il basso in presenza di quantità intermedie di riserve. Una rappresentazione stilizzata di tale andamento è riportata nel grafico A. Affinché le banche centrali possano valutare l'elasticità dei tassi del mercato monetario rispetto alle mutevoli condizioni di liquidità della banca centrale, è pertanto importante disporre di stime affidabili dell'inclinazione di tale rapporto.

Grafico A

Rappresentazione grafica della curva della domanda di riserve di banca centrale

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: per ragioni legate all'interazione fra banche e altre istituzioni finanziarie, i tassi del mercato monetario possono essere moderatamente inferiori al tasso sui depositi presso la banca centrale, come è accaduto nell'area dell'euro negli ultimi anni.

Il presente riquadro illustra un nuovo metodo per stimare in tempo reale l'elasticità dei tassi del mercato monetario in euro rispetto alle variazioni della liquidità in eccesso nel tempo. Il metodo è stato inizialmente sviluppato dagli esperti della Federal Reserve Bank di New York (FRBNY) per il mercato dei fondi

federali non garantiti¹. Data la potenziale divergenza tra il segmento garantito e quello non garantito del mercato monetario, si applica tale approccio sia al tasso a breve termine in euro (€STR) sia ai tassi dei pronti contro termine in euro per il segmento general collateral. Questa duplice applicazione mira a fornire una visione più completa della dinamica della liquidità e della sua sensibilità nei diversi segmenti di mercato, che potrebbero rispondere in modo diverso alle variazioni delle condizioni di liquidità della banca centrale.

La stima dell'elasticità della domanda di riserve presenta problematiche metodologiche a causa dell'endogeneità tra prezzo e volume della liquidità, nonché di variazioni nel tempo della curva della domanda. In primo luogo, la relazione fra i tassi del mercato monetario e i volumi di liquidità è endogena in quanto i tassi del mercato monetario non solo riflettono variazioni esogene della domanda e dell'offerta di liquidità, ma queste influenzano anche l'assorbimento di liquidità da parte delle banche a titolo individuale. Inoltre, fattori confondenti, come le variazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche, possono incidere contemporaneamente sull'offerta di liquidità e sulle condizioni del mercato monetario in generale. In secondo luogo, la curva della domanda stessa è soggetta nel tempo a variazioni sia orizzontali sia verticali, che possono verificarsi, ad esempio, a causa di cambiamenti del fabbisogno strutturale di liquidità delle banche o dell'evoluzione delle strutture di mercato. Ad esempio, durante la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro la curva della domanda sembra essersi spostata orizzontalmente (verso destra) (cfr. il pannello a) del grafico B), dal momento che le banche hanno aumentato la domanda di riserve a fini precauzionali in un contesto di accresciuta incertezza e di modifiche normative a seguito della crisi finanziaria mondiale. Più di recente, sembra essersi verificato uno spostamento verticale (verso il basso) della curva della domanda (cfr. il pannello b) del grafico B). Tale spostamento riflette probabilmente il fatto che la riduzione della liquidità in eccesso nel 2022 era stata in larga misura dovuta al rimborso delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e non aveva influito sul volume dei depositi non bancari presso le banche, mentre quest'ultimo è stato la principale determinante dei recenti spostamenti nel differenziale tra l'€STR e il tasso sui depositi presso la banca centrale, secondo l'analisi degli esperti della BCE.

¹ Cfr. Afonso et al. (2025). Sulla base della loro metodologia, sul [sito Internet](#) dell'FRBNY sono pubblicati frequenti aggiornamenti dell'elasticità del differenziale tra il tasso sui Federal Fund (non garantiti) e il tasso di interesse sulle riserve in eccesso rispetto alle variazioni nell'offerta di riserve di banca centrale.

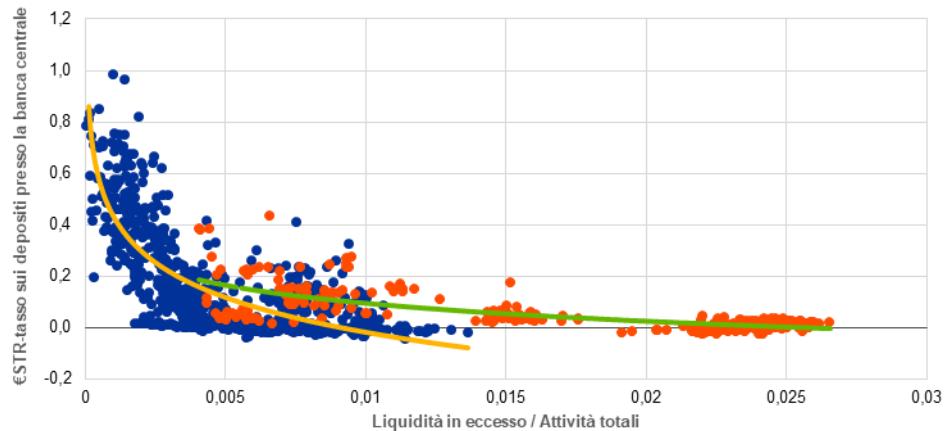
Grafico B

Variazioni nella curva della domanda di riserve

a) Spostamento orizzontale intorno ad agosto 2011

(valori percentuali)

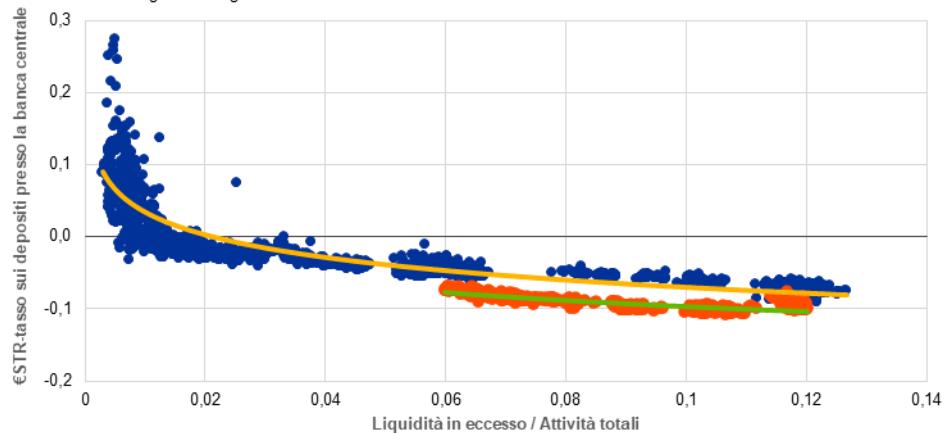
- Ottobre 2008 - agosto 2011
- Fit logaritmico ottobre 2008 - agosto 2011
- Agosto 2011 - dicembre 2012
- Fit logaritmico agosto 2011 - dicembre 2012



b) Spostamento verticale intorno ad agosto 2022

(valori percentuali)

- Gennaio 2013 - luglio 2022
- Fit logaritmico gennaio 2013 - luglio 2022
- Agosto 2022 - ottobre 2025
- Fit logaritmico agosto 2022 - ottobre 2025



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: vengono presentati grafici di dispersione del differenziale tra l'ESTR e il tasso sui depositi presso la banca centrale, e la liquidità in eccesso normalizzata per le attività totali del settore bancario. Il pannello a) mostra il campione da ottobre 2008 a dicembre 2012 (con la suddivisione ad agosto 2011). Il pannello b) mostra il campione da gennaio 2013 a ottobre 2025 (con la suddivisione a luglio 2022). Si stima una funzione logaritmica per ciascun sottocampione per evidenziare uno spostamento strutturale della curva avvenuto intorno al rispettivo periodo.

La metodologia sviluppata da Afonso et al. (2025) offre una solida soluzione a tali sfide e fornisce uno strumento affidabile per monitorare l'elasticità della domanda di riserve in tempo reale. Anziché tentare di fornire una stima dell'intero andamento della curva storica della domanda, l'approccio si limita a stimare la sua inclinazione locale in un dato giorno. Ciò fa in modo che la stima non cambi in base al fatto che le variazioni dell'elasticità siano dovute a movimenti lungo la curva o a spostamenti (in orizzontale o in verticale) della sua posizione. Inoltre, l'approccio

risolve i problemi di endogeneità impiegando errori di previsione ritardata come strumenti per la liquidità in eccesso.

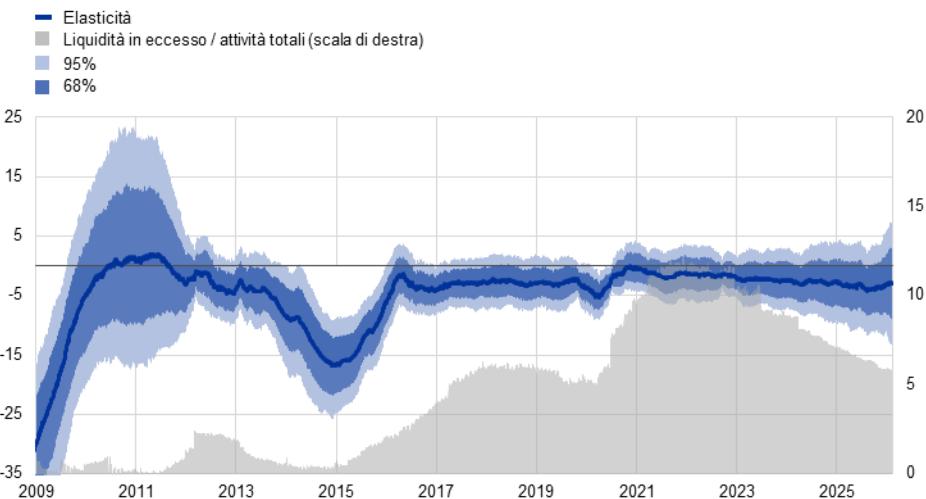
Al momento non vi sono evidenze statisticamente significative di un'accresciuta sensibilità dei tassi alle condizioni di liquidità nell'area dell'euro. Il pannello a) del grafico C mostra l'elasticità stimata alla domanda di riserve del differenziale tra l'€STR e il tasso sui depositi presso la banca centrale. Il grafico traccia l'impatto, espresso in punti base, di una variazione esogena delle riserve pari a un punto percentuale sui tassi del mercato monetario. Risultano evidenti tre osservazioni. In primo luogo, dopo che le operazioni di liquidità sono state condotte nell'autunno del 2008 per la prima volta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi, nell'arco di circa un anno i tassi di mercato per le operazioni non garantite si sono stabilizzati e hanno smesso di reagire con vigore alle fluttuazioni dell'offerta di liquidità. In secondo luogo, l'elasticità si è temporaneamente collocata in territorio negativo con una certa evidenza in corrispondenza di due episodi distinti: nel 2013-2014, quando sono giunte a scadenza le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e i livelli di liquidità sono diminuiti bruscamente e, in misura minore, all'inizio della pandemia di COVID-19, quando l'accresciuta avversione al rischio ha esacerbato le preesistenti tendenze a un graduale calo della liquidità in eccesso. In terzo luogo, in tutti gli altri periodi, in particolare durante i programmi di acquisto di attività della BCE, le condizioni di liquidità sono rimaste abbondanti, il che ha reso i tassi del mercato monetario ampiamente insensibili. Tale quadro sembra applicarsi anche nella situazione attuale.

Grafico C

Stime dell'elasticità dei tassi del mercato monetario europeo alla domanda di liquidità nel tempo

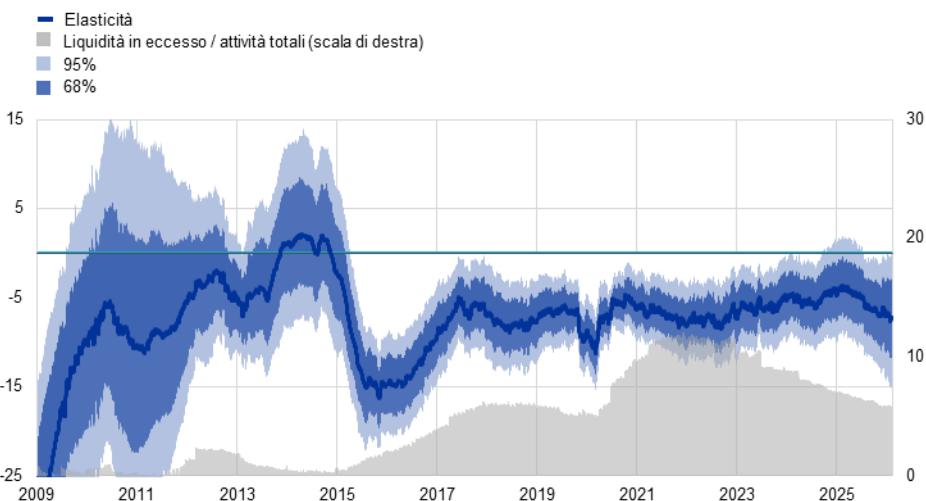
a) Differenziale tra l'ESTR e il tasso sui depositi presso la banca centrale

(scala di sinistra: punti base/punti percentuali; scala di destra: valori percentuali)



b) Differenziale tra il tasso dei pronti contro termine general collateral e il tasso sui depositi presso la banca centrale

(scala di sinistra: punti base/punti percentuali; scala di destra: valori percentuali)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'elasticità dell'ESTR alle variazioni della liquidità in eccesso è stimata utilizzando un'autoregressione vettoriale bayesiana con parametri variabili nel tempo che include tre variabili: liquidità in eccesso, espressa come quota delle attività totali del settore bancario, differenziale tra il tasso Euribor e il tasso OIS e il rispettivo differenziale tra l'ESTR (pannello a) e il tasso dei pronti contro termine per il segmento general collateral (pannello b) rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale, normalizzato dal differenziale tra il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e il tasso sui depositi presso la banca centrale. Prima del 2019, anziché l'ESTR, veniva usato l'Eonia al netto di un differenziale di 8,5 punti base. Le bande di colore blu chiaro e blu scuro rappresentano gli intervalli di confidenza del 68 e del 95 per cento delle stime.

Negli ultimi tempi, l'elasticità dei tassi dei pronti contro termine alla liquidità sembra reagire in misura maggiore rispetto ai tassi per operazioni non garantite, rispecchiando gli andamenti a livello mondiale. A differenza dei tassi su operazioni non garantite, quelli sui pronti contro termine sono rimasti moderatamente sensibili alle fluttuazioni dell'offerta di liquidità durante tutto il periodo di espansione del bilancio (cfr. il pannello b) del grafico C). Di fatto, la sensibilità del

tasso sui pronti contro termine si è rafforzata nei periodi di crescita della liquidità (ad esempio nel 2021 e agli inizi del 2022) e si è indebolita nei periodi di riduzione dei bilanci (ad esempio nel periodo 2018-2019 e alla fine del 2022). A differenza della relazione tradizionale illustrata nel grafico A, tale andamento suggerisce la presenza di un canale caratterizzato da scarsità di garanzie, in cui gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema limitano la disponibilità di garanzie nei mercati dei pronti contro termine. A causa di tale scarsità, i tassi sui pronti contro termine subiscono una pressione al ribasso maggiore, anziché minore, rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale quando la liquidità in eccesso si espande ulteriormente². Per contro, quando l'offerta di garanzie aumenta, il premio di scarsità diminuisce, riducendo la sensibilità del tasso sui pronti contro termine, a parità di altre condizioni³. Dagli inizi del 2023 la sensibilità dei tassi sui pronti contro termine è tornata ad aumentare, in linea con gli andamenti tradizionali, e i tassi sul segmento garantito sono diventati lievemente più sensibili di quelli sul segmento non garantito.

Tali risultati contrastano con i recenti andamenti del mercato monetario in altre regioni. Sebbene finora i tassi sui segmenti garantiti e non garantiti in euro abbiano mostrato una reattività limitata alle variazioni dell'offerta di liquidità in eccesso, di recente negli Stati Uniti e nel Regno Unito si sono registrate più consistenti variazioni al rialzo dei tassi del mercato monetario garantito. I funzionari delle banche centrali provenienti dalle due giurisdizioni hanno esplicitamente collegato tali movimenti di mercato a una riduzione dell'offerta di riserve⁴. Per allentare le condizioni dei mercati, il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di porre fine alla riduzione delle consistenze dei titoli di Stato. La Bank of England prevede un maggiore ricorso delle banche alle operazioni in pronti contro termine. Tali sviluppi sottolineano l'utilità degli strumenti per rilevare tempestivamente le variazioni del contesto di liquidità.

Riferimenti bibliografici

- Afonso, G., Giannone, D., La Spada G. e Williams, J.C. (2022, rivisto 2025), “Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 1019.
- Hartung, B., Linzert, T., Rahmouni-Rousseau, I., Schneider, Y. e Skrzypińska, M. (2025), “[The first year of the Eurosystem's new operational framework](#)”, *Il Blog della BCE*, 25 aprile.
- Saporta, V. (2025), “[The evolving liquidity landscape](#)”, intervento pronunciato durante il panel sui mercati della ECB Conference on Money Markets.

² Gli effetti di fine trimestre e di fine anno sono esempi estremi di tale premio per la scarsità di garanzie.

³ L'idea che il canale caratterizzato dalla scarsità di garanzie si stia riducendo è coerente con l'interpretazione degli aumenti dei tassi sui pronti contro termine presentata da Hartung et al., 2025.

⁴ Negli Stati Uniti i livelli di riserva sono considerati “prossimi all'abbondanza” (traduzione non ufficiale) (cfr. il [verbale della riunione del FOMC del 28 e 29 ottobre 2025](#)); nel Regno Unito si prevede che le riserve raggiungano la fascia superiore nell’“intervallo minimo preferito delle riserve” (“Preferred Minimum Range of Reserves”, traduzione non ufficiale) verso la fine del 2026 (cfr. Saporta, 2025).

Articolo

1 Superamento degli ostacoli strutturali alla transizione verde

a cura di Miles Parker e Susana Parraga Rodriguez

L'impatto dei cambiamenti climatici sta diventando sempre più evidente in Europa, sottolineando la necessità di conseguire l'obiettivo di azzeramento delle emissioni nette. Le temperature a livello mondiale continuano ad aumentare: il 2024 è stato il primo anno in cui hanno superato gli 1,5°C in più rispetto al periodo preindustriale (cfr. Organizzazione meteorologica mondiale, 2025). Dal 1980, i quattro anni peggiori per i danni materiali (in termini reali) causati da eventi meteorologici e climatici estremi in Europa sono stati il 2021, il 2022, il 2023 e il 2024 (cfr. Agenzia europea dell'ambiente, 2025). Tali eventi hanno avuto anche un impatto sull'inflazione, in particolare sui prezzi dei beni alimentari. Ad esempio, a seguito di grave siccità in Spagna e in Italia, a gennaio 2024 i prezzi dell'olio di oliva hanno superato del 50 per cento i livelli dell'anno precedente (cfr. Kotz et al., 2025).

Nonostante i notevoli progressi compiuti, sono necessari ulteriori sforzi per rispettare l'impegno dell'UE a conseguire l'azzeramento delle emissioni nette entro il 2050. Tra il 1990 e il 2024 le emissioni di anidride carbonica nell'UE sono diminuite del 37 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 1). Secondo l'Agenzia europea dell'ambiente, le politiche attualmente in atto puntano a una riduzione delle emissioni del 47 per cento rispetto al 1990 entro il 2030. L'adozione di ulteriori politiche e misure pianificate dagli Stati membri dovrebbe consentire di diminuire le emissioni a livelli prossimi all'obiettivo intermedio, fissato in una riduzione del 55 per cento. Sono tuttavia necessari ulteriori interventi per rispettare l'impegno a conseguire l'azzeramento delle emissioni nette entro il 2050 (Aguilar Garcia et al., 2025). In particolare, occorrerà intensificare l'impegno nei settori dei trasporti interni e dell'approvvigionamento energetico, dal momento che, congiuntamente, tali comparti sono responsabili di oltre la metà delle emissioni totali (cfr. il pannello b) del grafico 1).

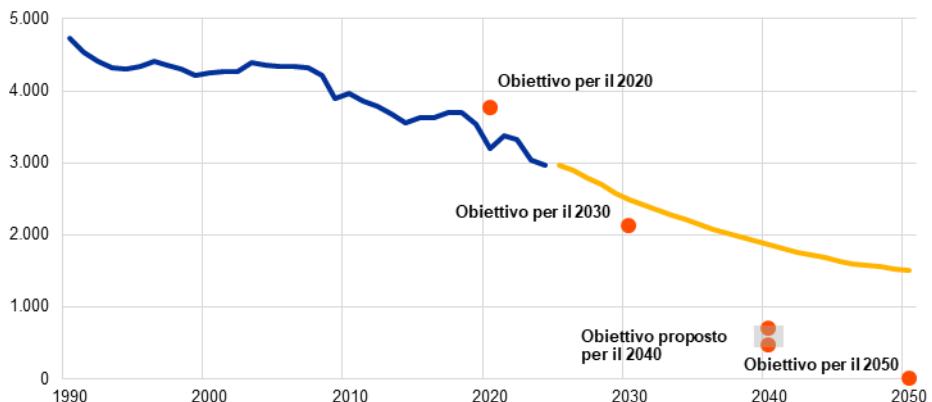
Grafico 1

Andamenti delle emissioni di anidride carbonica nell'UE

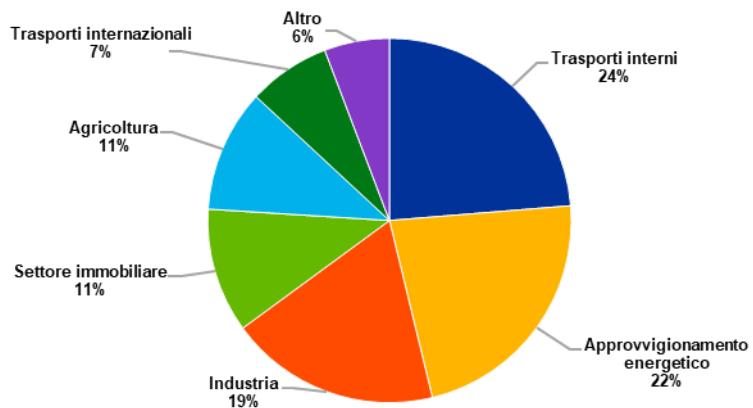
a) Totale delle emissioni nette di anidride carbonica

(MtCO₂e)

— Emissioni GHG nette
— Proiezioni "con le misure in atto"



b) Emissioni lorde dell'UE nel 2023 per settore



Fonte: Agenzia europea dell'ambiente.

Note: le ultime osservazioni delle emissioni nette totali si riferiscono al 2024. Le emissioni di anidride carbonica nette si riferiscono alle emissioni di gas a effetto serra (greenhouse gases, GHG) espresse in milioni di tonnellate di anidride carbonica equivalente (MtCO₂e), al netto della capacità di assorbimento dei pozzi di carbonio derivanti dall'uso del suolo, dal cambiamento di uso del suolo e dalla silvcoltura (land use, land use change and forestry, LULUCF). I dati includono il trasporto aereo e marittimo internazionale ricadente nella legislazione sul clima dell'UE. L'andamento futuro delle emissioni è calcolato dall'Agenzia europea dell'ambiente in base alle proiezioni del 2025 sulle emissioni di gas a effetto serra degli Stati membri. I contributi negativi derivanti dai dati LULUCF non sono inclusi nel calcolo delle emissioni lorde per settore; tuttavia compensano per il 6 per cento circa le emissioni lorde totali nel 2023.

Il presente articolo esamina i molteplici ostacoli che rallentano i processi di innovazione, adozione e diffusione di tecnologie di vitale importanza ai fini della transizione verde in Europa. La transizione implica la sostituzione di capitali e processi economici basati sull'utilizzo di combustibili fossili con equivalenti che non generino emissioni di anidride carbonica. Si rendono necessari, a tal fine, lo sviluppo e l'adozione su ampia scala di nuove tecnologie, che a loro volta richiedono la riallocazione di capitali e di risorse umane all'interno delle imprese, tra imprese dello stesso settore e tra diversi settori. Secondo stime recenti della BCE, ai fini di un efficace conseguimento della transizione verde, in Europa occorrerà mobilitare ogni anno, fino al 2030, considerevoli investimenti aggiuntivi, di entità compresa tra il 2,7 e il 3,7 per cento del PIL dell'UE (cfr. Nerlich et al., 2025).

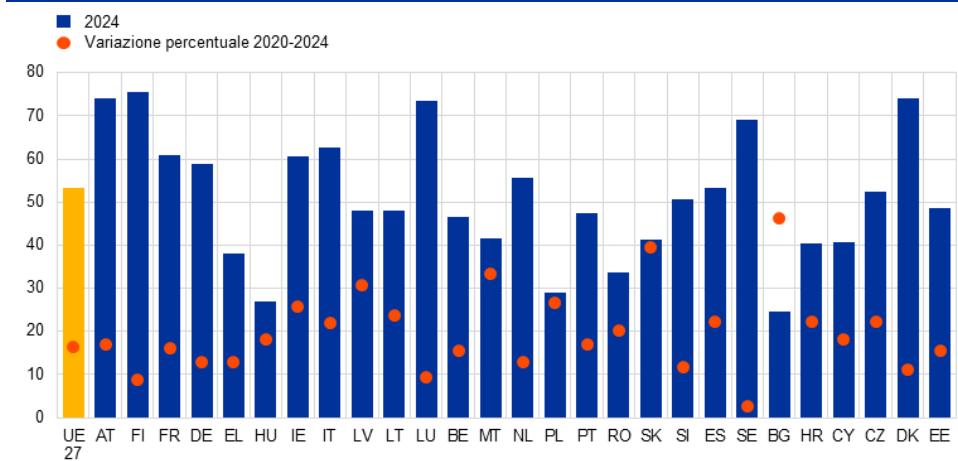
Fallimenti del mercato correlati a ostacoli strutturali rallentano la transizione, evidenziando la necessità di nuovi interventi di policy. Tra i fallimenti del mercato figurano le esternalità ambientali negative, fenomeni di concorrenza e trasmissione di conoscenze imperfetti nonché una normativa complessa, frammentata e di incerta interpretazione, infrastrutture e competenze inadeguate all'adeguamento dei processi produttivi, scarsi investimenti in ricerca e sviluppo, vincoli finanziari e mercati dei capitali di rischio poco avanzati. La tassazione sulle emissioni di anidride carbonica è considerata dai più lo strumento migliore per internalizzare i costi di natura ambientale, ma non può costituire l'unica strategia per superare gli ostacoli alla transizione verde (cfr. Acemoglu et al., 2012; Aghion et al., 2019). L'applicazione di un prezzo alle emissioni di anidride carbonica deve essere integrata con investimenti su ampia scala, sovvenzioni mirate a ricerca e sviluppo e politiche strutturali omnicomprensive (cfr. Andersson et al., 2025; Nerlich et al., 2025; Benatti et al., 2024).

Rimuovere questi ostacoli strutturali potrebbe apportare benefici economici più ampi, dato che molti di essi incidono anche sull'innovazione e sulla diffusione di tecnologie non collegate alla transizione verde. Come rilevato nel rapporto Draghi (cfr. Draghi, 2024), tali vulnerabilità strutturali compromettono la competitività dell'UE e la sua capacità di investire in nuove tecnologie. Inoltre, come ha recentemente osservato la Presidente della BCE Christine Lagarde, le energie rinnovabili rappresentano la via migliore per ridurre al minimo i compromessi tra sicurezza, sostenibilità e accessibilità economica nel perseguire gli obiettivi delle politiche energetiche in Europa (cfr. Lagarde, 2025).

1 Grado di avanzamento dell'innovazione e delle tecnologie verdi nell'UE

L'innovazione verde nell'UE rimane sostanzialmente a un livello equiparabile a quello di altre economie avanzate, sebbene il rapido avanzamento della Cina abbia ridefinito il panorama mondiale. Tra il 2017 e il 2021 l'UE ha contribuito per circa un quinto allo sviluppo di tecnologie pulite e sostenibili a livello mondiale, attestandosi a una quota simile a quella di Stati Uniti e Giappone; dal canto suo, la Cina ha superato le altre principali aree geografiche a partire dal 2021 (cfr., ad esempio, Nerlich et al., 2025). In base ai dati forniti dall'Ufficio europeo dei brevetti sulle famiglie di brevetti a livello internazionale, le tecnologie energetiche a basso rilascio di emissioni, inclusi la produzione e lo stoccaggio di energie rinnovabili, rimangono i principali settori della tecnologia pulita. L'attività di innovazione per la riduzione degli impatti ambientali varia notevolmente a seconda del paese (cfr. il grafico 2).

Grafico 2
Indice di innovazione ecologica



Fonti: indagine sugli investimenti della Banca europea per gli investimenti (BEI) (BEI, 2024) e Commissione europea ([Single Market and Competitiveness Scoreboard – Green transition](#)).

Note: l'indice di innovazione ecologica rileva l'adozione di innovazioni che riducono gli impatti ambientali, l'impiego di risorse o le emissioni. L'indice annuo varia da 0 a 100.

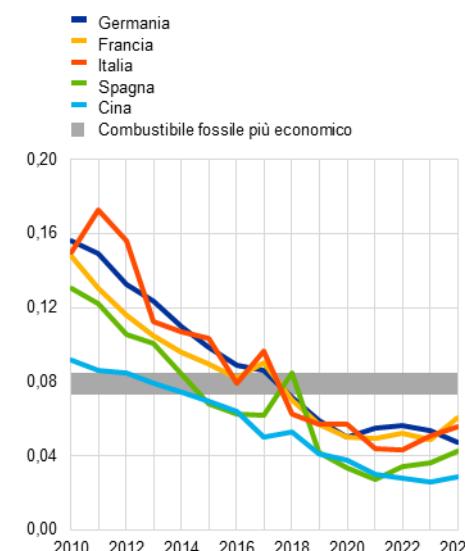
I progressi tecnologici, l'aumento della domanda e le politiche di sostegno hanno migliorato la competitività, in termini di costi, dell'energia rinnovabile a livello mondiale. Tra il 2010 e il 2024 il costo medio della produzione di energia elettrica a livello mondiale è diminuito del 62 per cento per gli impianti eolici offshore, del 70 per cento per quelli onshore e del 90 per cento per la produzione di energia solare fotovoltaica (FV) (cfr. Agenzia internazionale per le energie rinnovabili, (International Renewable Energy Agency, IRENA), 2025). Nel 2024 il 91 per cento della nuova capacità rinnovabile entrata in servizio è stato offerto a un costo minore rispetto all'alternativa più economica tra quelle basate su combustibili fossili attualmente disponibili. L'energia solare fotovoltaica è stata, in media, più economica del 41 per cento rispetto all'alternativa a combustibile fossile meno costosa, mentre quella eolica è stata offerta a un costo comparativo inferiore del 53 per cento. Nonostante tale riduzione dei costi abbia interessato in misura simile i principali mercati europei, il costo complessivo rimane comunque nettamente più elevato rispetto alla Cina (cfr. il grafico 3), che, nel 2024, ha installato nuova capacità rinnovabile in misura maggiore rispetto al resto del mondo nel suo complesso.

Grafico 3

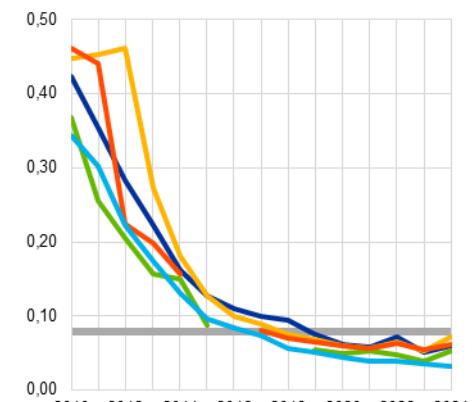
Crollo dei costi dell'elettricità proveniente da fonti rinnovabili

(2024, dollari statunitensi/kWh, costi livellati)

a) Impianti eolici onshore



b) Impianti fotovoltaici



Fonte: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili (IRENA), 2025.

Note: i costi livellati comprendono i costi di finanziamento, costruzione e operatività di un nuovo impianto energetico per tutta la durata del suo ciclo di vita previsto. L'intervallo relativo ai combustibili fossili riportato nel grafico incorpora i costi medi livellati a livello mondiale delle turbine a carbone e a gas a ciclo combinato.

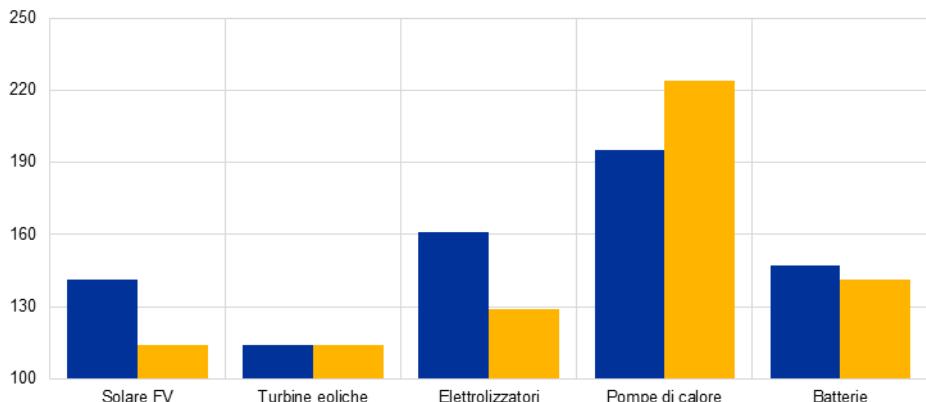
Nonostante la riduzione dei costi dell'energia rinnovabile, le tecnologie verdi rimangono più costose in Europa rispetto ad altre importanti economie, in particolare la Cina. I costi di produzione delle batterie, ad esempio, sono superiori quasi del 50 per cento, quelli delle celle elettrolitiche del 61 per cento, mentre le pompe di calore costano pressoché il doppio (cfr. il grafico 4). Tali diversità di costi tra le differenti aree geografiche sono attribuibili, in larga misura, alla scala di produzione, al grado di integrazione nella catena di approvvigionamento e all'efficienza produttiva, piuttosto che al costo della manodopera, che rappresenta una quota esigua del totale. Molte tecnologie sostenibili per l'ambiente, necessarie per conseguire l'azzeramento delle emissioni nette, esistono già a livello di impresa, ma i relativi tassi di adozione non sono ancora al passo con gli obiettivi fissati per la transizione verde. Le aziende che operano con tecnologie rispettose dell'ambiente sono ancora lontane dal riuscire a competere con quelle che offrono prezzi più bassi ma producono emissioni più elevate (cfr. McKinsey, 2023), né sono in grado di espandersi al punto tale da dimostrare la propria maturità tecnologica su ampia scala e realizzare il potenziale di commercializzazione delle tecnologie impiegate, promettenti in termini di sostenibilità ambientale ma ancora relegate ai primi stadi del processo di innovazione (cfr. McKinsey, 2024).

Grafico 4

Costi di produzione delle tecnologie energetiche pulite nell'UE e negli Stati Uniti (rispetto alla Cina)

(indice: costi in Cina = 100)

■ UE
■ Stati Uniti



Fonte: Agenzia internazionale per l'energia (AIE), 2024.
Nota: i dati si riferiscono al 2023.

2 Ostacoli strutturali alla transizione verde nell'UE

Nonostante le solide basi in ambito di innovazione, l'UE si scontra con una serie di ostacoli strutturali che limitano gli investimenti verdi e la diffusione di tecnologie a basse emissioni. Questi includono fallimenti di mercato, frizioni finanziarie e costi che disincentivano l'innovazione e l'adozione di nuove tecnologie.

In primo luogo, ogni nuova tecnologia verde si scontra con l'implicita sovvenzione dei carburanti fossili derivante dall'assenza di tassazione sull'impatto ambientale. L'impiego di combustibili fossili comporta un effetto dannoso a lungo termine sul cambiamento climatico e genera inquinamento atmosferico a livello locale. L'Agenzia europea dell'ambiente stima che, nel solo 2022, 239.000 morti avvenute nell'UE siano imputabili a emissioni di particolato superiori ai livelli individuati nelle linee guida dell'Organizzazione mondiale della sanità. Secondo stime del Fondo monetario internazionale, le sovvenzioni implicite ai carburanti fossili ammonterebbero a 267 miliardi di dollari statunitensi nel 2022 (pari all'1,8 per cento del PIL dell'area dell'euro), che si aggiungono a ulteriori 95 miliardi di dollari statunitensi (corrispondenti allo 0,6 per cento del PIL) in sovvenzioni esplicite (cfr. Black et al., 2023)¹. Tali sovvenzioni implicite ed esplicite rappresentano un notevole disincentivo all'adozione di nuove tecnologie verdi, considerando che queste ultime dovrebbero essere di gran lunga più produttive di quelle ad alto rilascio di emissioni per essere competitive.

¹ Il Fondo monetario internazionale calcola le sovvenzioni esplicite in base al valore monetario stimato dell'impatto ambientale non tassato derivante dell'impiego di combustibili fossili, sia in termini di cambiamenti climatici che di inquinamento atmosferico locale. Le sovvenzioni esplicite includono aliquote IVA più basse sugli acquisti di combustibili fossili e prezzi amministrati al di sotto del costo dell'offerta.

Un'ulteriore disfunktionalità del mercato consiste nella diffusione di conoscenze che generano benefici più ampi di quelli conseguibili dall'azienda che intraprende la ricerca. Si tratta di effetti di cui beneficiano, a livello più ampio, non solo gli altri utenti della tecnologia, ma anche le aziende concorrenti dello stesso settore. Ad esempio, i progressi nelle tecnologie applicate alle batterie non solo riducono il prezzo dei veicoli elettrici, ma aumentano anche la redditività delle sorgenti elettriche rinnovabili, riducendo la limitazione di produzione in periodi di eccesso di offerta. Tali ricadute creano un corto circuito tra il ritorno economico sugli investimenti in ricerca e sviluppo da parte di soggetti privati e i benefici sociali derivanti dalla diffusione della tecnologia (cfr. Acemoglu et al., 2012). Pertanto, le singole imprese, lasciate in balia delle conseguenze di tali fenomeni, limiteranno gli investimenti nell'innovazione verde rispetto al livello ottimale in termini sociali.

Le frizioni finanziarie hanno un impatto maggiore sulle tecnologie innovative verdi rispetto ad altre nuove tecnologie, e ne limitano l'avanzamento nelle varie fasi di sviluppo tecnologico. Ad esempio, la carenza di competenze tecniche nelle imprese di capitale di rischio in ambito di tecnologie pulite rispetto ad altri campi, come ad esempio quello software, potrebbe limitare la disponibilità da parte di tali aziende a investire nello sviluppo di nuovi prototipi. Analogamente, l'entità di progetti su scala commerciale che siano alle prime fasi di sviluppo potrebbe richiedere finanziamenti maggiori rispetto a quelli di norma disponibili attraverso il capitale di rischio, risultando al tempo stesso troppo rischiosa per il finanziamento bancario (cfr. Dugoua e Moscona, 2025). Mercati azionari più spessi incoraggiano le industrie ad alto rilascio di emissioni a investire in nuove tecnologie verdi e conseguire più rapidamente la decarbonizzazione (cfr. De Haas e Popov, 2023). I progetti per lo sviluppo di tecnologie pulite sono in genere anche ad alta intensità di capitale; ciò li rende sensibili, in termini di redditività futura, a piccole variazioni nelle entrate e nei costi. Le imprese impegnate nell'innovazione in ambito di energie rinnovabili sono infatti più sensibili agli shock dei flussi di cassa, e sono quindi meno propense a brevettare nuove tecnologie rispetto alle imprese che sviluppano tecnologie innovative basate sull'impiego di combustibili fossili (cfr. Noailly e Smeets, 2021). Tale sensibilità alla redditività futura sottolinea l'importanza di definire un percorso prevedibile per la normativa in materia di ambiente, considerato che l'incertezza in tale ambito frena il progresso delle tecnologie verdi.

Tali vincoli di finanziamento sono particolarmente rilevanti nell'UE, dato che le fonti alternative al credito bancario, più adatte a finanziare progetti ad alto rischio a lungo termine, sono poco diffuse. È fondamentale progredire nell'unione dei mercati dei capitali per favorire il flusso di capitali verso le imprese innovative e competitive, aumentando le opportunità di finanziamento in capitale proprio (equity financing) e capitale di rischio (cfr. Arampatzi et al., 2025). I vincoli di finanziamento, l'accesso limitato al capitale di rischio e lo scarso sviluppo dei mercati dei capitali sono spesso citati come fattori che limitano la transizione verde. Recenti evidenze emerse dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (cfr. BCE, 2025) indicano che le banche differenziano in misura crescente le imprese in base al rischio di transizione. Sebbene i criteri per la concessione del credito stiano gradualmente diventando più favorevoli per le imprese con migliori prestazioni in termini di impatto ambientale, l'incertezza riguardo alla futura regolamentazione in

materia di clima viene percepita come un fattore che grava sulla domanda di prestiti, evidenziando l'interrelazione tra ostacoli finanziari e normativi.

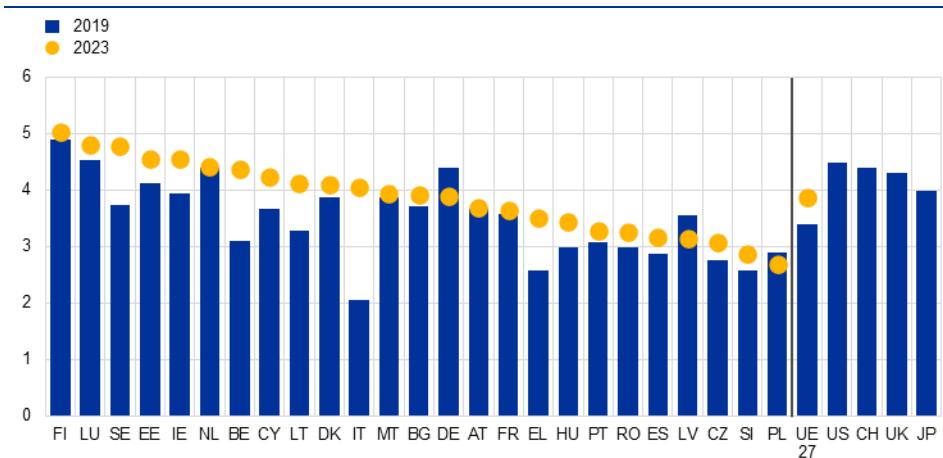
I costi aggiuntivi rappresentano un ulteriore ostacolo che scoraggia le imprese dall'adottare nuove tecnologie pulite, abbandonando quelle ad alto rilascio di emissioni. I costi e le incertezze di carattere normativo possono scoraggiare le imprese dall'investire in nuove tecnologie, potenzialmente rischiose. Le nuove tecnologie impongono anche la considerazione di alcuni fattori aggiuntivi, tra cui le competenze della forza lavoro, la sicurezza della catena di approvvigionamento (ad esempio per le materie prime di rilevanza critica) e le tecnologie complementari. Capacità di stoccaggio competitive su scala industriale, ad esempio, aiutano a contrastare l'intermittenza quotidiana (e infragiornaliera) dell'energia solare ed eolica. L'inerzia nell'impiego di combustibili fossili e di tecnologie ad alto rilascio di emissioni, infine, è attualmente favorita da una serie di effetti legati alla rete e al coordinamento.

Quadri normativi complessi e frammentati tra gli Stati membri creano incertezza e sono spesso menzionati dalle imprese fra gli ostacoli all'innovazione e agli investimenti. Sebbene negli ultimi anni la complessità della regolamentazione nazionale si sia ridotta nella maggior parte dei paesi dell'UE, quest'ultima è ancora indietro, rispetto ad altre economie, in termini di sostegno all'imprenditoria (cfr. il grafico 5). Procedure amministrative e di conformità onerose creano ulteriori costi per le imprese che intendono entrare o espandersi in nuovi mercati e limitano, potenzialmente, l'accesso a determinati tipi di tecnologie o di dati (cfr. Nerlich et al., 2025). Tali procedure prevedono spesso tempi di approvazione lunghi, maggiori costi e fabbisogni di risorse aggiuntivi. Questi problemi sono particolarmente rilevanti per il settore delle energie rinnovabili, caratterizzato da significativi rallentamenti nei processi di autorizzazione e di collegamento alla rete. I processi autorizzativi cui sono soggetti i progetti industriali ed energetici possono richiedere diversi anni, in alcuni casi oltre dieci². Simili ritardi incrementano notevolmente il costo dei progetti, in una misura stimata tra il 10 e il 35 per cento dell'investimento complessivo (cfr. Piotrowski e Gislén, 2024). La complessità dei processi autorizzativi riflette in parte il particolare contesto giuridico dell'UE, caratterizzato da una regolamentazione a più livelli, con tempi di istruttoria che possono variare significativamente tra Stati membri e all'interno di essi. La dilatazione dei tempi di approvazione in Italia e in Polonia, ad esempio, ha contribuito a ridurre il numero di partecipanti alle aste per nuovi impianti eolici. Oltre ai costi legati ad alcune regolamentazioni, anche l'incertezza percepita riguardo alla direzione e alla tempistica della futura regolamentazione in materia di clima incide notevolmente sulle decisioni delle imprese in termini di innovazione e investimento nelle tecnologie verdi (cfr. Basaglia et al., 2025; Köhler-Ulbrich et al., 2025; Marotta et al., 2025).

² Ad esempio, in Francia la piena concessione delle autorizzazioni per alcuni impianti eolici offshore ha richiesto circa 11 anni (cfr. Banet e Willems, 2023), mentre in Germania sono stati necessari oltre sette anni per completare la realizzazione di alcuni progetti eolici onshore (cfr. Quentin, 2025).

Grafico 5

Snellezza dei processi di conformità alla regolamentazione statale e ai requisiti amministrativi



Fonti: indagine sugli investimenti della BEI (BEI, 2024), Commissione europea (Single Market and Competitiveness Scoreboard – Responsive administration and burden of regulation).

Note: indicatori basati sulle risposte fornite dalle imprese alle indagini (scala 1-7, dove 7 indica il processo regolamentare più snello). A valori più elevati corrispondono contesti normativi più favorevoli alle imprese. Per il 2023 non sono disponibili i dati relativi a Stati Uniti, Cina, Regno Unito e Giappone.

La scarsità di competenze, gli squilibri nei mercati del lavoro e la lenta riallocazione dei lavoratori ostacolano l'adozione di nuove tecnologie. Se il percorso verso un'economia più pulita è guidato dalle politiche e reso possibile dalla tecnologia, sono le persone, in ultima analisi, a consentire il conseguimento degli obiettivi; la riqualificazione e l'aggiornamento delle competenze dei lavoratori è, pertanto, cruciale (cfr. OCSE, 2024). Definire le “competenze verdi” non è semplice: non si tratta di un set di capacità ben individuabili, ma di una serie di abilità, conoscenze e competenze esistenti da applicare ad attività che riducono l'impatto ambientale. La maggior parte delle occupazioni ad alta intensità di emissioni hanno profili di competenze simili ad almeno una occupazione neutrale o di orientamento verde; è quindi possibile ipotizzare transizioni attraverso politiche di riqualificazione professionale ben calibrate. Gli ingegneri petroliferi, ad esempio, una categoria che opera in un settore notoriamente ad alta intensità di emissioni, possiedono alcune competenze molto simili a quelle richieste per professioni orientate alla tutela dell'ambiente, come gli ingegneri ambientali e gli analisti delle politiche sui cambiamenti climatici.

Le nuove professioni con profili occupazionali verdi richiedono, tendenzialmente, livelli di competenza più elevati in quasi tutti gli ambiti.

Con l'emergere di nuove occupazioni, la transizione verde accresce gradualmente la domanda di tutte le competenze presenti sul mercato del lavoro. La difficoltà è maggiore per i lavoratori scarsamente qualificati, le cui aree di competenza divergono in misura più significativa da quelle richieste nelle professioni orientate alla tutela dell'ambiente. I lavoratori altamente qualificati, invece, spesso possiedono già competenze trasferibili in ambito matematico, ingegneristico e tecnologico. In assenza di interventi governativi, ciò potrebbe potenzialmente accrescere le disuguaglianze (cfr. Albanese et al., 2025). La relativa carenza di laureati in discipline STEM (Science, Technology, Engineering e Mathematics) nell'UE

complica ulteriormente la situazione (cfr. Filip et al., 2025). Inoltre, gli esercizi teorici basati sulla corrispondenza delle competenze non tengono conto di fattori importanti che incidono sulla mobilità effettiva, come le differenze salariali e la disponibilità di posti di lavoro. Il numero di lavoratori qualificati attualmente disponibili non è sufficiente a soddisfare il rapido aumento di posti di lavoro orientati alla sostenibilità e alla tutela dell'ambiente. Secondo dati desunti da LinkedIn, la quota di assunzioni nelle professioni verdi è aumentata dell'8 per cento tra il 2024 e il 2025, a fronte di una crescita di appena il 4 per cento della quota di lavoratori con competenze adatte a queste professioni nello stesso periodo. Quest'anno, per il secondo anno consecutivo, la domanda di competenze verdi è cresciuta due volte più velocemente dell'offerta (cfr. LinkedIn, 2025).

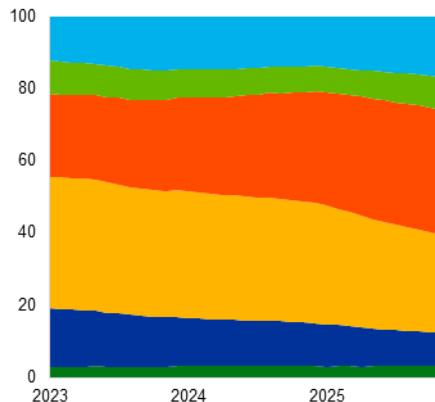
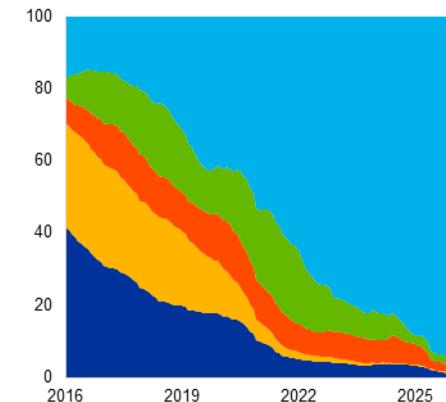
La carenza delle infrastrutture necessarie e gli effetti di rete possono ridurre la domanda e rallentare la diffusione di nuove tecnologie. Il coordinamento tra una serie di soggetti rispetto a una soluzione può ridurre i costi per tutti gli utenti della rete. Ad esempio, i proprietari di autovetture con motore a combustione interna beneficiano attualmente di una vasta rete di stazioni di rifornimento. Nonostante il calo dei prezzi dei veicoli elettrici alimentati a batteria, grazie alla notevole riduzione del costo delle batterie derivante dagli avanzamenti tecnologici e dalla crescita del mercato, l'adozione da parte dei consumatori è stata eterogenea. I timori di difficoltà a ricaricare i veicoli in caso di viaggi più lunghi (“ansia da autonomia”) continuano a ostacolarne l'adozione. I veicoli elettrici e ibridi plug-in hanno rappresentato poco meno di un terzo delle nuove autovetture immatricolate nell'UE a novembre 2025 (cfr. il grafico 6), sostanzialmente la stessa quota raggiunta dai veicoli di tale categoria in Norvegia dieci anni fa. Nello stesso mese, i veicoli elettrici a batteria hanno costituito il 95 per cento delle immatricolazioni di nuove autovetture in Norvegia, a dimostrazione del fatto che, con la giusta infrastruttura, la transizione ad autovetture a più bassa intensità di emissioni può avvenire rapidamente.

Grafico 6**Immatricolazioni di nuove autovetture per sorgente di alimentazione**

(quote percentuali, medie mobili di 12 mesi)

a) UE

- Diesel
- Benzina
- Ibride non plug-in
- Ibride plug-in
- Elettriche a batteria
- Altro

**b) Norvegia**

Fonti: Associazione europea dei costruttori di automobili e Norwegian Road Federation.

Note: dati provenienti dalle pagine GitHub di Robbie Andrew (Senior Researcher presso il Centre for International Climate Research di Oslo). Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2025.

Nel complesso, questi ostacoli rallentano l'innovazione e la diffusione di tecnologie verdi all'interno dell'economia. Il ritardo nella transizione verde comporta conseguenze negative dirette per il prodotto potenziale e la competitività, e indirette per la volatilità dell'inflazione. Secondo i risultati delle indagini, le imprese che si affidano a tecnologie pulite percepiscono la limitata disponibilità di finanziamenti, la regolamentazione complessa e frammentata, l'incertezza, la carenza di lavoratori qualificati, la scarsa domanda di nuovi prodotti verdi e la complessità delle partnership come ostacoli alle loro attività imprenditoriali³. Il riquadro 1 integra tali evidenze desunte dalle indagini con una nuova analisi testuale degli annunci degli utili societari agli investitori delle imprese quotate in borsa. In particolare, fornisce una classificazione aggiornata degli ostacoli strutturali alla transizione verde segnalati più di frequente dalle grandi imprese⁴.

Riquadro 1**Gli ostacoli agli investimenti verdi secondo le imprese**

a cura di Clémence Descubes

Secondo recenti evidenze tratte dall'indagine sul loro accesso al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE), le imprese si scontrano con numerosi ostacoli nell'accedere agli investimenti verdi. Oltre la metà delle imprese partecipanti all'indagine SAFE nel secondo trimestre del 2023 ha individuato negli alti tassi di interesse, nei costi di finanziamento

³ Cfr. Nerlich et al. (2025).⁴ Il confronto diretto tra le evidenze ricavate dalle indagini e quelle provenienti dall'analisi testuale degli annunci degli utili societari deve essere interpretato con cautela, poiché le prime riguardano una gamma più ampia di aziende mentre i dati sugli annunci degli utili agli investitori sono disponibili solo per le grandi società quotate in borsa.

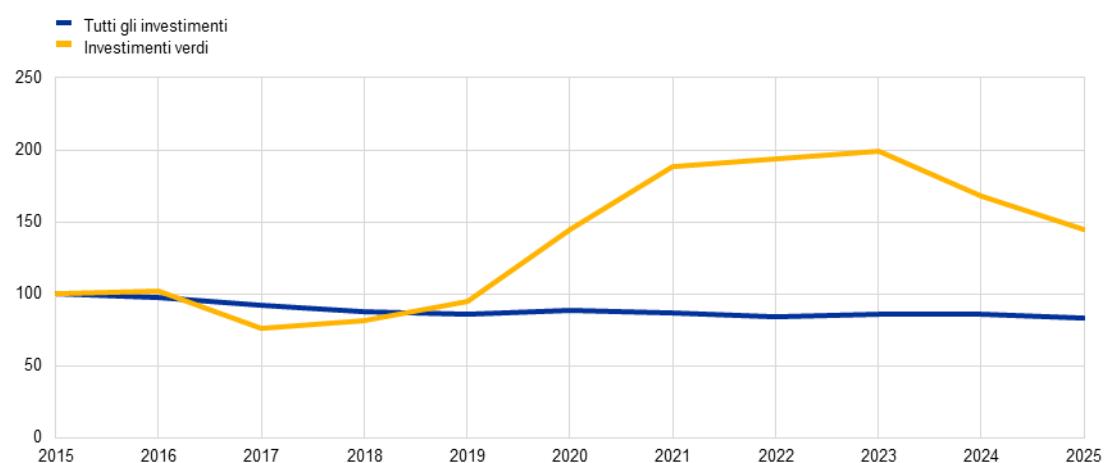
elevati e nell'insufficienza dei sussidi pubblici i principali ostacoli alla pianificazione di investimenti nella transizione verde nei prossimi cinque anni (cfr. Nerlich et al., 2025). Il presente riquadro integra tali dati basati sulle indagini con evidenze tratte dall'analisi testuale degli annunci degli utili agli investitori da parte delle grandi imprese.

Gli annunci degli utili segnalano un graduale rafforzamento degli investimenti verdi da parte delle imprese. Sebbene questa tipologia rappresenti ancora solo una modesta quota degli investimenti totali (il 3,1 per cento nel 2025), i riferimenti a tali investimenti sono aumentati costantemente tra il 2019 e il 2023 e da allora si sono mantenuti stabilmente al di sopra del livello del 2019. Per contro, i riferimenti agli investimenti in generale, nello stesso periodo, sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. il grafico A).

Grafico A

Riferimenti agli investimenti e agli investimenti verdi negli annunci degli utili

(numero medio di frasi contenute negli annunci in cui è menzionata almeno una parola chiave; indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: NL Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: La voce "Tutti gli investimenti" indica il numero medio di frasi degli annunci che contengono almeno una parola collegata agli investimenti. "Investimenti verdi" indica invece il numero medio di frasi che contengono almeno una parola collegata agli investimenti e una parola collegata a tecnologie verdi, sostenibili e pulite. I dati si riferiscono a 17 paesi dell'UE (Belgio, Danimarca, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Polonia, Portogallo, Romania, Finlandia e Svezia) nel periodo tra il 1° gennaio 2015 e il 31 dicembre 2025.

In linea con gli ostacoli all'attività di impresa individuati nelle risposte all'indagine SAFE sull'impatto dei cambiamenti climatici (cfr. Nerlich et al., 2025), nei riferimenti delle imprese vengono identificati e classificati i seguenti ostacoli: a) accesso ai finanziamenti, b) carenza di competenze e manodopera, c) vincoli dal lato della domanda, d) complessità e incertezza normativa, e) costo dell'energia e degli input, f) incertezza economica generale e g) difficoltà in tema di partnership, diffusione e proprietà intellettuale (PI). Per ogni ostacolo è stato stilato un elenco di parole chiave utilizzando gli stessi termini riportati dalle imprese nelle risposte alle indagini in cui si descrivono le difficoltà a integrare attività tecnologiche pulite e sostenibili nell'UE.

L'ostacolo dell'accesso al finanziamento si riferisce alle frizioni finanziarie che le imprese incontrano quando tentano di intraprendere un investimento; questa categoria include difficoltà e oneri economici per l'accesso al capitale, vincoli al credito bancario e ai finanziamenti disponibili sul mercato, tassi di interesse elevati, sovvenzioni e sussidi pubblici insufficienti, nonché una generale scarsa propensione degli investitori a fornire capitali di rischio. L'ostacolo della complessità e dell'incertezza normativa si articola su due diverse dimensioni: a) incertezza normativa, individuata nei riferimenti, da parte delle imprese, all'imprevedibilità, alla complessità e alla frammentazione giuridica o amministrativa a livello nazionale o di UE; b) vincoli normativi di ordine pratico, come

evidenziato nei riferimenti ai costi collegati alla reportistica e alla compliance, ai ritardi nelle procedure autorizzative e nella concessione di licenze, agli obblighi segnaletici e alla complessità degli adempimenti fiscali. L'ostacolo dell'incertezza economica generale riflette le preoccupazioni delle imprese riguardo alle condizioni economiche, agli andamenti politici, alle dinamiche del mercato e ai rischi collegati al clima nel futuro.

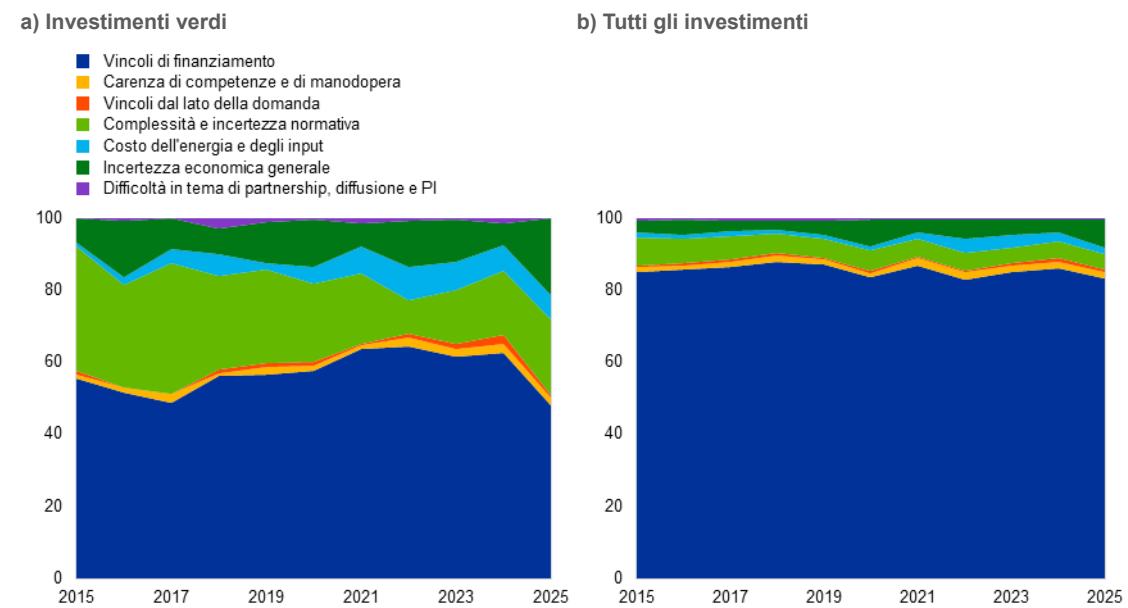
Gli ostacoli percepiti dalle imprese non creano difficoltà uniformi tra tutte le tipologie di investimento: nella percezione delle imprese, la complessità e l'incertezza normativa e l'insicurezza economica generale rallentano, in maniera particolare, gli investimenti verdi (cfr. il grafico B). I due principali ostacoli con cui si scontra la pianificazione di investimenti verdi da parte delle imprese sono la difficoltà di accesso al finanziamento (che rappresenta, in media, il 57 per cento di tutti i riferimenti agli ostacoli tra il 2015 e il 2025) e l'ostacolo normativo (il 23 per cento nello stesso periodo). In quest'ultima categoria spicca per numero di menzioni l'incertezza normativa. Il terzo più importante ostacolo per gli investimenti verdi è l'incertezza economica generale, seguita da: costi dell'energia e degli input, carenza di competenze e manodopera, vincoli dal lato della domanda e difficoltà legate alle partnership, all'innovazione e alla proprietà intellettuale.

Per contro, prendendo in considerazione lo stesso insieme di ostacoli per tutti i tipi di investimento, i vincoli di finanziamento diventano considerevolmente più rilevanti, dato che rappresentano, in media, l'86 per cento di tutti i riferimenti agli ostacoli segnalati dalle grandi imprese tra il 2015 e il 2025. I riferimenti agli ostacoli normativi sono più contenuti e coprono, in media, solo il 6 per cento delle difficoltà segnalate.

Grafico B

Ostacoli percepiti dalle imprese agli investimenti verdi e agli investimenti nel complesso

(contributi percentuali sul totale dei riferimenti agli ostacoli agli investimenti)



Fonti: NL Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

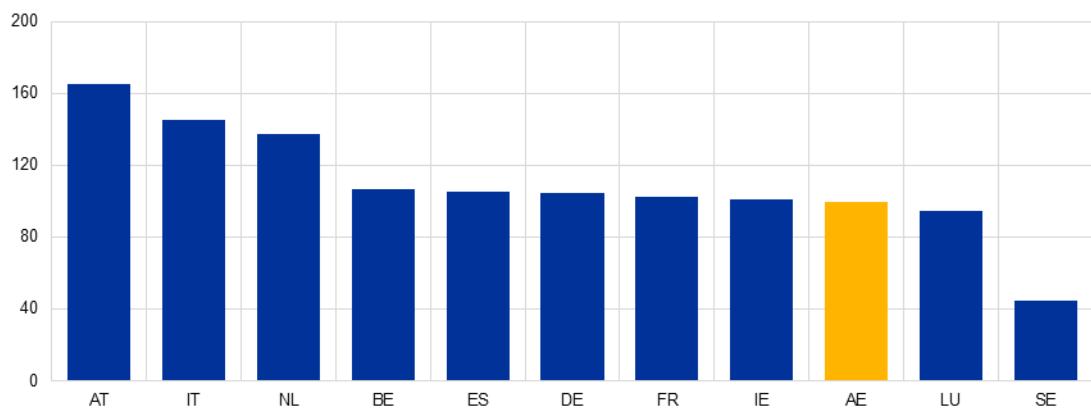
Note: pannello a): il contributo di ciascun ostacolo corrisponde al numero medio di frasi negli annunci degli utili in cui ricorre almeno un termine riferito all'ostacolo e uno relativo agli investimenti verdi. Pannello b): il contributo di ciascun ostacolo corrisponde al numero medio di frasi contenute negli annunci degli utili in cui ricorre almeno un termine riferito all'ostacolo e uno relativo agli investimenti. I dati si riferiscono a 17 paesi dell'UE (Belgio, Danimarca, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Polonia, Portogallo, Romania, Finlandia e Svezia) nel periodo tra il 1° gennaio 2015 e il 31 dicembre 2025.

Inoltre, i dati tratti dagli annunci degli utili agli investitori segnalano un'eterogeneità tra paesi. Utilizzando un indicatore composito che aggrega i sette ostacoli individuati per gli investimenti verdi, si rileva che nel 2025 le imprese in Svezia e Lussemburgo hanno percepito ostacoli in misura minore rispetto all'aggregato dell'area dell'euro, a indicare condizioni più favorevoli per gli investimenti verdi in tali paesi (cfr. il grafico C). Per contro, in Austria e in Italia la percezione di ostacoli agli investimenti verdi ha registrato valori molto più significativi rispetto all'aggregato dell'area dell'euro.

Grafico C

Eterogeneità tra paesi nella percezione di ostacoli agli investimenti verdi

(numero medio di frasi contenute negli annunci in cui è menzionata almeno una parola chiave; indice: media dell'area dell'euro = 100)



Fonti: NL Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: gli ostacoli agli investimenti verdi percepiti corrispondono al numero medio di frasi negli annunci degli utili in cui ricorre almeno un termine riferito a uno degli ostacoli e uno relativo agli investimenti verdi. L'aggregato dell'area dell'euro (AE) esclude Bulgaria, Croazia, Lettonia e Slovacchia, per i quali i dati non sono disponibili. Dati dal 1º gennaio al 31 dicembre 2025.

3 Come accelerare la transizione verde attraverso le politiche strutturali

L'insieme degli attuali ostacoli alla transizione verde rappresenta una difficoltà insormontabile senza l'ausilio delle politiche strutturali. Le politiche adottate dai governi sono state efficaci nel ridurre il livello di emissioni in Europa. Tuttavia, nessuna politica è di per sé sufficiente ad assicurare una transizione tempestiva ed efficace verso l'azzeramento delle emissioni nette. Così come i diversi ostacoli alla transizione interagiscono e si rafforzano a vicenda, anche le politiche possono essere efficacemente combinate tra loro per abbattere i singoli ostacoli.

L'applicazione di un prezzo alle emissioni di anidride carbonica su base generalizzata è necessaria affinché le aziende e le famiglie internalizzino gli effetti dannosi delle tecnologie ad alta intensità di emissioni di cui fanno uso. All'interno dell'UE, l'applicazione di un prezzo alle emissioni di anidride carbonica si realizza principalmente attraverso il sistema dello scambio di quote di emissione. Nel 2023 le emissioni nei settori interessati da questo sistema si sono quasi dimezzate rispetto al 2005. Nei prossimi anni il sistema verrà esteso anche ad altri settori.

Le politiche di sostegno a ricerca e sviluppo nel settore delle nuove tecnologie competitive possono produrre un impatto economico positivo. Ricerche della BCE evidenziano che le imprese altamente inquinanti, se esposte a politiche ambientali a sostegno dell'innovazione verde, incrementano il numero di brevetti verdi depositati (cfr. Benatti et al., 2025). Inoltre, non vi è alcun impatto sulla presentazione di altri tipi di brevetti; pertanto, il sostegno all'innovazione verde non incide negativamente sullo sviluppo di altre tecnologie innovative. Nello studio di Dechezleprêtre et al. (2013) si rileva, di fatto, che i brevetti di tecnologie pulite hanno, in media, tassi di citazione superiori del 43 per cento rispetto a quelli di tecnologie meno pulite, il che evidenzia le più ampie possibilità di applicazione di tali brevetti e i maggiori benefici economici derivanti dal loro sovvenzionamento.

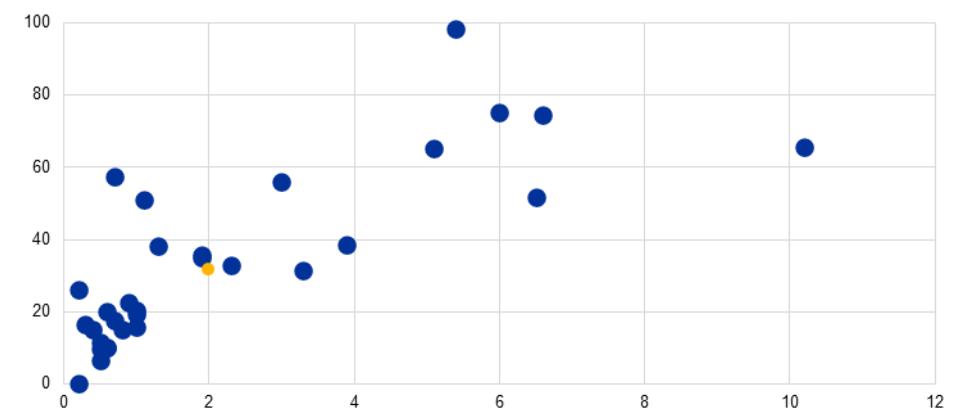
Per accelerare l'adozione di tecnologie verdi a livello di intera economia occorreranno interventi volti a sostenere imprese e famiglie nell'affrontare i costi del passaggio alle nuove tecnologie, in particolare laddove tali costi siano aggravati da obblighi normativi. Per dare slancio alla crescita occorreranno riforme estensive volte a semplificare e accelerare le procedure di rilascio delle autorizzazioni, razionalizzando i processi di valutazione ambientale e digitalizzando la presentazione delle domande, come raccomandato nel [piano d'azione dell'UE per l'energia a prezzi accessibili](#). Ad esempio, le recenti riforme introdotte in Germania in materia di autorizzazioni hanno consentito di incrementare le capacità degli impianti eolici onshore dagli 8 gigawatt del 2023 ai quasi 15 gigawatt del 2024. Investimenti volti a risolvere l'attuale accumulo di richieste di connessione alla rete contribuirebbero ad accelerare ulteriormente il dispiegamento di capacità delle fonti energetiche rinnovabili.

Investimenti consistenti nel potenziamento della rete di ricarica consentirebbero il superamento degli ostacoli di coordinamento e incoraggerebbero i consumatori a passare ai veicoli elettrici. Gli effetti di rete dovuti all'uso della stessa tecnologia da parte di molteplici utenti sono considerevoli, con conseguenti riduzioni dei costi per ciascun utente nella rete. Senza la garanzia di un uso sufficientemente estensivo, il potenziamento della rete delle stazioni di ricarica difficilmente risulterebbe redditizio, disincentivando gli investimenti privati. Al tempo stesso, la scarsa disponibilità di stazioni di ricarica sfavorisce l'adozione di veicoli elettrici. Il sostegno pubblico alla costruzione di una rete di ricarica ha svolto un ruolo importante nella transizione verso i veicoli elettrici in Norvegia. In tutta Europa esiste una forte correlazione tra la densità della rete di stazioni di ricarica pubbliche e la quota di nuove autovetture elettriche (cfr. il grafico 7). Anche gli incentivi governativi all'acquisto possono contribuire a costituire una massa critica e creare una domanda sufficiente a incoraggiare i produttori di automobili a trasformare i propri processi produttivi. La ricerca evidenzia effetti dovuti all'interazioni tra individui (peer effect), in cui coloro che per primi adottano una tecnologia ne incoraggiano l'utilizzo anche da parte di altri (cfr., ad esempio, Bollinger et al., 2022). L'ansia da autonomia di un individuo può ridimensionarsi se si ha conoscenza diretta di proprietari di veicoli elettrici che affrontano spesso viaggi lunghi senza difficoltà.

Grafico 7

Densità della rete pubblica di ricarica nel 2024 in rapporto alle immatricolazioni di nuove auto elettriche a novembre 2025 per paese

(asse delle ascisse: densità, quantità su mille abitanti; asse delle ordinate: quota delle immatricolazioni di nuovi veicoli, valori percentuali)



Fonte: Associazione europea dei costruttori di automobili.

Note: l'asse delle ascisse riporta la densità della rete di ricarica pubblica nel 2024. Sull'asse delle ordinate è riportata la quota di nuovi veicoli elettrici e ibridi plug-in a batteria immatricolati a novembre 2025. I dati sono relativi ai 27 Stati membri dell'UE, oltre a Islanda, Norvegia, Svizzera e Regno Unito. Il punto giallo indica la media UE.

Per illustrare come le politiche strutturali possano influenzare la velocità e il costo della transizione verde, in questa sezione si utilizza la versione semplificata di un modello con cambiamenti tecnici controllati. Il modello è stato sviluppato nell'ambito di studi preliminari avviati dalla BCE (Kim Taveras et al., 2026) per comprendere l'impatto delle politiche strutturali e la transizione verde. Ispirato ad Acemoglu et al. (2012), il modello consente alle imprese di operare una scelta fra tecnologie “sporche” e “pulite” e prevede che la scelta del settore in cui introdurre l'innovazione risponda in modo endogeno alla redditività attesa. Tuttavia, le imprese devono sostenere costi fissi legati all'adozione di nuove tecnologie che scoraggiano tale passaggio; ciò genera inerzia e fa sì che esse rimangano legate alle tecnologie già in uso. Tali costi di transizione offrono una rappresentazione semplificata degli ostacoli strutturali documentati nella sezione precedente. Ciascuna delle frizioni descritte fa aumentare i costi, ritarda il rendimento degli investimenti o incrementa l'incertezza associata all'adozione di nuove tecnologie e di processi produttivi più verdi.

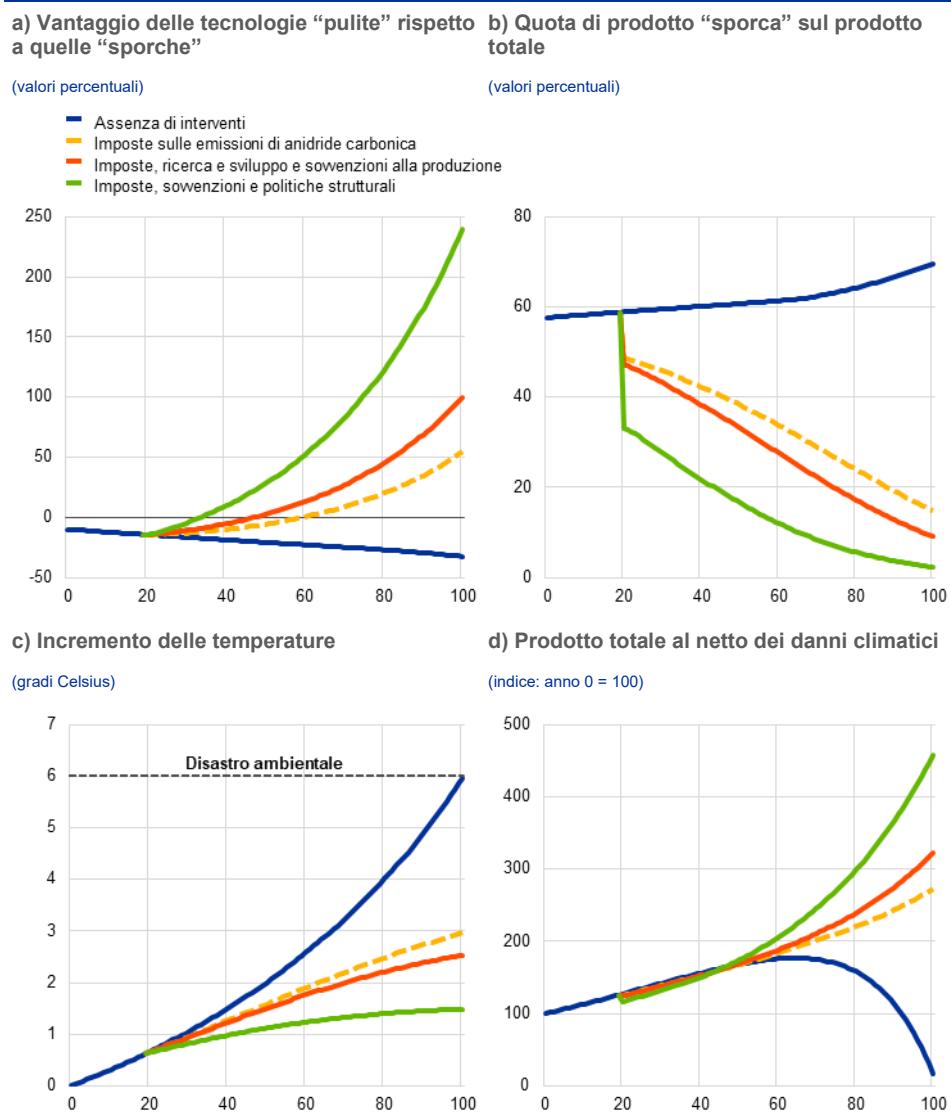
Il modello simula anche un lento riadattamento delle attività di ricerca, riproducendo squilibri tra le competenze e rallentamenti nelle fasi iniziali di adozione delle nuove tecnologie pulite. Congiuntamente, tali frizioni creano dipendenza dal percorso: una volta che un'economia si specializza in tecnologie “sporche”, gli elevati costi fissi di transizione, l'insufficienza di risorse impiegate in ricerca e sviluppo e i deboli incentivi del mercato rallentano l'innovazione e la diffusione di tecnologie pulite. Con la produzione continuativa di output “sporco” aumentano i danni climatici, e ciò fa innalzare le temperature finché il disastro ambientale non diventa inevitabile e la produzione collassa. Tale disastro ambientale si configura, quindi, come il punto in cui la qualità dell'ambiente precipita al di sotto di una soglia critica, superando un punto di non ritorno con conseguente perdita completa dell'attività economica. Nel modello la soglia è fissata a 6°C di surriscaldamento, in linea con Acemoglu et al. (2012). Il modello rappresenta

l'economia mondiale e non tiene conto, pertanto, delle pur complesse questioni riguardanti il coordinamento delle politiche a livello globale.

Sulla base di questo approccio, vengono simulati quattro scenari in cui sono progressivamente introdotte misure di policy volte a correggere il disallineamento degli incentivi privati e ad abbattere gli ostacoli strutturali alla transizione verde. Il grafico 8 mostra, per ciascuno scenario, gli andamenti dell'economia simulata nell'arco di 100 anni, prendendo in considerazione il vantaggio di tecnologie "pulite" rispetto a quelle "sporche" (cfr. il pannello a)), la quota di prodotto "sporco" rispetto al prodotto totale (cfr. il pannello b)), l'aumento della temperatura (cfr. il pannello c)) e il prodotto totale al netto dei danni climatici (cfr. il pannello d)). Il primo scenario simula un approccio non-interventista, privo di politiche di intervento. Gli scenari successivi introducono livelli di intervento progressivi, a partire dall'anno 20 per una chiara visualizzazione. Il secondo scenario introduce imposte sulle emissioni di anidride carbonica per correggere le esternalità ambientali non prezzate. Questo scenario è calibrato in modo da corrispondere allo "scenario delle politiche correnti" del *World Energy Outlook 2025* dell'Agenzia internazionale per l'energia (AIE), in cui è previsto che le temperature mondiali raggiungano un incremento di poco meno di 3°C rispetto ai livelli preindustriali, entro il 2100. Il terzo scenario incorpora, in aggiunta, sovvenzioni a ricerca e sviluppo e alla produzione "pulita" per riallineare ulteriormente gli incentivi verso un'innovazione rispettosa dell'ambiente. Qui gli interventi di policy sono calibrati in linea con lo "scenario delle politiche annunciate" dell'AIE, che incorpora un sostegno molto più consistente all'innovazione verde rispetto allo "scenario delle politiche correnti" e riflette un più elevato livello di ambizione delle politiche. In questo scenario, le temperature globali raggiungono +2,5°C entro la fine del secolo in corso. Il quarto scenario introduce anche politiche strutturali che riducono le frizioni legate al passaggio a nuove tecnologie.

Grafico 8

Risultati della simulazione della graduale introduzione di misure di policy volte ad accelerare la transizione verde



Fonte: Kim Taveras, Parker e Parraga Rodriguez (2026).

Note: l'asse delle ascisse indica il tempo espresso in anni. Pannello a): confronto fra le tecnologie calcolato come differenza nei livelli tecnologici normalizzata per il livello di tecnologia “sporca”; i valori negativi indicano livelli più elevati di tecnologia sporca. Pannello c): aumento della temperatura rispetto ai livelli preindustriali.

Si prende in esame, in primo luogo, un'economia improntata al non-interventismo per illustrare come la dipendenza dal percorso e gli incentivi privati conducano, in ultima analisi, a un disastro ambientale.

In un'economia caratterizzata da assenza di interventi di policy, gli elevati costi fissi del passaggio a nuove tecnologie e i deboli incentivi all'adozione di tecnologie pulite intrappolano le imprese in un modello produttivo “sporco”. Le imprese non internalizzano i costi ambientali e i ricercatori non tengono conto dei benefici sociali dell'innovazione pulita. Il risultato è il protrarsi della dipendenza da tecnologie ad alto rilascio di emissioni e da processi produttivi “sporchi”, nonché l'aumento delle temperature che, in ultima analisi, conduce l'economia a un disastro ambientale e al crollo del prodotto.

L'introduzione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica rallenta il ritmo della degradazione ambientale, incrementando il costo relativo dei processi produttivi inquinanti. Le imposte sulle emissioni di anidride carbonica, tuttavia, da sole non sono sufficienti ad abbattere gli ostacoli strutturali che impediscono la transizione e le difficoltà legate al coordinamento per l'adozione di nuove tecnologie pulite. Gli elevati costi fissi della transizione tecnologica, che mettono in luce problematiche legate alla complessità normativa, all'inadeguatezza delle competenze e alla carenza di finanziamenti, continuano a rallentare la riallocazione di risorse verso tecnologie pulite. In linea con Acemoglu et al. (2012), l'economia continua a convergere verso un disastro ambientale, anche se molto più lentamente rispetto allo scenario non-interventistico.

Le sovvenzioni a ricerca e sviluppo e in favore di metodi di produzione puliti consentono di riorientare l'innovazione, ridurre i costi relativi e incoraggiare il passaggio a tecnologie pulite. Alcuni esempi includono il sostegno a ricerca e sviluppo e gli incentivi e sconti per l'acquisto di nuovi veicoli elettrici. La transizione verde resta tuttavia incompleta: l'adozione di nuove tecnologie stenta ad acquisire slancio a causa degli elevati costi fissi di transizione, che mettono in luce le persistenti rigidità strutturali; inoltre, le nuove tecnologie e i metodi produttivi puliti, a livello aggregato, non sono sufficienti a correggere in modo significativo l'andamento delle emissioni e l'aumento delle temperature a esse collegato.

Nell'ultimo scenario, l'adozione di un pacchetto di misure completo, che integra le imposte sulle emissioni di anidride carbonica e i sussidi con politiche strutturali volte ad abbattere gli ostacoli che rendono difficoltoso il passaggio a nuove tecnologie, può consentire il pieno conseguimento della transizione verde. Costi di transizione inferiori consentono alle imprese di adottare tecnologie pulite su vasta scala. Come mostra il grafico 8, una volta attuato, questo ampio pacchetto di misure accelera la transizione verde, limitando sensibilmente i processi produttivi "sporchi". Nel breve periodo, i costi di implementazione iniziali riducono lievemente il prodotto totale, ma i guadagni a lungo termine sono notevoli: le politiche strutturali contengono l'aumento della temperatura e collocano l'economia su una traiettoria che, in ultima analisi, porta all'azzeramento delle emissioni nette.

Nel complesso, le simulazioni evidenziano che le politiche strutturali sono essenziali per consentire la transizione verde nella scala e alla velocità necessarie. Sebbene l'applicazione di un prezzo alle emissioni di anidride carbonica resti una misura cruciale, da sola non è sufficiente a contrastare le numerose frizioni che rallentano l'innovazione e gli investimenti in tecnologie pulite. Di fatto, accrescendo i costi sostenuti dalle imprese "sporche", essa riduce i fondi disponibili per innovazione e transizione verso metodi produttivi puliti. I risultati, tuttavia, vanno interpretati con cautela. Per esigenze di trattabilità, l'introduzione delle politiche viene simulata come un cambiamento permanente, mentre nella pratica la tempistica e la sequenza di attuazione possono variare.

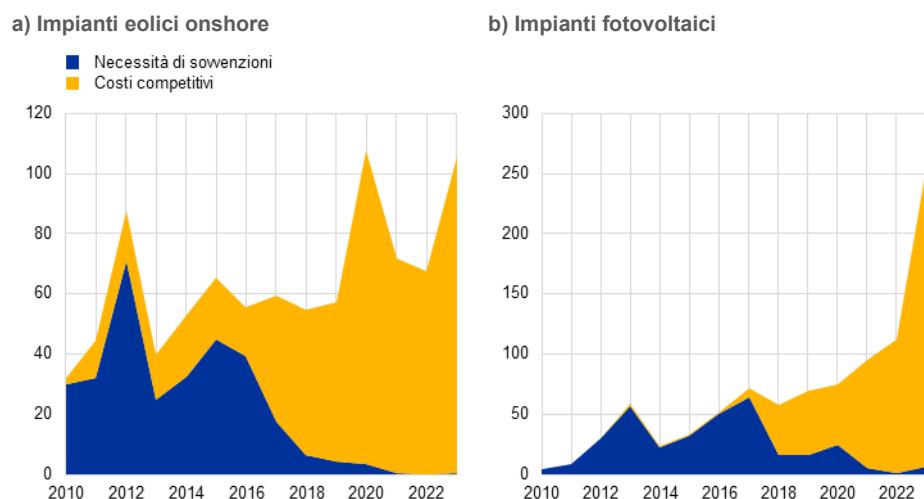
Il salto verso nuove tecnologie e metodi produttivi puliti, una volta ridotti i costi fissi di transizione, mostra che la tempestiva introduzione di misure di sostegno mirate può agevolare il superamento degli ostacoli iniziali, sbloccare

gli effetti di scala e accelerare l'apprendimento. Tali misure di sostegno non devono essere necessariamente a carattere permanente. Con la maturazione delle tecnologie e l'allineamento degli incentivi privati alla transizione verde, lo sviluppo tecnologico verde può finalmente acquisire slancio. Quando ciò accade, è opportuno revocare gradualmente le misure di sostegno, per evitare distorsioni. Tale approccio è coerente con le evidenze desunte dai dati reali: il grafico 9 mostra, ad esempio, che una quota elevata della produzione mondiale di energia solare FV ed eolica onshore ha inizialmente richiesto sovvenzioni, ma ha successivamente raggiunto livelli di competitività, in termini di costi, con le alternative basate su combustibili fossili.

Grafico 9

Introduzione su scala industriale di energia elettrica da fonti rinnovabili a livello mondiale

(gigawatt)



Fonte: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili (IRENA).

Note: per ciascun anno, a livello di progetto il costo di produzione livellato dell'energia elettrica rinnovabile di nuova introduzione viene confrontato con il controvalore medio ponderato a livello di paese o di area geografica dell'energia proveniente da combustibili fossili. Quando il costo livellato delle fonti rinnovabili è inferiore a quello dei combustibili fossili, il progetto è considerato competitivo, mentre è individuato come in necessità di sostegno quando si colloca su livelli di costo superiori.

4 Osservazioni conclusive

La transizione verde richiede una complessa combinazione di misure che coniughi l'efficace applicazione di un prezzo alle emissioni di anidride carbonica con politiche strutturali potenziate. La forte tradizione di ricerca e le capacità di innovazione dell'UE forniscono basi solide, ma il persistere di ostacoli finanziari, normativi e relativi a competenze e infrastrutture impedisce un avanzamento sufficientemente rapido verso la transizione verde. Il mancato superamento di tali ostacoli metterà a rischio l'obiettivo di azzeramento delle emissioni nette di carbonio entro il 2050 che l'UE si è impegnata a conseguire.

L'applicazione di un prezzo alle emissioni di anidride carbonica attraverso il sistema di scambio delle quote rimane il pilastro centrale delle politiche volte a internalizzare le esternalità ambientali derivanti dall'impiego dei combustibili

fossili; sono tuttavia necessari ulteriori interventi di policy per abbattere altri ostacoli. Politiche strutturali finalizzate a migliorare il contesto in cui operano le imprese, facilitando la riallocazione delle risorse e stimolando la concorrenza e l'imprenditorialità, risolverebbero in parte l'attuale incertezza normativa e favorirebbero, al contempo, l'introduzione e la diffusione di tecnologie pulite. I vincoli normativi sono più spesso citati come ostacoli agli investimenti verdi piuttosto che ad altri tipi di investimenti. La semplificazione normativa, e in particolare una considerevole accelerazione dei processi autorizzativi, agevolerebbe le imprese nell'effettuare gli investimenti necessari a decarbonizzare i processi produttivi.

È plausibile che tali misure sortiscano anche vantaggi economici più ampi, dato che molti degli impedimenti di carattere strutturale che ostacolano la transizione verde gravano anche sulla produttività, sulla competitività e sulla capacità di innovazione di lungo periodo in Europa. Pertanto, molte di queste riforme daranno slancio anche all'innovazione e all'adozione di altre tecnologie, come la digitalizzazione dei processi. Incrementando il potenziale di crescita e la produttività a lungo termine, tali politiche possono anche creare margini di bilancio per sostenere gli investimenti verdi pubblici o attenuare i costi sociali della transizione.

Tuttavia, se è vero che si rende necessaria una semplificazione normativa per ridurre i costi, occorre tenere presente che la revoca o il differimento di politiche ambientali già in atto per conseguire gli obiettivi climatici dell'UE possono essere dannosi. Tanto la ricerca accademica quanto le dichiarazioni rese dalle imprese negli annunci degli utili agli investitori evidenziano come l'incertezza normativa in materia di clima rappresenti un considerevole ostacolo all'innovazione e agli investimenti verdi.

In prospettiva, l'impegno delle politiche ad agevolare la transizione verde deve essere considerato non soltanto come una necessità per l'ambiente ma anche come una strategia economica. Il rafforzamento dell'ecosistema dell'innovazione, il potenziamento delle tecnologie pulite e la riduzione della frammentazione normativa all'interno dell'UE consentirebbero di consolidare la resilienza energetica e la competitività industriale dell'Europa, limitando altresì l'esposizione delle famiglie e delle imprese europee alla volatilità dei mercati dei combustibili fossili. Attivandosi subito per l'abbattimento di questi ostacoli strutturali, l'UE può posizionarsi su un percorso più stabile verso un modello economico sostenibile e più dinamico.

Riferimenti bibliografici

Acemoglu, D., Aghion, P., Bursztyn, L. e Hemous, D. (2012), "The Environment and Directed Technical Change", *American Economic Review*, vol. 102, n. 1, febbraio, pagg. 131-166.

Agenzia europea dell'ambiente (2025), "Economic losses from weather- and climate-related extremes in Europe", 31 ottobre 2025.

Agenzia internazionale per l'energia (2024), *Energy Technology Perspectives 2024*, ottobre.

Agenzia internazionale per l'energia (2025), *World Energy Outlook 2025*, novembre.

Agenzia internazionale per le energie rinnovabili (2025), *Renewable Power Generation Costs in 2024*, Abu Dhabi.

Aghion, P., Hepburn, C., Teytelboym, A. e Zenghelis, D. (2019), "Path dependence, innovation and the economics of climate change", in Fouquet, R. (a cura di), *Handbook on Green Growth*, Edward Elgar Publishing, pagg. 67-83.

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

Albanese, M., Busato, F. e Cisco, G. (2025), "Green Transition, Skills Heterogeneity, and Inequality", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 25, n. 2., agosto.

Andersson, M., Köhler-Ulbrich, P. e Nerlich, C. (2025), *Fabbisogno di investimenti verdi nell'UE e relativo finanziamento*, articolo 3 nel numero 1/2025 di questo Bollettino.

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

Banca centrale europea (2025), *The euro area bank lending survey – Second quarter of 2025*, luglio.

Banca europea per gli investimenti (2024), *Indagine della BEI sugli investimenti 2024 - Unione europea - Quadro generale*, ottobre.

Banet, C. e Willems, B. (2023), *Scaling up Offshore Wind Energy in Europe*, Centre on Regulation in Europe (CERRE), ottobre.

Basaglia, P., Berestycki, C., Carattini, S., Dechezleprêtre, A. e Kruse, T. (2025), "Climate Policy Uncertainty and Firms' and Investors' Behavior", *CESifo Working Papers*, n. 11782, CESifo Network, aprile.

Benatti, N., Groiss, M., Kelly, P. e Lopez-Garcia, P. (2024), "The impact of environmental regulation on clean innovation: are there crowding out effects?", *Working Paper Series*, n. 2946, BCE (di prossima pubblicazione in *Energy Economics*).

Black, S., Liu, A.A., Parry, I. e Vernon, N. (2023), "IMF Fossil Fuel Subsidies Data: 2023 Update", *IMF Working Paper*, n. 23/169, Fondo monetario internazionale, agosto.

- Bollinger, B., Gillingham, K., Kirkpatrick, A.J. e Sexton, S. (2022), "Visible and Peer Influence in Durable Good Adoption", *Marketing Science*, vol. 41, n. 3, febbraio, pagg. 453-476.
- De Haas, R. e Popov, A. (2023), "Finance and Green Growth", *The Economic Journal*, vol. 133, n. 650, febbraio, pagg. 637-668.
- Dechezleprêtre, A., Martin, RR e Mohnen, MM (2013), "Knowledge spillovers from clean and dirty technologies: a patent citation analysis", *Centre for Climate Change Economics and Policy Working Paper*, n. 151, *Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment Working Paper*, n. 135, settembre.
- Draghi, M. (2024), *The future of European competitiveness*, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea.
- Dugoua, E. e Moscona, J. (2025), "Innovation, Technology and Climate Policy", in Barrage, L. e Hsiang, S. (a cura di), *Handbook of Climate Change Economics*, vol. 2, di prossima pubblicazione.
- Filip, M-D., Momferatou, D. e Parraga Rodriguez, S. (2025), *Competitività europea: il ruolo delle istituzioni e le motivazioni per le riforme strutturali*, articolo 1 nel numero 1/2025 di questo Bollettino.
- Kim Taveras, I., Parker, M. e Parraga Rodriguez, S. (2026), "Structural factors, innovation and the green transition", mimeo, Banca centrale europea.
- Köhler-Ulbrich, P., Schuster, Y. e Tushteva, N. (2025), "Climate performance matters for bank credit in the euro area", *Il Blog della BCE*, BCE, 10 novembre.
- Kotz, M., Donat, M.G, Lancaster, T., Parker, M., Smith, P., Taylor, A. e Vetter, S.H. (2025), "Climate extremes, food price spikes, and their wider societal risks", *Environmental Research Letters*, vol. 20, n. 8, luglio.
- Lagarde, C. (2025), "Europe's road to renewables", intervento pronunciato alla Norges Bank's Climate Conference di Oslo, Norvegia, 21 ottobre 2025.
- LinkedIn (2025), "Hiring for green talent continues to grow at twice the pace of skills in the workforce".
- Marotta, F., Pagliari, M.S. e de Winter, J. (2025), "Commitment vs Credibility: Macroeconomic Effects of Climate Policy Uncertainty", *DNB Working Paper*, n. 840, De Nederlandsche Bank, settembre.
- McKinsey (2023), "What would it take to scale critical climate technologies?", *McKinsey Sustainability Report*, dicembre.
- McKinsey (2024), "A radical approach to cost reduction at climate tech companies", *McKinsey Sustainability Article*, giugno.
- Nerlich, C. et al. (2025), "Investing in Europe's green future – Green investment needs, outlook and obstacles to funding the gap", *Occasional Paper Series*, n. 367, BCE.

Noailly, J. e Smeets, R. (2021), "Financing Energy Innovation: Internal Finance and the Direction of Technical Change", *Environmental and Resource Economics*, vol. 83, n. 1, settembre, pagg. 145-169.

Organizzazione meteorologica mondiale (2025), "State of the Global Climate 2024", *WMO Report*, n. 1368.

Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo (2024), *OECD Employment Outlook 2024 The Net-Zero Transition and the Labour Market*, OECD Publishing, Parigi.

Piotrowski, M. e Gislén, M. (2024), "How permitting processes are hampering Europe's energy transition", World Economic Forum, 17 settembre.

Quentin, J. (2025), *Status of Onshore Wind Energy Development in Germany – First Half of 2025*, Fachagentur Wind und Solar e.V., luglio.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

Composizione dei dati per l'area dell'euro

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

2 Attività economica

2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

Totale	PIL											
	Domanda interna		Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾		Saldo con l'estero ¹⁾				
	Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2022	13.757,9	13.486,6	7.258,1	2.941,9	3.017,6	1.555,4	871,5	584,5	269,0	-271,3	7.421,7	7.150,4
2023	14.663,8	14.137,9	7.750,4	3.097,3	3.215,1	1.642,0	929,2	637,6	75,0	-525,9	7.378,5	6.852,5
2024	15.231,4	14.563,9	8.029,7	3.259,9	3.210,1	1.648,4	923,0	632,4	64,2	-667,5	7.489,3	6.821,8
2024 4° trim.	3.866,2	3.705,1	2.032,0	830,6	815,6	416,4	232,3	165,3	26,9	-161,1	1.885,7	1.724,5
2025 1° trim.	3.905,7	3.747,3	2.055,0	835,9	837,0	421,4	232,0	182,0	19,4	-158,4	1.931,3	1.772,9
2° trim.	3.936,6	3.776,9	2.066,6	845,7	829,2	423,5	234,2	169,9	35,4	-159,7	1.911,8	1.752,1
3° trim.	3.969,6	3.815,3	2.080,4	857,1	841,3	426,9	237,4	175,3	36,5	-154,3	1.926,1	1.771,8
in percentuale del PIL												
2024	100,0	95,6	52,7	21,4	21,1	10,8	6,1	4,2	0,4	-4,4	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2025 1° trim.	0,6	0,5	0,2	0,0	2,6	0,5	0,0	11,4	-	-	2,3	2,3
2° trim.	0,1	0,3	0,3	0,4	-1,7	0,0	0,6	-8,5	-	-	-0,4	0,0
3° trim.	0,3	0,5	0,1	0,7	1,0	0,1	1,1	3,1	-	-	0,8	1,4
4° trim.	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2022	3,6	4,0	5,3	1,3	2,1	-0,1	4,1	4,9	-	-	7,3	8,4
2023	0,4	0,1	0,5	1,5	2,4	1,0	2,3	6,3	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,3	2,2	-2,0	-1,5	-2,0	-3,3	-	-	0,6	-0,1
2025 1° trim.	1,6	2,3	1,5	2,1	2,4	0,4	-0,4	11,3	-	-	2,5	4,0
2° trim.	1,5	2,6	1,6	1,5	3,2	1,1	-0,7	15,8	-	-	0,6	2,8
3° trim.	1,4	1,8	1,1	1,7	2,6	1,6	2,6	5,3	-	-	2,8	3,8
4° trim.	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali												
2025 1° trim.	0,6	0,5	0,1	0,0	0,5	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,1	-	-
2° trim.	0,1	0,3	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,2	-	-
3° trim.	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,3	-	-
4° trim.	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2022	3,6	3,9	2,8	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	0,3	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,3	-1,0	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025 1° trim.	1,6	2,2	0,8	0,5	0,5	0,0	0,0	0,5	0,4	-0,5	-	-
2° trim.	1,5	2,5	0,8	0,3	0,7	0,1	0,0	0,6	0,7	-1,0	-	-
3° trim.	1,4	1,7	0,6	0,4	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,3	-	-
4° trim.	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicolatura 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	12.365,4	217,8	2.423,2	647,7	2.360,6	638,7	543,7	1.340,4	1.491,1	2.319,4	382,8	1.392,5
2023	13.266,0	224,3	2.616,0	710,9	2.463,1	697,3	600,3	1.472,4	1.614,6	2.455,4	411,8	1.397,8
2024	13.715,2	233,5	2.579,1	731,4	2.550,1	734,1	633,3	1.536,5	1.690,4	2.594,9	431,9	1.516,2
2024 4° trim.	3.480,2	59,6	661,3	183,8	644,2	187,2	159,3	386,0	428,4	661,2	109,2	386,0
2025 1° trim.	3.508,9	60,3	665,5	186,9	648,4	188,9	161,1	387,7	431,1	668,4	110,5	396,8
2° trim.	3.541,7	62,0	666,4	189,6	654,7	191,1	161,2	390,7	436,2	677,4	112,3	394,9
3° trim.	3.567,6	62,6	665,9	190,7	658,2	193,6	164,9	392,9	441,6	684,1	113,1	401,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2024	100,0	1,7	18,8	5,3	18,6	5,4	4,6	11,2	12,3	18,9	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2024 4° trim.	0,3	0,7	0,2	0,1	0,2	0,9	0,3	0,4	-0,1	0,6	-1,0	1,6
2025 1° trim.	0,6	1,3	1,9	0,6	0,3	0,8	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,2
2° trim.	0,2	-0,8	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,8	0,1	0,3	0,2	0,3	0,0
3° trim.	0,3	0,5	-0,1	0,0	0,4	1,0	0,8	0,2	0,5	0,3	0,2	-0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2022	4,0	-0,5	0,7	-0,4	8,8	6,6	-2,1	2,4	5,9	2,8	17,3	0,7
2023	0,7	-2,7	-1,7	1,7	-0,2	6,7	-2,7	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,8
2024	0,9	-0,5	-0,7	-0,7	0,9	2,9	1,7	1,6	1,8	1,5	1,6	0,5
2024 4° trim.	1,0	0,3	-0,6	-0,9	1,1	2,7	2,1	1,5	1,0	1,8	2,0	5,0
2025 1° trim.	1,5	1,0	3,0	-0,4	0,9	3,4	0,2	0,9	1,2	1,7	1,3	2,6
2° trim.	1,4	1,1	2,9	0,2	1,1	3,6	-0,3	0,8	0,7	1,3	1,1	2,8
3° trim.	1,4	1,7	2,3	0,8	1,3	3,2	0,7	0,8	1,0	1,3	-0,2	1,1
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2024 4° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2025 1° trim.	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2022	4,0	0,0	0,1	0,0	1,6	0,4	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 4° trim.	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	-
2025 1° trim.	1,5	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
2° trim.	1,4	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
3° trim.	1,4	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2 Attività economica

2.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale		Per status occupazionale		Per settore di attività									
	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														
percentuale sul totale delle persone occupate														
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	6,5	
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,3	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	
variazioni percentuali sul periodo corrispondente														
2022	2,4	2,5	1,4	-0,7	1,2	3,6	3,3	5,8	0,1	3,5	3,9	1,5	1,1	
2023	1,5	1,6	1,1	-1,1	0,8	1,6	2,0	4,1	0,7	2,0	1,8	1,3	1,7	
2024	0,9	1,0	0,6	-0,9	0,3	0,9	1,1	2,0	1,5	-0,6	0,7	1,5	0,7	
2024 4° trim.	0,7	0,8	0,3	-2,3	0,1	0,7	1,2	1,3	1,7	0,3	0,1	1,4	0,3	
2025 1° trim.	0,8	0,9	0,1	-1,4	-0,2	0,8	0,6	1,0	1,5	3,0	0,7	1,4	1,0	
2° trim.	0,7	0,7	0,9	-1,9	-0,3	1,1	0,9	0,5	1,3	3,4	1,0	1,1	0,3	
3° trim.	0,6	0,7	0,5	-1,6	-0,2	1,4	0,5	-0,1	1,3	2,7	0,9	1,0	0,8	
Ore lavorate														
percentuale sul totale delle ore lavorate														
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,0	3,5	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9	
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,1	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	25,1	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	5,9	
variazioni percentuali sul periodo corrispondente														
2022	3,8	3,9	3,3	-1,0	1,3	4,3	7,6	6,2	-0,6	5,7	4,7	1,1	4,8	
2023	1,7	2,0	0,6	-1,4	1,1	1,3	2,0	4,0	0,8	1,6	2,1	1,9	2,4	
2024	1,1	1,2	0,6	-0,6	0,3	1,1	1,1	2,2	1,5	0,0	1,2	1,8	1,1	
2024 4° trim.	1,0	1,2	0,2	-1,6	-0,1	0,8	1,2	1,6	0,9	1,9	0,8	1,9	1,2	
2025 1° trim.	0,4	0,6	-0,7	-2,4	-0,8	0,6	0,2	1,0	1,0	2,4	0,4	1,2	1,7	
2° trim.	0,3	0,4	-0,1	-2,6	-0,8	1,3	0,3	0,2	1,0	2,5	0,6	0,7	1,2	
3° trim.	0,8	0,8	0,5	-2,3	0,0	1,5	0,7	-0,4	1,2	3,8	1,1	1,1	1,7	
Ore lavorate per persona occupata														
variazioni percentuali sul periodo corrispondente														
2022	1,3	1,3	1,8	-0,3	0,1	0,7	4,2	0,4	-0,7	2,2	0,8	-0,4	3,7	
2023	0,2	0,4	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,3	0,6	0,6	
2024	0,2	0,2	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,3	0,4	
2024 4° trim.	0,2	0,4	-0,1	0,7	-0,2	0,1	0,0	0,3	-0,8	1,6	0,6	0,6	0,9	
2025 1° trim.	-0,4	-0,2	-0,8	-1,0	-0,6	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,6	-0,3	-0,2	0,6	
2° trim.	-0,4	-0,2	-1,0	-0,7	-0,6	0,2	-0,5	-0,3	-0,9	-0,3	-0,4	-0,4	0,8	
3° trim.	0,1	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,1	0,2	-0,3	-0,1	1,0	0,3	0,1	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				
		1	2		6	7	8	9	10	11	12	13	in perc. del totale dei posti di lavoro		
in perc. del totale nel 2024		100,0		78,7		21,3		51,2		48,8				14	
2022	167,404	3,1	11,369	6,8	2,7	9,124	6,0	2,245	14,6	5,718	6,4	5,651	7,2	3,2	
2023	169,704	2,9	11,166	6,6	2,4	8,874	5,8	2,292	14,5	5,644	6,3	5,522	6,9	3,1	
2024	171,293	2,8	10,918	6,4	2,1	8,596	5,5	2,322	14,6	5,592	6,1	5,326	6,6	2,6	
2024 4° trim.	171,634	2,8	10,634	6,2	2,0	8,359	5,4	2,275	14,4	5,469	6,0	5,165	6,4	2,5	
2025 1° trim.	172,628	2,8	10,988	6,4	2,1	8,630	5,5	2,358	14,8	5,609	6,1	5,379	6,6	2,4	
2° trim.	173,027	2,8	11,092	6,4	2,1	8,756	5,6	2,336	14,7	5,735	6,2	5,357	6,6	2,3	
3° trim.	173,021	2,8	11,110	6,4	2,0	8,750	5,6	2,360	14,9	5,694	6,2	5,416	6,7	2,1	
2025 lug.	-	-	11,092	6,3	-	8,777	5,5	2,315	14,5	5,709	6,1	5,383	6,5	-	
ago.	-	-	11,083	6,3	-	8,761	5,5	2,322	14,6	5,709	6,1	5,374	6,5	-	
set.	-	-	11,100	6,3	-	8,751	5,5	2,348	14,7	5,723	6,1	5,377	6,5	-	
ott.	-	-	11,044	6,3	-	8,705	5,4	2,339	14,7	5,712	6,1	5,333	6,5	-	
nov.	-	-	10,957	6,2	-	8,674	5,4	2,283	14,4	5,698	6,1	5,258	6,4	-	
dic.	-	-	10,892	6,2	-	8,622	5,4	2,271	14,3	5,673	6,1	5,219	6,3	-	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Laddove i dati annuali e trimestrali desunti dall'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, essi vengono stimati come medie semplici ricavate da dati mensili.

Per effetto dell'applicazione del regolamento sulle statistiche sociali europee integrate le serie presentano un'interruzione a partire dal primo trimestre del 2021. Per questioni tecniche legate all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate presso le famiglie, tra cui l'indagine sulle forze di lavoro, i dati relativi all'area dell'euro comprendono i dati per la Germania a partire dal primo trimestre del 2020, che non corrispondono a stime dirette tratte dai microdati dell'indagine sulle forze di lavoro, ma si basano su un campione più ampio comprendente i dati di altre indagini integrate sulle famiglie.

2) Non destagionalizzati.

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

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

2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

in perc. del totale nel 2021	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						Vendite al dettaglio								
	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici			Alimenti, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante							
	1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	13			
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	100,0				
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente																	
2023	-1,7	-1,2	-6,2	3,2	-1,0	-5,3	2,0	-1,8	-2,5	-0,9	-1,6	2,3	14,6				
2024	-3,1	-3,3	-3,9	-5,0	-0,1	-0,1	-1,0	1,3	0,7	1,8	0,5	1,6	-0,1				
2025													1,1				
2025 1° trim.	1,5	1,5	-1,0	-1,6	9,4	0,5	-0,3	2,4	1,4	3,2	1,7	2,8	-2,7				
2° trim.	1,3	1,3	-1,3	0,5	5,9	1,0	0,8	3,0	2,1	3,7	4,0	2,4	-0,7				
3° trim.	1,5	1,6	-0,6	1,1	4,9	0,3	0,5	1,9	0,9	2,9	1,4	2,6	6,2				
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,6
2025 lug.	1,9	2,1	-0,9	2,1	6,0	0,1	0,7	2,7	0,9	4,1	2,2	2,8	6,8				
ago.	1,2	1,5	-1,6	-0,1	7,2	-0,8	1,1	1,7	1,0	2,7	0,8	2,2	7,7				
set.	1,2	1,2	0,4	1,1	1,9	1,7	-0,3	1,3	0,7	1,7	1,1	2,7	4,2				
ott.	1,6	1,1	1,1	0,3	2,4	4,8	2,0	2,0	1,2	2,9	2,0	2,1	5,1				
nov.	2,4	2,3	1,1	3,5	2,6	0,1	-0,8	2,3	1,1	3,6	1,3	.	5,7				
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,0
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)																	
2025 lug.	0,7	1,0	0,5	1,9	2,0	-1,9	0,6	-0,1	-0,7	0,6	-1,3	0,3	5,0				
ago.	-1,1	-1,0	-0,2	-1,9	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,4	-0,5	-0,3	-0,3	0,6				
set.	0,3	-0,2	0,3	0,1	-2,3	1,2	-0,7	0,2	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,4				
ott.	0,7	0,3	0,8	0,5	-0,1	1,4	1,7	0,3	0,5	0,3	0,5	0,3	0,4				
nov.	0,6	0,9	0,3	2,7	-0,7	-2,5	-1,1	0,1	-0,1	0,5	-0,1	.	3,7				
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-5,3

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

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

2 Attività economica

2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)						
	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi	
	Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)
1	2	3	4	5	6	7	8
1999-2021							
2023	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3
2025	96,0	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1
2025 2° trim.	94,7	-10,8	77,5	-14,3	-3,0	-7,7	2,7
3° trim.	95,9	-10,0	77,8	-13,6	-3,0	-6,7	3,9
4° trim.	97,4	-8,5	77,9	-12,9	-1,4	-6,3	5,4
2026 1° trim.			77,8				89,7
2025 ago.	95,6	-9,9	.	-14,0	-3,1	-6,2	3,7
set.	96,1	-9,9	.	-13,4	-3,0	-7,5	4,2
ott.	97,3	-8,0	77,9	-12,6	-2,2	-6,7	4,4
nov.	97,5	-8,9	.	-12,8	-1,2	-5,5	5,9
dic.	97,2	-8,5	.	-13,2	-0,9	-6,6	5,8
2026 gen.	99,4	-6,8	77,8	-12,4	-0,9	-5,7	7,2
							89,7

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

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

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

Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾	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	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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				
2022	13,5	90,7	0,8	2,1	12,6	2,4	8,0	37,9	5,2	72,6	5,0	9,7	3,4	
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,2	1,9	37,1	5,9	68,5	1,6	3,6	0,7	
2024	15,2	81,7	2,4	2,2	-2,7	6,0	5,5	35,6	4,3	67,0	1,8	-2,4	0,8	
2024 4° trim.	15,2	81,7	2,2	2,2	-1,4	6,0	5,5	35,6	4,3	67,0	1,8	2,2	0,8	
2025 1° trim.	15,2	81,3	1,1	2,4	0,1	5,4	6,0	35,5	4,0	67,0	2,8	8,1	1,8	
2° trim.	15,2	81,5	1,4	2,6	2,9	5,5	5,4	35,4	3,6	66,2	2,5	12,3	1,6	
3° trim.	15,2	81,4	0,8	2,6	2,9	4,8	4,9	35,2	3,5	65,9	2,2	7,2	1,5	

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

2 Attività economica

2.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro (miliardi di euro; dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente										Conto capitale ¹⁾		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	12	13
2024 4° trim.	1.482,6	1.409,0	73,7	703,3	624,6	383,2	336,0	346,9	347,1	49,2	101,3	35,7	23,8
2025 1° trim.	1.551,1	1.475,8	75,3	753,5	642,8	391,6	361,1	357,8	381,5	48,3	90,3	32,0	26,6
2° trim.	1.503,5	1.419,8	83,7	716,9	630,0	387,5	349,0	349,8	344,7	49,1	96,1	18,6	17,3
3° trim.	1.467,6	1.421,8	45,8	721,4	626,5	382,1	355,9	316,9	342,5	47,2	96,9	23,5	20,5
2025 giu.	500,5	469,9	30,6	237,4	214,3	130,6	116,0	115,8	107,4	16,7	32,3	6,9	6,6
lug.	489,2	471,9	17,3	239,6	209,8	126,6	118,5	107,6	111,4	15,4	32,2	8,8	5,4
ago.	486,6	474,1	12,5	238,6	207,7	128,0	119,0	104,5	115,2	15,6	32,2	5,5	6,3
set.	491,8	475,7	16,1	243,2	209,1	127,6	118,3	104,8	115,8	16,3	32,5	9,2	8,8
ott.	495,0	468,2	26,7	235,1	202,5	128,1	114,9	116,1	119,0	15,7	31,9	7,6	4,7
nov.	493,4	484,9	8,6	234,6	210,9	128,3	116,6	113,1	124,7	17,4	32,7	9,2	4,7
transazioni cumulate su 12 mesi													
2025 nov.	6.006,1	5.739,2	266,9	2.896,4	2.521,9	1.548,1	1.410,8	1.368,1	1.424,0	193,6	382,6	111,5	87,4
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2025 nov.	38,3	36,6	1,7	18,5	16,1	9,9	9,0	8,7	9,1	1,2	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.)						
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria:				
			1	2	3		4	5	6	7	8	9	10	11
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2024 4° trim.	1,3	2,5	716,4	336,2	139,9	226,7	595,0	687,4	382,2	113,9	172,8	496,6	71,0	
2025 1° trim.	8,0	7,9	768,8	377,4	145,5	230,8	640,5	708,7	400,0	115,2	178,1	508,5	67,7	
2° trim.	0,0	1,8	724,9	338,4	139,3	229,5	604,2	692,2	383,1	117,7	176,4	506,2	59,4	
3° trim.	1,5	1,9	724,4	339,2	145,6	223,5	601,2	689,7	377,2	119,4	175,8	509,1	63,0	
2025 giu.	0,7	7,0	237,7	108,7	46,5	76,1	197,2	234,8	128,4	40,4	60,3	173,0	19,1	
lug.	0,6	2,9	239,0	109,8	49,5	75,2	197,9	232,0	127,6	39,9	59,4	170,6	21,7	
ago.	-4,4	-3,4	237,2	109,0	47,8	74,1	196,0	227,2	124,1	39,3	57,7	167,5	20,4	
set.	7,8	6,0	248,2	120,4	48,3	74,2	207,3	230,5	125,6	40,2	58,7	170,9	20,8	
ott.	0,8	-3,5	236,3	109,3	47,2	74,3	194,9	222,6	120,1	39,7	55,2	166,8	18,1	
nov.	-3,4	-1,3	238,8	-	-	-	195,3	228,1	-	-	-	166,2	-	
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2024 4° trim.	-2,3	1,7	93,9	87,4	90,7	108,0	94,3	100,4	95,7	98,5	110,1	100,5	135,1	
2025 1° trim.	0,8	2,2	98,1	93,6	94,4	108,2	98,7	100,8	96,3	98,3	110,8	101,1	129,2	
2° trim.	-2,6	1,2	94,2	87,3	90,5	108,9	94,3	100,9	95,4	101,7	111,3	101,5	134,8	
3° trim.	0,5	3,1	95,2	88,6	94,7	106,6	95,2	101,7	96,0	103,9	111,1	102,9	137,4	
2025 mag.	-0,5	0,0	95,7	89,6	91,7	109,3	96,0	100,0	94,8	99,4	110,2	100,0	135,9	
giu.	-1,2	6,5	93,3	85,0	90,6	109,6	93,1	103,1	96,6	105,1	115,2	104,1	134,2	
lug.	0,1	3,8	94,8	86,3	96,3	107,9	94,9	101,9	96,4	103,8	111,3	103,0	136,4	
ago.	-5,5	-1,3	93,8	86,0	94,5	106,2	93,5	101,3	95,8	103,8	110,1	102,6	136,5	
set.	6,3	6,4	96,8	93,3	93,2	105,9	97,3	101,9	95,8	104,2	112,0	103,2	139,2	
ott.	-0,2	-2,8	92,8	84,9	90,9	106,2	92,4	98,4	91,9	103,7	105,4	100,3	128,8	

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 comple- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati	
		1	2									12	13	
in perc. del totale nel 2024		100,0	100,0	70,6	54,9	45,1	100,0	14,2	5,3	25,5	9,9	45,1	86,8	11,1
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	-	5,4	5,5
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	-	2,2	2,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	-	2,1	2,0
2025 1° trim.	98,9	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,9	0,9	2,2	2,2
2° trim.	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,0	0,1	-4,1	0,9	1,9	1,9	1,9
3° trim.	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,7	1,0	0,3	0,3	0,7	2,0	2,0	2,0
4° trim.	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,9	2,0	2,0	2,0
2025 ago.	100,4	2,0	2,3	1,1	3,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,7	0,3	2,0	1,9	1,9
set.	100,5	2,2	2,4	1,4	3,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,3	2,2	2,1	2,1
ott.	100,7	2,1	2,4	1,0	3,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	2,1	2,0	2,0
nov.	100,5	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,0	0,0	1,0	0,3	2,1	2,1	2,1
dic.	100,6	2,0	2,3	0,7	3,4	0,1	0,0	0,6	-0,1	-0,9	0,3	1,9	1,8	1,8
2026 gen. ³⁾	100,1	1,7	2,2	.	3,2	0,2	0,1	0,8	0,1	0,7	0,1	.	.	.

	Beni						Servizi							
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto		Di comunicazione		Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	20	Di locazione	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2024	19,5	14,2	5,3	35,5	25,5	9,9	9,6	5,6	7,5	2,4	16,3	9,4	.	.
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0	.	.
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0	.	.
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9	.	.
2025 1° trim.	2,6	2,7	2,5	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,7	4,2	4,1	.	.
2° trim.	3,1	2,8	3,8	-0,5	0,5	-3,2	3,3	3,0	4,4	-1,8	3,8	3,9	.	.
3° trim.	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8	.	.
4° trim.	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,6	3,7	.	.
2025 ago.	3,2	2,7	4,4	0,0	0,7	-2,0	3,2	2,9	3,6	-1,3	3,1	3,8	.	.
set.	3,0	2,7	3,9	0,5	0,7	-0,4	3,2	2,9	3,3	0,3	3,4	3,7	.	.
ott.	2,5	2,4	2,7	0,2	0,6	-0,9	3,2	2,9	3,9	1,0	3,4	3,7	.	.
nov.	2,4	2,3	2,7	0,2	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,3	0,4	3,9	3,7	.	.
dic.	2,5	2,1	3,5	-0,3	0,3	-1,9	3,2	3,0	3,8	0,5	3,5	3,6	.	.
2026 gen. ³⁾	2,7	2,1	4,2	.	0,4	-4,1	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

3) 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	14	15	16			
100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7									
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,1	-8,2					
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,1	2,0	-4,5					
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8								
2025 1° trim.	127,8	2,4	0,7	1,3	0,9	1,7	2,1	1,6	1,6	5,4	0,7	5,3						
2° trim.	123,5	0,6	-0,1	1,1	0,3	1,7	2,3	2,1	1,4	-0,4	0,6	5,1						
3° trim.	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,0	5,1						
4° trim.	124,6	-1,2	0,5	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,7	-6,0								
2025 lug.	124,6	0,3	0,1	1,0	-0,2	1,8	2,4	2,0	1,6	-0,7								
ago.	124,1	-0,6	0,3	0,9	-0,2	1,7	2,4	2,1	1,6	-3,8								
set.	124,0	-0,1	0,9	0,9	-0,1	1,8	2,3	1,9	1,5	-2,1								
ott.	124,1	-0,4	0,5	0,9	0,3	1,7	2,1	1,3	1,5	-3,4								
nov.	125,1	-1,3	0,8	1,0	0,5	1,8	2,0	0,9	1,9	-6,0								
dic.	124,7	-2,0	0,3	1,0	0,8	1,7	1,9	0,5	1,8	-8,4								

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

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

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

in perc. del totale	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)						
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾								
			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	16	
100,0									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6		
2023	113,9	6,1	4,8	6,3	3,7	4,1	0,7	-2,2	83,7	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0	
2024	117,3	3,0	2,4	2,3	2,9	1,9	0,9	-0,4	82,0	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5	
2025	.	.	.	.	.	.	.	.	69,9	2,5	4,3	0,5	1,6	2,6	0,2
2025 1° trim.	119,0	2,2	2,1	2,0	2,7	1,7	2,2	2,0	76,7	20,0	28,2	11,4	19,2	24,8	12,2	
2° trim.	119,7	2,4	2,1	1,9	2,7	2,1	0,5	-0,3	68,9	-2,0	1,9	-6,2	-2,3	0,6	-6,0	
3° trim.	120,4	2,4	2,2	2,1	2,6	1,8	0,2	-0,6	69,9	-0,7	-0,2	-1,1	-1,8	-1,8	-1,9	
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	64,3	-5,9	-10,0	-1,3	-7,1	-10,6	-2,6
2025 ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,1	1,2	2,4	-0,1	-0,4	-0,1	-0,8	
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	0,1	0,8	-0,6	-1,7	-1,8	-1,6	
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-2,1	-3,4	-0,8	-3,9	-5,3	-2,0	
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-5,0	-8,8	-0,7	-6,4	-9,7	-2,1	
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-10,4	-16,9	-2,5	-10,8	-15,9	-3,7	
2026 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2							

Fonti: Eurostat, eleborazioni 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	
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				5		
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni			
	1	2	3	4	5		
1999-2021	33,8	25,7	11,4	21,4		33,9	
2023	9,0	28,8	19,6	15,0		75,6	
2024	6,1	14,6	15,1	4,7		55,9	
2025	9,0	16,9	13,9	4,7		48,9	
2025 1° trim.	10,4	17,0	15,4	4,8		50,0	
2° trim.	8,3	16,3	13,6	3,4		49,2	
3° trim.	7,8	16,8	13,3	3,0		48,0	
4° trim.	9,5	17,4	13,5	7,8		48,4	
2025 ago.	6,9	16,7	14,4	1,1		47,3	
set.	7,4	16,9	12,2	4,6		47,6	
ott.	7,8	16,1	12,3	6,7		48,0	
nov.	9,9	18,3	13,7	7,9		48,0	
dic.	10,8	17,8	14,5	8,8		49,1	
2026 gen.	10,0	16,4	14,1	8,7		46,9	

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

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			1	2	Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	
					3	4	
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	7
2022	105,6	4,5	3,7	6,9	5,0	3,4	2,9
2023	110,4	4,6	4,5	4,8	4,9	4,0	4,4
2024	115,6	4,7	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2024 4° trim.	122,5	3,7	4,1	2,6	4,0	3,2	4,1
2025 1° trim.	112,3	3,7	3,6	3,9	4,2	2,6	2,5
2° trim.	124,2	3,9	3,8	4,3	4,4	3,0	4,0
3° trim.	115,5	3,3	3,0	4,0	3,3	3,1	1,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

3 Prezzi e costi

3.6 Costo del lavoro per unità di prodotto, retribuzione per input di lavoro e produttività del lavoro (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

Totale (indice: 2020 =100)	Totale	Per settore di attività										
		Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministra- tive e servizi di supporto	Amministrazio- ne 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	102,8	3,2	4,2	4,5	8,4	0,7	2,1	5,4	6,0	3,7	2,1	-6,7
2023	109,4	6,4	6,3	8,4	4,6	7,6	2,4	9,7	3,3	5,5	5,1	3,4
2024	114,3	4,5	3,3	5,4	5,9	4,5	3,0	3,5	1,1	3,6	4,7	3,9
2024 4° trim.	115,5	3,5	2,1	4,6	5,7	4,3	3,0	1,7	1,5	3,7	3,7	2,7
2025 1° trim.	116,2	3,0	2,0	0,0	5,1	3,9	1,6	4,4	4,2	3,8	4,1	3,2
2° trim.	117,3	3,1	1,7	0,4	5,6	3,3	0,6	6,0	5,8	4,6	4,0	4,0
3° trim.	118,4	3,3	1,7	1,4	4,4	3,1	1,0	4,5	6,0	3,7	4,0	5,7
Redditi per occupato												
2022	109,0	4,5	4,5	3,9	4,2	6,1	2,8	3,0	4,8	5,7	3,4	8,3
2023	114,8	5,3	4,6	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3
2024	119,9	4,5	3,8	4,3	4,2	4,4	4,0	3,7	3,4	4,8	4,7	4,8
2024 4° trim.	121,6	4,1	4,9	3,9	4,0	4,2	4,3	2,2	2,8	4,5	4,1	4,4
2025 1° trim.	122,8	3,9	4,5	3,2	3,9	4,2	3,9	3,0	2,1	4,3	4,3	3,5
2° trim.	124,1	4,0	4,9	3,6	4,7	3,5	3,7	4,3	3,1	4,3	4,2	4,8
3° trim.	125,3	4,0	5,1	3,9	3,7	3,8	4,4	3,8	4,1	3,8	4,3	4,7
Produttività del lavoro per occupato												
2022	106,1	1,2	0,2	-0,5	-3,9	5,4	0,7	-2,2	-1,1	2,0	1,3	16,0
2023	104,9	-1,1	-1,6	-2,5	0,2	-2,1	2,5	-3,4	0,1	0,3	-0,3	1,8
2024	104,9	0,0	0,4	-1,0	-1,6	-0,1	0,9	0,2	2,2	1,1	0,0	0,9
2024 4° trim.	105,3	0,6	2,7	-0,7	-1,6	-0,1	1,3	0,4	1,2	0,8	0,4	1,7
2025 1° trim.	105,7	0,9	2,4	3,1	-1,1	0,3	2,3	-1,3	-2,0	0,5	0,3	0,3
2° trim.	105,7	0,8	3,1	3,2	-0,9	0,2	3,1	-1,6	-2,5	-0,3	0,2	0,8
3° trim.	105,8	0,7	3,3	2,5	-0,7	0,7	3,3	-0,6	-1,8	0,1	0,3	-0,9
Redditi per ora lavorata												
2022	103,4	3,2	5,8	3,9	4,0	1,7	2,5	3,6	3,3	4,4	3,8	4,9
2023	108,5	4,9	4,0	5,4	4,7	5,1	5,1	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5
2024	113,1	4,2	3,8	4,4	4,2	4,3	3,7	3,7	2,8	4,0	4,4	4,5
2024 4° trim.	114,2	3,7	3,8	4,0	3,9	3,8	4,0	2,8	2,7	3,7	3,5	4,0
2025 1° trim.	115,8	4,2	4,8	3,8	4,2	4,3	3,8	3,6	2,6	4,6	4,5	2,9
2° trim.	116,9	4,2	4,7	4,1	4,1	3,7	4,0	4,7	4,1	4,7	4,6	4,2
3° trim.	117,8	3,8	6,1	3,6	3,5	3,3	4,9	4,1	4,2	3,7	4,2	4,1
Produttività per ora lavorata												
2022	100,1	-0,1	0,5	-0,6	-4,6	1,2	0,3	-1,6	-3,2	1,2	1,7	11,9
2023	98,9	-1,3	-1,3	-2,8	0,4	-2,1	2,5	-3,4	0,5	0,0	-0,8	1,1
2024	98,7	-0,2	0,1	-1,0	-1,7	-0,1	0,7	0,3	1,6	0,6	-0,3	0,5
2024 4° trim.	98,7	0,3	2,0	-0,5	-1,7	-0,1	1,0	1,3	-0,3	0,2	-0,1	0,8
2025 1° trim.	99,5	1,2	3,4	3,8	-0,9	0,8	2,3	-0,8	-1,5	0,8	0,4	-0,4
2° trim.	99,5	1,2	3,8	3,8	-1,1	0,7	3,4	-1,3	-1,7	0,1	0,6	-0,1
3° trim.	99,4	0,6	4,1	2,3	-0,7	0,5	3,6	-0,6	-2,8	-0,2	0,2	-1,8

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 (ESTR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)		
	1	2	3	4	5		
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
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,25	0,47
2025 ago.	1,92	1,89	2,02	2,08	2,11	4,34	0,48
set.	1,92	1,90	2,03	2,10	2,17	4,30	0,48
ott.	1,93	1,91	2,03	2,11	2,19	4,20	0,48
nov.	1,93	1,91	2,04	2,13	2,22	3,97	0,48
dic.	1,93	1,91	2,05	2,14	2,27	3,80	0,54
2026 gen.	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.

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

4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni				10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni
	1	2	3	4	5				6	7	8	12
	1	2	3	4	5				6	7	8	11
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 ago.	1,94	1,90	1,92	2,22	2,79	0,89	0,45	0,88	1,89	2,03	2,83	3,72
set.	1,94	1,94	1,99	2,27	2,78	0,83	0,58	0,82	1,97	2,12	2,82	3,63
ott.	1,90	1,90	1,95	2,23	2,72	0,82	0,45	0,89	1,93	2,08	2,76	3,56
nov.	1,95	1,96	2,01	2,28	2,77	0,81	0,47	1,02	1,99	2,13	2,80	3,64
dic.	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2026 gen.	1,97	1,98	2,05	2,38	2,90	0,92	0,82	1,21	2,03	2,22	2,97	3,77

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

4.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone	
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale												
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6	
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3	
2025	565,6	5.396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1.153,7	1.104,9	444,9	356,1	855,9	6.216,9	41.794,2	
2025 ago.	571,9	5.373,8	964,5	254,6	152,4	139,4	348,1	1.188,0	1.048,5	452,3	357,4	835,5	6.408,9	42.299,9	
set.	572,8	5.408,0	947,6	257,8	148,6	138,8	344,7	1.198,6	1.083,0	445,8	350,4	840,5	6.584,0	44.218,5	
ott.	594,4	5.641,1	940,9	266,6	150,6	143,2	345,2	1.246,9	1.194,5	478,4	354,1	905,0	6.735,7	48.521,1	
nov.	593,5	5.634,1	927,2	266,6	152,1	150,5	353,1	1.210,9	1.153,6	499,4	340,0	913,0	6.740,9	50.111,1	
dic.	604,4	5.730,9	921,2	274,9	150,2	153,8	372,7	1.214,5	1.167,1	498,3	337,6	902,9	6.853,0	50.162,4	
2026 gen.	628,1	5.951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1.281,0	1.284,1	526,6	343,5	908,5	6.929,1	53.077,3	

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	Rimbor- sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilità: fino a 2 anni			Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG ³⁾					
						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						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2025 gen.	0,34	1,75	2,33	2,41	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,42	4,06	3,49	2,88	2,97	3,34	3,25		
feb.	0,32	1,55	2,20	2,35	7,74	16,69	6,79	7,66	8,38	4,45	4,00	3,52	3,37	3,09	3,61	3,33		
mar.	0,31	1,52	2,09	2,23	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,50	3,36	3,10	3,57	3,32		
apr.	0,29	1,50	1,96	2,28	7,53	16,58	6,95	7,59	8,31	4,29	3,85	3,48	3,32	3,04	3,52	3,27		
mag.	0,29	1,45	1,85	2,21	7,48	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30		
giu.	0,27	1,44	1,78	2,19	7,40	16,48	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30		
lug.	0,25	1,43	1,74	2,19	7,28	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28		
ago.	0,25	1,22	1,72	2,16	7,27	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31		
set.	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,74	7,46	8,18	4,14	3,53	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31		
ott.	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,60	3,31		
nov.	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,42	6,18	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30		
dic.	0,25	1,22	1,79	2,56	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32		

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso								Indicatore composto del costo del finanziamento		
	A vista	Con durata prestabilità: fino a 2 anni			fino a 0,25 milioni di euro	oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione						
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2025 gen.	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,18	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	4,53	4,81	3,97	3,77	3,69	3,67	3,78	3,67	3,94	
apr.	0,60	2,15	2,65	4,03	3,91	4,20	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80	
mag.	0,58	2,06	2,56	3,91	3,78	4,22	4,88	3,67	3,49	3,68	3,30	3,48	3,66	3,66	
giu.	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,19	4,89	3,54	3,40	3,63	3,29	3,41	3,54	3,60	
lug.	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52	
ago.	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,46	
set.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,13	3,39	3,61	3,50	
ott.	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51	
nov.	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,34	3,55	3,50	
dic.	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,31	3,57	3,59	3,57	

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	Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	Amministrazione centrale		
			Total	SVF						Total	SVF					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
A breve termine																
2023	1.574,6	623,3	163,9	104,9	85,7	701,8	659,1	537,2	242,1	117,5	91,3	49,1	128,5	104,6		
2024	1.601,2	582,4	206,7	121,9	70,3	741,9	674,7	522,8	207,9	137,8	107,7	39,8	137,3	110,2		
2025	1.591,3	579,7	195,1	108,7	75,0	741,5	661,6	555,1	228,9	150,6	121,6	41,2	134,3	107,7		
2025 lug.	1.621,4	604,4	219,7	123,7	96,6	700,6	631,3	565,6	238,7	159,1	124,6	47,2	120,6	99,8		
ago.	1.666,7	636,1	222,5	123,7	98,2	709,9	640,6	534,8	240,4	136,3	110,1	30,9	127,3	103,3		
set.	1.638,8	606,9	223,2	132,4	92,6	716,1	635,0	589,7	235,1	159,2	128,8	46,2	149,2	111,6		
ott.	1.652,9	604,9	211,1	116,2	96,0	740,9	662,5	599,2	227,6	160,2	125,4	45,0	166,5	136,5		
nov.	1.674,5	616,1	204,5	112,6	95,8	758,1	670,3	547,2	220,0	145,4	120,2	41,5	140,4	114,3		
dic.	1.591,3	579,7	195,1	108,7	75,0	741,5	661,6	456,8	173,5	138,1	117,5	27,0	118,2	92,4		
A lungo termine																
2023	19.421,0	4.445,7	3.237,0	1.434,6	1.549,1	10.189,2	9.450,2	322,0	93,4	68,0	31,0	21,3	139,3	130,8		
2024	20.533,2	4.771,4	3.503,4	1.526,8	1.651,0	10.607,4	9.835,6	351,2	89,3	86,0	35,1	27,0	148,8	138,1		
2025	21.449,8	4.906,5	3.761,7	1.687,9	1.748,1	11.033,5	10.241,2	383,6	93,9	101,3	43,2	30,9	157,4	146,3		
2025 lug.	21.202,1	4.877,8	3.618,4	1.604,8	1.718,5	10.987,4	10.198,5	352,6	83,9	97,5	37,5	25,4	145,8	136,4		
ago.	21.177,3	4.873,1	3.631,0	1.619,0	1.708,2	10.965,0	10.176,8	255,3	53,7	75,1	36,8	10,2	116,3	111,9		
set.	21.296,4	4.872,7	3.643,2	1.624,0	1.730,2	11.050,3	10.261,8	420,2	93,9	113,5	43,2	42,9	169,8	161,5		
ott.	21.450,9	4.911,7	3.689,7	1.640,7	1.740,3	11.109,1	10.309,2	385,7	83,3	114,2	44,6	36,2	151,9	141,1		
nov.	21.559,1	4.933,8	3.740,0	1.670,9	1.759,2	11.126,1	10.324,3	387,3	94,4	123,5	56,3	41,7	127,7	118,5		
dic.	21.449,8	4.906,5	3.761,7	1.687,9	1.748,1	11.033,5	10.241,2	250,0	72,9	103,5	45,9	16,3	57,3	51,0		

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			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale		
			Total	SVF						Total	SVF					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Consistenze																
2023	20.995,6	5.068,9	3.400,8	1.539,5	1.634,8	10.891,0	10.109,3	9.673,2	625,3	1.419,7	7.627,7					
2024	22.134,4	5.353,8	3.710,0	1.648,6	1.721,3	11.349,3	10.510,3	10.151,3	755,1	1.586,9	7.808,8					
2025	23.041,1	5.486,2	3.956,8	1.796,5	1.823,1	11.775,0	10.902,8	11.712,5	1.315,6	1.850,5	8.545,9					
2025 lug.	22.823,5	5.482,2	3.838,1	1.728,5	1.815,1	11.688,0	10.829,8	11.055,0	1.097,7	1.813,9	8.143,0					
ago.	22.844,0	5.509,2	3.853,5	1.742,7	1.806,4	11.674,9	10.817,4	11.084,4	1.119,5	1.838,2	8.126,2					
set.	22.935,2	5.479,6	3.866,4	1.756,4	1.822,8	11.766,4	10.896,7	11.310,5	1.165,1	1.870,7	8.274,2					
ott.	23.103,8	5.516,6	3.900,8	1.756,9	1.836,4	11.850,0	10.971,7	11.525,2	1.164,1	1.855,2	8.505,5					
nov.	23.233,5	5.549,9	3.944,5	1.783,4	1.855,0	11.884,2	10.994,5	11.500,2	1.204,0	1.856,1	8.439,6					
dic.	23.041,1	5.486,2	3.956,8	1.796,5	1.823,1	11.775,0	10.902,8	11.712,5	1.315,6	1.850,5	8.545,9					
Tasso di crescita ¹⁾																
2025 mag.	4,8	3,6	8,0	8,7	3,3	4,6	4,5	-0,1	-1,7	-0,3	0,1					
giu.	5,2	4,7	9,2	10,8	3,2	4,6	4,5	-0,2	-0,9	-0,8	-0,1					
lug.	5,5	4,9	9,3	10,9	3,9	4,8	4,8	-0,1	-0,7	-0,5	0,0					
ago.	5,5	5,4	9,5	11,5	3,4	4,5	4,5	-0,1	-0,5	-0,6	0,0					
set.	5,1	3,8	9,4	11,5	3,3	4,7	4,6	0,0	0,7	-0,7	0,0					
ott.	5,1	3,9	9,5	10,1	3,1	4,6	4,6	-0,1	0,6	-0,8	0,0					
nov.	5,6	4,8	9,6	9,9	3,9	5,0	4,8	-0,1	0,4	-0,8	-0,1					
dic.	5,7	4,4	10,7	10,5	3,8	5,1	5,0	0,0	2,9	-1,9	-0,1					

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 effettivi¹⁾

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

	TCE-19						TCE-42		
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale	
							1	2	3
2023	97,9	93,9	97,8	89,0	67,1	86,4	122,1	94,4	
2024	98,2	94,2	97,9	89,6	67,3	87,4	124,4	94,6	
2025	100,4	96,3	101,8	-	-	-	128,3	96,5	
2025 1° trim.	96,8	93,1	96,6	88,4	63,8	86,0	123,2	93,2	
2° trim.	100,4	96,4	101,5	92,1	65,4	89,5	128,4	96,7	
3° trim.	102,1	98,0	104,0	93,7	66,5	91,2	130,8	98,3	
4° trim.	101,9	97,7	104,9	-	-	-	130,7	98,0	
2025 ago.	102,0	97,8	104,0	-	-	-	130,6	98,1	
set.	102,2	98,1	104,4	-	-	-	131,1	98,5	
ott.	101,9	97,6	104,6	-	-	-	130,6	97,9	
nov.	101,8	97,6	104,6	-	-	-	130,4	97,8	
dic.	102,2	97,9	105,6	-	-	-	131,1	98,2	
2026 gen.	101,8	97,6	105,4	-	-	-	130,7	97,8	
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>									
2026 gen.	-0,4	-0,4	-0,1	-	-	-	-0,3	-0,4	
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>									
2026 gen.	5,6	5,3	10,0	-	-	-	6,7	5,5	

Fonte: BCE.

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

4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 1° trim.	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
2° trim.	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
3° trim.	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
4° trim.	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
2025 ago.	8,344	24,517	7,464	396,454	171,790	4,261	0,865	5,0651	11,161	0,939	1,163
set.	8,359	24,347	7,464	391,630	173,549	4,259	0,869	5,0740	11,000	0,935	1,173
ott.	8,281	24,315	7,468	389,912	176,153	4,249	0,872	5,0872	10,970	0,929	1,163
nov.	8,215	24,234	7,468	384,201	179,316	4,238	0,880	5,0867	10,991	0,929	1,156
dic.	8,249	24,259	7,470	384,970	182,497	4,224	0,875	5,0913	10,896	0,933	1,171
2026 gen.	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2026 gen.	-0,8	0,1	0,0	-0,2	0,8	-0,3	-0,8	0,0	-2,0	-0,6	0,3
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2026 gen.	8,3	-3,5	0,1	-6,7	13,6	-0,8	3,5	2,3	-7,0	-1,5	13,4

Fonte: BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2024 4° trim.	36.029,9	34.162,5	1.867,4	12.737,4	9.943,6	14.741,9	16.499,5	-2,1	7.157,8	7.719,5	1.394,8	16.706,8
2025 1° trim.	36.224,7	34.529,9	1.694,8	12.663,7	9.910,1	14.440,5	16.517,1	39,6	7.569,8	8.102,7	1.511,0	17.000,4
2° trim.	35.908,8	34.401,6	1.507,2	12.440,6	9.686,8	14.516,8	16.696,3	14,3	7.475,0	8.018,6	1.462,1	16.874,6
3° trim.	36.829,6	35.113,8	1.715,8	12.481,0	9.762,2	15.230,7	17.306,6	-0,5	7.496,2	8.045,0	1.622,2	16.957,3
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2025 3° trim.	235,3	224,3	11,0	79,7	62,4	97,3	110,6	0,0	47,9	51,4	10,4	108,3
Transazioni												
2024 4° trim.	68,1	-27,1	95,2	56,8	55,1	239,9	176,9	9,7	-242,0	-259,1	3,7	-
2025 1° trim.	829,5	731,2	98,3	138,1	51,1	220,4	210,1	-8,8	480,6	470,0	-0,8	-
2° trim.	314,2	231,7	82,6	-45,6	-46,6	203,5	186,7	0,5	147,0	91,6	8,8	-
3° trim.	294,6	259,8	34,8	25,1	30,1	268,4	195,5	-4,2	-0,5	34,2	5,8	-
2025 giu.	133,1	92,5	40,6	-26,1	-44,2	110,7	143,9	4,5	42,7	-7,2	1,4	-
lug.	38,2	32,6	5,5	22,8	9,9	56,3	35,9	0,4	-41,5	-13,2	0,1	-
ago.	140,0	161,6	-21,6	-5,3	19,2	86,4	65,5	-0,4	58,1	76,9	1,2	-
set.	116,5	65,6	50,9	7,6	1,0	125,7	94,1	-4,2	-17,1	-29,5	4,6	-
ott.	207,0	205,8	1,2	17,2	-5,8	31,6	82,4	8,7	148,8	129,2	0,8	-
nov.	135,1	114,4	20,6	13,5	7,5	22,1	71,7	7,2	89,6	35,3	2,7	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2025 nov.	1.615,0	1.351,7	263,3	172,3	79,1	843,6	830,4	8,0	571,2	442,2	19,9	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2025 nov.	10,3	8,6	1,7	1,1	0,5	5,4	5,3	0,1	3,6	2,8	0,1	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											Totale	
	M2						Totale	M3-M2					
	M1			M2-M1				Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale		Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	Totale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze													
2023	1.534,0	8.820,5	10.354,5	2.306,0	2.451,9	4.757,9	15.112,4	183,5	740,3	72,8	996,6	16.109,0	
2024	1.554,5	9.048,8	10.603,3	2.544,9	2.455,9	5.000,8	15.604,2	253,8	880,6	37,8	1.172,2	16.776,4	
2025	1.587,8	9.500,1	11.087,9	2.421,1	2.564,5	4.985,6	16.073,5	259,4	880,2	17,6	1.157,2	17.230,7	
2025 1° trim.	1.558,2	9.124,4	10.682,6	2.488,1	2.487,9	4.976,1	15.658,7	241,9	894,8	43,6	1.180,3	16.839,0	
2° trim.	1.563,9	9.244,4	10.808,3	2.402,4	2.514,3	4.916,7	15.725,0	257,5	920,6	26,6	1.204,7	16.929,7	
3° trim.	1.574,9	9.321,2	10.896,1	2.349,7	2.543,5	4.893,2	15.789,3	258,6	927,6	7,3	1.193,5	16.982,8	
4° trim. (p)	1.587,8	9.500,1	11.087,9	2.421,1	2.564,5	4.985,6	16.073,5	259,4	880,2	17,6	1.157,2	17.230,7	
2025 lug.	1.567,0	9.245,7	10.812,7	2.401,8	2.523,3	4.925,1	15.737,8	242,8	918,0	24,9	1.185,7	16.923,5	
ago.	1.570,5	9.270,1	10.840,6	2.384,1	2.530,7	4.914,8	15.755,5	240,6	914,8	16,1	1.171,5	16.927,0	
set.	1.574,9	9.321,2	10.896,1	2.349,7	2.543,5	4.893,2	15.789,3	258,6	927,6	7,3	1.193,5	16.982,8	
ott.	1.579,2	9.414,8	10.993,9	2.355,1	2.552,0	4.907,1	15.901,1	237,1	912,2	23,3	1.172,6	17.073,7	
nov.	1.585,5	9.472,6	11.058,1	2.407,2	2.559,3	4.966,5	16.024,6	251,7	902,2	14,1	1.168,1	17.192,7	
dic. (p)	1.587,8	9.500,1	11.087,9	2.421,1	2.564,5	4.985,6	16.073,5	259,4	880,2	17,6	1.157,2	17.230,7	
Transazioni													
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,4	-104,2	823,2	-149,2	39,8	93,6	23,3	156,7	7,6	
2024	21,2	181,8	203,0	205,5	6,6	212,1	415,1	75,6	129,8	-34,7	170,7	585,8	
2025	33,3	464,8	498,1	-122,5	101,3	-21,2	476,8	10,2	-10,8	-11,5	-12,2	464,7	
2025 1° trim.	3,7	94,3	98,0	-51,5	25,0	-26,4	71,5	-10,5	11,0	8,7	9,3	80,8	
2° trim.	5,7	142,8	148,5	-75,5	25,9	-49,5	99,0	18,3	23,5	-16,9	25,0	124,0	
3° trim.	11,0	80,4	91,4	-52,5	29,2	-23,3	68,1	1,4	4,4	-16,8	-11,1	57,1	
4° trim. (p)	12,9	147,3	160,2	57,0	21,0	78,0	238,2	0,9	-49,8	13,5	-35,4	202,8	
2025 lug.	3,0	-2,4	0,6	-3,1	8,9	5,8	6,4	-15,5	-3,5	-0,8	-19,7	-13,3	
ago.	3,6	29,6	33,1	-15,5	7,5	-8,0	25,1	-1,4	-4,1	-7,8	-13,4	11,8	
set.	4,4	53,3	57,6	-34,0	12,9	-21,1	36,5	18,3	11,9	-8,2	22,0	58,6	
ott.	4,3	58,5	62,7	-14,5	8,5	-6,0	56,7	-22,1	-16,2	15,4	-22,9	33,8	
nov.	6,3	57,7	64,0	52,2	7,3	59,5	123,5	14,6	-10,8	-6,9	-3,1	120,5	
dic. (p)	2,3	31,1	33,4	19,3	5,3	24,6	58,0	8,4	-22,8	5,0	-9,4	48,6	
Variazioni percentuali													
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,5	42,7	19,1	0,0	
2024	1,4	2,1	2,0	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,5	-50,1	17,2	3,6	
2025	2,1	5,1	4,7	-4,8	4,1	-0,4	3,1	4,1	-1,2	-33,3	-1,0	2,8	
2025 1° trim.	1,7	4,4	4,0	0,7	2,3	1,5	3,2	25,7	11,7	-40,5	10,7	3,7	
2° trim.	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,2	11,1	3,4	
3° trim.	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8	
4° trim. (p)	2,1	5,1	4,7	-4,8	4,1	-0,4	3,1	4,1	-1,2	-33,3	-1,0	2,8	
2025 lug.	1,9	5,6	5,1	-5,4	3,7	-0,9	3,1	8,6	9,9	-54,2	6,4	3,3	
ago.	2,0	5,6	5,0	-6,3	3,9	-1,3	3,0	-0,1	7,7	-65,1	2,7	2,9	
set.	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8	
ott.	2,1	5,7	5,2	-8,0	4,6	-1,8	2,9	-1,4	5,5	-51,1	1,4	2,8	
nov.	2,3	5,5	5,0	-6,0	4,6	-0,8	3,1	5,7	3,2	-57,2	1,5	3,0	
dic. (p)	2,1	5,1	4,7	-4,8	4,1	-0,4	3,1	4,1	-1,2	-33,3	-1,0	2,8	

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 presta-bilità fino a 2 anni	Rimbor-sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata presta-bilità fino a 2 anni	Rimbor-sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2023	3.317,0	2.403,6	770,8	131,0	11,6	8.406,6	5.105,6	1.014,6	2.285,1	1,3	1.269,0	227,0	542,4
2024	3.415,8	2.479,2	792,1	133,4	11,1	8.734,2	5.188,6	1.255,6	2.288,7	1,3	1.373,2	231,9	548,3
2025	3.504,1	2.574,1	772,8	150,6	6,6	8.989,6	5.471,4	1.137,2	2.379,7	1,3	1.477,0	224,7	549,8
2025 1° trim.	3.415,8	2.479,9	786,2	139,1	10,6	8.796,3	5.256,9	1.224,6	2.313,7	1,1	1.362,1	228,7	539,4
2° trim.	3.439,3	2.506,4	779,7	143,9	9,3	8.845,2	5.334,0	1.175,2	2.334,9	1,1	1.356,5	233,3	544,3
3° trim.	3.469,1	2.538,4	778,9	145,8	6,0	8.903,6	5.400,7	1.139,1	2.362,7	1,1	1.333,8	229,2	537,3
4° trim. (p)	3.504,1	2.574,1	772,8	150,6	6,6	8.989,6	5.471,4	1.137,2	2.379,7	1,3	1.477,0	224,7	549,8
2025 lug.	3.456,0	2.516,8	784,9	144,5	9,8	8.873,8	5.355,6	1.173,4	2.343,9	1,0	1.312,4	223,6	547,8
ago.	3.464,4	2.525,2	784,9	145,0	9,3	8.884,5	5.372,3	1.160,5	2.350,7	1,0	1.305,4	226,5	544,8
set.	3.469,1	2.538,4	778,9	145,8	6,0	8.903,6	5.400,7	1.139,1	2.362,7	1,1	1.333,8	229,2	537,3
ott.	3.473,4	2.556,0	763,4	148,0	6,1	8.932,8	5.422,7	1.139,4	2.369,7	1,0	1.383,3	223,7	545,8
nov.	3.492,3	2.564,5	773,2	148,9	5,7	8.964,0	5.451,7	1.136,7	2.374,7	0,9	1.443,1	221,6	569,8
dic. (p)	3.504,1	2.574,1	772,8	150,6	6,6	8.989,6	5.471,4	1.137,2	2.379,7	1,3	1.477,0	224,7	549,8
Transazioni													
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,9	-99,2	0,5	-47,3	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,0	0,2	290,2	48,9	236,1	5,3	0,0	82,8	3,9	3,2
2025	115,2	110,5	-12,5	17,1	0,0	261,6	294,0	-116,0	83,7	-0,1	81,1	-4,7	0,5
2025 1° trim.	7,7	6,3	-3,9	5,5	-0,2	63,5	75,7	-30,2	18,2	-0,3	-2,2	-2,3	-9,2
2° trim.	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,5	20,7	0,0	11,4	5,9	4,9
3° trim.	34,5	32,6	-0,5	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,8	27,8	0,0	-23,9	-4,0	-7,2
4° trim. (p)	37,1	37,3	-5,7	4,8	0,6	85,5	70,9	-2,5	17,0	0,2	95,8	-4,3	12,1
2025 lug.	13,2	8,2	4,0	0,6	0,4	27,8	21,1	-2,2	8,9	-0,1	-46,6	-10,0	3,5
ago.	11,3	10,3	0,9	0,5	-0,4	11,8	17,3	-12,5	6,8	0,1	-3,2	3,2	-3,0
set.	9,9	14,0	-5,4	0,8	0,5	19,6	28,7	-21,2	12,1	0,0	25,9	2,8	-7,7
ott.	3,5	17,3	-16,1	2,2	0,0	28,5	21,6	0,0	7,0	-0,1	-4,2	-5,6	8,1
nov.	19,0	8,7	9,8	0,9	-0,4	31,1	29,0	-2,7	5,0	-0,1	59,7	-2,0	24,1
dic. (p)	14,5	11,3	0,6	1,7	0,9	25,9	20,3	0,2	5,0	0,4	40,3	3,3	-20,0
Variazioni percentuali													
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,2	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,3	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,8	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,7	-2,1	0,1
2025 1° trim.	2,4	4,2	-3,9	9,5	-2,8	3,6	3,5	7,5	1,9	6,0	9,8	2,6	-0,5
2° trim.	1,8	4,3	-6,8	13,1	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,7	7,2	2,1
3° trim.	3,1	5,5	-5,5	15,2	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,9	0,0	-2,6
4° trim. (p)	3,4	4,5	-1,6	12,8	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,7	-2,1	0,1
2025 lug.	2,7	5,0	-5,5	13,8	5,1	3,4	5,4	-4,6	3,2	0,7	5,4	3,7	1,1
ago.	2,8	5,2	-5,8	14,4	-2,3	3,4	5,6	-5,6	3,3	5,7	1,7	4,1	0,3
set.	3,1	5,5	-5,5	15,2	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,9	0,0	-2,6
ott.	3,4	5,7	-5,2	15,4	-19,9	3,1	5,9	-9,8	4,0	3,0	2,7	0,8	-1,0
nov.	3,5	5,4	-3,6	14,3	-26,7	3,1	5,8	-9,6	4,0	8,1	5,1	-1,6	2,0
dic. (p)	3,4	4,5	-1,6	12,8	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,7	-2,1	0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro¹⁾

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro									Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari			
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze														
2023	6.297,5	988,8	5.283,4	15.501,0	13.045,4	13.251,0	5.130,8	6.649,1	1.127,6	137,8	1.559,1	896,5		
2024	6.249,9	986,9	5.237,1	15.789,0	13.258,0	13.502,0	5.189,2	6.678,6	1.251,2	139,1	1.580,0	951,0		
2025	6.295,0	1.020,3	5.248,5	16.248,8	13.629,7	13.903,5	5.294,9	6.853,3	1.334,5	147,1	1.573,4	1.045,8		
2025 1° trim.	6.267,5	996,6	5.245,0	15.868,4	13.334,0	13.589,4	5.203,4	6.722,3	1.271,1	137,2	1.562,1	972,3		
2° trim.	6.274,4	1.007,8	5.240,5	15.956,2	13.410,3	13.679,9	5.213,5	6.767,1	1.285,1	144,6	1.571,4	974,6		
3° trim.	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.021,5	13.447,8	13.720,6	5.244,9	6.808,9	1.257,9	136,1	1.567,1	1.006,6		
4° trim.	6.295,0	1.020,3	5.248,5	16.248,8	13.629,7	13.903,5	5.294,9	6.853,3	1.334,5	147,1	1.573,4	1.045,8		
2025 lug.	6.285,9	1.012,5	5.247,3	15.980,9	13.421,1	13.688,1	5.222,2	6.780,0	1.281,3	137,7	1.571,1	988,7		
ago.	6.264,1	1.013,8	5.224,2	15.997,4	13.422,6	13.698,7	5.237,5	6.794,4	1.253,9	136,9	1.575,0	999,7		
set.	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.021,5	13.447,8	13.720,6	5.244,9	6.808,9	1.257,9	136,1	1.567,1	1.006,6		
ott.	6.309,3	1.025,3	5.257,9	16.115,6	13.520,8	13.791,8	5.257,1	6.817,9	1.311,2	134,6	1.572,6	1.022,1		
nov.	6.305,4	1.026,4	5.252,9	16.215,5	13.578,7	13.847,3	5.266,9	6.836,3	1.338,1	137,4	1.596,1	1.040,7		
dic.	6.295,0	1.020,3	5.248,5	16.248,8	13.629,7	13.903,5	5.294,9	6.853,3	1.334,5	147,1	1.573,4	1.045,8		
Transazioni														
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9		
2024	-64,3	-1,2	-63,6	287,7	228,9	273,7	76,2	45,2	106,6	1,0	11,6	47,1		
2025	49,2	32,8	16,0	466,0	414,0	448,1	145,9	187,2	72,6	8,3	-2,2	54,2		
2025 1° trim.	38,8	9,3	29,4	102,0	98,4	109,3	27,5	48,5	24,3	-2,0	-14,9	18,5		
2° trim.	-17,0	11,1	-28,2	104,9	95,5	106,6	25,0	45,8	16,8	7,8	10,4	-1,0		
3° trim.	19,0	8,3	10,6	67,6	47,0	49,6	35,9	45,0	-25,4	-8,4	-6,4	26,9		
4° trim.	8,3	4,1	4,1	191,5	173,2	182,6	57,4	47,9	57,0	10,9	8,7	9,7		
2025 lug.	16,1	4,6	11,3	19,8	8,3	6,0	7,8	13,6	-6,1	-7,0	-1,6	13,1		
ago.	-15,7	1,3	-17,0	21,3	7,8	15,6	15,6	15,6	-22,6	-0,7	3,3	10,1		
set.	18,7	2,4	16,3	26,5	30,9	28,1	12,5	15,9	3,3	-0,7	-8,1	3,7		
ott.	8,3	8,1	0,1	70,3	54,3	58,8	12,0	9,9	33,9	-1,6	3,6	12,4		
nov.	0,5	1,3	-0,8	80,4	60,4	58,5	12,2	19,3	26,1	2,8	25,1	-5,1		
dic.	-0,4	-5,3	4,8	40,8	58,5	65,2	33,2	18,7	-3,0	9,7	-20,1	2,4		
Variazioni percentuali														
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3		
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2		
2025	0,8	3,3	0,3	3,0	3,1	3,3	2,8	2,8	5,8	6,0	-0,1	5,6		
2025 1° trim.	0,5	1,8	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,5	9,0	-0,7	-0,9	4,9		
2° trim.	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,7	11,0	0,8	4,7		
3° trim.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,2		
4° trim.	0,8	3,3	0,3	3,0	3,1	3,3	2,8	2,8	5,8	6,0	-0,1	5,6		
2025 lug.	0,6	3,6	0,0	2,7	2,6	2,8	2,5	2,3	4,8	3,5	1,3	5,8		
ago.	0,1	3,4	-0,5	2,7	2,6	2,8	2,7	2,4	3,3	1,9	1,0	7,1		
set.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,2		
ott.	0,6	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,3	-1,1	-0,3	8,0		
nov.	0,7	3,6	0,2	3,3	3,3	3,4	3,0	2,7	7,8	1,7	1,3	6,6		
dic.	0,8	3,3	0,3	3,0	3,1	3,3	2,8	2,8	5,8	6,0	-0,1	5,6		

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro¹⁾

(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	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2023	5.130,8	5.135,7	915,6	1.089,6	3.125,7	6.649,1	6.867,2	731,1	5.229,1	688,9
2024	5.189,2	5.200,0	930,7	1.097,8	3.160,7	6.678,6	6.929,4	744,8	5.255,6	678,2
2025	5.294,9	5.324,3	950,5	1.121,4	3.223,0	6.853,3	7.112,0	777,1	5.403,2	673,0
2025 1° trim.	5.203,4	5.224,2	926,5	1.112,4	3.164,5	6.722,3	6.971,9	750,4	5.294,0	678,0
2° trim.	5.213,5	5.249,6	929,2	1.114,8	3.169,4	6.767,1	7.016,8	757,7	5.333,4	676,1
3° trim.	5.244,9	5.283,1	927,5	1.126,9	3.190,4	6.808,9	7.061,1	767,3	5.369,2	672,4
4° trim.	5.294,9	5.324,3	950,5	1.121,4	3.223,0	6.853,3	7.112,0	777,1	5.403,2	673,0
2025 lug.	5.222,2	5.256,5	925,6	1.120,8	3.175,8	6.780,0	7.030,6	760,3	5.345,9	673,8
ago.	5.237,5	5.274,6	929,5	1.123,2	3.184,8	6.794,4	7.045,7	764,1	5.357,1	673,2
set.	5.244,9	5.283,1	927,5	1.126,9	3.190,4	6.808,9	7.061,1	767,3	5.369,2	672,4
ott.	5.257,1	5.290,6	935,4	1.126,0	3.195,7	6.817,9	7.073,9	771,1	5.373,8	673,0
nov.	5.266,9	5.300,8	938,8	1.123,4	3.204,7	6.836,3	7.093,4	775,4	5.386,7	674,1
dic.	5.294,9	5.324,3	950,5	1.121,4	3.223,0	6.853,3	7.112,0	777,1	5.403,2	673,0
Transazioni										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,2	87,4	21,7	14,6	39,8	45,2	77,1	26,6	28,3	-9,7
2025	145,9	157,9	32,4	35,7	77,7	187,2	204,8	38,4	148,2	0,5
2025 1° trim.	27,5	35,7	-2,5	19,6	10,4	48,5	48,8	8,7	39,8	0,0
2° trim.	25,0	36,0	8,8	8,0	8,3	45,8	47,5	6,9	37,7	1,1
3° trim.	35,9	37,2	0,1	13,1	22,7	45,0	47,6	11,2	36,3	-2,5
4° trim.	57,4	49,2	26,1	-4,9	36,3	47,9	60,9	11,6	34,4	1,9
2025 lug.	7,8	6,6	-4,2	5,1	6,9	13,6	14,4	3,1	12,5	-2,0
ago.	15,6	17,4	2,7	3,8	9,1	15,6	16,1	4,2	11,5	-0,2
set.	12,5	13,2	1,6	4,2	6,8	15,9	17,2	3,8	12,3	-0,3
ott.	12,0	7,3	7,4	-2,3	6,9	9,9	19,9	4,4	4,6	0,9
nov.	12,2	12,7	4,7	-1,9	9,5	19,3	20,9	5,0	13,1	1,2
dic.	33,2	29,2	13,9	-0,7	19,9	18,7	20,0	2,2	16,7	-0,2
Variazioni percentuali										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,5	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,1
2025 1° trim.	2,2	2,4	4,7	3,3	1,1	1,5	1,7	3,7	1,4	-0,7
2° trim.	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
3° trim.	2,8	2,9	3,0	4,6	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
4° trim.	2,8	3,0	3,5	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,1
2025 lug.	2,5	2,9	3,4	4,6	1,5	2,3	2,4	4,5	2,2	-0,1
ago.	2,7	3,0	3,6	4,7	1,7	2,4	2,5	4,8	2,3	0,0
set.	2,8	2,9	3,0	4,6	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
ott.	2,9	2,9	2,9	4,4	2,3	2,6	2,8	5,2	2,6	0,1
nov.	3,0	3,1	4,0	4,3	2,3	2,7	2,9	5,6	2,7	0,0
dic.	2,8	3,0	3,5	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro¹⁾

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

Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività delle IFM					Attività nette sull'estero	Attività delle IFM			
	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro						Altre			
	Totali	Depositi con durata preestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totali	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2023	476,9	7.337,9	1.826,7	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	271,3	152,1	
2024	395,9	7.850,1	1.841,9	117,2	2.590,7	3.300,3	2.666,3	317,2	140,4	
2025	398,2	8.366,1	1.870,5	131,7	2.623,0	3.740,9	3.266,3	184,8	326,5	
2025 1° trim.	388,3	7.934,3	1.834,5	121,7	2.576,4	3.401,8	2.793,1	232,5	182,9	
2° trim.	409,4	7.907,9	1.833,3	129,6	2.562,3	3.382,8	2.827,8	188,6	177,9	
3° trim.	430,1	8.092,2	1.842,2	132,5	2.589,9	3.527,6	3.052,0	144,0	168,3	
4° trim. (p)	398,2	8.366,1	1.870,5	131,7	2.623,0	3.740,9	3.266,3	184,8	326,5	
2025 lug.	397,0	7.958,1	1.835,1	132,5	2.583,8	3.406,7	2.864,3	147,5	173,5	
ago.	412,7	7.967,2	1.839,2	132,8	2.575,7	3.419,5	2.885,2	160,2	206,3	
set.	430,1	8.092,2	1.842,2	132,5	2.589,9	3.527,6	3.052,0	144,0	168,3	
ott.	441,4	8.216,7	1.849,3	132,4	2.618,2	3.616,9	3.184,8	122,1	366,3	
nov.	423,0	8.322,8	1.874,3	131,8	2.615,3	3.701,4	3.232,5	185,1	395,6	
dic. (p)	398,2	8.366,1	1.870,5	131,7	2.623,0	3.740,9	3.266,3	184,8	326,5	
Transazioni										
2023	-199,0	325,1	24,9	40,1	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	
2024	-80,6	279,8	15,2	26,7	164,8	73,2	532,5	29,1	-11,7	
2025	0,3	186,5	31,6	16,3	113,6	25,0	279,1	-142,8	13,7	
2025 1° trim.	-7,2	4,5	-4,3	5,6	11,5	-8,3	21,1	-83,8	42,4	
2° trim.	21,2	35,0	4,3	7,9	36,5	-13,7	127,0	-34,6	-5,0	
3° trim.	19,1	35,5	9,1	3,6	31,3	-8,5	62,4	-37,3	-9,6	
4° trim. (p)	-32,8	111,4	22,5	-0,8	34,3	55,4	68,7	12,9	-14,2	
2025 lug.	-14,0	9,3	0,4	2,9	11,0	-5,0	-4,9	-48,9	-4,4	
ago.	15,7	8,6	5,3	0,3	1,5	1,4	14,4	16,1	32,8	
set.	17,4	17,6	3,4	0,3	18,7	-4,9	52,8	-4,5	-38,0	
ott.	10,4	21,2	6,0	-0,2	21,1	-5,8	31,1	-44,2	65,5	
nov.	-18,4	45,5	22,4	-0,6	-3,2	26,9	12,5	54,1	-0,9	
dic. (p)	-24,8	44,8	-5,8	0,0	16,4	34,3	25,1	3,1	-78,8	
Variazioni percentuali										
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,3	-	-	-7,7	
2025	0,1	2,3	1,7	14,0	4,5	0,6	-	-	33,0	
2025 1° trim.	-6,6	2,5	0,3	17,9	3,5	2,5	-	-	2,7	
2° trim.	-0,9	2,3	0,6	19,4	3,8	1,6	-	-	-2,6	
3° trim.	5,7	2,0	0,8	17,9	3,6	1,0	-	-	-9,0	
4° trim. (p)	0,1	2,3	1,7	14,0	4,5	0,6	-	-	33,0	
2025 lug.	-1,7	2,4	0,9	20,5	4,0	1,3	-	-	4,0	
ago.	-3,5	2,1	1,1	19,6	3,2	1,3	-	-	6,8	
set.	5,7	2,0	0,8	17,9	3,6	1,0	-	-	-9,0	
ott.	1,7	2,1	1,2	16,4	4,2	0,6	-	-	37,9	
nov.	-0,3	2,6	2,1	15,2	4,0	1,3	-	-	31,9	
dic. (p)	0,1	2,3	1,7	14,0	4,5	0,6	-	-	33,0	

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	
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,7
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,1	-2,7	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2024 4° trim.	-3,1	.	.	.	.	-1,2
2025 1° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,1
2° trim.	-2,9	.	.	.	.	-1,0
3° trim.	-3,0	.	.	.	.	-1,1

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					Entrate in conto capitale	Spese						Spese in conto capitale		
	Entrate correnti				Totale		Spese correnti								
	Totale	Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Totale	Spese corrente	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	46,1	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	45,7	13,3	12,9	14,6	0,8	49,9	44,7	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2		
2023	45,9	45,0	13,1	12,4	14,5	0,9	49,4	44,0	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3		
2024	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0		
2024 4° trim.	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0		
2025 1° trim.	46,6	45,8	13,3	12,4	14,8	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0		
2° trim.	46,7	45,9	13,3	12,4	14,9	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0		
3° trim.	46,7	45,9	13,3	12,4	15,0	0,7	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	23,0	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 membrli
					Totale	IFM							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,5	40,9	39,3	9,8	84,0	17,3	29,8	46,8	92,4
2022	89,3	2,6	13,1	73,5	52,4	39,5	36,9	8,6	80,7	16,0	28,3	45,1	88,4
2023	87,0	2,4	12,1	72,5	49,1	35,7	37,8	7,8	79,2	14,9	27,9	44,1	86,2
2024	87,1	2,2	11,8	73,1	46,7	33,7	40,4	7,7	79,4	14,4	28,2	44,5	86,3
2024 4° trim.	87,1	2,2	11,8	73,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2025 1° trim.	87,7	2,3	11,6	73,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	88,2	2,2	11,7	74,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,5	2,3	11,8	74,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 sottostanti¹⁾ (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	-4,5	1,7	-0,1	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,5	-6,1	2,7				
2023	-2,4	1,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,8	2,6				
2024	0,1	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,4	3,1				
2024 4° trim.	0,1	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-1,4	3,1				
2025 1° trim.	0,3	1,1	0,5	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,3				
2° trim.	0,5	1,0	0,8	0,7	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-1,3	3,5				
3° trim.	0,8	1,1	1,0	0,7	0,4	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-1,3	3,9				

Fonte: 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 pubblico¹⁾

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

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

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	-2,5	-1,3	-7,2	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-1,9	-1,0	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2024 4° trim.	-4,4	-2,7	-1,7	4,1	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 1° trim.	-4,6	-2,4	-1,2	4,1	2,5	-3,2	-5,8	-2,6	-3,4	4,2
2° trim.	-4,7	-2,2	-1,1	3,8	2,2	-3,2	-5,7	-3,0	-3,0	4,1
3° trim.	-5,1	-2,3	-1,1	1,4	2,6	-2,9	-5,6	-3,1	-3,2	3,5
Debito pubblico										
2021	108,7	67,9	18,4	52,4	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	103,4	64,4	19,2	42,9	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,3
2023	102,4	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,8	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2024 4° trim.	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 1° trim.	106,0	62,0	23,9	34,5	152,9	103,4	114,2	58,3	137,4	62,1
2° trim.	106,2	62,3	23,2	33,4	151,9	103,4	115,9	57,5	138,3	61,4
3° trim.	107,1	63,0	22,9	32,8	149,7	103,2	117,7	57,2	137,8	60,6
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2021	-7,2	-1,1	1,1	-7,0	-2,3	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,3	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2024 4° trim.	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2025 1° trim.	-1,2	-1,3	0,5	-3,1	-1,3	-4,9	0,7	-1,6	-5,3	-4,1
2° trim.	-1,7	-1,8	-0,4	-4,3	-1,5	-4,9	0,6	-1,8	-4,8	-3,8
3° trim.	-2,2	-1,7	-0,9	-3,9	-1,6	-4,6	0,4	-1,7	-4,6	-3,4
Debito pubblico										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,1
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0
2023	44,4	37,1	24,7	47,0	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,1
2024	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2024 4° trim.	46,6	38,0	26,3	46,0	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 1° trim.	45,4	40,4	26,2	46,6	43,2	83,0	95,0	69,5	63,2	84,2
2° trim.	48,0	39,1	25,2	46,8	42,7	82,2	96,7	69,3	62,9	88,5
3° trim.	45,2	40,7	27,9	46,5	42,4	83,7	97,6	67,6	62,3	86,8

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2026

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 4 febbraio 2026.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-01-26-057-IT-N (online)