



**BANCA CENTRALE EUROPEA**  
EUROSISTEMA

## **Bollettino economico**

**Numero 7 / 2025**



# Indice

<b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>3</b>
Sintesi	3
1    Contesto esterno	8
2    Attività economica	13
3    Prezzi e costi	21
4    Andamenti del mercato finanziario	28
5    Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	32
<b>Riquadri</b>	<b>42</b>
1    Il crescente avanzo commerciale della Cina: perché le esportazioni sono in forte espansione mentre le importazioni ristagnano	42
2    Cambiamenti nel comportamento dell'OPEC+ e rischi al ribasso per i prezzi del petrolio	49
3    La domanda di autovetture nell'area dell'euro secondo l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori	55
4    Eppur ci muoviamo: evidenze relative alle transizioni occupazionali nell'area dell'euro	62
5    Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	69
6    Non tutti i prezzi disinflazionano allo stesso modo: come distinguere le dinamiche delle voci con prezzi vischiosi e flessibili	74
7    La trasmissione eterogenea della politica monetaria al credito alle famiglie	79
8    Il sostegno nei confronti dell'euro raggiunge livelli record: un'analisi	85
<b>Articolo</b>	<b>90</b>
1    Episodio di elevata inflazione nel periodo 2021-2023 e disuguaglianze: indicazioni tratte dall'indagine sulle aspettative dei consumatori	90

<b>Riquadro 1</b>	Misurazione dell'inflazione personale sulla base di dati dettagliati sui consumi desunti dall'indagine sulle aspettative dei consumatori	99
<b>Riquadro 2</b>	Chi sostiene i costi dell'aumento dei tassi di interesse? Una microsimulazione basata sull'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES)	104
<b>Statistiche</b>		<b>S1</b>

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Sintesi

Nella riunione del 30 ottobre 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. L'inflazione resta prossima all'obiettivo del 2 per cento a medio termine e la valutazione delle prospettive di inflazione condotta dal Consiglio resta pressoché invariata. L'economia ha continuato a crescere nonostante il difficile contesto mondiale. Un mercato del lavoro robusto, la solidità dei bilanci del settore privato e le passate riduzioni dei tassi di interesse stabilite dal Consiglio direttivo rimangono fattori importanti alla base della sua capacità di tenuta. Tuttavia, le prospettive sono ancora incerte, soprattutto a causa delle attuali controversie commerciali e delle tensioni geopolitiche a livello mondiale.

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, pubblicata il 30 ottobre, l'economia è cresciuta dello 0,2 per cento nel terzo trimestre del 2025. Il settore dei servizi ha continuato a crescere, stimolato dal vigore del comparto turistico e in particolare dell'espansione dei servizi digitali. Le indagini rivelano che tale crescita riflette i maggiori sforzi compiuti da molte imprese per modernizzare le proprie infrastrutture informatiche e integrare l'intelligenza artificiale nella propria operatività. Al tempo stesso, il settore manifatturiero è stato frenato dall'aumento dei dazi, dall'incertezza ancora elevata e dal rafforzamento dell'euro.

È probabile che il divario tra domanda interna ed esterna persista nel breve periodo. Con l'aumento dei redditi reali, l'economia dovrebbe beneficiare della maggiore spesa per consumi. La disoccupazione, pari al 6,3 per cento a settembre, si mantiene prossima al minimo storico nonostante la flessione della domanda di manodopera. Le famiglie continuano a destinare al risparmio una quota insolitamente elevata del proprio reddito, e ciò dovrebbe lasciare loro margini più ampi per un ulteriore aumento della spesa. La considerevole spesa pubblica in

infrastrutture e difesa, nonché le passate riduzioni dei tassi di interesse decise dal Consiglio direttivo, dovrebbero sostenere gli investimenti.

Per contro, il contesto mondiale rimarrà probabilmente un fattore frenante.

Le esportazioni di beni hanno registrato un calo fra marzo e agosto, invertendo gli effetti dell'anticipazione degli scambi internazionali che aveva preceduto gli attesi incrementi dei dazi. I nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero segnalano ulteriori diminuzioni. L'impatto dell'aumento dei dazi sulle esportazioni dell'area dell'euro e sugli investimenti nel settore manifatturiero si manifesterà appieno solo nel tempo.

Il Consiglio direttivo sottolinea l'urgente necessità di rafforzare l'area dell'euro e la sua economia nell'attuale contesto geopolitico e accoglie con favore la riaffermazione di tale ambizione da parte dei leader dell'UE nell'ambito del Vertice euro del 23 ottobre 2025. Le politiche di bilancio e strutturali dovrebbero stimolare la produttività, la competitività e la capacità di tenuta dell'economia. È fondamentale dare pronta attuazione al piano per la competitività della Commissione europea. I governi dovrebbero dare priorità alle riforme strutturali e agli investimenti strategici che favoriscono la crescita, assicurando al tempo stesso la sostenibilità delle finanze pubbliche. È inoltre d'importanza cruciale promuovere ulteriormente l'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'introduzione dell'euro digitale.

Il Consiglio direttivo è impegnato ad assicurare che la moneta di banca centrale al dettaglio e all'ingrosso risponda alle esigenze dell'era digitale. A tale proposito, il Consiglio direttivo ha deciso, nella riunione del 30 ottobre 2025, di passare alla fase successiva del progetto sull'euro digitale. Ciò assicurerà la preparazione tecnica in vista della sua eventuale emissione e sosterrà la sovranità digitale dell'Europa una volta adottata la normativa. I dettagli della decisione sono forniti in un apposito comunicato stampa<sup>1</sup>.

## Inflazione

L'inflazione sui dodici mesi è aumentata al 2,2 per cento a settembre 2025, dal 2,0 di agosto, principalmente per effetto della minore diminuzione dei prezzi dei beni energetici rispetto al passato. A settembre l'inflazione dell'energia si è collocata al -0,4 per cento, dal -2,0 di agosto, mentre quella dei beni alimentari è scesa al 3,0 per cento a settembre, dal 3,2 di agosto. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è cresciuta al 2,4 per cento, dal 2,3 di agosto; quanto ai servizi, ha registrato un lieve incremento, dal 3,1 al 3,2 per cento, mentre è rimasta nuovamente invariata allo 0,8 per cento per i beni.

Gli indicatori dell'inflazione di fondo restano coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. Se da un lato si assiste alla ripresa

---

<sup>1</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [L'Eurosistema passa alla fase successiva del progetto sull'euro digitale](#) del 30 ottobre 2025

degli utili delle imprese, dall'altro il costo del lavoro dovrebbe moderarsi ulteriormente a seguito dell'aumento della produttività e di un rallentamento nella crescita delle retribuzioni. Gli indicatori prospettici, quali l'indice salariale della BCE e le indagini sulle aspettative relative ai salari, segnalano una crescita delle retribuzioni più lenta nel resto dell'anno e nella prima metà del 2026.

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'accordo commerciale raggiunto in estate tra Unione europea e Stati Uniti, unitamente al cessate il fuoco annunciato di recente in Medio Oriente e ai progressi compiuti nei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina, hanno attenuato alcuni rischi al ribasso per la crescita economica. Al tempo stesso, lo scenario tuttora variabile del commercio mondiale potrebbe causare l'interruzione delle catene di approvvigionamento, frenare ulteriormente le esportazioni e gravare su consumi e investimenti. Un deterioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari potrebbe determinare condizioni di finanziamento più stringenti, maggiore avversione al rischio e un indebolimento della crescita. Le tensioni geopolitiche, in particolare la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina, rimangono fra le principali fonti di incertezza. Per contro, un incremento della spesa per difesa e infrastrutture superiore alle attese, insieme a riforme volte a sostenere la produttività, darebbe un contributo alla crescita. Un rafforzamento della fiducia delle imprese potrebbe stimolare gli investimenti privati. L'attenuarsi delle restanti tensioni geopolitiche o una risoluzione più rapida del previsto delle rimanenti controversie commerciali potrebbe migliorare il clima di fiducia e stimolare l'attività.

Le prospettive di inflazione restano più incerte del consueto per effetto dello scenario, tuttora variabile, delle politiche commerciali a livello mondiale. Un rafforzamento dell'euro potrebbe ridurre l'inflazione oltre le attese. Inoltre, l'inflazione potrebbe risultare inferiore qualora un incremento dei dazi inducesse una minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro e un ulteriore aumento delle esportazioni verso l'area da parte di paesi con eccesso di capacità produttiva. Una maggiore volatilità e avversione al rischio nei mercati finanziari potrebbe gravare sulla domanda interna e ridurre quindi l'inflazione. Per contro, l'inflazione potrebbe risultare superiore se la frammentazione delle catene di approvvigionamento mondiali spingesse al rialzo i prezzi all'importazione, riducesse l'offerta delle materie prime critiche e accrescesse i vincoli di capacità nell'economia interna. Anche un incremento della spesa per difesa e infrastrutture potrebbe far aumentare l'inflazione nel medio termine. I fenomeni meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica e naturale, potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari oltre le aspettative.

## Condizioni finanziarie e monetarie

Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo svoltasi l'11 settembre 2025 i tassi di mercato sono rimasti sostanzialmente invariati. Le passate riduzioni dei tassi di interesse hanno continuato a far scendere i tassi sui prestiti bancari alle imprese, collocatisi in media al 3,5 per cento ad agosto. Nel contempo, nello stesso mese il costo dell'emissione di titoli di debito sul mercato si è confermato al 3,5 per cento, data la relativa stabilità dei rendimenti a più lungo termine, in base ai quali si determina il prezzo di tali titoli.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è sceso al 2,9 per cento a settembre, dal 3,0 di agosto. Al tempo stesso, l'emissione di obbligazioni societarie è diminuita al 3,3 per cento sui dodici mesi. Secondo l'indagine di ottobre 2025 sul credito bancario nell'area dell'euro, i criteri di concessione dei prestiti alle imprese hanno registrato un moderato irrigidimento nel terzo trimestre, a seguito dei maggiori timori delle banche circa i rischi cui è esposta la clientela. La domanda di credito da parte delle imprese è aumentata lievemente.

Il tasso di interesse medio sui nuovi mutui ipotecari è rimasto pressoché invariato dall'inizio del 2025, attestandosi al 3,3 per cento in agosto. La crescita dei mutui ha segnato un lieve incremento, al 2,6 per cento a settembre dal 2,5 di agosto, per effetto di un ulteriore aumento della domanda e di criteri di concessione invariati nel terzo trimestre.

L'aggregato monetario ampio, misurato da M3, ha registrato un rallentamento al 2,8 per cento a settembre, rispetto al 2,9 di agosto e alla media del 3,8 per cento nella prima metà dell'anno.

## 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 30 ottobre 2025 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.



*L'attività economica mondiale ha mostrato una certa tenuta nel secondo trimestre del 2025 e dovrebbe rimanere stabile, seppur contenuta, per il resto dell'anno in corso, essendosi attenuati i rischi al ribasso per la crescita a livello mondiale. Nel secondo trimestre del 2025 il volume del commercio mondiale si è rivelato superiore alle attese. A fronte di un contesto, tuttora variabile, delle politiche commerciali a livello mondiale, la crescita dell'interscambio dovrebbe rallentare nel terzo trimestre, via via che gli effetti legati all'anticipazione vengono meno e quelli legati ai dazi diventano più evidenti. Ad agosto l'inflazione complessiva è rimasta invariata nelle economie dell'OCSE in termini aggregati, con dinamiche inflazionistiche sempre più eterogenee nelle economie avanzate.*

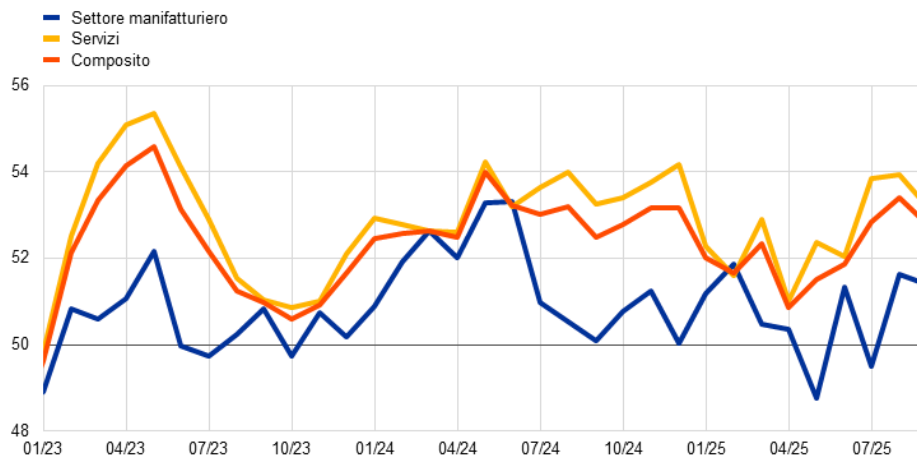
**La crescita mondiale ha mostrato una certa tenuta nel secondo trimestre, ma le prospettive a breve termine rimangono modeste.**

La crescita del PIL mondiale in termini reali nel secondo trimestre è stata rivista al rialzo, all'1,0 per cento sul trimestre precedente, dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre, sospinta principalmente da una revisione della crescita del PIL statunitense e da risultati migliori del previsto nei mercati emergenti, in particolare in India. A settembre l'indice composito mondiale (esclusa l'area dell'euro) dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) è diminuito, pur rimanendo in territorio espansivo (cfr. il grafico 1). Complessivamente, il PMI mondiale indica una buona tenuta della crescita nel terzo trimestre, con un notevole miglioramento dell'attività nel settore dei servizi. Nel corso del terzo trimestre il PMI relativo al prodotto del settore manifatturiero ha continuato a mostrare volatilità, avendo le imprese lavorato gli input accumulati all'inizio dell'anno. Il settore dei servizi ha beneficiato di tale anticipazione delle attività manifatturiere: i servizi di trasporto si sono rafforzati e la domanda di intelligenza artificiale (IA) a livello mondiale ha sostenuto i servizi legati ai software. Sulla base sia dei valori dell'indice PMI sia dell'ipotesi di una stabilizzazione della produzione a livello mondiale, ci si attende che l'attività rimanga stabile, seppur moderata, per il resto del 2025.

## Grafico 1

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

(indici di diffusione)



Fonti: S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2025.

### **Nel secondo trimestre la crescita dell'interscambio mondiale si è rivelata superiore alle attese; tuttavia, la sua dinamica di fondo è in rallentamento.**

La crescita delle importazioni a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) è scesa dall'1,7 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre allo 0,9 nel secondo, risultato questo superiore a quanto previsto nelle proiezioni di settembre dagli esperti della BCE. Tale rialzo inatteso è riconducibile alla pubblicazione dei dati di contabilità nazionale di grandi economie emergenti, come l'Egitto, la Turchia e, in particolare, l'India. Dai dati doganali sui flussi bilaterali non emergono prove concrete del fatto che l'elevata crescita delle importazioni in tali paesi rifletta il riorientamento delle esportazioni cinesi. A prescindere da tali effetti idiosincratici, le importazioni mondiali dovrebbero indebolirsi ulteriormente nel terzo trimestre, via via che gli effetti legati all'anticipazione vengono meno e quelli legati ai dazi diventano più evidenti.

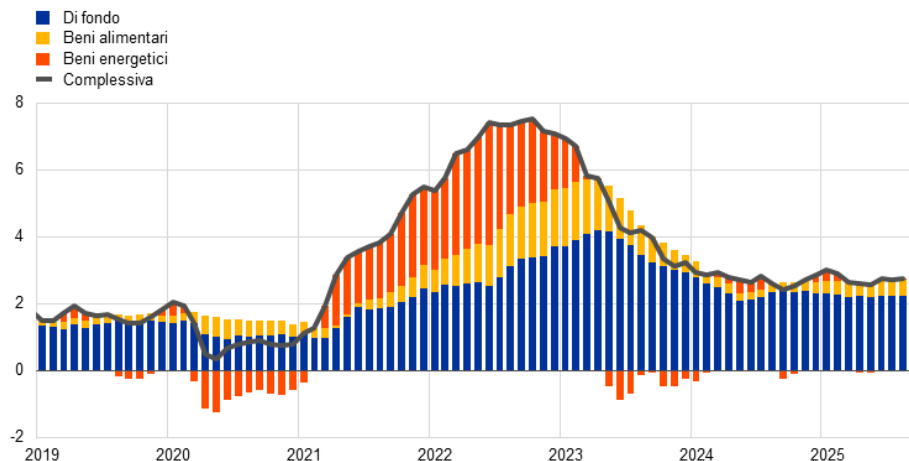
### **L'inflazione complessiva nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è rimasta invariata in termini aggregati, ma è divenuta più eterogenea tra le economie avanzate.**

Ad agosto 2025 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi OCSE si è confermato al 4,1 per cento, invariato rispetto al dato di luglio; escludendo la Turchia, è lievemente aumentato al 2,8 per cento (cfr. il grafico 2). Ciò è principalmente riconducibile al rincaro dei beni energetici e alimentari, mentre l'inflazione di fondo si è lievemente ridotta, al 3 per cento (dal 3,1 del mese precedente). Negli ultimi mesi le dinamiche inflazionistiche nelle economie avanzate sono state caratterizzate da una maggiore eterogeneità: in Canada e in diverse altre economie avanzate l'inflazione complessiva è rimasta stabile intorno all'obiettivo del 2 per cento, mentre nel Regno Unito e negli Stati Uniti è lievemente aumentata.

## Grafico 2

### Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

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

**I prezzi dell'energia sono diminuiti, di riflesso sia al calo dei corsi petroliferi dovuto al crescente eccesso di offerta sul mercato del petrolio sia alla flessione del prezzo del gas.** Le quotazioni del greggio sono diminuite del 4 per cento per effetto dei crescenti squilibri tra domanda e offerta sul mercato. Dal lato della domanda, i prezzi hanno risentito della debolezza dei consumi mondiali di petrolio a seguito delle turbative economiche innescate dagli annunci sui dazi statunitensi e, più di recente, dalle rinnovate tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina. Dal lato dell'offerta, un avanzo è emerso dagli ultimi dati, che mostrano l'accresciuta produzione di Iraq e Kuwait a settembre. Tali andamenti riflettono i successivi aumenti di produzione decisi dall'OPEC+ a partire da aprile e proseguiti fino all'inizio di ottobre. L'avanzo del mercato petrolifero si evince anche dal recente accumulo di scorte nei paesi dell'OCSE e in Cina. Tuttavia, le pressioni al ribasso sui prezzi del petrolio dovute agli squilibri tra domanda e offerta sono state in parte compensate nel periodo più recente, poiché le nuove sanzioni statunitensi nei confronti delle compagnie petrolifere russe hanno fornito un certo sostegno ai prezzi. I prezzi del gas in Europa sono diminuiti del 4 per cento a seguito di previsioni meteorologiche più miti, che hanno ampiamente compensato l'impatto degli scioperi presso i terminali di importazione di gas naturale liquefatto (GNL) in Francia. Più in generale, i prezzi hanno continuato a seguire l'andamento discendente degli ultimi mesi, riflettendo il livello persistentemente basso dei consumi europei rispetto ai valori storici e la debole domanda di GNL da parte dell'Asia. Le quotazioni dei metalli sono aumentate del 7 per cento, principalmente a causa del brusco incremento dei prezzi del rame, a seguito delle interruzioni della produzione nella seconda miniera più grande del mondo, in Indonesia. Per contro, i prezzi delle materie prime alimentari a livello mondiale sono diminuiti del 3 per cento, con un calo delle quotazioni del cacao che ha fatto seguito alle attese di un aumento dell'offerta dopo che sia la Costa d'Avorio sia il Ghana hanno incrementato il prezzo minimo pagato ai coltivatori di cacao.

**Nel secondo trimestre l'attività economica statunitense ha segnato una ripresa; tuttavia, ci si attende un rallentamento nel periodo a venire.**

Dopo la contrazione registrata nel primo trimestre, l'attività economica reale statunitense ha segnato una ripresa nel secondo (aumentando dello 0,9 per cento sul periodo precedente), a indicare che la tenuta delle componenti di fondo del PIL è stata più forte di quanto inizialmente stimato. Tale capacità di tenuta è stata sospinta dagli investimenti legati all'IA, dal rafforzamento dei bilanci delle famiglie e dal calo del tasso di risparmio. In prospettiva, la crescita dovrebbe diminuire a fronte della debole dinamica dell'occupazione e di un peggioramento del clima di fiducia dei consumatori. Il mercato del lavoro statunitense continua a rallentare: ad agosto il numero di occupati nel settore non agricolo è aumentato di 22.000 unità, un dato inferiore alle aspettative di mercato. La pubblicazione del rapporto sull'occupazione di settembre è stata rinviata a causa dello shutdown del governo, ma fonti di dati alternative suggeriscono un ulteriore rallentamento del mercato del lavoro.

**Ad agosto l'inflazione complessiva misurata sulla spesa per consumi privati (SCP) negli Stati Uniti è aumentata, poiché i dazi continuano a trasmettersi sulla catena di formazione dei prezzi.**

Ad agosto l'inflazione complessiva misurata sull'SCP è aumentata al 2,7 per cento, mentre l'inflazione di fondo misurata sull'SCP è rimasta al 2,9 per cento. Sebbene la trasmissione dei dazi ai prezzi di alcune categorie di beni (ad esempio, arredi per la casa) sembri aver raggiunto il livello massimo negli ultimi mesi, è tuttora in corso in altre categorie (ad esempio, abbigliamento e autoveicoli). La pubblicazione ritardata dei dati sull'IPC di settembre indica un lieve incremento dell'inflazione complessiva misurata sull'SCP nel breve periodo e un'inflazione di fondo misurata sull'SCP sostanzialmente invariata. Il Federal Open Market Committee ha abbassato l'intervallo obiettivo per il tasso sui Federal Fund in occasione delle riunioni di settembre e di ottobre (di 25 punti base ciascuna volta), portandolo al 3,75-4,00 per cento.

**In Cina la crescita dell'attività dovrebbe rallentare, mentre la dinamica dei prezzi si conferma modesta.**

Nel terzo trimestre la crescita del PIL sul periodo precedente è salita all'1,2 per cento dall'1,0 del secondo trimestre, grazie soprattutto al forte contributo delle esportazioni. Tale slancio dovrebbe rallentare nella parte restante dell'anno, poiché ci si attende che la domanda interna resti contenuta e che aumentino i fattori avversi esterni. Prosegue la correzione verso il basso del mercato immobiliare, che esercita un significativo effetto frenante sull'attività e persistenti pressioni al ribasso sui prezzi delle abitazioni. Nel complesso, gli effetti macroeconomici dei vari pacchetti di misure annunciati negli anni precedenti non sono ancora visibili. A settembre l'inflazione al consumo complessiva è leggermente aumentata, al -0,3 per cento, e quella alla produzione è scesa al -2,3 per cento. L'impatto della campagna "anti-involuzione" delle autorità cinesi (che include regole di concorrenza più rigide, riunioni specifiche di settore per il coordinamento dei prezzi e un rafforzamento delle norme per contrastare la concorrenza sleale sui prezzi e l'eccesso di capacità produttiva) rimarrà verosimilmente limitato, in quanto le misure sono frammentate e specifiche per settore ed è probabile che l'eccesso di capacità persista.

**L'attività economica del Regno Unito si conferma modesta, in un contesto caratterizzato da inflazione persistente in vista di importanti decisioni di bilancio.** Il PIL mensile e i dati ad alta frequenza confermano sostanzialmente il

quadro di moderata dinamica economica, che dovrebbe protrarsi nella seconda metà del 2025. Inoltre, il bilancio autunnale, che sarà presentato il 26 novembre, dovrebbe comportare un inasprimento fiscale. A settembre l'inflazione complessiva sui dodici mesi è rimasta invariata al 3,8 per cento. Secondo la Bank of England, il rinnovato aumento dell'inflazione nel corso dell'anno è principalmente imputabile agli incrementi dei prezzi amministrati e all'inflazione dei beni alimentari, unitamente al venir meno degli effetti base legati ai precedenti cali dei prezzi dell'energia. Anche l'inflazione dei servizi si mantiene su livelli elevati (4,7 per cento a settembre). Nella riunione di settembre la Bank of England ha mantenuto il tasso ufficiale al 4 per cento e ha deciso di rallentare il ritmo della restrizione quantitativa.

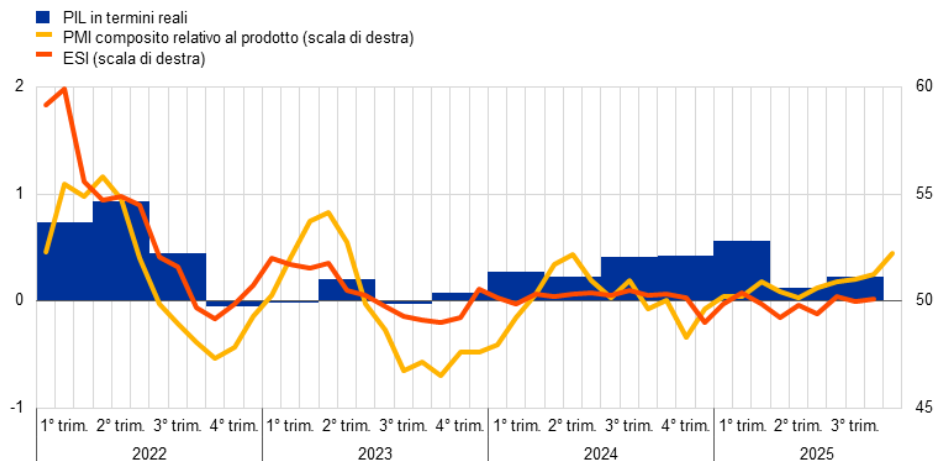
*Nel terzo trimestre del 2025 l'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,2 per cento, in rialzo rispetto allo 0,1 per cento del secondo trimestre. Gli indicatori economici disponibili segnalano una robusta crescita dei servizi, sostenuta dalla solidità del turismo e soprattutto dalla ripresa dei servizi digitali. Le indagini rivelano che tale espansione riflette i maggiori sforzi compiuti da molte imprese per modernizzare le proprie infrastrutture informatiche e integrare l'intelligenza artificiale nella propria operatività. Nel contempo, l'attività manifatturiera è stata frenata dall'aumento dei dazi, dall'incertezza ancora elevata e dal rafforzamento dell'euro. È probabile che il divario tra domanda interna ed estera persista nel breve periodo. L'economia dovrebbe trarre maggiore beneficio dalla spesa per consumi in un contesto in cui i redditi reali aumentano. I mercati del lavoro hanno continuato a mostrare capacità di tenuta, nonostante i segnali di indebolimento della domanda di manodopera. Le famiglie continuano a destinare al risparmio una quota insolitamente elevata del proprio reddito e ciò dovrebbe lasciare loro margini più ampi per un ulteriore aumento della spesa. Inoltre, con la trasmissione all'economia delle riduzioni dei tassi di interesse da parte della BCE, la domanda interna dovrebbe beneficiare di condizioni di finanziamento più favorevoli, mentre l'aumento della spesa pubblica per infrastrutture e difesa dovrebbe sostenere anche gli investimenti. Per contro, il contesto mondiale rimarrà probabilmente un fattore di freno. L'impatto dell'aumento dei dazi sulle esportazioni dell'area dell'euro e sugli investimenti nel settore manifatturiero si manifesterà appieno solo nel corso del tempo.*

**Nel terzo trimestre del 2025 l'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,2 per cento, dallo 0,1 del secondo trimestre**, secondo la stima preliminare dell'Eurostat. Sebbene la scomposizione della spesa non sia ancora disponibile, gli indicatori di breve periodo e i dati nazionali di cui si dispone segnalano un contributo positivo della domanda interna, mentre le esportazioni nette sono state più contenute. Nel terzo trimestre la crescita ha continuato a essere caratterizzata da notevoli differenze tra le maggiori economie dell'area dell'euro: il PIL in termini reali è aumentato dello 0,6 per cento in Spagna, dello 0,5 in Francia e dello 0,4 nei Paesi Bassi, mentre è rimasto invariato in Germania e in Italia. Fra i paesi più piccoli, il PIL è diminuito solo lievemente in Irlanda. Il risultato dell'area dell'euro per il terzo trimestre è stato in linea con le proiezioni macroeconomiche di settembre 2025 per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, dopo aver corretto per le attese di un maggiore indebolimento del contributo irlandese rispetto al dato effettivo.

### 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. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è stato standardizzato e riscalo per ottenere la stessa media e deviazione standard dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2025 per il PIL in termini reali, a ottobre 2025 per il PMI composito relativo al prodotto e a settembre 2025 per l'ESI.

#### I dati disponibili indicano una perdurante debolezza nel settore manifatturiero nel terzo trimestre, mentre è probabile che il settore dei servizi abbia continuato a espandersi.

A settembre l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto ha continuato a registrare una lieve tendenza al rialzo, portando la media per il terzo trimestre a 51,0. Ciò è coerente con un'espansione positiva, per quanto modesta, dell'attività economica dell'area dell'euro, giacché l'aumento dei dazi, l'incertezza ancora elevata e il rafforzamento dell'euro hanno inciso negativamente sul settore manifatturiero. La produzione industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita dello 0,3 per cento nella media del bimestre luglio-agosto rispetto al secondo trimestre del 2025. Il PMI relativo alla produzione manifatturiera è diminuito a settembre, compensando il temporaneo aumento di agosto, con l'attività che, in media, si è mantenuta sostanzialmente stagnante nel terzo trimestre (cfr. il pannello a) del grafico 4). L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea per l'industria è rimasto invariato in settembre, su bassi livelli da molti mesi. Tale quadro di crescita lenta è confermato dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie, che hanno segnalato come il settore manifatturiero sia gravato dai dazi e dall'incertezza, in un contesto di debolezza della domanda, elevati costi operativi e crescente concorrenza a livello mondiale (cfr. il riquadro 5). La crescita del comparto dei servizi dovrebbe essersi mantenuta positiva nel terzo trimestre. Fino a luglio la dinamica della produzione nel settore dei servizi si è lievemente indebolita, ma i dati delle indagini mostrano una tendenza al rialzo nel terzo trimestre, con il PMI per l'attività nel settore che ha raggiunto 51,3 a settembre (cfr. il pannello b) del grafico 4). Secondo i recenti contatti della BCE con le imprese nel settore dei servizi, l'attività in tale comparto è stata trainata dalla spesa per consumi nei servizi turistici, ricettivi, di intrattenimento e di telecomunicazione. Inoltre, è stata stimolata da un dinamico settore digitale, riflesso del fatto che molte

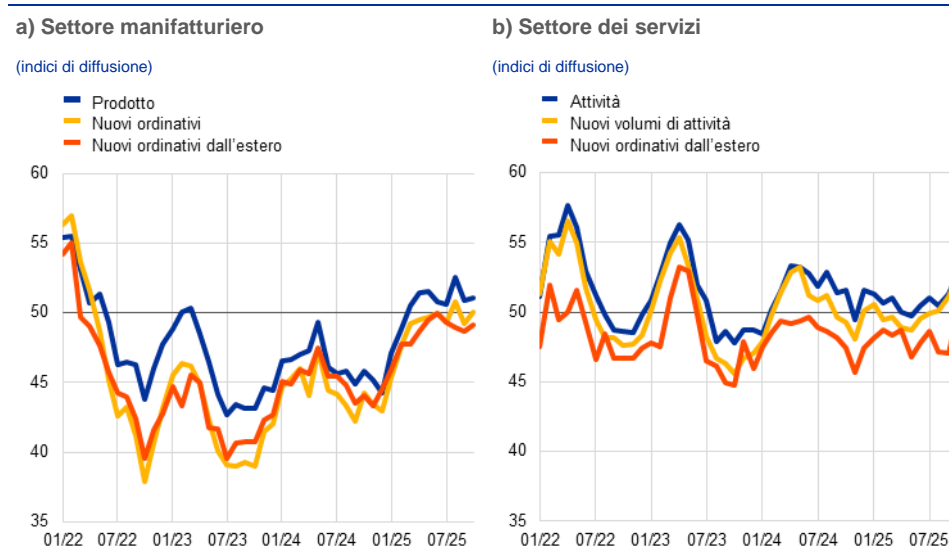
imprese hanno intensificato gli sforzi per modernizzare le proprie infrastrutture informatiche e integrare l'intelligenza artificiale nella propria operatività.

**Nel quarto trimestre del 2025 il PIL in termini reali nell'area dell'euro è atteso espandersi moderatamente, in un contesto di andamenti settoriali divergenti.**

L'aumento del PMI composito preliminare relativo al prodotto in ottobre è coerente con una dinamica moderatamente positiva della crescita nel settore manifatturiero all'inizio del quarto trimestre, mentre l'attività nei servizi si è rafforzata ulteriormente, confermando il ruolo di tale settore quale principale traino dell'economia. Al tempo stesso, i più recenti indicatori anticipatori mostrano un quadro contrastante: a ottobre l'aumento dell'indice PMI composito per i nuovi ordini è stato trainato da entrambi i settori, mentre il calo delle aspettative delle imprese sui 12 mesi, desunto dall'indagine PMI, è stato particolarmente marcato per il comparto dei servizi e modesto per quello manifatturiero. Nel complesso, ci si attende che l'elevata incertezza, l'aumento dei dazi effettivi, il rafforzamento dell'euro e la maggiore concorrenza a livello mondiale frenino la crescita nel quarto trimestre del 2025.

**Grafico 4**

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



Fonte: S&P Global Market Intelligence.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2025.

**Il mercato del lavoro ha mantenuto una buona tenuta nel secondo trimestre del 2025, nonostante continui la graduale attenuazione della domanda di manodopera.**

Nel secondo trimestre del 2025 l'occupazione e le ore lavorate totali sono cresciute dello 0,1 per cento (cfr. il grafico 5). Il costante rallentamento riflette in parte l'attenuazione della domanda di lavoro, con il tasso di posti vacanti diminuito al 2,3 per cento nel secondo trimestre, inferiore di un punto percentuale rispetto al picco del secondo trimestre del 2022. Nel contempo, le forze di lavoro hanno continuato a espandersi, favorite da una migrazione sostenuta e da una maggiore partecipazione dei lavoratori più anziani. Tali forze sono aumentate dello 0,3 per cento sul trimestre precedente, segnando un incremento dell'1,1 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Al tempo stesso, a settembre il tasso di

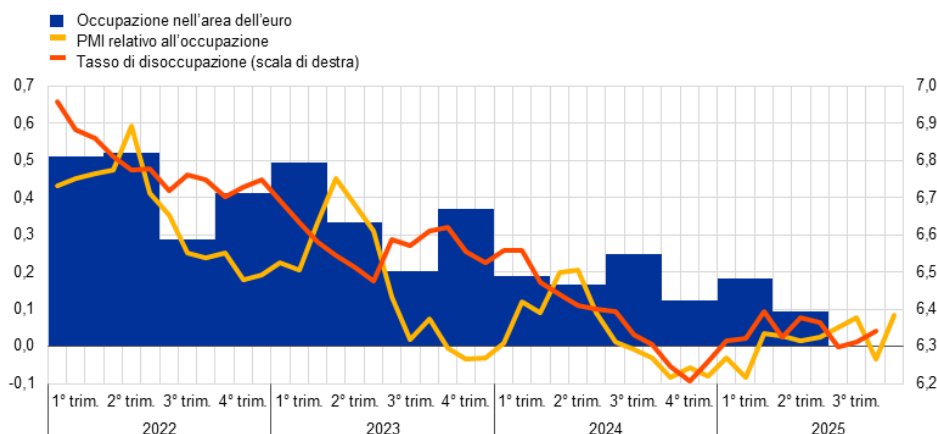


disoccupazione è stato pari al 6,3 per cento, essendosi mantenuto sostanzialmente su tale livello dall'inizio dell'anno.

### 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 secondo trimestre del 2025 per l'occupazione nell'area dell'euro, a ottobre 2025 per il PMI relativo all'occupazione e a settembre 2025 per il tasso di disoccupazione.

#### Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro suggeriscono una crescita sostanzialmente nulla dell'occupazione nel terzo trimestre.

Nel secondo trimestre il PMI composito mensile relativo all'occupazione si è collocato su una media di 50,3, indicando una crescita sostanzialmente nulla dell'occupazione. I dati della stima rapida per ottobre mostrano un certo miglioramento delle percezioni riguardanti l'occupazione. L'indicatore composito è salito da 49,7 a settembre a 50,8 a ottobre, in ragione dell'aumento da 50,1 a 51,8 del settore dei servizi. Di contro, l'indicatore PMI relativo all'occupazione per il settore manifatturiero è sceso a 48,0 a ottobre, da 48,5 di settembre.

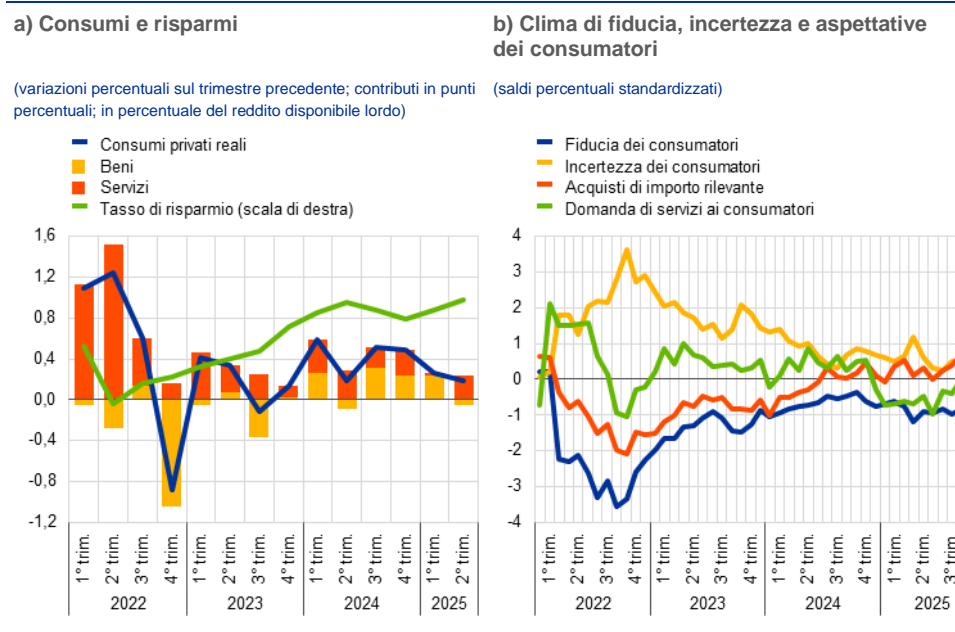
#### Dopo una moderazione nel secondo trimestre del 2025, la crescita dei consumi privati si è probabilmente rafforzata lievemente nel terzo trimestre, sostenuta dall'aumento del potere d'acquisto, nonostante il tasso di risparmio delle famiglie ancora elevato.

Mentre la spesa per servizi ha continuato a espandersi, i consumi di beni hanno sostanzialmente ristagnato nel secondo trimestre, a causa di un calo della spesa per beni non durevoli (cfr. il pannello a) del grafico 6). Al tempo stesso, i consumi di beni durevoli sono aumentati. Nello stesso trimestre il tasso di risparmio delle famiglie è salito al 15,5 per cento, riflettendo il proseguimento della crescita del reddito e la moderazione della crescita dei consumi e dell'inflazione. I dati mensili relativi al terzo trimestre, sebbene ancora preliminari e incompleti, indicano un indebolimento del commercio al dettaglio in luglio e agosto, rispetto al secondo trimestre. Per contro, i risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) della BCE indicano una spesa per consumi di beni più sostenuta nel terzo trimestre, mentre i recenti contatti della

BCE con le società non finanziarie segnalano una crescita robusta dei consumi di servizi, a sostegno della narrazione di un lieve miglioramento della dinamica della spesa (cfr. il riquadro 5). Anche le ulteriori evidenze desunte dalle indagini supportano tale valutazione. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea ha continuato ad aumentare in settembre e ottobre, trainato principalmente da un miglioramento delle attese circa la situazione finanziaria delle famiglie e delle intenzioni di acquisti di importo rilevante nei successivi dodici mesi (cfr. il pannello b) del grafico 6). Inoltre, dal secondo trimestre le aspettative delle imprese sulla domanda su un orizzonte di tre mesi, elaborate dalla Commissione europea, sono migliorate sia nel commercio al dettaglio sia nei servizi ai consumatori, ritornando ai livelli medi precedenti la pandemia. In prospettiva, i consumi dovrebbero continuare a rafforzarsi, in un contesto caratterizzato dalla tenuta del mercato del lavoro, con una perdurante crescita del reddito e una migliore percezione, da parte delle famiglie, degli incrementi di reddito passati. Tuttavia, nonostante il miglioramento osservato da aprile 2025, l'ancora elevata incertezza politico-economica e dei consumatori dovrebbe continuare a gravare sulle decisioni riguardanti i consumi delle famiglie.

### Grafico 6

Consumi e risparmi delle famiglie; clima di fiducia e incertezza dei consumatori, aspettative di consumatori e imprese



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

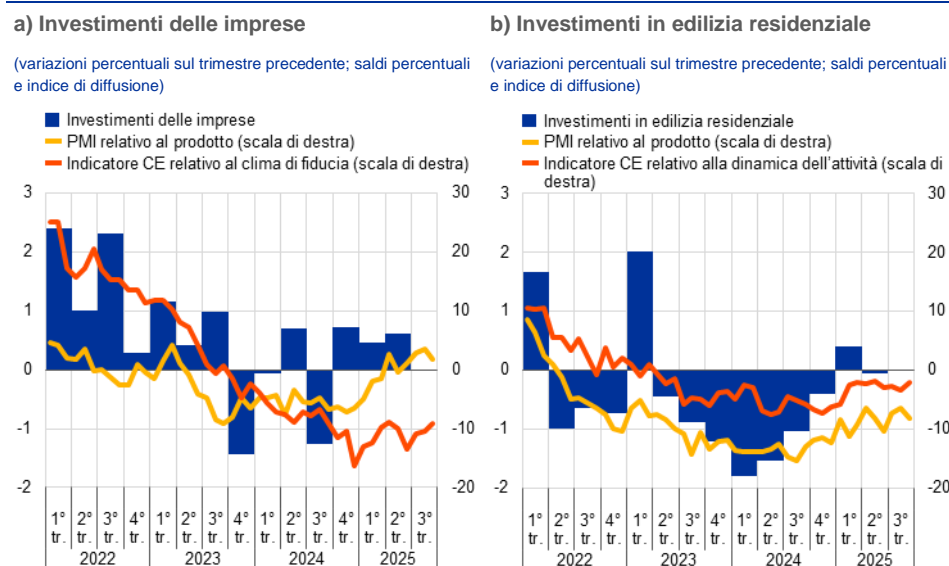
Note: nel pannello a) i contributi dei consumi nazionali di beni e servizi sono riponderati per sommare alla crescita dei consumi privati in termini reali nelle principali contabilità nazionali. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2025. Nel pannello b) le aspettative dei consumatori relative agli acquisti di importo rilevante si riferiscono ai dodici mesi successivi e le aspettative delle imprese relative alla domanda di servizi ai consumatori si riferiscono ai tre mesi successivi. La voce "Domanda di servizi ai consumatori" si basa sugli indicatori della domanda attesa per settore, derivati dall'indagine della Commissione europea presso le imprese relative ai servizi, ponderati per le quote settoriali dei consumi privati interni desunte dalle tavole di input-output FIGARO per il 2022. Per motivi legati alla disponibilità dei dati, la serie relativa alla domanda di servizi ai consumatori è standardizzata sul periodo dal 2005 al 2019 e la voce "Incertezza dei consumatori" è standardizzata sul periodo da aprile 2019 a settembre 2025 rispetto alla media del 2019, mentre tutte le altre serie sono standardizzate sul periodo dal 1999 al 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2025 per il clima di fiducia dei consumatori e a settembre 2025 per tutte le altre voci.

**I dati più recenti sugli investimenti delle imprese anticipano investimenti deboli in beni materiali, mentre la crescita dei beni immateriali dovrebbe intensificarsi.** Nel secondo trimestre del 2025, nell'area dell'euro, gli investimenti in

beni diversi dalle costruzioni sono diminuiti del 3,3 per cento ma, al netto della componente volatile relativa alle attività immateriali irlandesi, hanno continuato a crescere costantemente dello 0,6 per cento sul periodo precedente. Nel terzo trimestre e a seguire, le tendenze osservate in passato negli investimenti delle imprese, al netto dei beni immateriali irlandesi, sembrano proseguire, con una crescita modesta degli investimenti in beni materiali e una più vigorosa di quelli in beni immateriali. Gli indicatori riguardanti i beni materiali, come l'indice PMI relativo al prodotto per i beni di investimento, sono diminuiti a settembre e l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea è rimasto ben al di sotto della sua media storica (cfr. il pannello a) del grafico 7). Per contro, secondo l'indagine della Commissione, durante la seconda metà del 2025 è probabile un'accelerazione degli investimenti in beni immateriali a seguito della crescente produzione nelle relative voci dei servizi fino a luglio, nonché delle aspettative positive riguardo alla domanda di tali voci su un orizzonte di tre mesi. Le evidenze fornite dai contatti presso le imprese confermano questo quadro divergente, che rivela prospettive deboli per gli investimenti in beni materiali in un contesto caratterizzato da perdurante incertezza, elevati costi e perdite di quote di mercato nei settori manifatturiero e automobilistico, mentre gli investimenti in beni immateriali continuano a crescere, in ragione dell'impennata della domanda di software e intelligenza artificiale (cfr. il riquadro 5). In prospettiva, le determinanti fondamentali degli investimenti stanno gradualmente migliorando. La normalizzazione degli utili, con una crescita positiva dei margini operativi lordi delle società non finanziarie e, in futuro, un rafforzamento della domanda aggregata attesa dovrebbero sostenere ulteriormente gli investimenti.

## Grafico 7

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



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

Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre 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. Gli indicatori di breve periodo si riferiscono al settore dei beni di investimento. L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei beni di investimento è normalizzato per la media del periodo 1999-2019 e per la deviazione standard della serie. Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla media ponderata della valutazione espressa dal settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione circa l'andamento dell'attività rispetto ai tre mesi precedenti, normalizzata rispetto alla deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2025 per gli investimenti e a settembre 2025 per il PMI relativo al prodotto e gli indicatori della Commissione europea.

**Nel secondo trimestre del 2025 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono rimasti invariati, ma hanno probabilmente registrato una crescita moderata nel terzo trimestre.**

Nel secondo trimestre del 2025 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono rimasti sostanzialmente invariati, dopo una crescita dello 0,4 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre (cfr. il pannello b) del grafico 7). Secondo gli indicatori ad alta frequenza, nel terzo trimestre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono lievemente aumentati. In luglio e agosto la produzione nel settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione è stata, in media, superiore dello 0,4 per cento rispetto ai livelli registrati nel secondo trimestre. Inoltre, gli indicatori basati sulle indagini, come l'indicatore della Commissione europea relativo alle tendenze recenti delle attività nei settori delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione e il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale, sono migliorati fra giugno e settembre, pur mantenendosi su livelli bassi, a ulteriore indicazione di prospettive di crescita moderate per il terzo trimestre. In futuro gli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbero mantenersi su una traiettoria di graduale ripresa. Ciò è confermato dal perdurante aumento, ancorché modesto, delle concessioni edilizie nel secondo trimestre, nonché dal limitato incremento dell'indice di fiducia delle imprese di costruzione e di quelle specializzate del settore, elaborato dalla Commissione europea nel terzo trimestre. La graduale ripresa si riflette anche nell'equilibrio tra il miglioramento delle condizioni della domanda, come indica da un lato la crescente appetibilità degli investimenti in edilizia residenziale secondo l'indagine CES, nonché la crescente domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni, secondo l'indagine sul credito bancario, e dall'altro l'elevata incertezza dal lato dell'offerta, come mostrano gli intervistati del settore dell'edilizia residenziale nell'indagine della Commissione europea presso le imprese e i recenti contatti della BCE con le aziende del settore (cfr. il riquadro 5).

**Sulle esportazioni dell'area dell'euro hanno gravato l'aumento dei dazi statunitensi, il rafforzamento dell'euro e la debolezza della domanda mondiale, che ha subito una contrazione del 3,1 per cento nei tre mesi fino ad agosto 2025.**

Il settore chimico, in particolare le esportazioni farmaceutiche irlandesi verso gli Stati Uniti, ha registrato una brusca volatilità dovuta alle previste modifiche dei dazi, mentre le esportazioni verso la Cina sono diminuite, in un contesto di debolezza della domanda e di perdite di quote di mercato. Gli indicatori anticipatori segnalano una perdurante debolezza negli ordinativi dall'estero del settore manifatturiero. Le importazioni sono aumentate dell'1,2 per cento nei tre mesi fino ad agosto, con le crescenti importazioni cinesi che hanno intensificato la concorrenza per i produttori interni (cfr. il riquadro 1). L'apprezzamento dell'euro ha ridotto i costi delle importazioni, soprattutto dall'Asia, dove persistono prezzi molto competitivi ed eccesso di capacità produttiva nel settore manifatturiero. La quota di importazioni dell'area dell'euro dalla Cina continua ad aumentare, soprattutto per i beni intermedi. Allo stesso tempo, le restrizioni alle esportazioni cinesi evidenziano vulnerabilità nelle catene di approvvigionamento, in quanto la Cina rimane un fornitore fondamentale di terre rare essenziali per le industrie dell'area dell'euro.

**In un orizzonte temporale più lungo ci si attende una ripresa dell'attività dell'area dell'euro, giacché dovrebbero diminuire gli effetti sulla crescita delle**

**circostanze sfavorevoli legate al commercio.** Anche se l'incertezza ancora elevata legata alle politiche commerciali e al panorama geopolitico potrebbe frenare la crescita, la capacità di tenuta accumulata negli ultimi anni, in particolare la solidità dei bilanci del settore privato e la resilienza del mercato del lavoro, dovrebbe sostenere nel tempo la spesa per consumi. Inoltre, la domanda interna dovrebbe trarre beneficio dalle condizioni di finanziamento più favorevoli, con la trasmissione all'economia della riduzione dei tassi di interesse, nonché dall'aumento della spesa pubblica per infrastrutture e difesa.

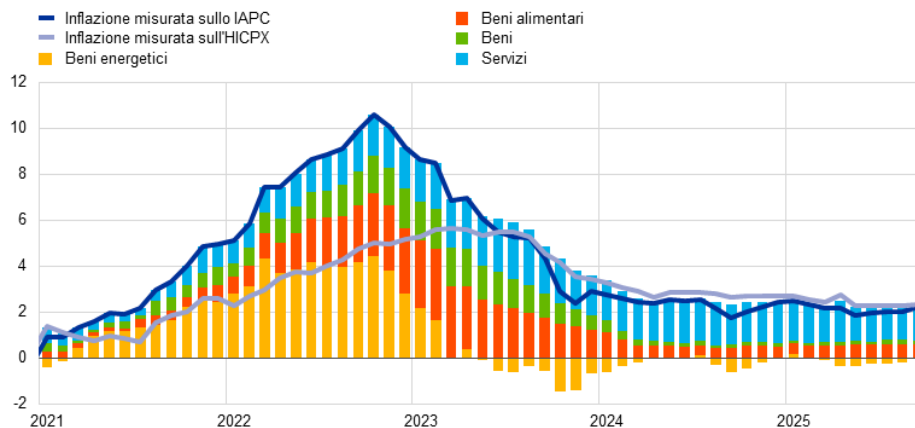
A settembre 2025 l'inflazione complessiva sui dodici mesi dell'area dell'euro è aumentata dal 2,0 al 2,2 per cento, in confronto ad agosto<sup>2</sup>. Tale rialzo è da ricondursi principalmente alla minore diminuzione dei prezzi dell'energia rispetto al passato. Le misure dell'inflazione di fondo si confermano coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. Nel secondo trimestre del 2025 la crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per dipendente era pari al 3,9 per cento, invariata dal periodo precedente. Se da un lato si assiste alla ripresa degli utili delle imprese, dall'altro la crescita salariale dovrebbe moderarsi nel prosieguo dell'anno, contribuendo, insieme all'aumento della produttività, a un ulteriore calo 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 intorno all'obiettivo.

**Nell'area dell'euro l'inflazione complessiva sui dodici mesi, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è salita al 2,2 per cento a settembre, dal 2,0 di agosto (cfr. il grafico 8).** Tale incremento rispecchia aumenti delle componenti energetica e dei servizi. Nel terzo trimestre del 2025 il tasso di inflazione dell'area dell'euro si è collocato al 2,1 per cento, sostanzialmente in linea con le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre scorso.

### Grafico 8

#### Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Beni" si riferisce ai beni industriali non energetici. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2025.

**L'inflazione dei beni energetici si è mantenuta negativa a settembre, ma è salita al -0,4 per cento, dal -2,0 di agosto.** Tale aumento è riconducibile principalmente a un effetto base positivo derivante dal basso tasso di crescita sul mese precedente della componente dei carburanti per il trasporto, registrato a

<sup>2</sup> I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 29 ottobre 2025. In base alla stima preliminare, pubblicata dall'Eurostat il 31 ottobre, l'inflazione misurata sullo IAPC è diminuita dal 2,2 al 2,1 per cento tra settembre e ottobre 2025.

settembre 2024, che è stato escluso dal calcolo sui dodici mesi. A settembre 2025 la componente energetica mostrava un tasso di inflazione sui dodici mesi ancora negativo, a causa dei tassi lievemente negativi di tutte le sue principali sottocomponenti (carburanti per il trasporto, elettricità e gas). Nel contempo, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dell'energia è rimasta invariata, collocandosi al 2,5 per cento per il quinto mese consecutivo.

**L'inflazione dei beni alimentari è diminuita dal 3,2 al 3,0 per cento tra agosto e settembre.** Tale flessione è da ricondursi al calo dell'inflazione dei beni alimentari non trasformati, che a settembre era pari al 4,7 per cento, mentre ad agosto al 5,5. Ciò è dovuto principalmente ai minori tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli. Nello stesso periodo l'inflazione dei beni alimentari trasformati è rimasta invariata al 2,6 per cento, con la componente dei tabacchi che si è confermata un contributo significativo al relativo tasso di crescita sui dodici mesi. Al netto di tale componente, anche il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati è rimasto invariato rispetto ad agosto, al 2,2 per cento.

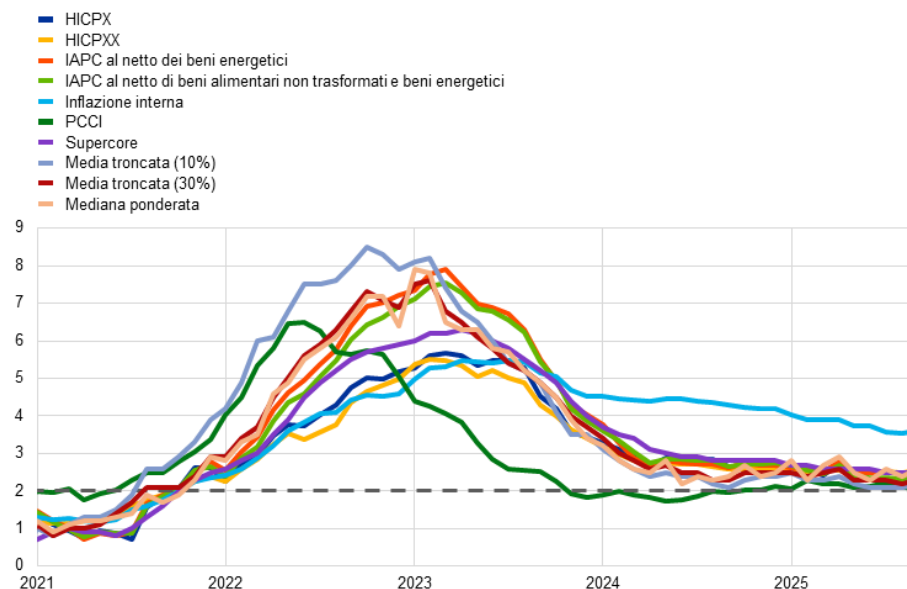
**L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) ha subito un lieve aumento, passando dal 2,3 per cento di agosto al 2,4 a settembre.** L'andamento dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari riflette l'aumento della componente dei servizi, al 3,2 per cento a settembre dal 3,1 di agosto, e il protrarsi della stabilità dell'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG), su un livello moderato, pari allo 0,8 per cento. L'aumento dell'inflazione dei servizi è stato determinato da tassi di crescita più elevati delle sottocomponenti relative alla comunicazione e alle attività ricreative, in particolare dei servizi ricettivi, che hanno più che compensato il calo dell'inflazione dei servizi di trasporto. La stabilità del tasso di inflazione dei beni industriali non energetici cela un aumento dei tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni semidurevoli e non durevoli, che sono stati compensati da un calo dell'inflazione dei beni durevoli.

**Le misure dell'inflazione di fondo si confermano coerenti con l'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo (cfr. il grafico 9).** A settembre i valori hanno oscillato in un intervallo compreso tra il 2,0 e il 2,6 per cento; si sono osservati aumenti nella maggior parte delle misure dell'inflazione basate sull'esclusione di alcune componenti, ad eccezione dello IAPC al netto dei beni energetici e dell'HICPX al netto di abbigliamento, calzature e voci legate ai viaggi (HICPXX), che sono rimasti invariati al 2,5 per cento. Lo IAPC al netto dei beni alimentari non trasformati e dei beni energetici e le medie troncate sono aumentati di 0,1 punti percentuali. Per quanto riguarda le misure basate sui modelli, a settembre la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent Common Component of Inflation, PCCI) è scesa ulteriormente al 2,0 per cento, dal 2,1 di agosto, mentre l'indicatore Supercore, costituito da voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, si è mantenuto stabile al 2,5 per cento per il terzo mese consecutivo. L'inflazione interna, che comprende voci a basso contenuto di importazioni, è lievemente aumentata a settembre, al 3,6 per cento, dal 3,5 del mese precedente, riflettendo il rialzo dei servizi.

## Grafico 9

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

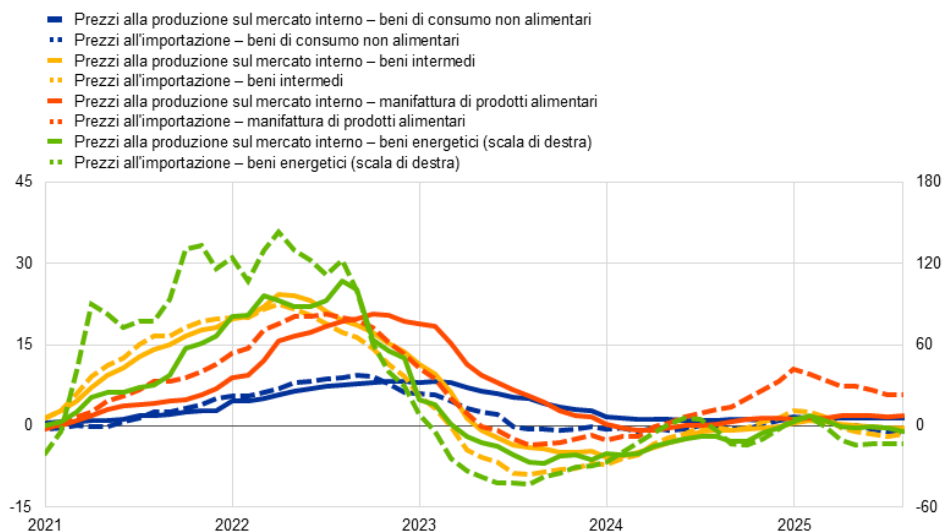
**Ad agosto 2025 la maggior parte delle misure delle pressioni sui prezzi dei beni ha continuato a moderarsi, implicando un'ulteriore riduzione delle spinte inflazionistiche (cfr. il grafico 10).** Negli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni intermedi venduti sul mercato interno è rimasta invariata al -0,3 per cento ad agosto. Negli stadi successivi il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari ad agosto è sceso all'1,4 per cento, dall'1,6 di luglio. Nello stesso periodo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari si è ulteriormente spinto in territorio negativo, mentre l'inflazione all'importazione dei beni intermedi è aumentata, pur rimanendo negativa. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni alimentari processati è salito al 2,0 per cento ad agosto dall'1,8 a luglio, suggerendo una maggiore persistenza delle pressioni dal lato dei costi nel segmento dei prodotti alimentari rispetto a quello dei beni industriali. L'inflazione all'importazione degli alimentari processati è lievemente diminuita, dal 5,9 al 5,8 per cento, ben al di sotto del valore massimo del 10,6 per cento segnato a gennaio 2025, di riflesso alla moderazione dei prezzi delle materie prime alimentari a livello internazionale. Nel complesso, i dati indicano una maggiore persistenza della dinamica dell'inflazione nel segmento dei beni alimentari, a fronte di una sostanziale attenuazione delle pressioni inflazionistiche per i beni di consumo.



## Grafico 10

### Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2025.

**Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono lievemente aumentate nel secondo trimestre del 2025, dopo essere costantemente diminuite per due anni (cfr. il grafico 11).**

Nel secondo trimestre del 2025 il tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL è salito al 2,5 per cento, dal 2,3 del trimestre precedente. Tale aumento è stato determinato da una ripresa del contributo fornito dai profitti per unità di prodotto, compensato solo in parte da un calo dell'apporto delle imposte nette per unità di prodotto. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasta invariata al 3,0 per cento nel secondo trimestre, riflettendo tassi di incremento stabili sia del costo del lavoro per dipendente sia della produttività del lavoro, collocatisi, rispettivamente, al 3,9 e allo 0,9 per cento. La coesistenza tra il tasso invariato di crescita del costo del lavoro per dipendente e l'aumento della dinamica delle retribuzioni contrattuali, passata dal 2,5 al 4,0 per cento tra il primo e il secondo trimestre implica un calo della componente eccedente i minimi dall'1,1 al -0,4 per cento nello stesso periodo. In prospettiva, l'indice salariale della BCE, che incorpora i dati sugli accordi salariali negoziati fino all'inizio di ottobre 2025, suggerisce che le pressioni sulla dinamica delle retribuzioni si attenueranno nella seconda metà del 2025 e si stabilizzeranno nei primi tre trimestri del 2026<sup>3</sup>. Tale ulteriore moderazione è confermata 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 indicano che la dinamica delle retribuzioni dovrebbe collocarsi al 3,3 per cento nel 2025 (invariata rispetto alla precedente edizione dell'indagine) e

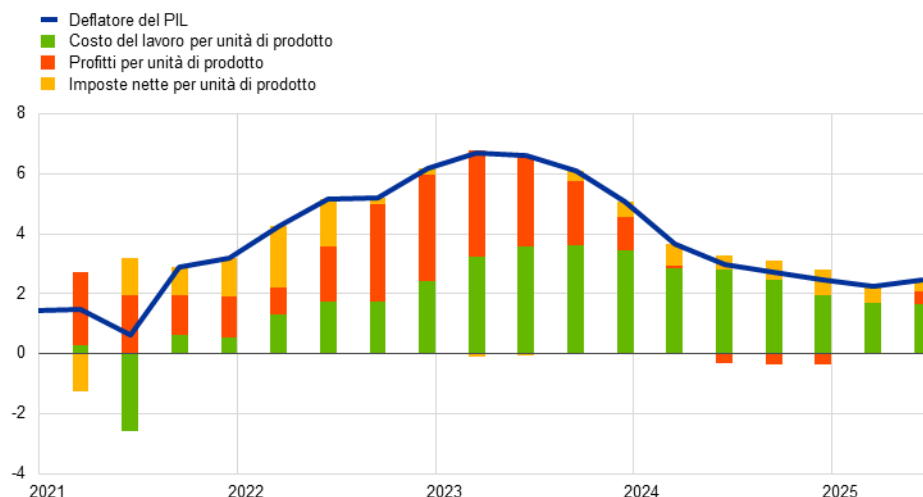
<sup>3</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BCE [New data release: ECB wage tracker suggests lower and more stable wage pressures in the first three quarters of 2026](#) del 5 novembre 2025.

rallentare ulteriormente al 2,6 per cento nel 2026 (livello inferiore di 0,2 punti percentuali rispetto all'edizione precedente)<sup>4</sup>.

### Grafico 11

#### Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: Il costo del lavoro per dipendente apporta un contributo positivo alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto. Il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 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.** La mediana e la media delle

aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate, rispettivamente, dall'edizione di ottobre 2025 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) relativa al quarto trimestre del 2025, sono rimaste invariate al 2,0 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 settembre 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 3,1 per cento, immutato dallo scorso febbraio. Inoltre, le aspettative mediane di inflazione per i dodici mesi successivi sono diminuite al 2,7 per cento, dopo essere salite al 2,8 ad agosto dal 2,6 di luglio, mentre le aspettative mediane di inflazione a tre anni sono rimaste stabili al 2,5 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 12).

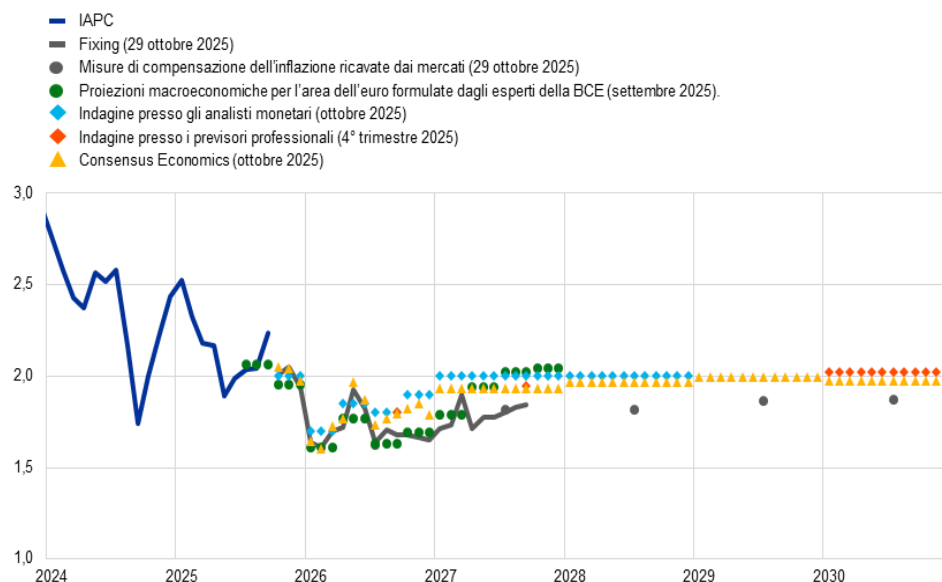
<sup>4</sup> Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro 5 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* in questo numero del Bollettino.

## Grafico 12

### Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

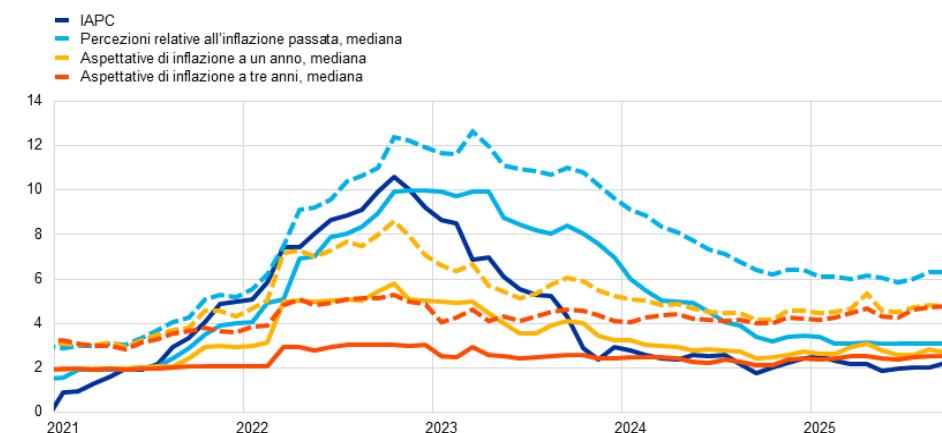
#### a) Inflazione complessiva, misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, proiezioni di inflazione e misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: nel pannello a) la serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata 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 29 ottobre 2025. 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 quarto trimestre del 2025 si è svolta tra il 1° e il 7 ottobre 2025. L'indagine presso gli analisti monetari (SMA) di ottobre 2025 è stata condotta tra il 13 e il 15 ottobre 2025. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate al 13 ottobre 2025. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2025 dagli esperti della BCE sono state ultimate il 28 agosto 2025 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 15 agosto 2025. Nel pannello b) le linee tratteggiate e continue relative all'indagine sulle aspettative dei consumatori (CES) indicano, rispettivamente, i tassi medio e mediano. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2025.

**Nel periodo in esame, compreso tra l'11 settembre e il 29 ottobre 2025, le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati hanno subito variazioni contenute (cfr. il pannello a) del grafico 12). Le misure di**

**compensazione dell'inflazione a breve e medio termine ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi), sotto forma di inflation fixing e swap indicizzati**

all'inflazione, hanno in prevalenza registrato oscillazioni trascurabili su tutte le scadenze, senza evidenziare reazioni significative a fronte delle nuove informazioni. Alla fine di ottobre 2025 gli operatori di mercato si attendevano che l'inflazione sarebbe rimasta intorno al 2 per cento nei mesi successivi, prima di diminuire attorno al volgere dell'anno e risalire, in seguito, per collocarsi lievemente al di sotto del 2 per cento fino al 2030. Anche le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine basate sui mercati sono rimaste per lo più invariate, con il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale pari ancora a circa il 2,1 per cento. Le stime delle aspettative di inflazione effettive basate su modelli, al netto dei premi per il rischio di inflazione, indicano che gli operatori di mercato continuano ad attendersi che l'inflazione a più lungo termine si collochi intorno al 2 per cento.

*Nel periodo in esame, compreso tra l'11 settembre e il 29 ottobre 2025, gli andamenti dei mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati principalmente determinati da fattori globali imputabili alle rinnovate tensioni commerciali, all'incertezza geopolitica e all'andamento atteso dei tassi di interesse statunitensi. Il tasso €STR (euro short-term rate) si è collocato in un intervallo ristretto dopo la decisione del Consiglio direttivo, adottata nella riunione dell'11 settembre 2025, di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il segmento a breve della curva a termine è rimasto sostanzialmente stabile. Anche nel segmento a più lungo termine della curva dei tassi privi di rischio, le variazioni subite dai tassi overnight index swap (OIS) sono state contenute. Nell'area dell'euro i differenziali tra i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato e i tassi privi di rischio sono ulteriormente diminuiti nel periodo in esame; anche i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono lievemente ridotti. I mercati azionari hanno registrato incrementi generalizzati nella maggior parte dei settori, sostenuti da un aumento degli utili attesi nell'area dell'euro. Sui mercati dei cambi l'euro ha continuato a essere scambiato in prossimità degli elevati livelli raggiunti in precedenza quest'anno, malgrado un lieve deprezzamento nei confronti del dollaro statunitense e su base ponderata per l'interscambio.*

**I tassi a termine privi di rischio dell'area dell'euro sono rimasti stabili nel periodo in esame.**

Al termine del periodo in rassegna il tasso €STR si è collocato all'1,93 per cento, in seguito alla decisione del Consiglio direttivo, adottata nella riunione di settembre 2025, di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 117 miliardi di euro, scendendo a 2.534 miliardi. Ciò ha rispecchiato principalmente il calo 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 dei tassi a breve privi di rischio si è lievemente spostata verso l'alto nel giorno della riunione di settembre del Consiglio direttivo, mostrando tuttavia, alla fine del periodo in esame, variazioni contenute rispetto al livello precedente la riunione. I tassi privi di rischio sono inizialmente aumentati quando i mercati hanno preso atto delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2025 e del parere del Consiglio direttivo secondo cui i rischi per la crescita economica erano divenuti più equilibrati. La curva a termine dei tassi privi di rischio ha registrato una successiva diminuzione a seguito del riemergere delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, ma, nel complesso del periodo in esame, le variazioni sono state relativamente ridotte. Alla fine del periodo in rassegna i mercati non incorporavano nei prezzi ulteriori riduzioni dei tassi di interesse per il resto del 2025. La curva dei tassi OIS ha concluso il periodo evidenziando variazioni nel complesso contenute, con la scadenza a dieci anni che è rimasta al 2,4 per cento. Nel periodo in esame un aumento marginale dei tassi reali a lungo termine privi di rischio è stato controbilanciato da un lieve calo della compensazione dell'inflazione. Nel lungo termine l'inflazione sui mercati rimane vicina all'obiettivo del 2 per cento fissato dalla BCE.

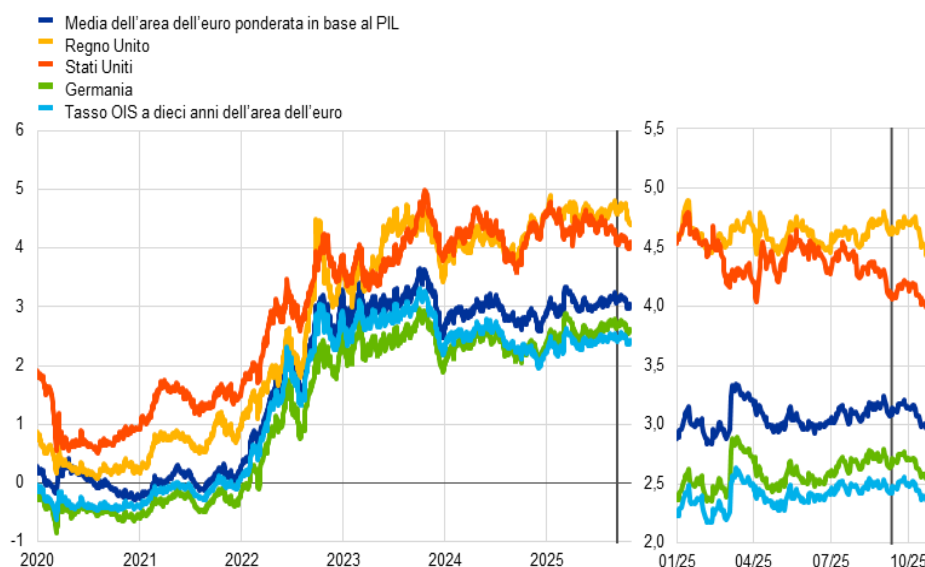
**I differenziali tra i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi privi di rischio sono lievemente diminuiti nel periodo in esame (cfr. il grafico 13).**

Il rendimento dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ponderato per il PIL si è ridotto di 6 punti base, scendendo al 3,0 per cento nel periodo in rassegna, e il differenziale rispetto al tasso OIS a dieci anni è diminuito di 7 punti base. Tale lieve contrazione dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato è stata generalizzata, malgrado differenze tra i paesi dell'area, i cui differenziali si sono ridotti tra i 5 e gli 11 punti base. La dispersione dei rendimenti all'interno dell'area dell'euro si conferma su livelli storicamente contenuti. La riduzione marginale dei differenziali si è verificata in un contesto in cui i rendimenti obbligazionari dell'area sono apparsi più sensibili a fattori di portata mondiale che a fattori specifici dei singoli paesi in Europa. Allo stesso tempo il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni è salito di 5 punti base, raggiungendo il 4,1 per cento, e quello dei titoli di Stato decennali del Regno Unito è diminuito di 22 punti base, collocandosi al 4,4 per cento nel corso del periodo in esame.

**Grafico 13**

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 settembre 2025). Le ultime osservazioni si riferiscono al 29 ottobre 2025.

**Nel periodo in esame i corsi azionari dell'area dell'euro sono aumentati, dato il miglioramento delle aspettative sugli utili.**

Gli indici generali del mercato azionario dell'area sono cresciuti del 4,9 per cento nel periodo in rassegna: gli incrementi registrati dalle società finanziarie e non finanziarie sono stati pari, rispettivamente, allo 0,1 e al 5,9 per cento. Sia nei settori più sensibili al ciclo economico, sia in quelli più conservativi si è registrata una forte crescita, di riflesso a una domanda generalizzata di titoli azionari, determinata in parte da un aumento degli utili attesi nell'area dell'euro. Il settore tecnologico ha spiccato, riportando un dato superiore rispetto all'indice generale. Nel periodo in esame, in termini aggregati,

le imprese dell'area dell'euro con una significativa esposizione al commercio internazionale hanno registrato risultati analoghi a quelli delle imprese con un'esposizione inferiore, pur dovendo ancora recuperare il terreno perduto dall'inizio dell'anno. Nel complesso, i mercati azionari statunitensi hanno guadagnato il 4,0 per cento: gli incrementi del 5,3 per cento registrati dal settore non finanziario sono stati in parte controbilanciati da perdite per il 3,9 per cento osservate nel settore finanziario. È probabile che nel corso del periodo sulle società finanziarie abbiano gravato le crescenti attese di una riduzione dei tassi di interesse negli Stati Uniti. Inoltre, i titoli azionari statunitensi sono stati relativamente più volatili rispetto a quelli dell'area dell'euro nel periodo in esame, dal momento che le tensioni commerciali, lo shutdown del governo americano e i timori relativi a specifiche banche regionali statunitensi hanno dato luogo a episodi di incertezza di breve durata.

**Nell'area dell'euro i differenziali sulle obbligazioni societarie di qualità elevata (investment grade) e ad alto rendimento (high yield) si sono lievemente ridotti nel periodo in esame.**

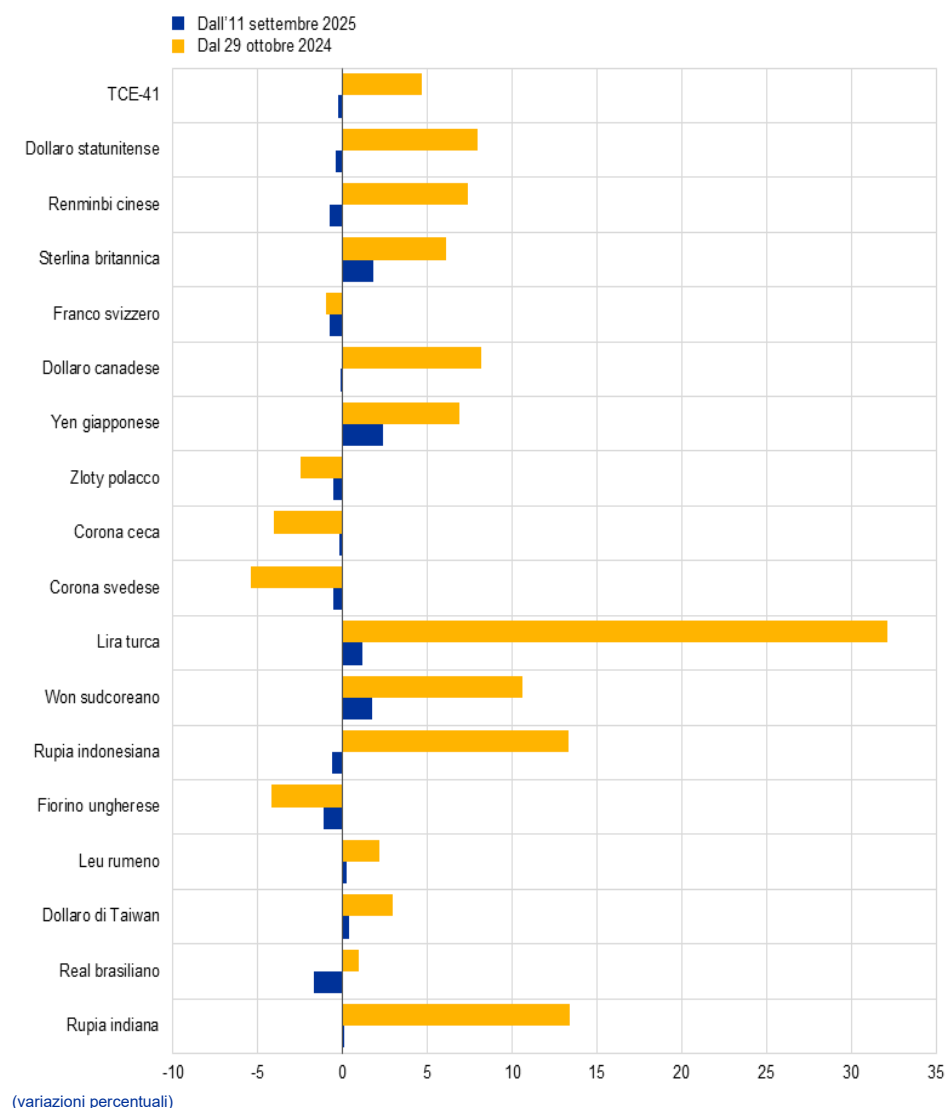
I differenziali sulle obbligazioni sia di qualità elevata sia ad alto rendimento sono lievemente diminuiti nel periodo in rassegna, proseguendo la significativa contrazione osservata negli ultimi mesi per entrambi i settori. I differenziali sulle obbligazioni di qualità elevata delle società finanziarie e non finanziarie sono scesi, rispettivamente, di 3 e 6 punti base. I differenziali sulle obbligazioni ad alto rendimento sono diminuiti di 7 punti base su base ponderata complessiva. Quelli sulle obbligazioni ad alto rendimento delle società non finanziarie si sono ridotti di 10 punti base nel periodo in esame. Tuttavia, gli emittenti finanziari hanno registrato risultati inferiori, dato l'aumento di 21 punti base dei differenziali sulle obbligazioni ad alto rendimento di questo settore.

**Sui mercati dei cambi l'euro ha continuato a essere scambiato in prossimità degli elevati livelli raggiunti in precedenza quest'anno, malgrado un lieve deprezzamento nei confronti del dollaro statunitense e su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 14).**

Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, è diminuito dello 0,2 per cento. L'euro si è deprezzato dello 0,4 per cento nei confronti del dollaro statunitense, per effetto del mutare delle aspettative sulla politica monetaria negli Stati Uniti e del persistere delle incertezze commerciali. Tuttavia, è stato scambiato entro un intervallo ristretto, compreso tra 1,155 e 1,184, nei confronti del dollaro statunitense, vicino alla sua media storica di 1,18. Il modesto calo del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è stato determinato da variazioni di segno opposto, relativamente contenute, registrate dalle divise delle economie principali ed emergenti.

## Grafico 14

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



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 29 ottobre 2025.



*Per tutto il mese di agosto le passate riduzioni dei tassi di riferimento della BCE hanno continuato a trasmettersi ai costi di finanziamento delle banche e di indebitamento delle imprese. I tassi medi sui nuovi prestiti alle imprese sono lievemente diminuiti al 3,5 per cento, mentre quelli sui nuovi mutui sono rimasti pressoché invariati, collocandosi al 3,3. A settembre la crescita dei prestiti alle famiglie ha continuato a recuperare gradualmente, mentre la crescita dei prestiti alle imprese e l'emissione di obbligazioni societarie sono rimaste sostanzialmente stabili. Nel periodo in esame, compreso tra l'11 settembre e il 29 ottobre 2025, il costo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato è lievemente diminuito, mentre quello del capitale di rischio è rimasto sostanzialmente invariato. Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2025, i criteri di concessione dei prestiti alle imprese hanno registrato un moderato irrigidimento nel terzo trimestre, a causa dei maggiori timori delle banche circa i rischi cui è esposta la clientela, mentre la domanda di credito da parte delle imprese è lievemente aumentata. I criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati e si sono lievemente irrigiditi per il credito al consumo, mentre la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni si è confermata in robusto aumento. 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 27 agosto e il 3 ottobre 2025, una contenuta percentuale netta di imprese ha segnalato un aumento dei tassi di interesse bancari, unitamente al proseguire di un irrigidimento delle altre condizioni di prestito. A settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) ha rallentato, collocandosi al 2,8 per cento.*

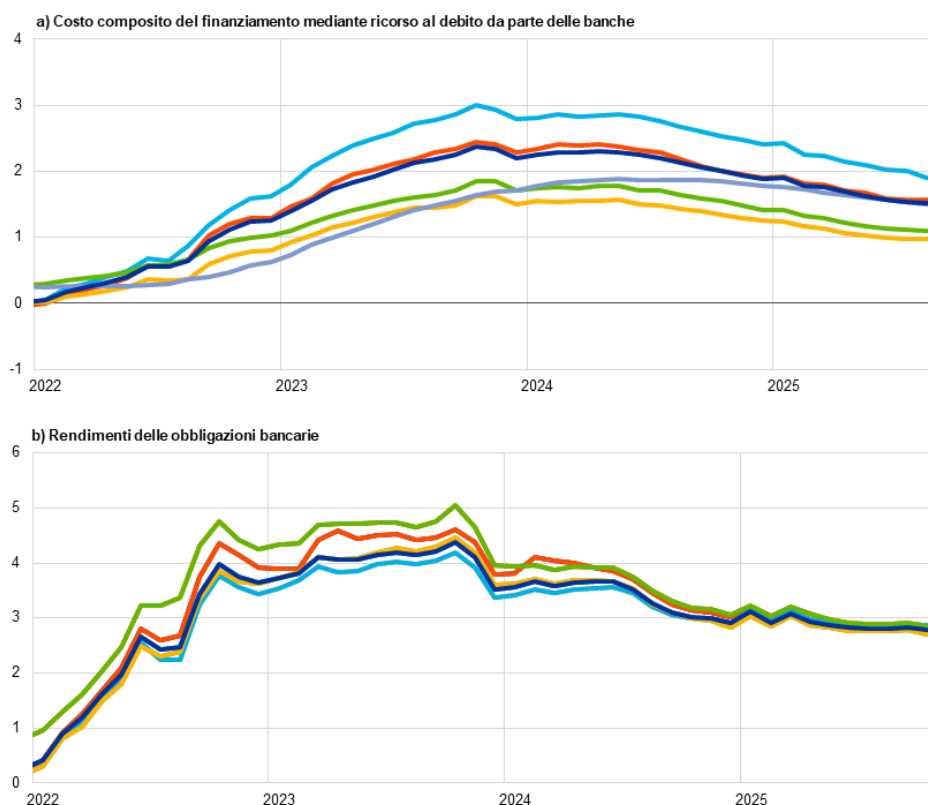
**I costi della provvista bancaria hanno continuato a diminuire lentamente nel corso di agosto 2025, in ragione delle passate riduzioni dei tassi di riferimento della BCE.** Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro, che misura i costi marginali della provvista bancaria, è sceso lievemente ad agosto (cfr. il pannello a) del grafico 15), riflettendo il perdurare della trasmissione ai tassi sui depositi e interbancari delle passate riduzioni dei tassi di riferimento. I rendimenti delle obbligazioni bancarie hanno continuato a oscillare su livelli appena inferiori al 3 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 15), in linea coi più bassi tassi a lungo termine privi di rischio. Il lieve calo dei costi della provvista bancaria è stato determinato principalmente da un più basso tasso composito sui depositi, sceso al di sotto dello 0,9 per cento ad agosto, 57 punti base in meno rispetto al picco di maggio 2024. I tassi di interesse sui depositi a vista e sui depositi a termine di imprese e famiglie, così come i tassi interbancari, sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre i tassi sui depositi a risparmio sono diminuiti considerevolmente. Il differenziale tra i tassi di interesse relativi a questi due tipi di depositi, sia per le imprese sia per le famiglie, è rimasto sostanzialmente invariato ad agosto, dopo essersi gradualmente ridotto rispetto al massimo raggiunto a ottobre 2023.

## Grafico 15

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

■ Area dell'euro  
■ Germania  
■ Francia  
■ Italia  
■ Spagna  
■ Costi medi della provvista bancaria nell'area dell'euro



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

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media dei costi delle nuove operazioni per depositi a vista, depositi rimborsabili con preavviso, depositi a termine, obbligazioni e prestiti interbancari, ponderati per i rispettivi importi in essere. I costi medi della provvista bancaria utilizzano le stesse ponderazioni, ma si basano sui tassi per i depositi in essere e per la provvista interbancaria, oltre che sul rendimento a scadenza stabilito al momento dell'emissione per le obbligazioni. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2025 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche (pannello a) e al 29 ottobre 2025 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b)).

### **I tassi sul credito bancario alle imprese sono ulteriormente diminuiti, mentre quelli sui mutui alle famiglie sono lievemente aumentati.**

Il costo dei prestiti bancari per le società non finanziarie (SNF) ad agosto è diminuito lievemente al di sotto del 3,5 per cento, circa 1,8 punti percentuali in meno rispetto al picco di ottobre 2023, con minime variazioni tra i maggiori paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico 16). Tale calo è stato indotto dai tassi a breve termine, mentre sono aumentati i tassi sui prestiti a medio termine con scadenza compresa tra uno e cinque anni. Ad agosto il differenziale tra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese si è lievemente ampliato, in un contesto di volatilità a breve termine. Il costo dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto pressoché invariato, collocandosi al 3,3 per cento, circa 70 punti base in meno rispetto al picco di novembre 2023, con alcune variazioni tra i maggiori paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico 16). I tassi sui mutui ipotecari sono

stati sospinti verso l'alto soprattutto dai tassi a più lungo termine. Il divario tra i tassi sui prestiti alle famiglie e quelli alle imprese, che aveva toccato un picco di 140 punti base a marzo 2024, ha continuato a ridursi. La portata di tale divario riflette sostanzialmente il fatto che in molti paesi i prestiti alle famiglie solitamente hanno periodi di determinazione del tasso più lunghi e pertanto sono meno sensibili alle oscillazioni dei tassi di mercato a breve termine.

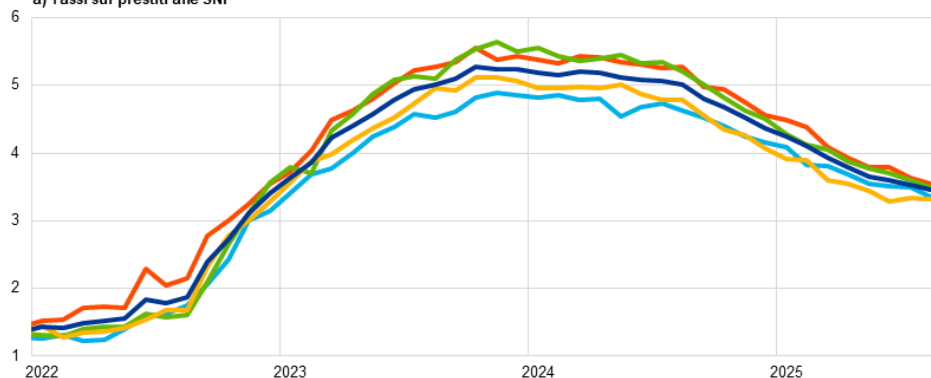
### Grafico 16

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

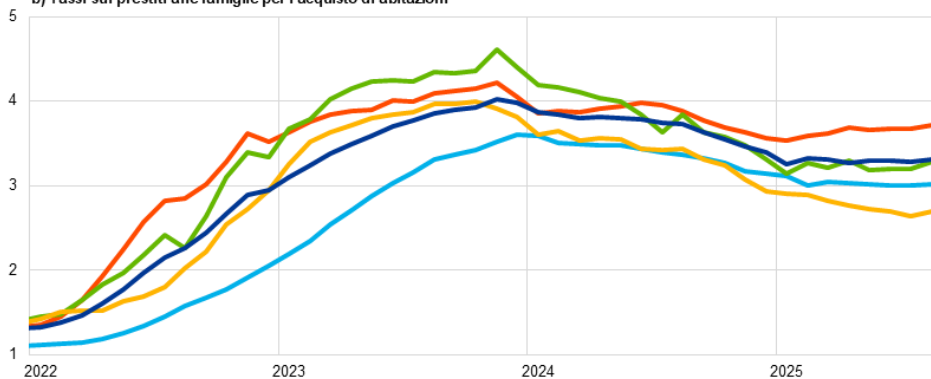
(valori percentuali sui dodici mesi)

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

##### a) Tassi sui prestiti alle SNF



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



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2025. Nel pannello a) la voce "SNF" indica le società non finanziarie.

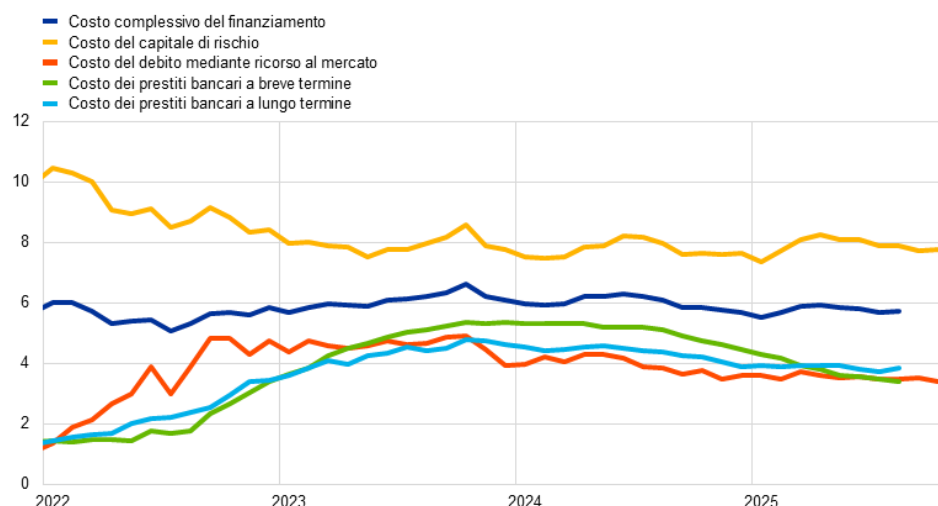
**Nel periodo in esame, compreso tra l'11 settembre e il 29 ottobre 2025, il costo del finanziamento mediante ricorso al mercato è lievemente diminuito, mentre quello mediante capitale di rischio è rimasto sostanzialmente invariato. Il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, ad agosto è rimasto**

stabile rispetto al mese precedente, collocandosi al 5,7 per cento (cfr. il grafico 17)<sup>5</sup>. Ciò ha riflesso i maggiori costi dei prestiti bancari a lungo termine, che hanno compensato il calo del costo dell'indebitamento a più breve termine. Nel periodo in esame, compreso tra l'11 settembre e il 29 ottobre 2025, i dati giornalieri mostrano che il costo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato è marginalmente diminuito, mentre quello del capitale di rischio è rimasto sostanzialmente invariato. Il lieve calo del finanziamento tramite emissione di debito sul mercato è stato determinato da una compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie sia nel segmento di qualità elevata (investment grade) sia in quello ad alto rendimento (high yield). Nello stesso periodo il costo del finanziamento mediante capitale di rischio è rimasto sostanzialmente invariato, di riflesso a una contenuta diminuzione del premio per il rischio azionario, unitamente a un lieve aumento del tasso privo di rischio a lungo termine, approssimato dal tasso OIS a dieci anni.

### Grafico 17

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (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 29 ottobre 2025 per il costo del debito mediante ricorso al mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri) e ad agosto 2025 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

**A settembre la dinamica dei prestiti alle imprese e dell'emissione di obbligazioni societarie si è lievemente indebolita, mentre la crescita dei prestiti alle famiglie ha continuato a recuperare gradualmente.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è sceso al 2,9 per cento a settembre, dal 3,0 di agosto. Tale tasso è gradualmente aumentato dall'inizio dell'anno, ma è ancora al di sotto della sua media storica del 4,3 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 18). Il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento del debito societario ha rallentato fino al 3,0 per cento a settembre, dal 3,2 di agosto. I prestiti alle

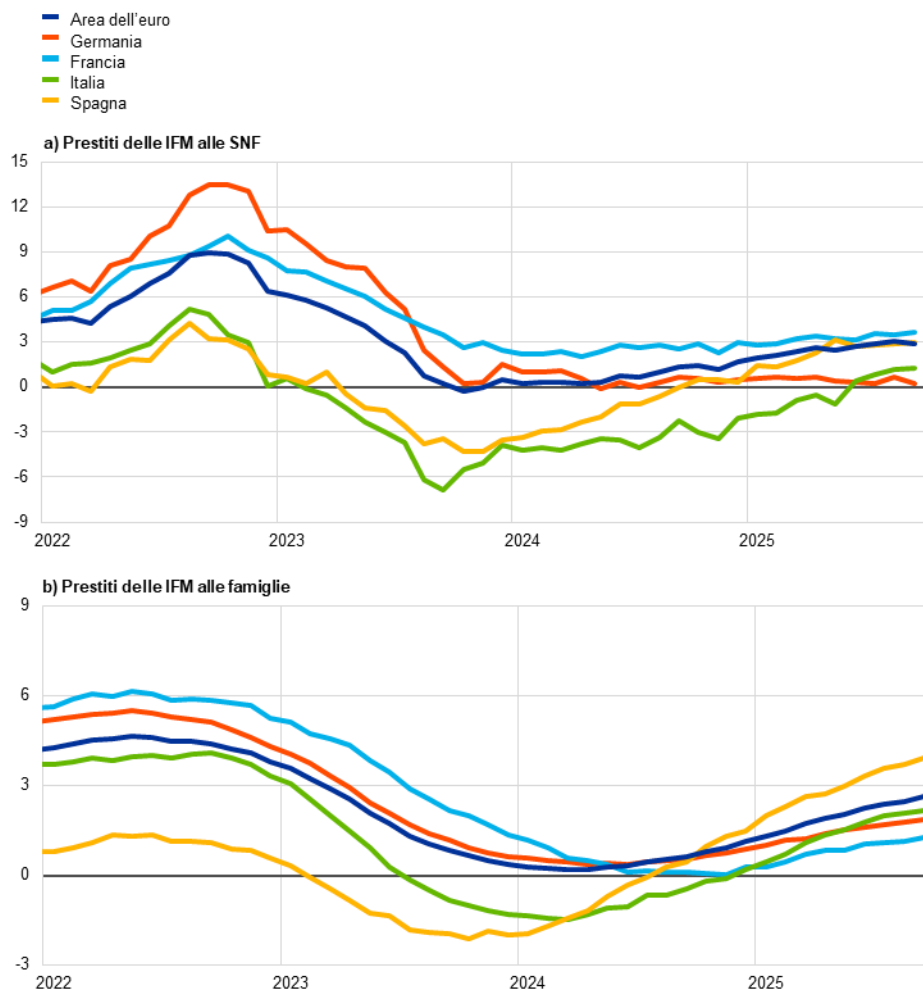
<sup>5</sup> A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino ad agosto 2025.

famiglie hanno continuato a recuperare gradualmente, con un tasso di crescita sui dodici mesi che ha raggiunto il 2,6 per cento a settembre, dopo il 2,5 di agosto, sebbene tale livello sia ancora significativamente inferiore alla media storica del 4,1 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 18). I prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono nuovamente confermati la principale determinante di questa tendenza al rialzo, e anche la crescita del credito al consumo è aumentata ulteriormente. Le altre tipologie di prestiti alle famiglie, inclusi quelli alle imprese individuali, sono tornate in territorio positivo, pur rimanendo deboli. Secondo l'ultima [indagine sulle aspettative dei consumatori](#) (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE, a settembre la percezione delle famiglie in merito all'accesso al credito è rimasta sostanzialmente invariata, anche se si attendono che tale accesso diventi più difficile nei prossimi dodici mesi. Nel tempo l'indagine ha anche mostrato che le famiglie hanno percepito restrizioni nell'accesso al credito nelle fasi di aumento dei tassi di interesse durante il recente ciclo di inasprimento, ma un miglioramento di tale accesso al diminuire dei tassi: le famiglie a più alto reddito hanno riferito l'allentamento più marcato (cfr. il riquadro 7 in questo numero del Bollettino).

## Grafico 18

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

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

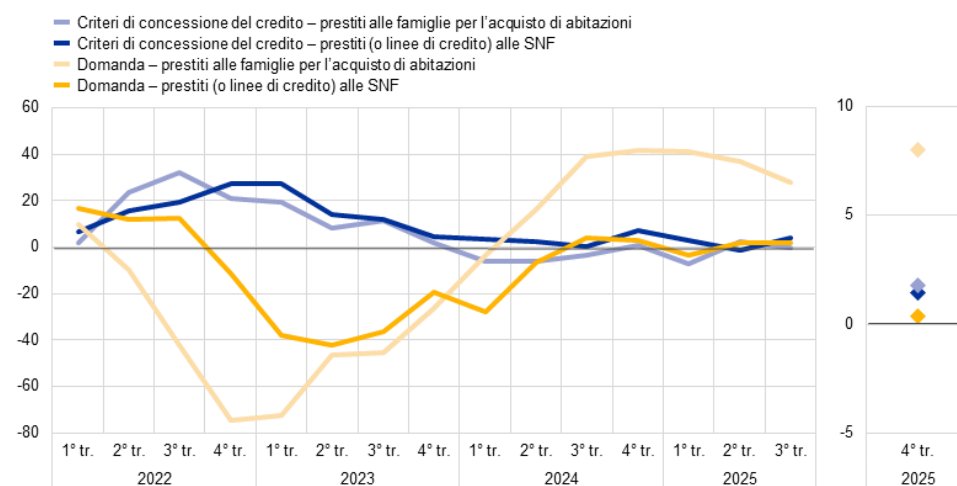
**Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2025, nel terzo trimestre dell'anno i criteri per la concessione di prestiti o linee di credito alle imprese hanno subito un lieve e inatteso irrigidimento, mentre quelli per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati (cfr. il grafico 19).** I criteri per la concessione di prestiti o linee di credito alle imprese dell'area dell'euro hanno subito un lieve irrigidimento nel terzo trimestre del 2025, benché nella precedente edizione dell'indagine le banche avessero riferito di attendersi una sostanziale invarianza. La percezione dei rischi connessi alle prospettive economiche ha nuovamente contribuito a un irrigidimento dei criteri di concessione del credito. Le banche hanno indicato negli attuali elevati livelli di incertezza geopolitica e di rischi commerciali le ragioni della differenziazione tra settori o imprese nell'erogazione di nuovi prestiti. I criteri per la concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati e le banche hanno segnalato un moderato irrigidimento netto per il credito al consumo. Mentre la

concorrenza ha esercitato un effetto di allentamento sui criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni, le variazioni nella percezione del rischio da parte delle banche sono state le principali determinanti dell'irrigidimento netto per il credito al consumo. Le banche hanno segnalato un aumento netto della quota di richieste respinte per tutte le categorie di prestiti, con un incremento netto più pronunciato per il credito al consumo. Per il quarto trimestre del 2025 le banche dell'area dell'euro si attendono criteri di concessione sostanzialmente invariati per i prestiti alle imprese, lievemente irrigiditi per i prestiti per l'acquisto di abitazioni e ulteriormente irrigiditi 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 terzo trimestre del 2025.

**Nell'indagine le banche hanno segnalato per il terzo trimestre del 2025 un lieve incremento netto della domanda di prestiti o linee di credito da parte delle imprese, nonché un ulteriore incremento significativo della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni.** Nel terzo trimestre la domanda di prestiti da parte delle

imprese è rimasta nel complesso debole, nonostante il calo dei tassi e l'accresciuto fabbisogno di credito per il rifinanziamento o la ristrutturazione del debito.

Numerose banche hanno menzionato che l'incertezza globale e le connesse tensioni commerciali hanno avuto un impatto frenante sulla domanda di prestiti. Per contro, la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato ad aumentare considerevolmente, riflettendo principalmente il calo dei tassi di interesse e le migliori prospettive del mercato degli immobili residenziali. Il calo dei tassi, unitamente ad altri fattori, ha sostenuto anche la domanda di credito al consumo.

Tale andamento è stato tuttavia controbilanciato da un deterioramento del clima di fiducia dei consumatori. L'incremento netto della domanda di credito al consumo è

stato inferiore rispetto al trimestre precedente, tuttavia in linea con le aspettative delle banche. Per il quarto trimestre del 2025 le banche si attendono una domanda di prestiti invariata da parte delle imprese e in moderato aumento per l'acquisto di abitazioni.

**Secondo le risposte ai quesiti ad hoc, l'accesso delle banche al finanziamento al dettaglio è rimasto sostanzialmente invariato e quello al finanziamento all'ingrosso è migliorato, ma i rischi percepiti per la qualità del credito continuano a pesare sui relativi criteri di concessione.**

Nel terzo trimestre del 2025 l'accesso al finanziamento delle banche è rimasto sostanzialmente invariato per il finanziamento al dettaglio, mentre si è allentato, in misura lieve per i mercati monetari e le cartolarizzazioni e in misura più pronunciata per i titoli di debito. Le banche si attendono che nei prossimi tre mesi l'accesso al finanziamento al dettaglio migliori leggermente e quello per i mercati monetari si irrigidisca lievemente, mentre dovrebbe rimanere sostanzialmente invariato per i titoli di debito e le cartolarizzazioni. Nel corso degli ultimi sei mesi la riduzione del portafoglio di attività di politica monetaria della BCE ha avuto un impatto sostanzialmente neutro sulle condizioni di finanziamento sul mercato per le banche dell'area dell'euro, che hanno incrementato ulteriormente le consistenze detenute di titoli di Stato dell'area. L'impatto sui criteri di concessione del credito resta modesto, di riflesso all'aggiustamento misurato e prevedibile del portafoglio di politica monetaria della BCE. Secondo le banche, nei prossimi sei mesi tali andamenti dovrebbero proseguire. Esse hanno segnalato che le decisioni della BCE relative ai tassi di interesse di riferimento hanno avuto un ulteriore impatto negativo sui loro margini di interesse netti negli ultimi sei mesi, mentre l'impatto determinato dai volumi è divenuto positivo. Inoltre, si attendono un impatto simile, seppur più contenuto, nei prossimi sei mesi. Gli istituti di credito hanno anche riferito che i rapporti tra crediti deteriorati e altri indicatori di qualità del credito hanno avuto un lieve impatto di inasprimento netto sui criteri di concessione del credito alle imprese, mentre quelli per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo non hanno subito variazioni nel terzo trimestre del 2025. Per il quarto trimestre le banche dell'area dell'euro si attendono che la qualità del credito eserciti un impatto di irrigidimento più percepibile sulle proprie condizioni di concessione del credito al consumo e dei prestiti alle imprese.

**Nell'ultima indagine SAFE una ridotta percentuale nette di imprese ha segnalato un incremento dei tassi di interesse bancari, mentre una quota più ampia ha registrato un perdurante inasprimento delle altre condizioni di prestito.**

Nel terzo trimestre del 2025 il 2 per cento netto delle imprese ha segnalato un aumento dei tassi di interesse bancari, a fronte di un 14 per cento netto che aveva indicato un calo nel trimestre precedente. In particolare, le grandi imprese hanno continuato a osservare una diminuzione dei tassi di interesse in termini netti (-3 per cento, in rialzo dal -31 per cento della precedente indagine), mentre il 5 per cento netto delle piccole e medie imprese (PMI) ha segnalato un aumento. Il 23 per cento netto delle imprese (in rialzo dal 16 per cento del secondo trimestre del 2025) ha evidenziato un incremento degli altri costi di finanziamento, quali oneri, commissioni e provvigioni e il 16 per cento netto (in aumento dall'11 per cento del trimestre precedente) ha segnalato requisiti più stringenti per le garanzie.

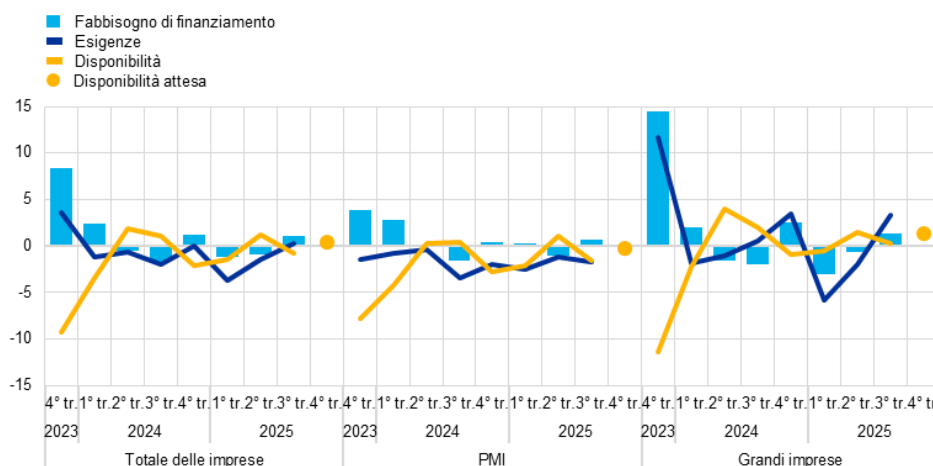


**Le imprese hanno segnalato che il loro fabbisogno di prestiti bancari ha continuato a risultare sostanzialmente invariato, così come la disponibilità di tali finanziamenti, che dovrebbe rimanere essenzialmente stabile nei prossimi tre mesi (cfr. il grafico 20).** La percentuale netta di imprese che ha segnalato un calo della disponibilità di prestiti bancari è stata dell'1 per cento, a fronte dell'1 per cento che nel trimestre precedente aveva indicato un incremento. Le PMI hanno osservato un lieve calo della disponibilità di prestiti bancari (-2 per cento netto, in calo rispetto all'1 per cento netto che nel trimestre precedente aveva percepito un aumento), mentre le grandi imprese hanno osservato una disponibilità invariata (0 per cento netto). Tali andamenti sono rispecchiati dal lieve inasprimento netto dei criteri di concessione di prestiti o linee di credito alle imprese nel terzo trimestre del 2025, come evidenziato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro. Il fabbisogno di finanziamento di prestiti bancari basato sull'indagine SAFE, un indice che coglie la differenza tra le variazioni delle esigenze di finanziamento e delle relative disponibilità, è rimasto sostanzialmente invariato (l'1 per cento netto delle imprese ha osservato un aumento del fabbisogno di finanziamento, rispetto al -1 per cento netto nel trimestre precedente). In prospettiva, le imprese si attendono che la disponibilità di finanziamento esterno rimanga sostanzialmente invariata nei prossimi tre mesi, indicando prospettive meno ottimistiche rispetto alla precedente edizione dell'indagine.

### 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 di finanziamento 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 al sondaggio pilota 2 e alle edizioni dell'indagine SAFE comprese tra la 30ª (ottobre-dicembre 2023) e la 36ª (luglio-settembre 2025).

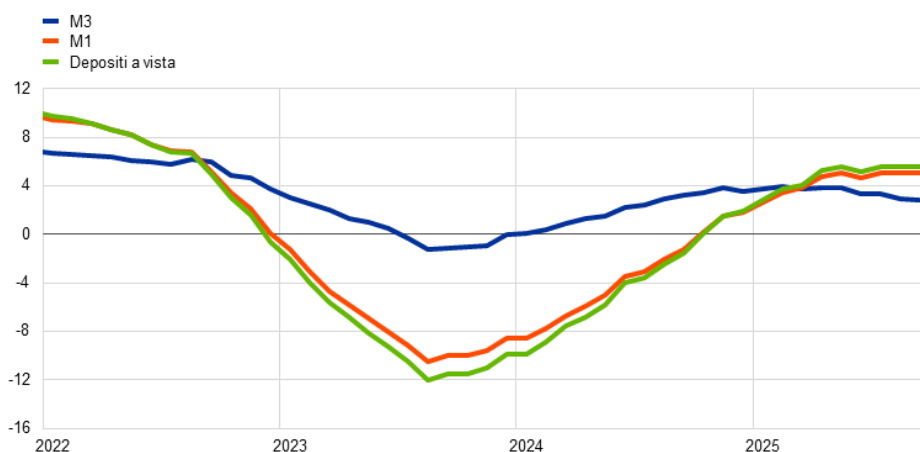
**A settembre la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) ha continuato a indebolirsi (cfr. il grafico 21).** La crescita sui dodici mesi di M3 si è ridotta ulteriormente, dal 2,9 per cento di agosto al 2,8 a settembre. Essa ha proseguito il

calo progressivo osservato a partire da febbraio 2025, rimanendo ben al di sotto della propria media di lungo periodo, pari al 6,1 per cento. Nello stesso periodo la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è aumentata dal 5,0 per cento di agosto al 5,1 a settembre. 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. In un'ottica settoriale, il diverso andamento dei dati di settembre è stato fortemente influenzato dalle istituzioni finanziarie non bancarie, le cui disponibilità monetarie tendono a essere volatili. Dal punto di vista delle contropartite, a settembre gli afflussi monetari netti dall'estero hanno segnato una forte ripresa dopo i moderati deflussi osservati nei due mesi precedenti. Allo stesso tempo, l'attuale contrazione del bilancio dell'Eurosistema ha continuato a gravare sulla crescita di M3.

### Grafico 21

#### M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2025.

# Riquadri

## 1 Il crescente avanzo commerciale della Cina: perché le esportazioni sono in forte espansione mentre le importazioni ristagnano

a cura di Alexander Al-Haschimi, Natálie Dvořáková, Julien Le Roux e Tajda Spital

**A fronte delle tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina e di un contesto geopolitico in evoluzione, l'ampliamento dell'avanzo commerciale cinese, soprattutto per quanto riguarda i beni, è stato oggetto di notevole attenzione.**

Prima della pandemia di COVID-19 le esportazioni e le importazioni cinesi mostravano andamenti tendenzialmente paralleli. Da allora, tuttavia, si è verificato un palese disallineamento: le esportazioni di beni sono aumentate ben al di sopra della tendenza precedente la pandemia, mentre le importazioni di beni hanno ristagnato al di sotto dei livelli registrati nel 2021 (cfr. il grafico A). Questa divergenza tra la dinamica delle esportazioni e quella delle importazioni ha determinato un ampio avanzo commerciale. Le conseguenze presentano molteplici sfaccettature per i partner commerciali della Cina: le maggiori pressioni concorrenziali esercitate dalle esportazioni cinesi sui rispettivi mercati interni, l'indebolimento della domanda dei loro beni da parte della Cina e l'intensificarsi della concorrenza sui mercati dei paesi terzi. Tale dinamica commerciale riflette diversi fattori. Le politiche strutturali a favore dell'autonomia, in particolare la strategia "Made in China 2025", hanno ridotto la dipendenza dagli input esteri, sostenendo i produttori nazionali e frenando le importazioni<sup>1</sup>. Allo stesso tempo, il calo dei prezzi delle esportazioni e la competitività non legata al prezzo hanno favorito le esportazioni<sup>2</sup>. Il presente riquadro mostra come in Cina la debolezza della domanda interna, che in genere corrisponde a importazioni modeste, potrebbe essere un fattore aggiuntivo alla base delle forti esportazioni, un aspetto spesso trascurato.

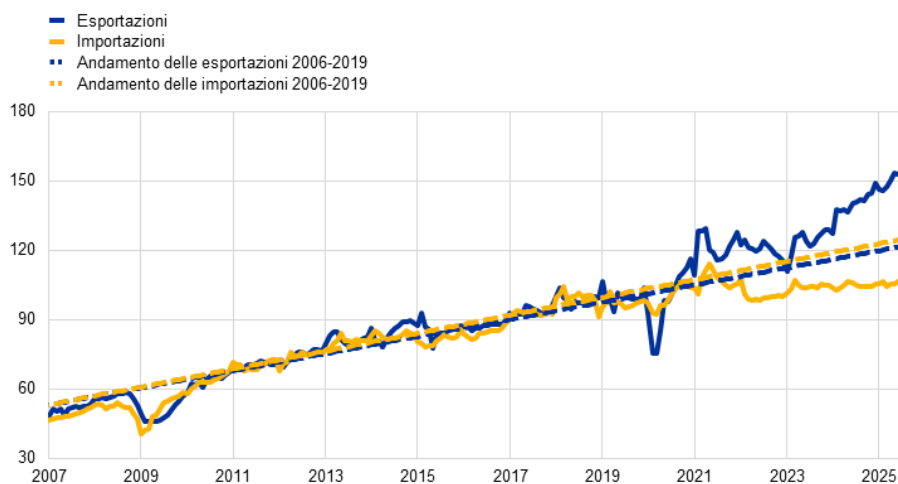
<sup>1</sup> "Made in China 2025" è la strategia lanciata nel 2015 dalla Cina per migliorare il proprio settore manifatturiero, dalle industrie ad alta intensità di manodopera a quelle ad alta tecnologia. Il piano mira a rafforzare l'autonomia incrementando il contenuto locale e favorendo l'innovazione e i settori a maggior valore aggiunto, quali i veicoli elettrici, i semiconduttori, l'industria aerospaziale, la robotica e le biotecnologie.

<sup>2</sup> Per un'analisi dei bassi prezzi all'esportazione e della competitività non legata al prezzo della Cina, cfr. Al-Haschimi et al. (2024b).

## Grafico A

### Importazioni ed esportazioni di beni della Cina

(volume; indici, 2019 = 100)



Fonti: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dati mensili. Gli andamenti sono calcolati utilizzando una regressione log-lineare delle importazioni e delle esportazioni nel tempo. L'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2025.

#### La debolezza delle importazioni cinesi è riconducibile a una combinazione di

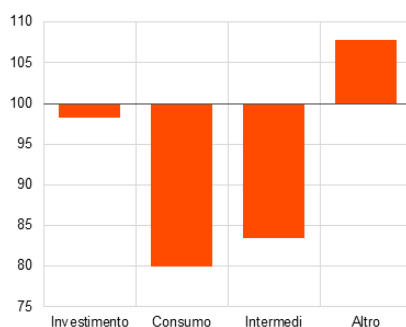
**fattori ciclici e strutturali.** A partire dal 2021 il rallentamento nel settore dell'edilizia residenziale ha causato un calo delle importazioni: ha inciso sugli investimenti immobiliari, un settore a elevata intensità di importazioni, e ha eroso i bilanci delle famiglie, riducendo la domanda dei consumatori. Tale rallentamento ciclico si riflette nelle importazioni particolarmente deboli dei beni di consumo e di quelli intermedi (cfr. il pannello a) del grafico B). Anche fattori strutturali, legati alla strategia "Made in China 2025", hanno contribuito. Tali cambiamenti sono stati accentuati da una riconfigurazione dei partner commerciali. Le importazioni dalle economie avanzate, in particolare dall'UE e dagli Stati Uniti, sono diminuite, mentre quelle provenienti dai mercati emergenti sono aumentate in misura modesta o sono rimaste stabili (cfr. il pannello b) del grafico B). Tali andamenti potrebbero essere influenzati da una pluralità di fattori, che esulano dall'ambito del presente riquadro, ma potrebbero aver influito anche le politiche commerciali. Si stima che circa la metà del calo delle importazioni cinesi dagli Stati Uniti durante la guerra commerciale del 2018-2019 sia riconducibile alle barriere non tariffarie cinesi (cfr. Chen et al., 2023). Inoltre, nel 2022 gli Stati Uniti hanno imposto controlli sulle esportazioni di semiconduttori avanzati, solo di recente allentati, che hanno ulteriormente ridotto gli afflussi. Per contro, le aliquote tariffarie effettive della Cina hanno continuato a diminuire, il che suggerisce che il rallentamento non è riconducibile ai soli dazi.

## Grafico B

### Importazioni cinesi per categoria di beni e per origine

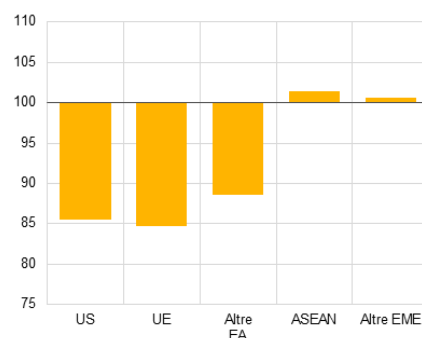
#### a) Per categoria di beni

(deviazione dei volumi delle importazioni tra dicembre 2021 e agosto 2025; indici 2021 = 100)



#### b) Per origine

(deviazione dei volumi delle importazioni tra dicembre 2021 e agosto 2025; indici 2021 = 100)



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

Note: sulla base dei dati mensili sull'interscambio nominale espressi in termini di valore e in dollari statunitensi. La voce "Altro" comprende i beni energetici e i prodotti non classificati per destinazione economica (Broad Economic Categories, BEC; ad esempio, veicoli o attrezzature militari). La voce "Altre EA" indica altre economie avanzate, "Altre EME" si riferisce ad altre economie di mercato emergenti e "ASEAN" all'Associazione delle nazioni del sud-est asiatico. L'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2025.

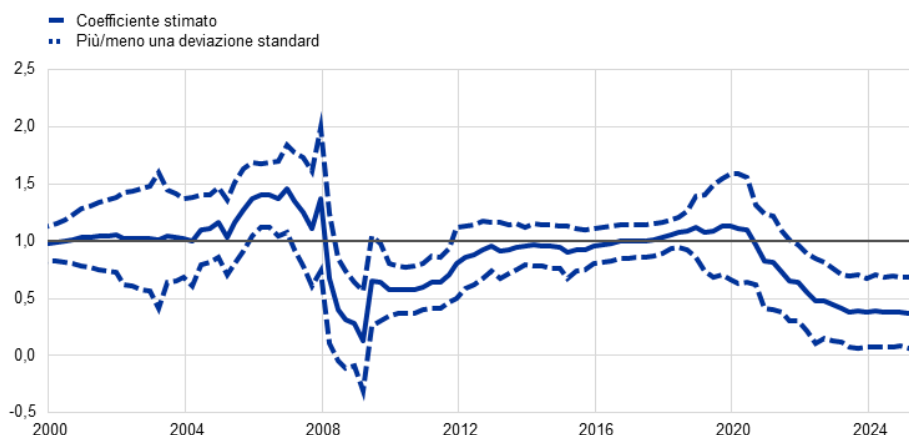
### I riscontri empirici avvalorano inoltre l'ipotesi di una graduale diminuzione dell'intensità delle importazioni nell'attività economica della Cina.

Una stima basata su una finestra mobile mostra che, a partire dall'inizio della pandemia, l'elasticità di lungo periodo delle importazioni cinesi in rapporto alla domanda interna si è ridotta significativamente al di sotto dell'unità, nonostante abbia oscillato intorno a essa per gran parte degli ultimi vent'anni, ad eccezione di un calo temporaneo osservato durante la crisi finanziaria mondiale (cfr. il grafico C). La ridotta sensibilità delle importazioni alla domanda potrebbe riflettere i cambiamenti di natura più strutturale sopracitati, verosimilmente rafforzati dalla transizione a un'economia più verde con minori importazioni di combustibili fossili. Nell'insieme, queste dinamiche indicano un cambiamento duraturo del comportamento della Cina in materia di importazioni.

### Grafico C

Elasticità di lungo periodo delle importazioni in rapporto al PIL: stima su una finestra mobile di 40 trimestri

(stime dei coefficienti)



Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

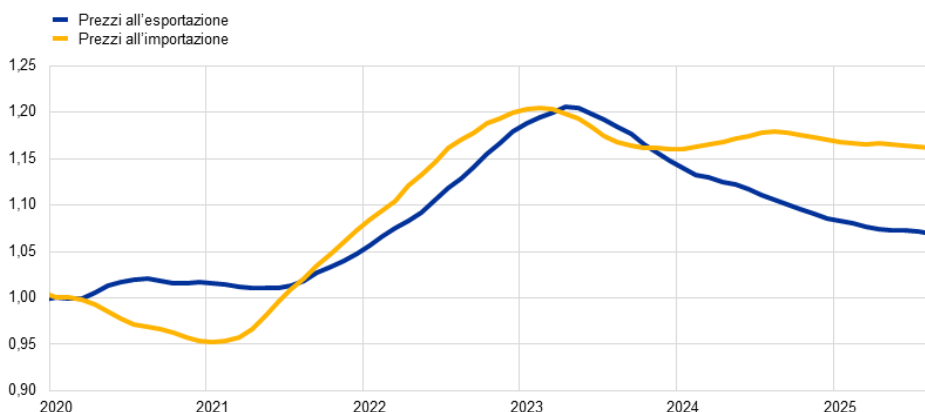
Note: stime basate su una finestra mobile di 40 trimestri del coefficiente di lungo periodo di un modello a correzione di errore contenente un indice della domanda interna. La stima puntuale riportata alla data  $t$  corrisponde a una stima per il periodo compreso tra  $t-40$  e  $t$ , con l'ultima osservazione relativa al secondo trimestre del 2025.

**Per quanto riguarda il dinamismo delle esportazioni cinesi, il recente vigore è riconducibile a diversi fattori.** Nel periodo successivo alla pandemia le esportazioni hanno beneficiato della domanda mondiale repressa. Più di recente la competitività di prezzo ha svolto un ruolo importante e i prezzi all'esportazione sono scesi costantemente a partire dalla metà del 2023 (cfr. il grafico D). Nel contempo, gli aggiornamenti industriali in corso, i progressi tecnologici e i miglioramenti della qualità dei prodotti hanno determinato un incremento della competitività non legata al prezzo. Le relazioni commerciali consolidate e l'integrazione della Cina nelle catene globali del valore hanno ulteriormente rafforzato la sua posizione di mercato e le hanno consentito di espandere le proprie quote di mercato all'estero (cfr. Al-Haschimi et al., 2024b).

### Grafico D

Prezzi all'esportazione e all'importazione di beni della Cina

(media annuale mobile; gennaio 2020 = 1)



Fonti: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dati mensili. L'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2025.

**Negli ultimi tempi la modesta domanda interna, unitamente alla debolezza dei prezzi all'esportazione, ha avuto un ruolo cruciale nella dinamica delle esportazioni cinesi.** La crisi del settore immobiliare nazionale del 2021 ha drasticamente compresso la domanda delle famiglie. Al tempo stesso, gli investimenti statali nel settore manifatturiero, volti a stabilizzare la crescita nell'ambito della politica di bilancio cinese orientata all'offerta, hanno fornito un modesto sostegno diretto ai consumi. L'eccesso di capacità produttiva ha comportato una guerra di prezzi tra le imprese, che ha eroso i margini di profitto e scoraggiato la spesa in un contesto deflazionistico, caratterizzato da una significativa debolezza del mercato del lavoro, inducendo le imprese a riorientare le vendite verso i mercati esteri<sup>3</sup>. Tale evoluzione riflette la teoria nota nel commercio internazionale come "vent-for-surplus", secondo la quale un calo delle vendite sul mercato interno determinato dalla domanda genera un eccesso di capacità che può essere reindirizzato all'estero<sup>4</sup>. Il meccanismo ipotizza investimenti fissi nel breve periodo, un fattore di particolare rilievo in Cina, dove gli investimenti dipendono spesso dalla pianificazione centrale. Per espandersi all'estero le imprese devono acquisire competitività sui mercati stranieri: generalmente lo fanno riducendo i costi e i prezzi marginali a breve termine, oppure accettando margini di profitto inferiori e, in alcuni casi, addirittura perdite.

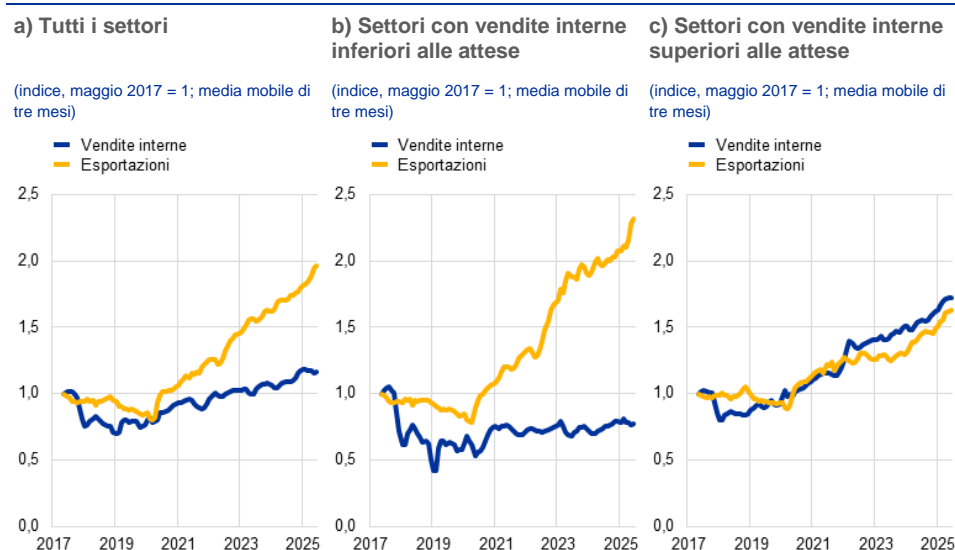
**La teoria "vent-for-surplus" contribuisce a spiegare gli andamenti recenti degli scambi commerciali.** Proxy delle vendite interne in termini reali indicano che, a partire dalla pandemia, le esportazioni in termini reali hanno superato le vendite sul mercato interno, ampliando il divario tra le due (cfr. il pannello a) del grafico E). Dall'analisi condotta si evince che la crescita delle esportazioni è più forte nei settori caratterizzati da un'espansione delle vendite interne inferiore alle attese. Dal 2022 il volume delle esportazioni in settori quali quello automobilistico e dell'acciaio è aumentato di circa il 75 per cento (cfr. il pannello b) del grafico E), suggerendo che le imprese abbiano progressivamente orientato le vendite verso i mercati esteri. L'assorbimento sul mercato interno dell'eccesso di capacità produttiva mediante prezzi più bassi è stato limitato dalla debolezza della domanda, in quanto il rallentamento nel settore dell'edilizia residenziale continua a incidere sulla fiducia dei consumatori. Per contro, nei settori in cui la crescita delle vendite interne è stata superiore alle aspettative, principalmente i comparti relativi ai prodotti tecnologici, i volumi delle esportazioni si sono mossi sostanzialmente in linea con le vendite interne, aumentando di circa il 30 per cento dal 2022 (cfr. il pannello c) del grafico E). I prezzi all'esportazione sono diminuiti in tutti i settori, con cali più pronunciati nei comparti che hanno registrato una crescita delle esportazioni più vigorosa.

<sup>3</sup> Per la dinamica delle esportazioni in seguito alla pandemia, cfr. Al-Haschimi e Spital (2024a).

<sup>4</sup> Cfr. Almunia et al. (2021).

## Grafico E

### Vendite interne ed esportazioni in termini reali in Cina



Fonti: China National Bureau of Statistics, Trade Data Monitor ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le vendite interne in termini reali sono approssimate come differenza tra l'utile operativo nominale e le esportazioni, deflazionate con gli indici dei prezzi alla produzione specifici per settore. Poiché l'utile operativo riflette i ricavi al netto dei costi, l'indicatore rileva anche le dinamiche di costo e redditività, fornendo una pratica proxy, considerati i vincoli sui dati settoriali in vigore in Cina. I dati riguardano i dieci settori manifatturieri principali, che rappresentano complessivamente circa l'80 per cento delle esportazioni industriali nominali, e sono destagionalizzati. Le vendite interne inferiori alle aspettative sono quelle che si collocano in media al di sotto della crescita nominale annua della domanda interna successiva al 2021, pari al 6,6 per cento, e si riferiscono a settori quali tessili, arredamento, plastica e gomma, acciaio, macchinari e autoveicoli. Le vendite interne con risultati al di sopra delle aspettative riguardano i prodotti chimici e tecnologici, compresi i macchinari elettrici e le apparecchiature di comunicazione. Nel 2024 le esportazioni dai settori con volumi di vendite interne inferiori alle aspettative e da quelli con vendite interne superiori alle attese hanno rappresentato, rispettivamente, il 42 e il 35 per cento delle esportazioni nominali totali. L'ultima osservazione si riferisce a giugno 2025.

**Il tassello mancante che spiega la forte crescita delle esportazioni cinesi verso l'Europa sembra essere la debolezza della domanda interna, piuttosto che il riorientamento degli scambi legato ai dazi.** L'acuirsi delle tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina potrebbe comportare un ulteriore riorientamento delle esportazioni cinesi verso l'Europa. Tuttavia, l'aumento delle esportazioni cinesi verso l'UE è antecedente alle recenti tensioni e coincide, invece, con l'inizio dell'indebolimento della domanda interna cinese. Nel quarto trimestre del 2024 il valore medio mensile delle vendite interne è stato di circa quattro volte superiore a quello delle esportazioni totali e di oltre 28 volte superiore alle esportazioni verso gli Stati Uniti. Ciò suggerisce che l'insieme di beni che potrebbe essere reindirizzato verso l'UE è molto più ampio di quanto indicherebbero i soli dati commerciali. Riorientare all'estero anche una piccola quota di vendite interne potrebbe stimolare le esportazioni complessive, comprese quelle verso l'UE, più di una notevole deviazione delle esportazioni dagli Stati Uniti<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Per un'analisi sul riorientamento delle esportazioni cinesi verso l'area dell'euro, cfr. Boeckelmann et al. (2025).



## Riferimenti bibliografici

Al-Haschimi, A. e Spital, T. (2024a), [L'evoluzione del modello di crescita della Cina: sfide e prospettive di sviluppo nel lungo periodo](#), articolo 1 nel numero 5/2024 di questo Bollettino.

Al-Haschimi, A., Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T. e Spital, T. (2024b), [“Why competition with China is getting tougher than ever”](#), *Il Blog della BCE*, BCE, 3 settembre.

Almunia, M., Antràs, P., López-Rodríguez, D. e Morales, E. (2021), [“Venting Out: Exports during a Domestic Slump”](#), *American Economic Review*, vol. 111, n. 11, pagg. 3611-62.

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

Chen, T., Hsieh, C.-T. e Song, Z.M. (2022), [“Non-Tariff Barriers in the U.S.-China Trade War”](#), *NBER Working Paper Series*, n. 30318, National Bureau of Economic Research, Inc.

## Cambiamenti nel comportamento dell'OPEC+ e rischi al ribasso per i prezzi del petrolio

a cura di Massimo Ferrari Minesso e Arthur Stalla-Bourdillon

**Un fattore chiave alla base del recente calo dei corsi petroliferi è stato il mutare dell'orientamento dell'OPEC+<sup>1</sup>.** Negli ultimi mesi i prezzi del petrolio hanno evidenziato una tendenza alla diminuzione, trainata da due fattori: un indebolimento delle aspettative concernenti la domanda mondiale dopo l'annuncio dei dazi statunitensi e la decisione inattesa dell'OPEC di aumentare l'offerta di petrolio (cfr. il grafico A)<sup>2</sup>. Nel mercato petrolifero l'OPEC ha tradizionalmente svolto una funzione stabilizzatrice, con l'Arabia Saudita nel ruolo di produttore flessibile ("swing producer")<sup>3</sup>. Da aprile 2025, tuttavia, l'OPEC ha continuato ad accrescere l'offerta di petrolio, malgrado un livello dei prezzi già relativamente contenuto. In passato le sue decisioni di incrementare l'offerta sembravano mirate a garantire il rispetto delle quote di produzione tra i suoi membri, consentendo un calo dei prezzi, o volte a riconquistare quote di mercato di produttori non appartenenti all'organizzazione. Ai medesimi fattori potrebbe essere ricondotto anche l'attuale comportamento del gruppo.

---

<sup>1</sup> Il termine "OPEC" si riferisce all'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio. L'"OPEC+", istituita nel 2016, è una coalizione di membri dell'OPEC e di altri paesi produttori di petrolio. Per semplicità, nel resto del presente riquadro entrambi i gruppi sono denominati "OPEC".

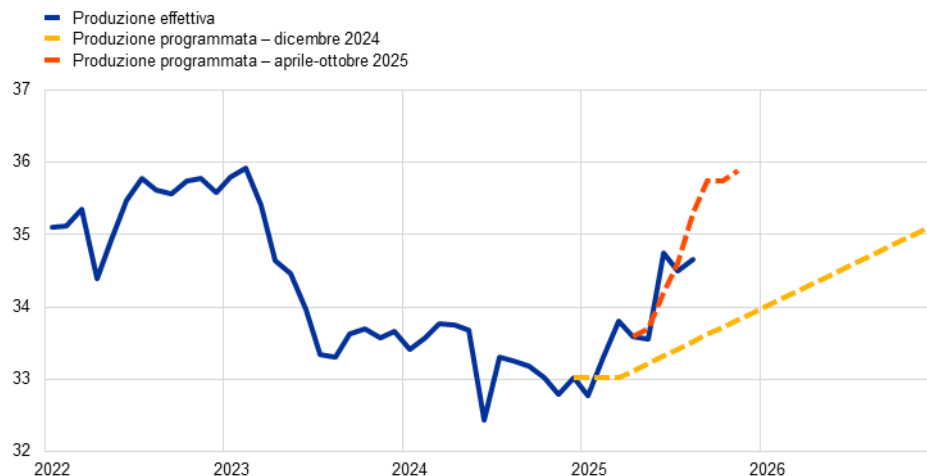
<sup>2</sup> Al principio l'OPEC ha sorpreso i mercati agli inizi di aprile aumentando la produzione di tre volte rispetto a quanto inizialmente programmato. Il cartello ha continuato ad accrescere la produzione nei mesi successivi, riassorbendo più che interamente il taglio di 2,2 milioni di barili al giorno, introdotto sulle forniture a novembre 2023. Anche dopo questi incrementi, inclusa la più recente decisione di inizio settembre 2025, il cartello continua ad avere un ampio margine di capacità inutilizzata, derivante dalle precedenti riduzioni stabilite ad aprile 2023 e a ottobre 2022.

<sup>3</sup> L'Arabia Saudita viene spesso definita "swing producer" dagli osservatori di mercato, in quanto adegua al rialzo o al ribasso la propria produzione di petrolio per contribuire a mantenere stabili i prezzi.

## Grafico A

### Produzione petrolifera effettiva e programmata

(milioni di barili al giorno)



Fonti: Agenzia internazionale per l'energia (AIE), OPEC ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico rappresenta la produzione di greggio effettiva e programmata di otto membri chiave dell'OPEC: Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iraq, Kuwait, Algeria, Russia, Kazakistan e Oman. Le linee tratteggiate rappresentano il riassorbimento programmato dei tagli alla produzione petrolifera dagli attuali livelli produttivi dell'OPEC. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2025.

**La situazione attuale presenta analogie con quanto avvenuto nel 2014, quando i cambiamenti nel comportamento dell'OPEC indussero un calo brusco e persistente dei corsi petroliferi in tempi di bassa inflazione.** Negli ultimi mesi del 2014, durante i primi anni del boom del petrolio da scisti degli Stati Uniti, il cartello abbandonò il suo tradizionale ruolo di stabilizzatore dei prezzi e incrementò ripetutamente la produzione per riconquistare quote di mercato perdute a vantaggio dei produttori statunitensi. Questo cambio di rotta, unito alla vigorosa crescita della produzione statunitense di petrolio da scisti e all'indebolimento della domanda, soprattutto a causa di un rallentamento economico in Cina, determinò un calo dei corsi petroliferi pari a circa il 34 per cento tra ottobre e dicembre 2014 (cfr. il grafico B). Tale brusca flessione innalzò inoltre i rischi di deflazione percepiti, dato il livello già contenuto dell'inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. In parallelo diminuirono le aspettative di inflazione: i tassi swap a termine a cinque anni indicizzati all'inflazione su un orizzonte quinquennale negli Stati Uniti e nell'area dell'euro si ridussero, rispettivamente, di 29 e 13 punti base.

## Grafico B

### Andamento dei corsi petroliferi

(dollari statunitensi al barile)



Fonte: LSEG.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 17 settembre 2025.

#### **Come nel 2014, ulteriori aumenti dell'offerta dell'OPEC potrebbero esercitare pressioni al ribasso sui corsi petroliferi.**

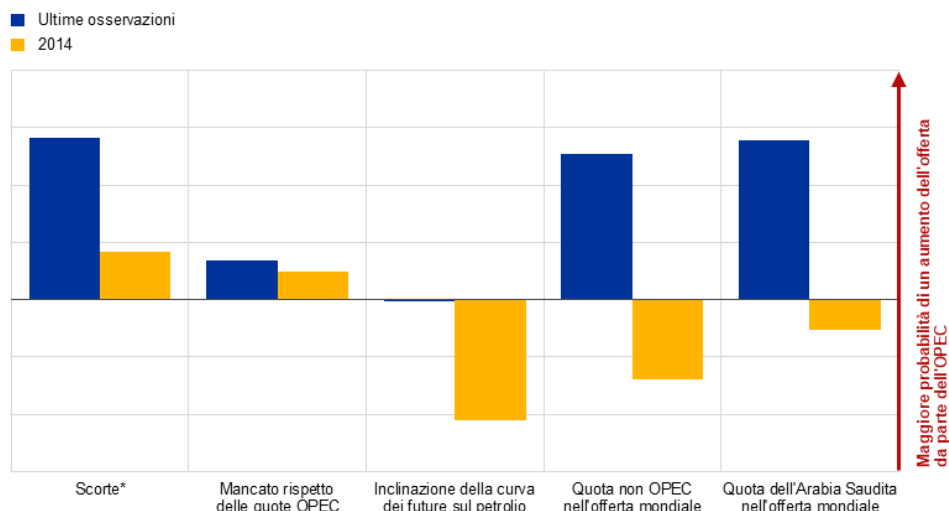
Nazer e Pescatori (2022) individuano alcuni indicatori chiave storicamente associati alle decisioni del cartello in materia di offerta. Il confronto tra i livelli attuali di questi indicatori e i livelli di ottobre 2014, appena prima degli incrementi all'offerta introdotti dall'OPEC al tempo, può offrire indicazioni utili sulla posizione odierna del gruppo nel mercato petrolifero (cfr. il grafico C). Nel loro insieme, tali indicatori suggeriscono che l'OPEC abbia forti incentivi ad aumentare ulteriormente la produzione, in un contesto in cui l'Arabia Saudita probabilmente continuerà a derogare al proprio ruolo abituale di stabilizzatore del mercato. Inoltre, sebbene tale paese stia gradualmente riguadagnando la propria posizione di mercato, la quota detenuta dall'Arabia Saudita nell'offerta mondiale rimane persino inferiore rispetto al 2014, mentre i produttori non appartenenti all'OPEC hanno continuato a incrementare la loro presenza. In aggiunta, il rispetto delle quote di produzione tra i paesi del cartello, in particolare da parte di Iraq e Kazakistan, è al momento lievemente più debole nel confronto con il 2014, quando era già al di sotto della media di lungo periodo. In tale contesto, l'Arabia Saudita potrebbe decidere di aumentare ulteriormente la produzione per ripristinare la disciplina all'interno del gruppo<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> L'ipotesi è sostenuta anche dall'inclinazione della curva dei future sul petrolio, che attualmente presenta un andamento discendente più marcato rispetto a ottobre 2014. Ciò suggerisce che gli investitori attribuiscono maggiore valore alle forniture a breve termine, indicando (insieme alle scorte più basse) condizioni di mercato più tese in confronto al 2014.

## Grafico C

### Indicatori associati alle decisioni dell'OPEC in materia di offerta

(deviazione dalla media standardizzata del periodo 2013-2025)



Fonti: AIE, OPEC, LSEG, Morningstar, U.S. Energy Information Administration ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: gli indicatori sono espressi in termini di deviazione da una media standardizzata calcolata sui valori mensili registrati tra gennaio 2013 e settembre 2025. Il mancato rispetto delle quote da parte dell'OPEC è calcolato utilizzando la differenza (se positiva) tra le quote a livello di gruppo OPEC e la produzione effettiva per il periodo 2014-2016, nonché la somma delle deviazioni positive dei membri dell'OPEC dalle quote a livello di paese per il periodo 2017-2025, entrambe divise per il numero di membri dell'OPEC o dell'OPEC+ al tempo. La voce "Scorte" si riferisce alle scorte di petrolio dei paesi dell'OCSE in percentuale della domanda totale di petrolio a livello mondiale. La voce "Inclinazione della curva dei future sul petrolio" è un indicatore del grado di tensione sul mercato, calcolato come differenza tra i prezzi a pronti del petrolio e i prezzi dei contratti future a dodici mesi. Un'inclinazione positiva indica condizioni relativamente tese sul mercato. Le variabili contrassegnate da "\*" sono state moltiplicate per -1, dal momento che per queste variabili un valore più basso corrisponde a una maggiore probabilità di aumento dell'offerta da parte dell'OPEC. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2025 per le scorte e il mancato rispetto delle quote, al 24 settembre 2025 per i contratti future sul petrolio e ad agosto 2025 per le quote nell'offerta mondiale.

**Il comportamento dell'OPEC può essere modellizzato come quello di un produttore dominante di petrolio in concorrenza con fornitori che non influenzano il prezzo di mercato (price-taker).** Per valutare l'impatto di ulteriori incrementi dell'offerta, si utilizza la stima di un modello dinamico di equilibrio generale del mercato petrolifero, integrando i sistemi di riferimento di Nakov e Pescatori (2010), Nakov e Nuño (2013) e Filardo et al. (2020). Il modello include tre blocchi di paesi: una regione importatrice di petrolio, che importa petrolio e produce beni aggregati; una regione concorrente produttrice di petrolio, come i produttori di petrolio da scisti, che agisce da price-taker sul mercato petrolifero; una regione dominante produttrice di petrolio, a rappresentare il cartello OPEC, che adegua la produzione petrolifera per massimizzarne i propri profitti e internalizza le reazioni degli altri due gruppi. Fondamentalmente il potere del cartello è proporzionale alla sua quota di mercato: più è ampia la quota dell'OPEC, maggiore è la sua capacità di fissare un ricarico (markup) sui prezzi<sup>5</sup>.

**Le stime basate sul modello indicano che, se l'Arabia Saudita dovesse ulteriormente incrementare l'offerta di petrolio, i corsi petroliferi potrebbero diminuire di un 10 per cento aggiuntivo.** Utilizzando il modello elaborato, si simula il modo in cui i corsi petroliferi varierebbero se l'Arabia Saudita producesse petrolio al pieno della propria capacità per massimizzare la sua quota di mercato,

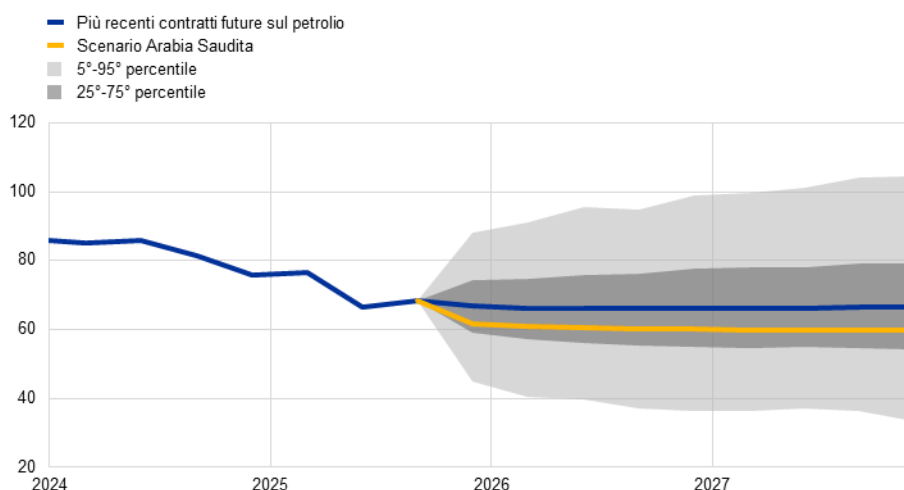
<sup>5</sup> Un'altra importante caratteristica del modello è costituita dal fatto che la produzione petrolifera richiede investimenti in capitale e ciò significa che incrementare l'offerta di petrolio richiede tempo. I parametri fondamentali del modello sono stimati con metodi bayesiani per ricalcare gli andamenti osservati della produzione mondiale, dei tassi di interesse e dei prezzi del petrolio.

indipendentemente dalle reazioni degli altri produttori o dai livelli dei prezzi prevalenti. Tale variazione indurrebbe sia un aumento dell'offerta di petrolio a livello mondiale sia una riduzione del potere di mercato dell'OPEC, comprimendo così la capacità del cartello di fissare un markup sui prezzi. Nell'insieme questi fattori eserciterebbero una pressione al ribasso sui corsi petroliferi. In tale scenario i prezzi del petrolio diminuirebbero di circa il 10 per cento. In base agli attuali dati di mercato e ipotizzando l'assenza di ulteriori shock o interventi sul piano delle politiche, i corsi petroliferi si collocherebbero intorno ai 60 dollari al barile entro il 2027, al di sotto dei livelli attualmente indicati dai più recenti contratti future sul petrolio (cfr. il grafico D).

### Grafico D

Effetti sui corsi petroliferi di un aumento del 10 per cento dell'offerta di petrolio da parte dell'Arabia Saudita

(dollari statunitensi al barile)



Fonti: LSEG, Bloomberg Finance L.P. ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la voce "Scenario Arabia Saudita" si riferisce a una simulazione basata sul modello in cui l'Arabia Saudita incrementa progressivamente la produzione di petrolio allontanandosi dal proprio ruolo tradizionale di "swing producer". La voce "Più recenti contratti future sul petrolio" si riferisce alla media mobile di dieci giorni dei più recenti prezzi disponibili dei contratti future. Le voci "5°-95° percentile" e "25°-75° percentile" si riferiscono ai percentili delle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per i prezzi del petrolio. Tali densità sono state centrate intorno ai più recenti prezzi disponibili dei contratti future. Le ultime osservazioni si riferiscono al 19 settembre 2025.

### Diversi fattori, tuttavia, suggeriscono che un brusco calo dei prezzi del petrolio, simile a quello osservato nel 2014, sia improbabile.

Nel 2014 il calo dei prezzi fu determinato dall'effetto combinato, da un lato, dell'aumento della produzione da parte dell'OPEC e, dall'altro, della consistente crescita dell'offerta da parte dei paesi non appartenenti all'organizzazione, salita in quell'anno del 4,4 per cento, principalmente a causa del petrolio da scisti statunitense. Per contro, le attuali proiezioni dell'Agenzia internazionale per l'energia indicano, per il 2025 e il 2026, una crescita solo moderata della produzione nei paesi non appartenenti all'OPEC (pari, rispettivamente, all'2,1 e all'1,7 per cento). Ciò implica che, anche nel caso in cui l'OPEC continuasse a riassorbire i tagli alla produzione, oggi l'offerta mondiale di petrolio non beneficerebbe dello stesso aumento delle forniture da parte dei paesi non appartenenti all'OPEC osservato nel 2014. Di conseguenza, è probabile che le pressioni al ribasso sui corsi petroliferi siano meno pronunciate, tanto più che persistono rischi al rialzo per i prezzi derivanti dalla guerra in Ucraina e dalle sanzioni imposte dai paesi occidentali sui flussi di petrolio russo.

## Riferimenti bibliografici

Filardo, A., Lombardi, M.J., Montoro, C. e Ferrari Minesso, M. (2020), "[Monetary Policy, Commodity Prices, and Misdiagnosis Risk](#)", *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n. 2, marzo, pagg. 45-79.

Nakov, A. e Nuño, G. (2013), "[Saudi Arabia and the Oil Market](#)", *The Economic Journal*, vol. 123, n. 573, 1° dicembre, pagg. 1333-1362.

Nakov, A. e Pescatori, A. (2010), "Oil and the Great Moderation", *The Economic Journal*, vol. 120, n. 543, marzo, pagg. 131-156.

Nazer, Y.F. e Pescatori, A. (2022), "[OPEC and the Oil Market](#)", *IMF Working Paper*, vol. 2022, n. 183, 5 ottobre.

## La domanda di autovetture nell'area dell'euro secondo l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori

a cura di Roberto A. De Santis, Johannes Gareis e Luis Molestina Vivar

**Il presente riquadro si avvale di nuovi dati ricavati dall'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), condotta dalla BCE, per esaminare la domanda di autovetture da parte delle famiglie nell'area dell'euro.** Il settore automobilistico svolge un ruolo cruciale nell'economia dell'area dell'euro, rappresentando circa il 10 per cento del valore aggiunto della manifattura e quasi il 2 per cento del PIL in termini reali. Tuttavia, negli ultimi anni tale comparto è stato interessato da significative criticità: nel secondo trimestre del 2025 le immatricolazioni di nuove autovetture e i volumi di produzione si collocavano ancora, rispettivamente, intorno al 20 e al 30 per cento al di sotto dei livelli osservati all'inizio del 2018 (cfr. il grafico A)<sup>1</sup>. La composizione delle immatricolazioni indica un cambiamento notevole nei tipi di automobili acquistate e contribuisce a spiegare il calo del totale; la riduzione delle vendite di autovetture con motore a combustione è stata compensata solo in parte dall'incremento di quelle di veicoli ibridi ed esclusivamente elettrici. Il presente riquadro si avvale dei dati raccolti a luglio 2025 nell'ambito dell'indagine CES, al fine di fornire maggiori indicazioni sui fattori che principalmente incidono sulle decisioni di acquisto di autoveicoli da parte delle famiglie nell'area dell'euro, che sono una componente importante della domanda complessiva di automobili<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Cfr. De Santis, R.A. et al. (2022), De Santis, R.A. (2024) e De Santis, R.A. et al. (2024).

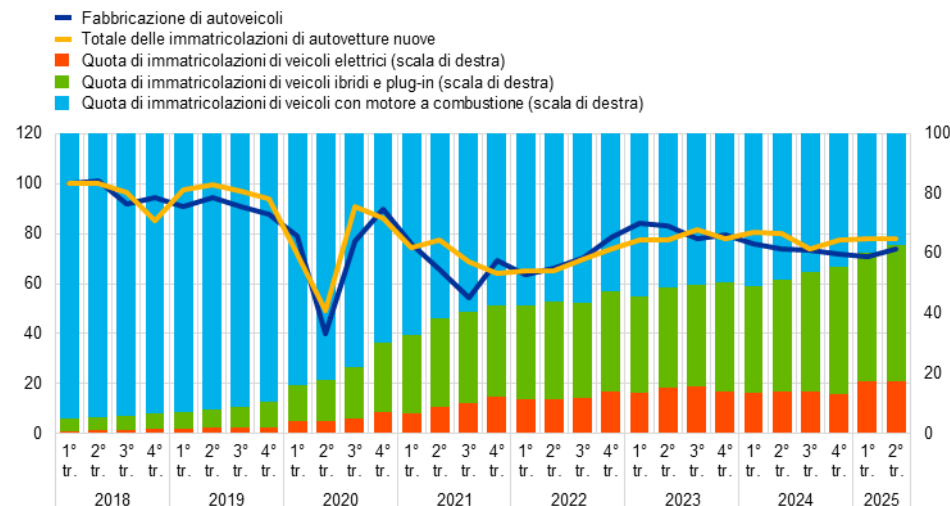
<sup>2</sup> Pur rappresentando una quota inferiore delle immatricolazioni totali di nuove autovetture rispetto alle flotte aziendali o destinate al noleggio, le famiglie si confermano un importante segmento di mercato. Secondo i dati dell'Associazione europea dei costruttori di automobili, le immatricolazioni private costituiscono circa il 40 per cento di quelle di nuove autovetture nell'Unione europea.



## Grafico A

### Volumi di produzione e immatricolazioni di automobili

(scala di sinistra: indice: 1° trimestre 2018 = 100; scala di destra: in percentuale delle immatricolazioni complessive)



Fonti: Associazione europea dei costruttori di automobili, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2025.

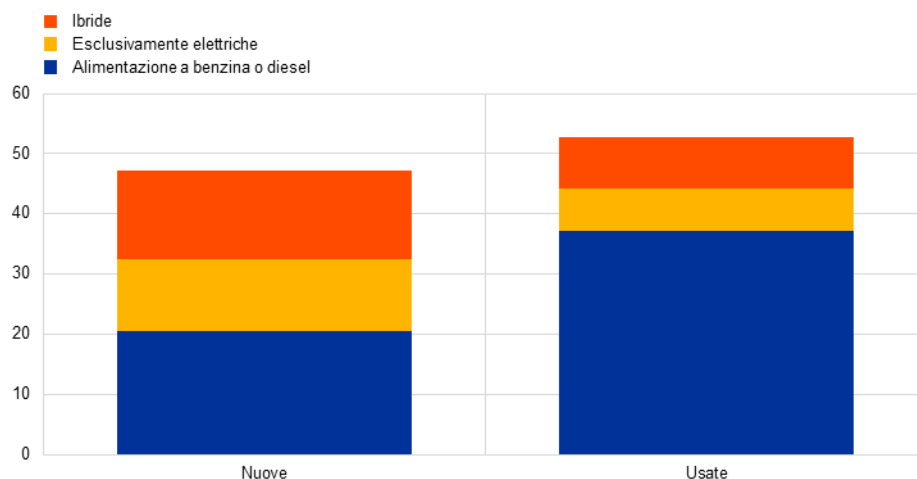
**I nuovi dati desunti dall'indagine sulle aspettative dei consumatori forniscono indicazioni tempestive, a livello di famiglia, sulla composizione degli acquisti di autoveicoli e mostrano che tali acquisti riguardavano principalmente automobili usate con motore a combustione.** Tra il 2021 e il 2024 la quota annuale di partecipanti all'indagine CES che segnalavano di aver acquistato un'autovettura era compresa tra il 6 e il 7 per cento. A luglio 2025, quando il set di domande una tantum sugli acquisti di autovetture è stato inserito nell'indagine, il 47 per cento degli intervistati che avevano acquistato un'automobile nei 30 giorni precedenti dichiarava di aver scelto un veicolo nuovo, a fronte del 53 per cento che aveva optato per un'autovettura di seconda mano (cfr. il pannello a) del grafico B). I veicoli con motore a combustione rappresentavano circa il 43 per cento degli acquisti di automobili nuove, mentre i veicoli ibridi ed esclusivamente elettrici costituivano, rispettivamente, il 31 e il 25 per cento. Per contro, nel mercato di seconda mano la grande maggioranza degli acquisti riguardava automobili con motore a combustione (70 per cento), mentre i veicoli ibridi ed esclusivamente elettrici costituivano ciascuno soltanto il 15 per cento circa.

## Grafico B

### Tipo di automobile acquistata e ragione

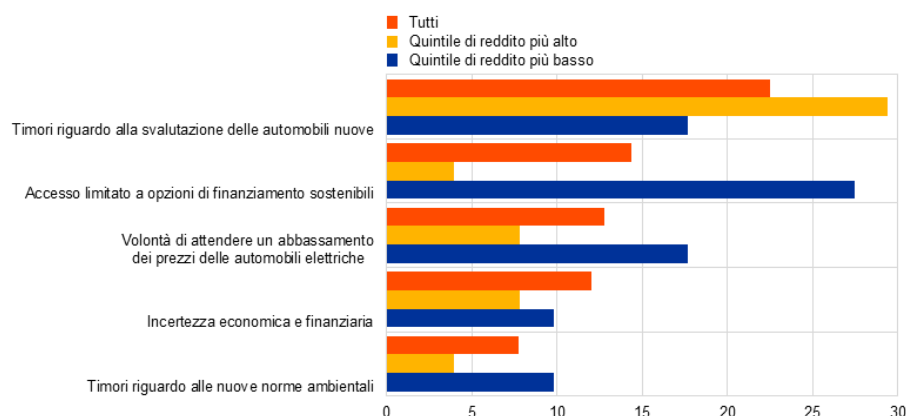
#### a) Distribuzione dei tipi di autovetture acquistate

(percentuali degli intervistati che hanno acquistato un'automobile nei 30 giorni precedenti)



#### b) Ragioni della scelta di acquistare un'automobile usata invece che nuova

(percentuali degli intervistati che hanno acquistato un'automobile di seconda mano nei 30 giorni precedenti)



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

Note: basato sull'edizione di luglio 2025 dell'indagine CES. Il pannello a) mostra la distribuzione dei tipi di autovetture acquistate (488 intervistati). Le percentuali fanno riferimento alla quota di ciascun tipo di automobile sugli acquisti totali, senza distinzione tra vetture nuove e usate. La somma delle barre "Nuove" e "Usate" è pari al 100 per cento, che corrisponde a tutti gli acquisti di autovetture segnalati nell'edizione di luglio 2025 dell'indagine CES. Il pannello b) mostra le risposte alla domanda "Qual è stata la ragione principale per aver acquistato un'automobile di seconda mano invece di una nuova?" (traduzione non ufficiale) ripartite per reddito (quintile di reddito più alto e più basso; 258 intervistati). Le risposte non incluse nel grafico corrispondono all'opzione "Altre ragioni".

**Considerando tutti gli intervistati, la ragione principale dell'acquisto di un veicolo usato a scapito di uno nuovo è stata il timore di una rapida svalutazione delle automobili nuove; per contro, per le famiglie a basso reddito la motivazione più importante è stata l'accesso limitato a opzioni di finanziamento sostenibili.** Il 22 per cento degli intervistati coinvolti nell'edizione di luglio 2025 dell'indagine CES che avevano acquistato un'automobile di seconda mano nei 30 giorni precedenti ha citato i timori riguardo alla svalutazione delle automobili nuove come ragione principale della loro scelta. Al secondo posto è stato indicato l'accesso limitato a opzioni di finanziamento sostenibili (14 per cento), seguito dalla volontà di attendere un abbassamento dei prezzi delle automobili elettriche (13 per cento), dall'incertezza economica e finanziaria (12 per cento) e dai

timori riguardo alle nuove norme ambientali (8 per cento) (cfr. il pannello b) del grafico B). L'importanza di tali fattori è risultata notevolmente diversa tra le varie fasce di reddito. Per le famiglie a basso reddito l'ostacolo maggiore all'acquisto di un'autovettura nuova è stato l'accesso limitato a opzioni di finanziamento sostenibili: il 27 per cento degli intervistati appartenenti a questo gruppo ha indicato tale ragione come quella principale alla base della scelta di un'automobile di seconda mano. I vincoli di finanziamento sono emersi come molto meno rilevanti per le famiglie ad alto reddito: solo il 4 per cento ha individuato in questo fattore la ragione principale della scelta compiuta.

**La maggior parte degli intervistati dell'indagine CES non aveva intenzione di acquistare un'automobile entro l'anno successivo; l'incertezza economica e finanziaria e la preferenza per modalità di trasporto alternative hanno contribuito a questa intenzione, soprattutto per le famiglie a basso reddito (cfr. il grafico C).** Nell'edizione di luglio 2025 dell'indagine CES, l'11 per cento dei partecipanti ha segnalato di voler acquistare un'automobile entro l'anno successivo, contro l'89 per cento di avviso contrario<sup>3</sup>. Di coloro non intenzionati all'acquisto di un veicolo, il 63 per cento ha affermato che l'autovettura attuale soddisfaceva le proprie esigenze, il 10 per cento ha addotto l'incertezza economica e finanziaria come motivazione e il 10 per cento ha dichiarato di preferire modalità di trasporto alternative. L'accesso limitato a opzioni di finanziamento sostenibili e i timori riguardo alle nuove norme ambientali sono stati meno rilevanti, in quanto ciascuna motivazione è stata selezionata nel 4 per cento circa delle risposte. Anche l'importanza relativa di questi fattori è stata diversa a seconda delle fasce di reddito. Le famiglie a basso reddito hanno attribuito maggiore importanza all'incertezza economica e finanziaria e alla preferenza per modalità di trasporto alternative (rispettivamente il 18 e il 16 per cento delle risposte), rispetto a quelle ad alto reddito (5 e 6 per cento delle risposte, rispettivamente). Per contro, questi ultimi nuclei familiari si sono mostrati molto più propensi a dichiararsi soddisfatti della propria automobile attuale (78 per cento, contro il 43 per cento delle famiglie a basso reddito)<sup>4</sup>.

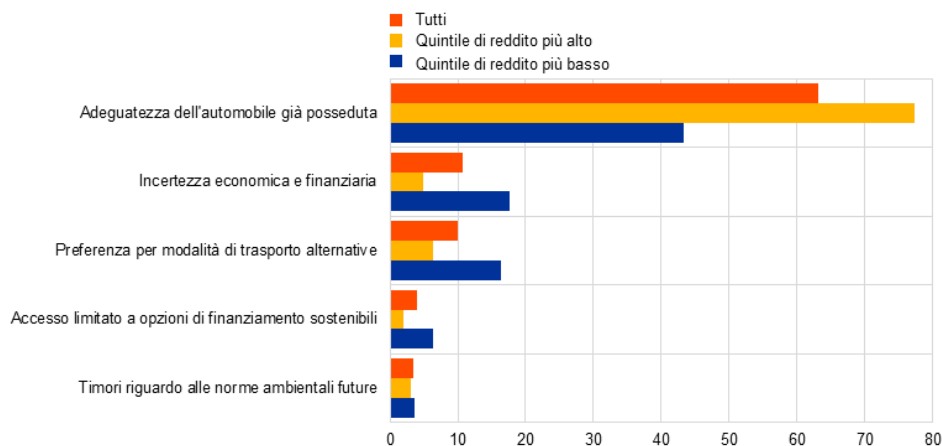
<sup>3</sup> Le intenzioni di acquisto di autovetture possono rivelarsi superiori agli acquisti effettivi. Ad esempio, a gennaio 2024 quasi il 9 per cento degli intervistati ha affermato di voler comprare un'automobile entro l'anno successivo, ma solo il 7 per cento circa ha poi davvero effettuato l'acquisto nel 2024.

<sup>4</sup> Tale differenza potrebbe in parte riflettere differenze tra famiglie ad alto e basso reddito in termini di anni degli autoveicoli e di numero di auto possedute. Tuttavia, l'indagine CES non fornisce informazioni su tali fattori.

## Grafico C

### Ragioni per cui non si intende acquistare un'automobile

(percentuali degli intervistati che non intendono acquistare un'automobile)



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

Note: basato sull'edizione di luglio 2025 dell'indagine CES. Il grafico mostra le risposte alla domanda "Qual è la ragione principale per cui non intende acquistare un'auto nei prossimi dodici mesi?" (traduzione non ufficiale), ripartite per reddito (quintile di reddito più alto e più basso). Il campione è costituito da 18.212 intervistati. Le risposte non incluse nel grafico corrispondono all'opzione "Altre ragioni".

**Tra gli intervistati che hanno manifestato l'intenzione di acquistare un'automobile, vi è stata una maggiore richiesta di veicoli con motore a combustione e ibridi, piuttosto che esclusivamente elettrici.** Secondo l'edizione di luglio 2025 dell'indagine CES, il 42 per cento degli intervistati che intendevano acquistare un'autovettura entro l'anno successivo propendeva per un veicolo con motore a combustione, mentre il 41 per cento considerava l'acquisto di un'automobile ibrida (cfr. il pannello a) del grafico D). Sebbene alle intenzioni non corrispondano poi necessariamente acquisti effettivi, tali quote mostrano differenze significative rispetto agli acquisti realmente conclusi nello stesso mese: il 58 per cento degli acquirenti ha optato per automobili con motore a combustione e soltanto il 23 per cento ha scelto un'autovettura ibrida (cfr. il pannello a) del grafico B). L'acquisto di un veicolo esclusivamente elettrico è stato pianificato dal 16 per cento degli intervistati, a fronte del 19 per cento di acquisti effettivi segnalati a luglio 2025<sup>5</sup>. Per quanto riguarda il paese di origine delle automobili, tra gli intervistati che hanno espresso l'intenzione di acquistare un veicolo entro l'anno successivo, l'81 per cento ha dichiarato una preferenza per automobili provenienti da un paese dell'UE, mentre il 19 per cento ha indicato di preferire veicoli di paesi al di fuori dell'Unione (cfr. il pannello b) del grafico D).

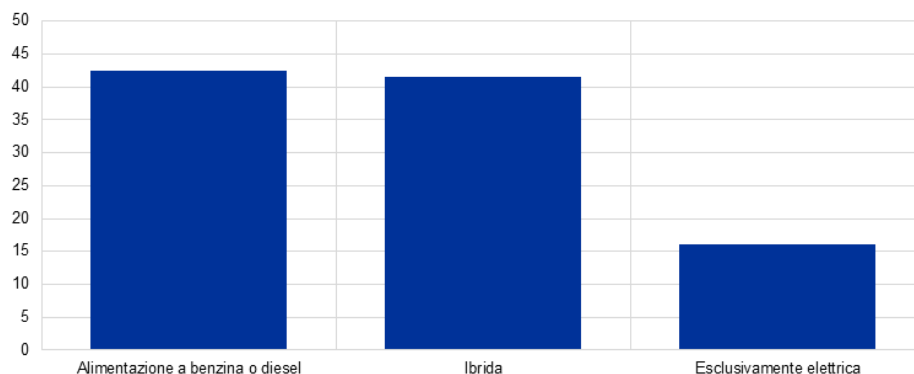
<sup>5</sup> Si noti che tali dati non distinguono tra auto nuove e di seconda mano, mentre il grafico A fa riferimento esclusivamente alle immatricolazioni di veicoli nuovi.

## Grafico D

Preferenze in termini di tipo e origine dell'automobile che si intende acquistare

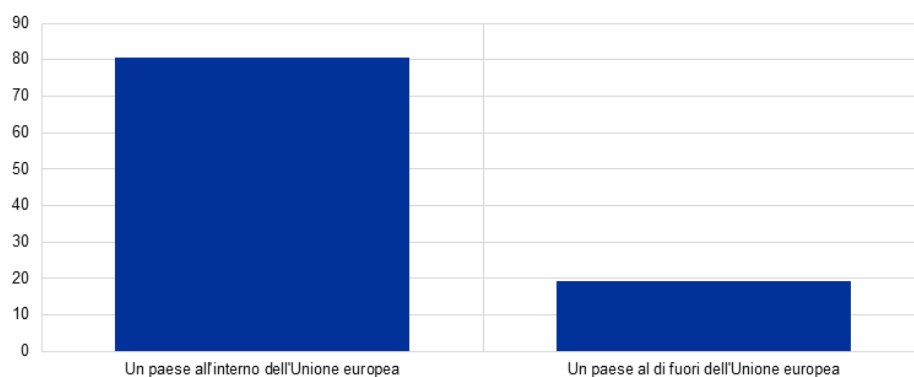
### a) Tipo di automobile preferita

(percentuali di intervistati che intendono acquistare un'automobile entro l'anno successivo)



### b) Origine preferita

(percentuali di intervistati che intendono acquistare un'automobile entro l'anno successivo)



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

Note: basato sull'edizione di luglio 2025 dell'indagine CES. Il pannello a) mostra le risposte alla domanda "Che tipo di veicolo intende acquistare nei prossimi dodici mesi?" (traduzione non ufficiale) e il pannello b) mostra le risposte alla domanda "Quale origine preferirebbe avesse la Sua prossima automobile?" (traduzione non ufficiale). Per entrambi i pannelli il campione è costituito da 2.293 intervistati.

**È probabile che la ripresa della domanda di autovetture nell'area dell'euro si confermi debole in futuro, considerando il persistere di criticità.** I dati

dell'edizione di luglio 2025 dell'indagine CES relativi alla domanda di autoveicoli nell'area dell'euro indicano che l'elevata incertezza economica e finanziaria probabilmente inciderà negativamente sulle decisioni future di acquistare automobili, in particolare tra le famiglie a basso reddito. Ciò suggerisce che un'eventuale ripresa della domanda di autoveicoli potrebbe essere lenta. Allo stesso tempo, il limitato interesse delle famiglie per i veicoli esclusivamente elettrici indica che probabilmente il passaggio all'elettrificazione continuerà a essere graduale.

## Riferimenti bibliografici

De Santis, R.A. (2024), "Supply chain disruption and energy supply shocks: Impact on euro area output and prices", *International Journal of Central Banking*, vol. 20, n. 2, pagg. 193-236.

De Santis, R.A., Di Nino, V., Furbach, N., Neumann, U. e Neves, P. (2024), *Prospettive di ripresa del settore automobilistico nell'area dell'euro*, riquadro 5 nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

De Santis, R.A., Di Sano, M., Gunnella, V. e Neves, P. (2022), *Il settore degli autoveicoli: motivazioni alla base del calo della produzione e dell'aumento dei prezzi*, riquadro 2 nel numero 7/2022 di questo Bollettino.

## Eppur ci muoviamo: evidenze relative alle transizioni occupazionali nell'area dell'euro

a cura di Daniela Arlia, Clémence Berson e Agostino Consolo

**Nel presente riquadro sono riportati nuovi dati sui tassi di transizione tra impieghi lavorativi nelle principali economie dell'area dell'euro, integrando le statistiche ordinarie relative al mercato del lavoro.** Quando i lavoratori cambiano lavoro, il motivo ricorrente è una maggiore rispondenza alle loro competenze (migliorare la produttività) o la possibilità di negoziare una retribuzione più elevata, oppure ottenere condizioni migliori, ad esempio in termini di orario di lavoro, ambiente lavorativo o tempo necessario per gli spostamenti casa-lavoro (cfr. Moscarini e Postel-Vinay, 2016, 2017; Hahn et al., 2017; Karahan et al., 2017). Un numero crescente di transizioni da un posto di lavoro all'altro indica che le aziende tendono a reclutare quanti più lavoratori possibile da altre imprese prima di attingere al bacino dei disoccupati o degli inattivi. Un'analisi delle transizioni tra impieghi può integrare la valutazione dei diversi margini di aggiustamento del mercato del lavoro e contribuire a misurare l'andamento dei salari e della produttività (cfr. Berson et al., 2024; Lagarde, 2025). In tale contesto, il presente riquadro intende calcolare le suddette transizioni per un sottoinsieme di paesi dell'area dell'euro e una proxy dell'aggregato dell'area al fine di fornire un quadro più completo del grado di tensione nel mercato del lavoro, che ha implicazioni per l'aumento di salari e prezzi.

**La misurazione dei flussi tra impieghi richiede grandi serie di microdati che tengano conto delle relazioni tra datori di lavoro e dipendenti nel tempo.**

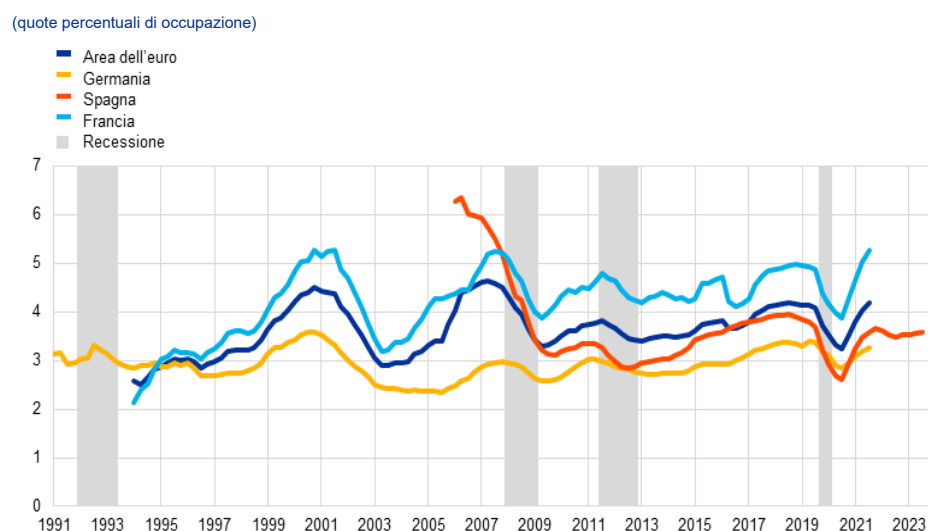
Per studiare i flussi nel mercato del lavoro è essenziale disporre di dati che traccino i percorsi professionali. I dati amministrativi basati su informazioni tratte dalla previdenza sociale soddisfano tale requisito, consentendo di monitorare un campione casuale rappresentativo di lavoratori nell'arco di diversi decenni, generalmente in base alla loro data di nascita. Tali dati sono associati a informazioni sulle imprese che consentono di identificare le transizioni tra impieghi, nonché i trasferimenti da e verso il settore privato. Poiché i dati amministrativi sono raccolti principalmente per fini di amministrazione e operativi (ad esempio, la gestione dei contributi previdenziali), gli enti di previdenza sociale necessitano di tempo per raccogliere, convalidare ed elaborare i dati grezzi e per rendere accessibili i dati anonimizzati a fini di ricerca. Per questo motivo, tali dati sono in genere disponibili solo con uno scarto temporale.

**I flussi dei passaggi da un impiego all'altro sono ciclici e forniscono una misura complementare del grado di tensione nel mercato del lavoro.** I tassi di transizione tra impieghi misurano la quota di lavoratori che cambiano impiego da un trimestre all'altro, senza un periodo di disoccupazione intermedio. Il grafico A mette in evidenza l'andamento ciclico dei flussi di transizione tra impieghi. Durante una recessione i lavoratori hanno meno opportunità di trovare un'altra occupazione e tendono a rimanere nella stessa sede. Nei periodi di espansione i lavoratori cercano di avanzare professionalmente e cambiano lavoro per aumentare i propri salari o

migliorare le condizioni lavorative. Ciò è osservabile in tutti e tre i paesi, e quindi in termini aggregati per l'area dell'euro, sebbene la quota di lavoratori che cambiano occupazione vari da un paese all'altro.

### Grafico A

Tassi di transizione tra impieghi in Germania, Spagna, Francia e proxy per l'area dell'euro



Fonti: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee ed elaborazioni della BCE.

Note: il campione copre il periodo dal 1991 al 2021 per la Germania, dal 2006 al 2023 per la Spagna e dal 1994 al 2021 per la Francia. L'aggregato dell'area dell'euro è una proxy costituita da Germania e Francia (1994-2021) e Spagna (2006-2021), in base alla disponibilità dei dati. Le recessioni sono individuate dall'Euro Area Business Cycle Network del Centre for Economic Policy Research. Il tasso di transizione tra impieghi rappresenta la quota di lavoratori che cambiano datore di lavoro tra due trimestri consecutivi di occupazione.

**I passaggi da un impiego a un altro dipendono dalle caratteristiche sia del lavoratore sia dell'impiego.** Oltre alle condizioni macroeconomiche, l'opportunità di cambiare lavoro è influenzata dal potere negoziale del lavoratore, che varia a seconda dell'occupazione e delle competenze. Vi incidono inoltre fattori quali la natura del contratto (tempo pieno o parziale; a tempo indeterminato o determinato), l'età, il livello di istruzione e le opportunità di lavoro all'interno dell'impresa. Il grafico B mostra i dati suddivisi per tipo di occupazione (meno qualificata e altamente qualificata) per la proxy dell'area dell'euro. I tassi di transizione tra impieghi tendono a essere più elevati per i lavoratori con professionalità meno qualificate, in particolare a partire dalla metà degli anni 2000, quando i paesi europei hanno iniziato ad attuare riforme significative del mercato del lavoro<sup>1</sup>.

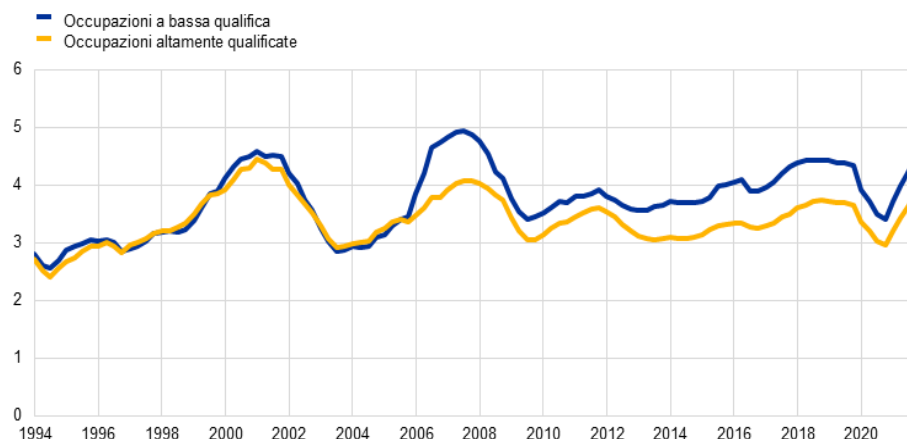
<sup>1</sup> Nel presente riquadro, le occupazioni sono classificate come più o meno qualificate sulla base dei ruoli professionali, armonizzati tra i vari paesi e nel tempo. Le occupazioni a bassa qualifica includono lavori manuali, impiegatizi e nel settore della vendita al dettaglio (ISCO-08 4, 5, 7, 8, 9), mentre quelle altamente qualificate comprendono le funzioni dirigenziali e dei quadri intermedi (ISCO-08 1, 2, 3).



## Grafico B

Tassi di transizioni da un impiego a un altro tra diverse professioni per l'aggregato dell'area dell'euro

(quote percentuali di occupazione)



Fonti: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee ed elaborazioni della BCE.

Note: l'aggregato dell'area dell'euro è una proxy costituita da Germania e Francia (1994-2021) e Spagna (2006-2021), in base alla disponibilità dei dati. Il tasso di transizione tra impieghi rappresenta la quota di lavoratori che cambiano datore di lavoro tra due trimestri consecutivi di occupazione.

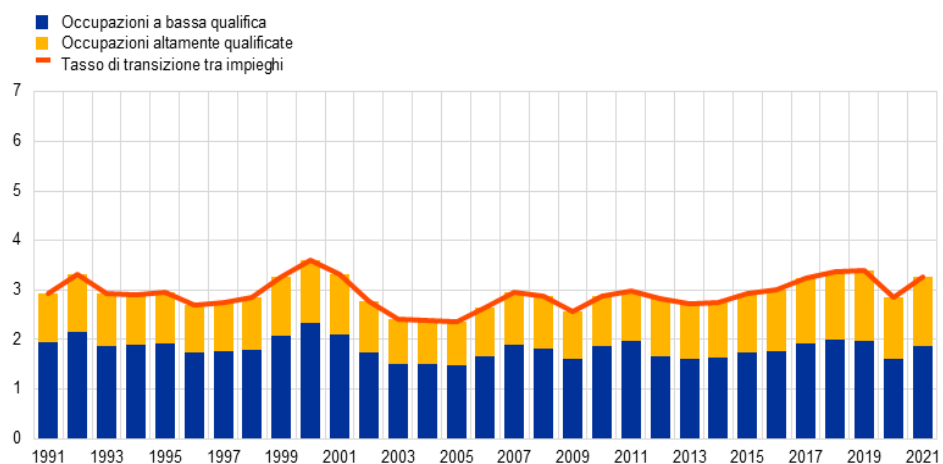
**I dati suggeriscono che i lavoratori nelle professioni meno qualificate siano più mobili e rappresentino la maggior parte delle oscillazioni nelle transizioni tra impieghi.** In tutti i settori, i lavoratori con mansioni poco qualificate si confermano come principali promotori delle transizioni totali tra impieghi in tutti e tre i paesi (cfr. il grafico C). La mobilità tra le professioni altamente qualificate è significativamente inferiore, nonostante alcune differenze tra paesi, e i lavoratori che hanno cambiato occupazione nei segmenti professionali più qualificati rappresentano solo il 15 per cento del tasso di transizione totale in Spagna nel 2021, il 34 per cento in Francia e il 43 per cento in Germania. Tali tendenze rispecchiano in larga misura la composizione della forza lavoro totale nei tre paesi e restano valide anche se la quota di lavoratori con qualifiche più elevate è costantemente aumentata nel tempo (di 5 punti percentuali in Spagna e di 7 in Germania e Francia dalla metà degli anni 2000, raggiungendo, rispettivamente, il 20, il 47 e il 41 per cento nel 2021). La composizione delle competenze è importante in quanto i lavoratori sono soggetti a diversi meccanismi di contrattazione salariale (fra cui le politiche sul salario minimo), livelli di produttività e opzioni esterne, nonché a shock settoriali specifici, fattori che hanno tutte implicazioni per le trattative salariali. A livello macroeconomico, poiché un aumento delle transizioni tra impieghi è associato a condizioni tese del mercato del lavoro, l'impatto complessivo sull'aumento dei salari aggregati dipende in maniera cruciale dalla quota di lavoratori nelle professioni meno qualificate, dato che tale quota influenza l'inclinazione della curva di Phillips dei salari (cfr. Abbritti e Consolo, 2024; Afrouzi et al., 2024).

### Grafico C

Contributo ai tassi di transizione tra impieghi per tipo di occupazione in Germania, Spagna e Francia

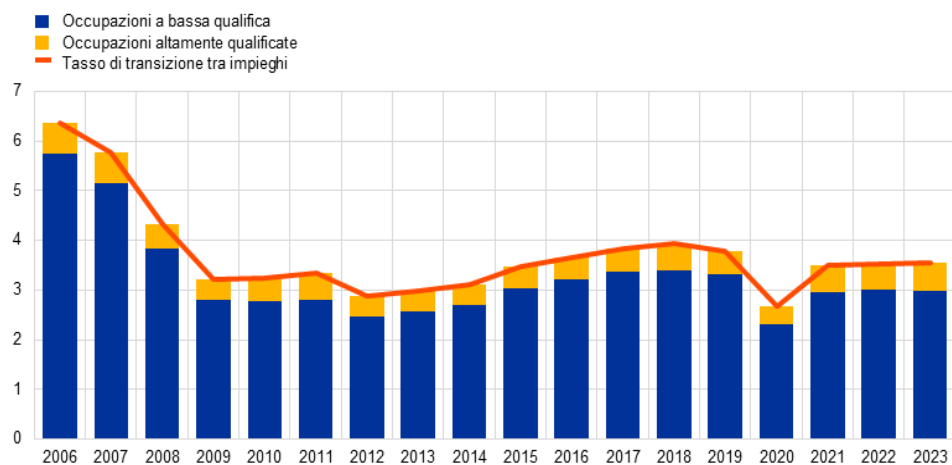
#### a) Germania

(quote percentuali di occupazione)



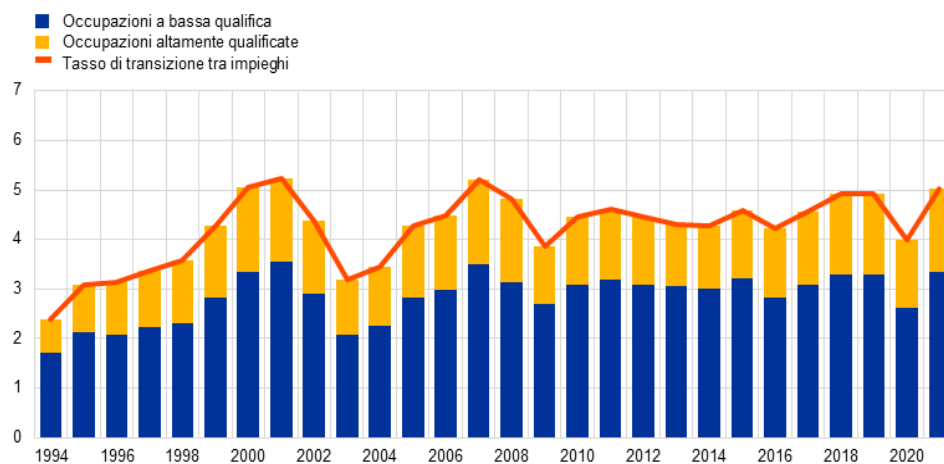
#### b) Spagna

(quote percentuali di occupazione)



### c) Francia

(quote percentuali di occupazione)



Fonti: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee ed elaborazioni della BCE.

Note: il campione copre il periodo dal 1991 al 2021 per la Germania, dal 2006 al 2023 per la Spagna e dal 1994 al 2021 per la Francia. I dati annuali sono calcolati come media semplice tra trimestri.

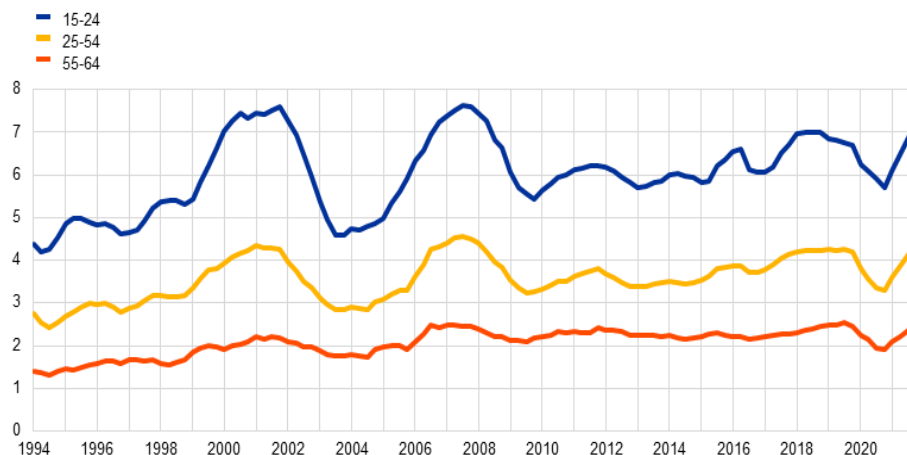
### Ci si attende che l'invecchiamento delle forze di lavoro dell'area dell'euro abbia un impatto negativo sul tasso di transizione tra impieghi.

Le forze di lavoro dell'area dell'euro stanno invecchiando (cfr. Berson e Botelho, 2023), a causa di tassi di fertilità inferiori, una maggiore longevità e riforme previdenziali che innalzano l'età pensionabile. All'inizio del loro percorso professionale, i lavoratori in genere conseguono avanzamenti di carriera e acquisiscono esperienza principalmente cambiando datore di lavoro. Di conseguenza, le coorti più giovani tendono ad avere tassi di transizione più elevati rispetto a quelle più anziane (cfr. il grafico D). Ciò riflette anche la duplice natura del mercato del lavoro: è più probabile che i giovani lavorino con contratti temporanei o stagionali, il che comporta cambiamenti di occupazione più frequenti. Ad esempio, i lavoratori di età compresa tra 15 e 24 anni cambiano occupazione con una frequenza superiore di circa 2-3 punti percentuali rispetto ai lavoratori di età compresa tra 25 e 54 anni in Francia e in Germania, e fino a 6 punti percentuali in Spagna. Tuttavia, data la quota relativamente bassa di giovani lavoratori rispetto al totale dell'occupazione, il loro contributo al tasso di transizione tra impieghi complessivo è limitato (8 per cento in Spagna, 11 per cento in Germania e 20 per cento in Francia). Per contro, i lavoratori di età compresa tra 55 e 64 anni sono meno mobili rispetto ad altre fasce di età. Pur rimanendo inferiore a quello dei lavoratori di età compresa fra 25 e 54 anni, il loro contributo al tasso di transizione tra impieghi è aumentato nel tempo.

## Grafico D

### Tassi di transizioni tra impieghi per classi di età nell'aggregato dell'area dell'euro

(quote percentuali di occupazione)



Fonti: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee ed elaborazioni della BCE.

Note: l'aggregato dell'area dell'euro è una proxy costituita da Germania e Francia (1994-2021) e Spagna (2006-2021), in base alla disponibilità dei dati. Il tasso di transizione tra impieghi rappresenta la quota di lavoratori che cambiano datore di lavoro tra due trimestri consecutivi di occupazione.

**In conclusione, benché soggetti a limitazioni, i tassi di transizione tra impieghi sono indicatori utili per valutare il grado di tensione nel mercato del lavoro.**

I dati amministrativi forniscono un'ampia gamma di informazioni per misurare i flussi nel mercato del lavoro. Pur fornendo una rappresentazione esaustiva delle transizioni tra impieghi, tali dati sono disponibili solo con un certo scarto temporale. Tuttavia, per ottenere un aggiornamento in tempo reale, è possibile utilizzare i dati amministrativi unitamente all'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE, che include informazioni sulla condizione occupazionale degli intervistati (cfr. Dias da Silva et al., 2022).

## Riferimenti bibliografici

Abbritti, M. e Consolo, A. (2024), "[Labour market skills, endogenous productivity and business cycles](#)", *European Economic Review*, vol. 170, novembre.

Afrouzi, H., Blanco, A., Drenik, A. e Hurst, E. (2024), "[A Theory of How Workers Keep Up With Inflation](#)", *NBER Working Paper*, n. 33233, National Bureau of Economic Research.

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

Berson, C. e Botelho, V. (2023), "[Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 8 novembre.

Berson, C. e Busson, E. (2023), "[Job-to-job flows and wage dynamics](#)", *Eco Notepad*, Banque de France, aprile.

Dias da Silva, A., Rusinova, D. e Weissler, M. (2022), [La ripresa del mercato del lavoro nell'area dell'euro secondo i risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE](#), riquadro 6 nel numero 2/2022 di questo Bollettino.

Hahn, J.K., Hyatt, H.R., Janicki, H.P. e Tibbetts, S.R. (2017), ["Job-to-Job Flows and Earnings Growth"](#), *American Economic Review*, vol. 107, n. 5, pagg. 358-363.

Karahan, F., Michaels, R., Pugsley, B., Sahin, A. e Schuh, R. (2017), ["Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations over the Business Cycle?"](#), *American Economic Review*, vol. 107, n. 5, pagg. 353-357.

Lagarde, C. (2025), ["Beyond hysteresis: resilience in Europe's labour market"](#), intervento di apertura pronunciato in occasione dell'incontro annuale dell'Economic Policy Symposium organizzato dalla Federal Reserve Bank of Kansas City a Jackson Hole il 23 agosto.

Moscarini, G. e Postel-Vinay, F. (2016), "Wage posting and business cycles: A quantitative exploration", *Review of Economic Dynamics*, vol. 19, pagg. 135-160.

Moscarini, G. e Postel-Vinay, F. (2017), ["The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth"](#), *American Economic Review*, vol. 107, n. 5, pagg. 364-368.

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

a cura di Friderike Kuik, Richard Morris, Moreno Roma e Michal Slávik

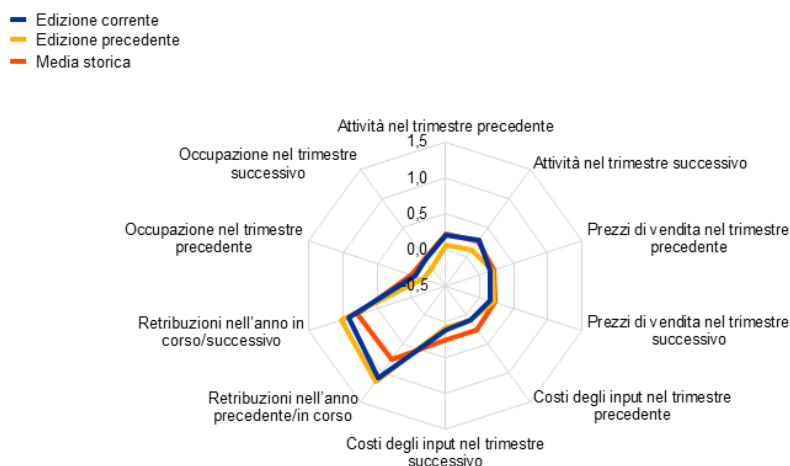
Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 71 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 29 settembre e il 9 ottobre 2025<sup>1</sup>.

**Le società contattate hanno segnalato un lieve miglioramento delle condizioni per l'attività di impresa, che sono tuttavia rimaste coerenti con una crescita soltanto modesta dell'attività (cfr. i grafici A e B).** Il prodotto nel settore manifatturiero è stato ancora frenato dai dazi, dall'incertezza e dalle sfide in termini di competitività, nonché dalla crescita relativamente contenuta della spesa per beni di consumo, con pochi segnali di miglioramento attesi nel breve periodo. L'attività edilizia è stata tuttavia caratterizzata da una lenta inversione di tendenza e molte società del settore dei servizi hanno segnalato una crescita buona o ragionevole, connessa in particolare alla spesa per consumi turistici e ricettivi, nonché agli investimenti in software, soluzioni di dati e intelligenza artificiale (IA).

### Grafico A

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

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini), dei costi 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 terzo e quarto trimestre del 2025, mentre per l'edizione precedente si riferiscono al secondo e al terzo 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.

<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni sulla natura e sulle finalità di tali contatti, cfr. Elding, Morris e Slávik (2021).

**La crescita della spesa per consumi è rimasta complessivamente debole, in presenza di un incremento dei redditi reali, sebbene non siano mancate anche delle note positive.** Gli operatori della distribuzione al dettaglio hanno segnalato una crescita contenuta, causata dall'atteggiamento ancora prudente della maggior parte dei consumatori e della loro sensibilità ai prezzi. Ciò ha favorito i marchi più economici a scapito dei più cari e, per quanto riguarda la vendita al dettaglio di articoli di abbigliamento, acquisti di stampo più conservativo, ispirati a tendenze durature e non all'ultima moda. Gli operatori al dettaglio nel campo dell'abbigliamento, in particolare, si sono trovati ad affrontare sempre più concorrenza da parte del commercio elettronico internazionale. Anche l'incremento dei tassi di "abbandono del carrello" nelle vendite online è stato citato come un segnale di maggiore esitazione da parte dei consumatori al momento di concludere l'acquisto. La domanda di autovetture è rimasta invariata, in un contesto caratterizzato da incertezza regolamentare e da un ricorso ai veicoli elettrici ancora molto al di sotto di quanto richiesto dagli obiettivi di riduzione delle emissioni future. Delle indicazioni più positive provengono dai produttori di beni di consumo elettronici e di elettrodomestici, che hanno segnalato un'attività "in lieve miglioramento" o "sostanzialmente positiva". Inoltre, secondo le società contattate nei settori del turismo, della ricettività e dell'intrattenimento, tali comparti sono stati caratterizzati da una dinamica vigorosa durante l'estate, in particolare nell'Europa meridionale, e le prospettive si manterrebbero positive.

## Grafico B

### Indicazioni sull'andamento e sulle prospettive dell'attività

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

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

**Gli investimenti in macchinari e attrezzature si sono confermati modesti, in contrasto con la forte crescita della spesa finalizzata alla digitalizzazione e in IA.** L'incertezza diffusa sul piano geopolitico e delle politiche economiche, i dazi, nonché il costo del lavoro e gli oneri connessi alla regolamentazione elevati o in aumento rappresentano tutti fattori considerati come un freno agli investimenti fisici: si riscontra una tendenza a rimandare le decisioni, mentre le imprese si orientano verso investimenti più piccoli e gradualisti, a scapito di quelli di maggiori dimensioni. Molte delle imprese manifatturiere contattate si sono dichiarate frustrate a causa degli oneri regolamentari in materia ambientale, sociale e di governance, oltre a

segnalare una maggiore penetrazione del mercato da parte di concorrenti asiatici, in particolare cinesi, che hanno beneficiato di costi complessivi significativamente inferiori. L'incremento del livello di attività nei mercati degli immobili residenziali si è tradotto in una ripresa delle costruzioni, sebbene a un ritmo molto graduale. Per contro, molte aziende hanno investito in modo massiccio nelle infrastrutture digitali, con un conseguente forte sviluppo della domanda di software e basi dati, soprattutto di soluzioni cloud e di IA. Ciò è stato determinato dalla necessità di aumentare l'efficienza, trasformare i modelli imprenditoriali e restare competitivi. I fornitori di tali servizi hanno anche dichiarato che questi investimenti si sono mostrati particolarmente significativi nei settori finanziario e pubblico. Nel contempo, il maggiore ricorso all'IA stava iniziando ad alterare il modello imprenditoriale delle società di consulenza classiche.

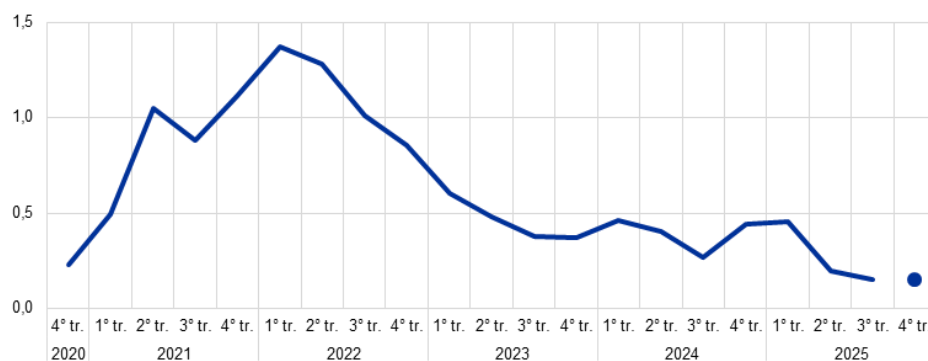
### **Le prospettive per l'occupazione sono rimaste relativamente deboli.**

Le segnalazioni sono state, in media, in linea con una lieve riduzione degli organici, fornendo un quadro meno negativo di quello risalente a tre mesi fa. I cali dell'occupazione si sono limitati per lo più ai settori dei beni intermedi e automobilistico, a riprova delle sfide che continuano a caratterizzarli. Negli altri comparti l'occupazione è rimasta per lo più stabile, sebbene si siano registrati degli incrementi nei paesi e nei settori in maggior espansione. Le agenzie di collocamento hanno continuato a segnalare un contesto difficile. L'attività di collocamento temporaneo sembra essersi stabilizzata a livelli contenuti e quella di collocamento permanente ha continuato a subire cali: le aziende hanno posticipato le decisioni di assunzione, facendo preferibilmente ricorso a soluzioni di reclutamento temporaneo. È stata segnalata anche una tendenza da parte dei lavoratori a cambiare impiego con maggiore riluttanza, in quanto le offerte salariali non si sono più mostrate all'altezza delle loro aspettative.

### **Grafico C**

#### **Indicazioni sull'andamento e sulle prospettive dei prezzi**

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

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

**Le società contattate hanno segnalato un ulteriore lieve rallentamento della dinamica dei prezzi di vendita negli ultimi mesi (cfr. i grafici A e C).** Ciò è stato determinato principalmente dalla moderazione dei prezzi nel settore dei servizi, di



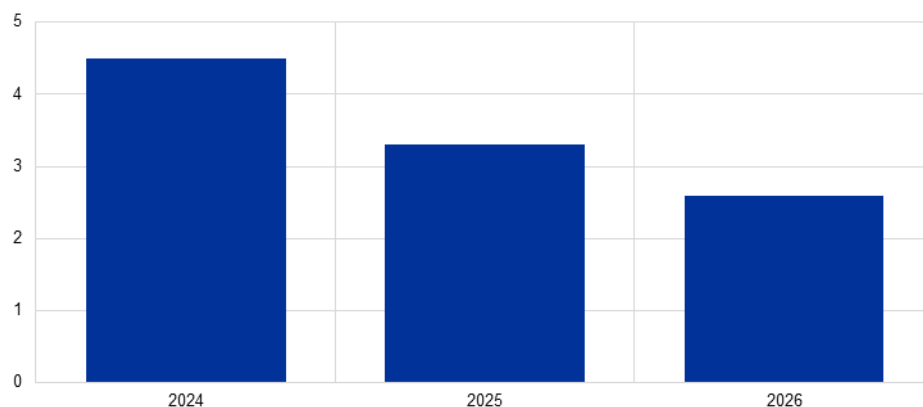
riflesso a un lieve rallentamento della crescita dei prezzi in settori ad alta intensità di lavoro, come ad esempio la ricettività, all'intensificarsi della concorrenza nelle telecomunicazioni e al netto calo dei prezzi nei servizi di trasporto marittimo e connessi servizi logistici. I produttori e gli operatori al dettaglio di prodotti alimentari hanno per lo più segnalato un aumento dei prezzi per trasferire l'aumento dei costi, dovuti in alcuni casi agli effetti dei cambiamenti climatici e della relativa regolamentazione. Tuttavia, ci si attendeva un'attenuazione della crescita dei prezzi dei beni alimentari nei mesi a venire. Gli operatori al dettaglio di prodotti non alimentari e i produttori di beni di consumo hanno invece segnalato prezzi invariati o in lievissima crescita, a causa della domanda ancora relativamente debole e della sensibilità ai prezzi da parte dei consumatori. Nel resto del settore manifatturiero i prezzi sono rimasti per lo più invariati o in calo, di riflesso alla debolezza della domanda, all'eccesso di capacità produttiva e alla crescente concorrenza delle importazioni (in parte indotta dal riorientamento dei flussi commerciali causato dall'aumento dei dazi statunitensi). Per tale ragione, la maggior parte delle società contattate nel settore manifatturiero ha segnalato che anche i costi degli input sono rimasti stabili o in calo per materie prime e componenti.

**Le società contattate hanno nuovamente confermato un quadro di moderazione della dinamica delle retribuzioni (cfr. il grafico D).** In media, le indicazioni quantitative fornite implicherebbero un rallentamento atteso della dinamica delle retribuzioni dal 4,5 per cento nel 2024 al 3,3 nel 2025 (entrambe le stime sono invariate rispetto alla precedente edizione dell'indagine) e fino al 2,6 nel 2026 (0,2 punti percentuali in meno rispetto alla precedente edizione dell'indagine).

### Grafico D

#### 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 2024 e delle loro aspettative per il 2025 e il 2026. Le medie per il 2024, il 2025 e il 2026 si basano sulle indicazioni fornite rispettivamente da 61, 66 e 61 partecipanti.

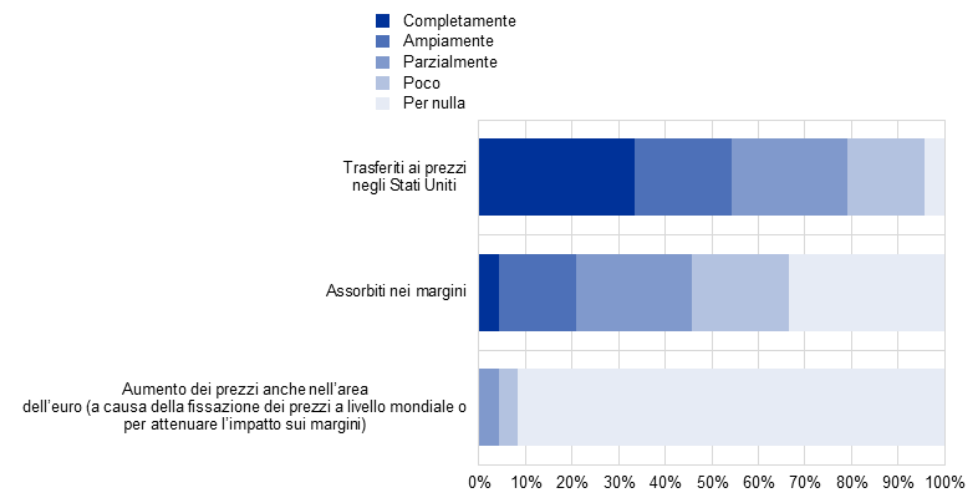
**La reazione all'accordo commerciale tra UE e Stati Uniti è stata eterogenea e l'impatto sull'attività economica e sui prezzi alla produzione nell'area dell'euro è stato ancora considerato negativo.** Sebbene alcune società contattate abbiano accolto con favore l'accordo commerciale tra UE e Stati Uniti, considerandolo un

compromesso ragionevole, molte hanno sottolineato come permanesse incertezza, giacché i dettagli erano ancora da chiarire, avrebbero potuto essere effettuati ulteriori cambiamenti e non erano stati ancora conclusi accordi con altre importanti economie. L'impatto sull'attività dell'area è stato valutato come negativo, non soltanto per via della riduzione delle esportazioni verso gli Stati Uniti, ma anche in considerazione dell'accresciuta concorrenza delle importazioni, in quanto il mercato dell'UE era il più esposto al riorientamento dei flussi commerciali. La maggior parte delle società contattate nei settori manifatturieri a monte ha pertanto affermato che l'effetto dei dazi statunitensi sui prezzi alla produzione dell'area dell'euro è stato negativo. Finora, tuttavia, tale pressione al ribasso sui prezzi non è stata ampiamente percepita dalle aziende dei settori dei beni di consumo o del commercio al dettaglio, a indicare un impatto ancora modesto o nullo sui prezzi al consumo finali nell'area dell'euro. Le risposte delle imprese contattate che esportano beni verso gli Stati Uniti, invece, hanno suggerito che gran parte del costo dei dazi sia stata trasferita ai clienti statunitensi, sebbene una quota significativa sia anche stata assorbita nei margini (cfr. il grafico E). La trasmissione diretta ai prezzi dell'area dell'euro (a causa della fissazione dei prezzi a livello mondiale o per attenuare l'impatto sui margini) sarebbe stata contenuta.

### Grafico E

#### Reazioni in termini di prezzo degli esportatori dell'area dell'euro agli aumenti dei dazi statunitensi

(in percentuale delle imprese intervistate)



Fonte: BCE.

Note: il grafico rispecchia l'interpretazione degli esperti della BCE in merito a come un sottocampione costituito da 28 imprese che esportano verso gli Stati Uniti ha risposto alla domanda: "in che misura i più elevati dazi statunitensi (a) vengono trasmessi ai rincari negli Stati Uniti, (b) vengono assorbiti nei margini, (c) determinano un aumento dei prezzi anche nell'area dell'euro (a causa della fissazione dei prezzi a livello mondiale o per attenuare l'impatto sui margini)?".

### 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.

## Non tutti i prezzi disinflazionano allo stesso modo: come distinguere le dinamiche delle voci con prezzi vischiosi e flessibili

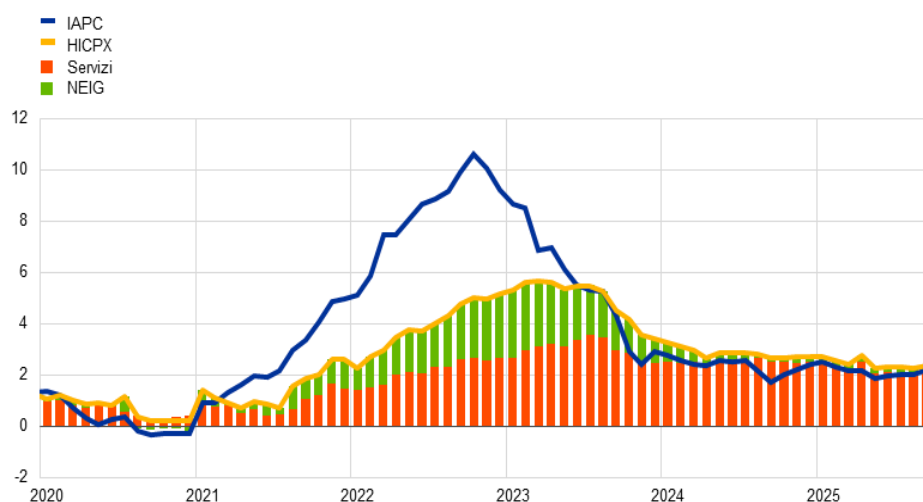
a cura di Christian Höynck, Elisabeth Wieland e Lourdes María Zulli Gandur

**L'inflazione di fondo nell'area dell'euro si è notevolmente ridotta rispetto al picco del 2023, ma resta elevata, principalmente a causa della persistente inflazione dei servizi.** Il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è diminuito sensibilmente, dal 5,7 per cento di marzo 2023 al 2,4 di settembre 2025. Tuttavia, si mantiene significativamente al di sopra dell'inflazione complessiva da oltre due anni, circostanza che sottolinea la sua vischiosità (cfr. il grafico A). All'interno dell'HICPX, l'inflazione dei servizi rimane elevata, mentre quella dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) è già tornata alla media precedente la pandemia. Il presente riquadro attinge alle evidenze dei microdati sulla frequenza degli adeguamenti dei prezzi per distinguere il ruolo svolto dalle voci con prezzi vischiosi e flessibili nell'influenzare la recente dinamica disinflazionistica nell'HICPX.

### Grafico A

Andamenti dell'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX

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



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

**I microdati sui prezzi consentono di suddividere le sottocomponenti dell'inflazione in voci vischiose e flessibili, in base alla frequenza sottostante delle loro variazioni di prezzo.** Seguendo Bryan e Meyer (2010) per gli Stati Uniti, un indicatore di vischiosità dei prezzi dovrebbe cogliere gli andamenti più persistenti e generalizzati dei prezzi rispetto all'omologo indice di flessibilità, in quanto le imprese caratterizzate da variazioni infrequenti dei listini potrebbero attribuire un peso maggiore agli andamenti previsti dei prezzi futuri in sede di revisione degli

stessi<sup>1</sup>. Ci si avvale pertanto delle recenti evidenze dei microdati sui prezzi desunte da Gautier et al. (2024) per costruire misure delle componenti di fondo vischiose e flessibili nell'area dell'euro. Con riferimento alla fase di bassa inflazione nel periodo 2011-2019, gli autori segnalano le frequenze degli aggiustamenti di prezzo a livello di prodotto per 11 paesi dell'area dell'euro, coprendo circa il 60 per cento del paniere dello IAPC dell'area<sup>2</sup>. L'analisi condotta per l'area dell'euro si basa su 72 voci dell'HICPX secondo la classificazione a quattro cifre dei consumi individuali per funzione (Classification of Individual Consumption by Purpose, COICOP). Utilizzando le statistiche delle frequenze cross-section (valori medi nel periodo 2011-2019) di Gautier et al. (2024), una voce è classificata come vischiosa se la frequenza delle sue variazioni di prezzo è pari o inferiore alla frequenza mediana calcolata su tutte le voci dell'HICPX. Per l'area dell'euro, tale mediana è pari al 7,3 per cento, a significare che in un mese tipico solo il 7,3 per cento dei prezzi dei prodotti nel paniere dell'HICPX varia rispetto al mese precedente. In base a tale criterio, 39 voci dell'HICPX sono classificate come vischiose e le restanti 33 come flessibili<sup>3</sup>. Mantenendo costante nel tempo tale composizione, sono successivamente ricavati gli indici corrispondenti, aggregando le componenti vischiose e flessibili di fondo mediante il metodo di concatenazione e ponderazione annuale dello IAPC.

**Nell'area dell'euro la componente vischiosa dell'inflazione di fondo si è ridotta solo gradualmente, mentre la componente flessibile è tornata più prossima alla media pre-pandemica.** La componente vischiosa dell'inflazione di fondo, misurata dalla media ponderata delle voci vischiose dello IAPC, si è confermata relativamente persistente negli ultimi mesi, gravitando intorno al 3,6 per cento (cfr. il pannello a) del grafico B). Per contro, la componente flessibile dell'inflazione di fondo, che è più volatile ed è aumentata sensibilmente durante l'impennata inflazionistica, ha iniziato a diminuire prima ed è ora tornata più prossima al livello precedente la pandemia, collocandosi a settembre 2025 all'1,2 per cento. Le voci flessibili dell'inflazione di fondo hanno anche mostrato un grado più elevato di anticipazione nell'adeguamento dei prezzi: per questa categoria l'85 per cento delle voci ha registrato un picco inflazionistico prima di marzo 2023, quando l'inflazione misurata sull'HICPX ha raggiunto il suo massimo. A titolo di confronto, solo il 41 per

<sup>1</sup> La Federal Reserve Bank of Atlanta pubblica regolarmente un [indice dei prezzi al consumo \(IPC\) della componente vischiosa](#) per gli Stati Uniti. Anche la Deutsche Bundesbank (2025) ha utilizzato un analogo indice dei prezzi basato sui microdati sui prezzi riferiti all'IPC tedesco, nel contesto delle misure dell'inflazione di fondo in Germania. Bodnár et al. (2025) mostrano che le voci che subiscono una revisione dei prezzi solo annuale si sono confermate un importante fattore alla base della persistenza dell'inflazione dei servizi nell'area dell'euro.

<sup>2</sup> I dati e i file replicati di Gautier et al. (2024) sono disponibili tramite [openICPSR](#). Gli autori calcolano le statistiche sulle frequenze a livello di classificazione COICOP a cinque cifre per l'area dell'euro, utilizzando pesi per paese costanti (medie nel periodo 2017-2019). Su tale base, si stimano le frequenze delle variazioni di prezzo (incluse le vendite) nell'area, calcolandone una media semplice a livello di classificazione COICOP a quattro cifre. Nel determinare la frequenza mediana, si applica altresì la stessa regola degli autori, tenendo in considerazione solo le voci per le quali sono disponibili osservazioni per almeno tre dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Spagna, Francia e Italia). Le restanti voci sono desunte dai paesi disponibili.

<sup>3</sup> Delle 39 componenti vischiose di fondo, 8 si riferiscono ai beni industriali non energetici (NEIG) e 31 ai servizi. Delle 33 componenti flessibili di fondo, 25 si riferiscono ai NEIG e 8 ai servizi. Esempi di componenti vischiose di fondo con pesi relativamente elevati sono "ristoranti, bar e simili", "manutenzione e riparazione di mezzi personali di trasporto", "protezione sociale" e "altri prodotti medicinali, attrezzature e apparecchi terapeutici". Le componenti flessibili di fondo maggiormente rappresentate sono "fitti effettivi", "autoveicoli a motore", "servizi di alloggio", "vestiario" e "mobili e articoli di arredamento".

cento delle voci vischiose dell'inflazione di fondo aveva già raggiunto il picco in quel periodo.

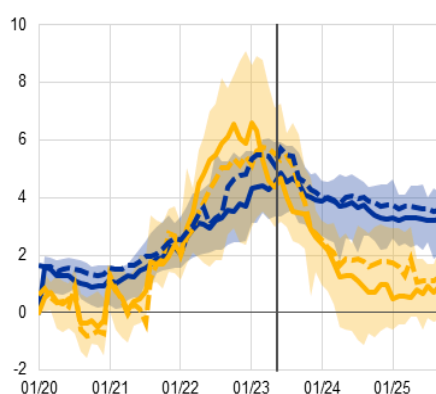
## Grafico B

### Andamenti dei prezzi delle voci vischiose e flessibili dell'HICPX

a) Distribuzione delle variazioni dei prezzi delle voci vischiose e flessibili dell'HICPX sui dodici mesi

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

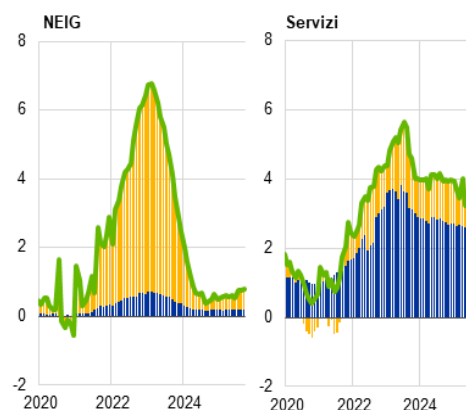
■ Componente vischiosa di fondo - mediana  
 ■ Componente vischiosa di fondo - media ponderata  
 ■ Componente flessibile di fondo - mediana  
 ■ Componente flessibile di fondo - media ponderata



b) Contributo delle voci vischiose e flessibili all'inflazione dei NEIG e dei servizi

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

■ Tasso di inflazione  
 ■ Componente vischiosa di fondo  
 ■ Componente flessibile di fondo



Fonti: Eurostat, Gautier et al. (2024) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la voce "Componente vischiosa di fondo" comprende 39 voci dell'HICPX a livello di classificazione COICOP a quattro cifre e la voce "Componente flessibile di fondo" ne comprende 33. La media ponderata delle componenti vischiosa e flessibile dell'inflazione di fondo si basa sui rispettivi pesi dello IAPC. La mediana è calcolata sulla base dei tassi di inflazione sui dodici mesi di tutte le voci di ciascuna sottocategoria e le aree ombreggiate rappresentano l'intervallo dei tassi nello stesso periodo (dal 25° al 75° percentile). La linea verticale grigia nel pannello a) indica il picco dell'inflazione misurata sull'HICPX (marzo 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2025.

**I beni a prezzo flessibile hanno determinato l'impennata dell'inflazione dei NEIG, mentre la persistenza dell'inflazione dei servizi riflette i contributi delle voci con prezzi sia vischiosi sia flessibili (cfr. il pannello b) del grafico B).**

Con riferimento ai NEIG, al brusco aumento dei prezzi nel periodo 2021-2023, determinato in larga misura dalle voci con prezzi flessibili, ha fatto seguito un calo repentino che ha riportato l'inflazione di tali beni su livelli contenuti. L'inflazione dei NEIG è al momento relativamente stabile e moderata ed è trainata prevalentemente da voci con prezzi flessibili quali "abbigliamento" e "calzature", mentre i contributi delle voci con prezzi vischiosi sono già tornati alla media precedente la pandemia. Per contro, l'inflazione dei servizi è rimasta elevata, riflettendo la forte persistenza delle voci con prezzi vischiosi, i cui contributi sono diminuiti solo marginalmente dall'inizio dell'anno (da 2,7 a 2,5 punti percentuali), mentre i contributi delle voci con prezzi flessibili hanno registrato un calo più marcato (da 1,2 a 0,7 punti percentuali)<sup>4</sup>. La recente persistenza della componente vischiosa dell'inflazione dei servizi è coerente con Martínez Hernández et al. (2025), secondo i quali gli shock energetici e lungo le catene di approvvigionamento si trasmettono all'inflazione dei servizi in misura più graduale rispetto all'inflazione dei NEIG. Inoltre, tale persistenza è stata

<sup>4</sup> L'aumento significativo dell'inflazione dei servizi per la componente flessibile, salita al 3,9 per cento ad aprile 2025, può essere messo in relazione con l'impatto eccezionalmente forte del periodo pasquale di quest'anno sui prezzi dei servizi connessi ai viaggi (cfr. Eiglsperger et al., 2025).

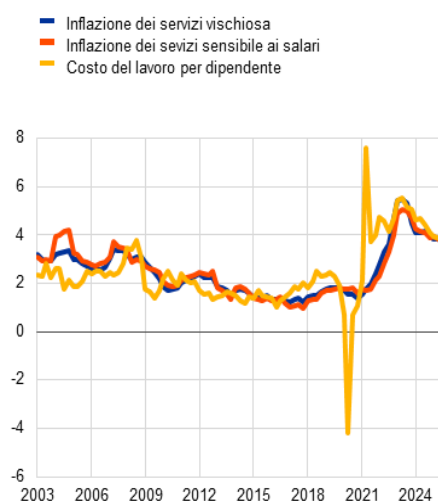
ulteriormente aggravata dalle spinte al rialzo provenienti dagli shock del mercato del lavoro, associati a una vigorosa crescita salariale. L'inflazione dei servizi relativamente alla componente vischiosa evidenzia quindi un forte comovimento con gli andamenti delle retribuzioni e con l'inflazione dei servizi sensibili ai salari (cfr. il pannello a) del grafico C).

### Grafico C

#### Componente vischiosa dell'inflazione dei servizi, componenti vischiosa e flessibile dell'inflazione di fondo e aspettative di inflazione

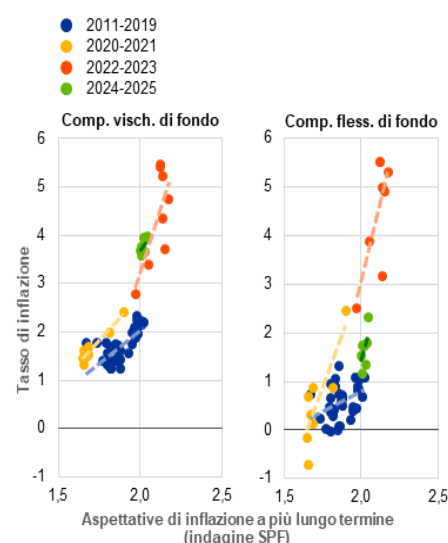
##### a) Componenti vischiosa e sensibile ai salari dell'inflazione dei servizi e costo del lavoro per dipendente

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



##### b) Componenti vischiosa e flessibile dell'inflazione di fondo e aspettative di inflazione a più lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Gautier et al. (2024), indagine SPF ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: pannello a): grafico basato su dati trimestrali. L'inflazione dei servizi sensibile ai salari è calcolata come in Fagandini et al. (2024). Pannello b): grafico di dispersione basato su dati trimestrali. Le aspettative di inflazione a più lungo termine nell'indagine SPF possono riguardare fino a quattro/cinque anni solari in avanti, a seconda della periodicità dell'indagine. Le ultime osservazioni per entrambi i pannelli si riferiscono al secondo trimestre del 2025 per il costo del lavoro per dipendente e al terzo trimestre del 2025 per tutte le altre voci.

#### La componente vischiosa dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro appare più strettamente legata alle aspettative di inflazione.

Un grafico di dispersione, che riporta la componente vischiosa e quella flessibile dell'inflazione di fondo a fronte delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dall'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), mostra che durante il periodo di bassa inflazione compreso tra il 2011 e il 2019 la componente vischiosa dell'inflazione di fondo si è fittamente addensata nell'intervallo tra l'1 e il 2,5 per cento, valore prossimo alle aspettative desunte dall'indagine SPF (cfr. il pannello b) del grafico C). Per contro, la componente flessibile dell'inflazione di fondo ha evidenziato una maggiore dispersione, oscillando tra tassi negativi a livelli ben superiori all'1 per cento. Questo risultato è corroborato dalle stime delle specificazioni trimestrali della curva di Phillips neo-keynesiana per ciascuna misura, che comprendono il suo ritardo, l'unemployment gap, le aspettative di inflazione (due

anni in avanti e a più lungo termine) e i prezzi all'importazione<sup>5</sup>. Le aspettative a medio e a più lungo termine spiegano in misura significativa la componente vischiosa dell'inflazione di fondo, mentre sono irrilevanti per quanto riguarda l'analoga componente flessibile.

**Nel complesso, la persistenza della componente vischiosa dell'inflazione di fondo sottolinea il ruolo dei passati shock dal lato dei costi e delle elevate pressioni salariali.** Alla luce sia della moderazione di queste ultime sia dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, è probabile che la componente vischiosa dell'inflazione di fondo possa registrare un ulteriore calo.

## Riferimenti bibliografici

Bodnár, K., Fabbri, A., Rubene, I. e Zekaite, Z. (2025), *Le pressioni inflazionistiche derivanti dalla revisione dei prezzi: il punto della situazione*, riquadro 4 nel numero 4/2025 di questo Bollettino.

Bryan, M.F. e Meyer, B. (2010), "Are Some Prices in the CPI More Forward Looking than Others? We Think So", *Economic Commentary*, n. 2010-2, Federal Reserve Bank of Cleveland, 19 maggio.

Deutsche Bundesbank (2025), "Recent developments in underlying inflation in Germany", *Monthly Report*, maggio 2025.

Eiglisperger, M., Porqueddu, M. e Wieland, E. (2025), *Incertezza relativa all'inflazione destagionalizzata dei servizi: il contributo delle festività pasquali e dei viaggi*, riquadro 5 nel numero 5/2025 di questo Bollettino.

Fagandini, B., Goncalves, E., Rubene, I., Kouvavas, O., Bodnar, K. e Koester, G. (2024), *La scomposizione dell'inflazione misurata sull'HICPX in voci sensibili ai beni energetici e ai salari*, riquadro 6 nel numero 3/2024 di questo Bollettino.

Gautier, E., Conflitti, C., Faber, R.P., Fabo, B., Fadejeva, L., Jouvanceau, V., Menz, J-O., Messner, T., Petroulas, P., Roldan-Blanco, P., Rumler, F., Santoro, S., Wieland, E. e Zimmer, H. (2024), "New Facts on Consumer Price Rigidity in the Euro Area", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 16, n. 4, ottobre, pagg. 386-431.

Martínez Hernández, C., Porqueddu, M., Prat I Bayarri, B. e Zulli Gandur, L.M. (2025), *Analisi dell'andamento relativo dell'inflazione dei beni e dei servizi*, riquadro 6 nel numero 2/2025 di questo Bollettino.

<sup>5</sup> In particolare, per ciascuna misura (componente vischiosa e flessibile di fondo) si stimano specificazioni alternative di una regressione della curva di Phillips neo-keynesiana come segue:  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma Ugap_{t-1} + \rho IP_{t-2} + \delta\pi_t^e + \mu_t$ , dove  $\pi_t$  indica il tasso di variazione trimestrale annualizzato delle componenti vischiosa e flessibile dell'inflazione di fondo destagionalizzata,  $Ugap_{t-1}$  rappresenta l'unemployment gap ritardato di un trimestre,  $IP_{t-2}$  si riferisce al tasso di crescita dei prezzi all'importazione sui dodici mesi e  $\pi_t^e$  rappresenta le aspettative di inflazione.

## La trasmissione eterogenea della politica monetaria al credito alle famiglie

a cura di Dorian Henricot, Johannes Pöschl e Athanasios Tsiortas

**Le decisioni di politica monetaria della BCE incidono sui prestiti alle famiglie, ma in modi diversi a seconda delle caratteristiche di queste ultime e della tipologia di finanziamento.** Gli effetti delle variazioni dei tassi di interesse sulla decisione di una famiglia di richiedere un prestito e sulla scelta di un prestatore di concederlo dipendono da varie caratteristiche della famiglia. I dati ricavati dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey) riguardanti le percezioni sull'accesso al credito, le richieste di prestiti e il rifiuto di tali richieste rivelano le differenze nella trasmissione della politica monetaria al credito alle famiglie<sup>1</sup>.

**Le famiglie hanno percepito un irrigidimento dell'accesso al credito nelle fasi di aumento dei tassi di interesse, ma un miglioramento di tale accesso al diminuire dei tassi: le famiglie a più elevato reddito hanno riferito**

**l'allentamento più marcato (cfr. il grafico A).** Nel complesso la percentuale netta di famiglie che hanno percepito un aumento delle difficoltà di accesso al credito nei dodici mesi precedenti è cresciuta nel periodo di inasprimento (da gennaio 2022 a maggio 2024) ed è scesa nel periodo di allentamento (da giugno 2024 ad agosto 2025). Per tutto il periodo di rilevazione la percentuale netta di famiglie a più basso reddito che hanno segnalato un irrigidimento dell'accesso al credito è stata più elevata rispetto a quella delle famiglie a più alto reddito. Tra giugno 2024 e agosto 2025 questa percentuale netta ha raggiunto un livello neutro per le famiglie con redditi superiori, mentre è rimasta elevata per quelle con redditi inferiori.

---

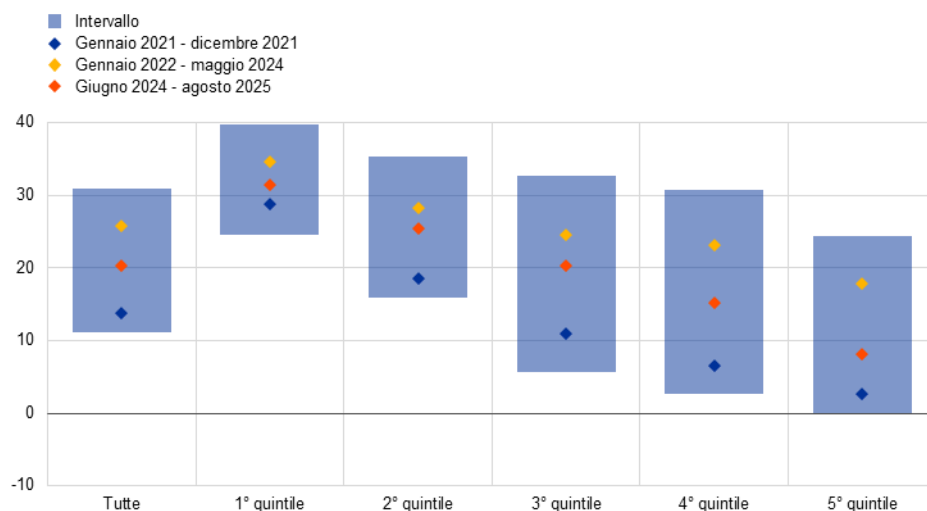
<sup>1</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo 1 *Episodio di elevata inflazione nel periodo 2021-2023 e disuguaglianze: indicazioni tratte dall'indagine sulle aspettative dei consumatori* in questo numero del Bollettino.



## Grafico A

Variazioni delle percezioni delle famiglie sull'accesso al credito nei dodici mesi precedenti per quintile di reddito

(in percentuale dei consumatori)



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

Note: dati ponderati per la popolazione. Il grafico mostra le differenze tra le percentuali di intervistati che hanno riferito un irrigidimento dell'accesso al credito nei dodici mesi precedenti e le percentuali di quanti ne hanno segnalato un allentamento. I dati sono riportati per quintili di distribuzione del reddito. I rombi rappresentano le medie nel periodo considerato. L'arco temporale tra gennaio 2022 e maggio 2024 è stato classificato come il periodo di inasprimento, in quanto i tassi di interesse a lungo termine hanno iniziato ad aumentare all'inizio del 2022 in previsione degli imminenti rialzi dei tassi di riferimento e la prima riduzione di questi ultimi non è stata attuata prima di giugno 2024. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2025.

**Le richieste di prestito hanno avuto un andamento eterogeneo a seconda del tipo di famiglia e della tipologia di finanziamento<sup>2</sup>.** Per quanto riguarda le famiglie a più basso reddito, le richieste di prestiti al consumo hanno iniziato ad aumentare nel 2022, in concomitanza con l'inasprimento della politica monetaria, e hanno continuato a crescere dopo la prima riduzione dei tassi nel 2024 (cfr. il pannello a) del grafico B). Per le famiglie nel quintile di reddito più elevato, le richieste di mutui ipotecari sono diminuite in misura marcata sia nel periodo di inasprimento sia nella successiva fase di allentamento (cfr. il pannello b) del grafico B). Tuttavia, rispetto alla loro consueta volatilità, le richieste di mutui ipotecari presentate dalle famiglie con redditi inferiori o le richieste di prestiti al consumo delle famiglie con redditi più elevati hanno subito variazioni modeste.

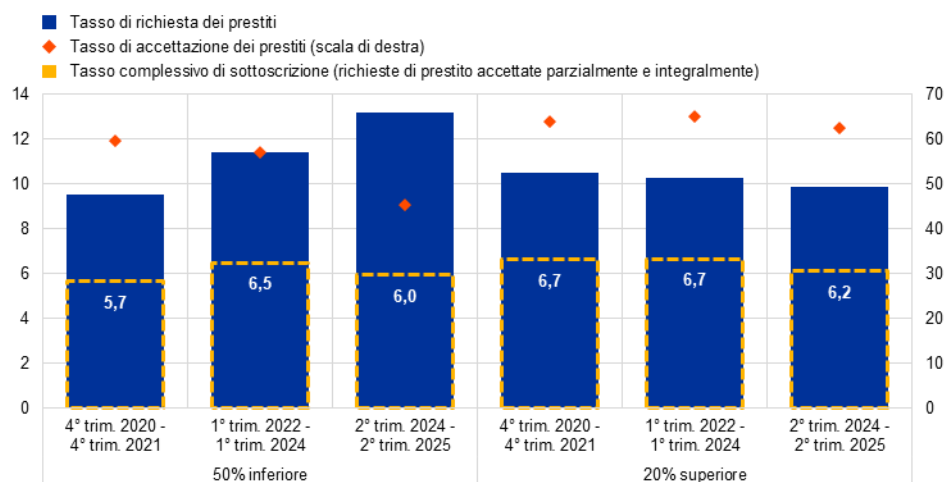
<sup>2</sup> La domanda di prestiti può variare lungo il margine intensivo, oltre che quello estensivo. L'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori, tuttavia, non fornisce informazioni sulla quantità di credito richiesta dalle famiglie (margine intensivo). La politica monetaria incide inoltre sui termini e sulle condizioni a cui le famiglie possono indebitarsi: tale fattore non è direttamente ricompreso nell'indagine.

## Grafico B

Tassi di richiesta, accettazione e sottoscrizione dei prestiti nel corso del tempo per fascia di reddito

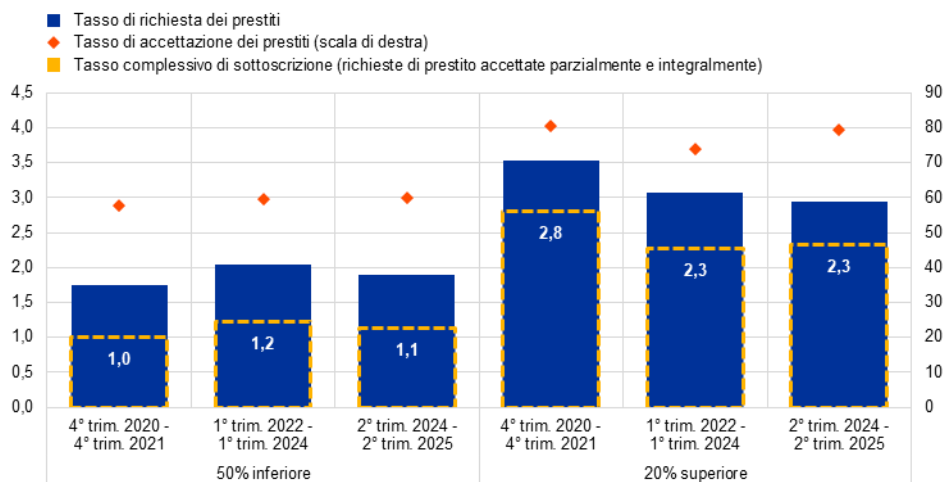
### a) Prestiti al consumo

(in percentuale dei consumatori)



### b) Mutui ipotecari

(in percentuale dei consumatori)



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

Note: dati ponderati per la popolazione. Le barre blu indicano la quota media di consumatori che hanno richiesto una specifica tipologia di prestito nel periodo riportato sull'asse delle ascisse. I rombi rossi rappresentano la quota delle richieste di prestito interamente o parzialmente accettate. Le linee gialle tratteggiate e i numeri sono una proxy del tasso complessivo di sottoscrizione dei prestiti, calcolato moltiplicando il tasso di richiesta per il tasso di accettazione. I dati successivi ad aprile 2022 includono gli ulteriori cinque paesi aggiunti allora al campione dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori. I prestiti al consumo includono le richieste di: prestiti per l'acquisto di autovetture, contratti di leasing, carte di credito e conti correnti bancari con concessione dello scoperto. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2025.

### Anche i tassi di accettazione dei prestiti hanno avuto andamenti eterogenei durante il ciclo di politica monetaria.

Quanto alle famiglie a più basso reddito, i tassi di accettazione dei prestiti al consumo sono diminuiti notevolmente (cfr. i rombi rossi nel pannello a) del grafico B), mentre i tassi di accettazione dei mutui ipotecari (cfr. i rombi rossi nel pannello b) del grafico B) sono rimasti sostanzialmente invariati su livelli notevolmente inferiori rispetto a quelli delle famiglie con redditi più elevati. Per queste ultime, i tassi di accettazione dei prestiti al consumo si sono ridotti in

misura solo marginale, mentre i tassi di accettazione dei mutui ipotecari sono scesi durante il periodo di inasprimento, ma aumentati durante la fase di allentamento.

**Le dinamiche di segno opposto relative alle richieste di prestiti e ai loro tassi di accettazione offrono un quadro eterogeneo della proxy complessiva relativa alla sottoscrizione dei prestiti al consumo.** La sottoscrizione di prestiti al consumo (cfr. le linee tratteggiate gialle nel pannello a) del grafico B) è cresciuta per le famiglie a più basso reddito ed è rimasta sostanzialmente stabile per quelle a più alto reddito<sup>3</sup>. Allo stesso tempo, la sottoscrizione di mutui ipotecari (cfr. le linee tratteggiate gialle nel pannello b) del grafico B) si è mantenuta pressoché invariata per le famiglie con redditi inferiori, ma è significativamente diminuita per le famiglie con redditi superiori.

**La diversa esposizione ai vincoli di liquidità e i distinti livelli di alfabetizzazione finanziaria potrebbero essere alla base di queste differenti dinamiche dei prestiti.** È possibile che, durante il periodo di inasprimento, le famiglie a più basso reddito abbiano dovuto indebitarsi in misura maggiore per acquistare beni prima necessità, in un contesto in cui gli shock macroeconomici avversi accrescevano i loro vincoli di liquidità<sup>4</sup>. L'aumento delle richieste di prestiti al consumo da parte di tali famiglie è coerente con questa spiegazione. Il calo dei tassi di accettazione di tali finanziamenti suggerisce inoltre che l'incremento delle richieste di prestiti al consumo sia derivato da debitori più rischiosi. Allo stesso tempo, con l'aumento dei tassi di interesse, le famiglie a più alto reddito, meno esposte a vincoli di liquidità, hanno ridotto la domanda sia di mutui ipotecari sia di prestiti al consumo. Oltre alla maggiore esposizione a vincoli di liquidità, la propensione delle famiglie con redditi inferiori a considerare se sia un buon momento per contrarre prestiti sembra dipendere in misura minore dalle condizioni finanziarie, verosimilmente a causa di livelli più bassi di alfabetizzazione finanziaria<sup>5</sup>. Nel complesso, questi fattori potrebbero spiegare perché le famiglie con redditi inferiori, a differenza di quelle a più elevato reddito, non abbiano ridotto la propria domanda di mutui ipotecari durante il periodo di inasprimento.

**Nella fase iniziale di rialzo dei tassi di interesse si è registrato un aumento della sottoscrizione di mutui ipotecari a tasso variabile, in particolare tra le famiglie a più basso reddito.** Esaminando in dettaglio l'eterogeneità dei mutui ipotecari, la quota dei finanziamenti a tasso variabile ha segnato un'espansione tra aprile e dicembre 2022 (cfr. il pannello a) del grafico C), per poi diminuire. Dati complementari ricavati dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori mostrano che la domanda di prestiti a tasso variabile è stata più concentrata tra le famiglie con redditi inferiori (cfr. il pannello b) del grafico C). Il differenziale tra tassi debitori a lungo e a breve termine è un importante fattore alla base della scelta delle famiglie tra mutui a tasso fisso o a tasso variabile, in particolare per quelle con vincoli di indebitamento<sup>6</sup>. Ciò potrebbe aver innescato una maggiore sottoscrizione

<sup>3</sup> La proxy relativa alla sottoscrizione dei prestiti è calcolata moltiplicando i tassi di richiesta dei finanziamenti per i tassi di accettazione degli stessi, per richieste interamente o parzialmente accolte, in un dato trimestre.

<sup>4</sup> Cfr. Bobasu et al. (2024).

<sup>5</sup> Cfr. Charalambakis et al. (2024).

<sup>6</sup> Cfr. Albertazzi et al. (2024).

di prestiti a tasso variabile nel 2022, quando i tassi a lungo termine hanno iniziato a salire in previsione dei rialzi dei tassi di riferimento. Il permanere su livelli relativamente elevati (benché in calo) della quota di prestiti a tasso variabile, malgrado l'aumento dei tassi di interesse a breve termine al di sopra del livello segnato dai tassi a lungo termine, suggerisce inoltre una maggiore offerta di prestiti a tasso variabile da parte delle banche. Ad esempio, Foà et al. (2019) mostrano che le banche interessate da shock negativi dal lato della provvista hanno maggiori probabilità di accrescere l'offerta di prestiti a tasso variabile, in particolare nei confronti delle famiglie meno sofisticate dal punto di vista finanziario<sup>7</sup>.

### Grafico C

#### Quota di mutui ipotecari a tasso variabile sui nuovi prestiti

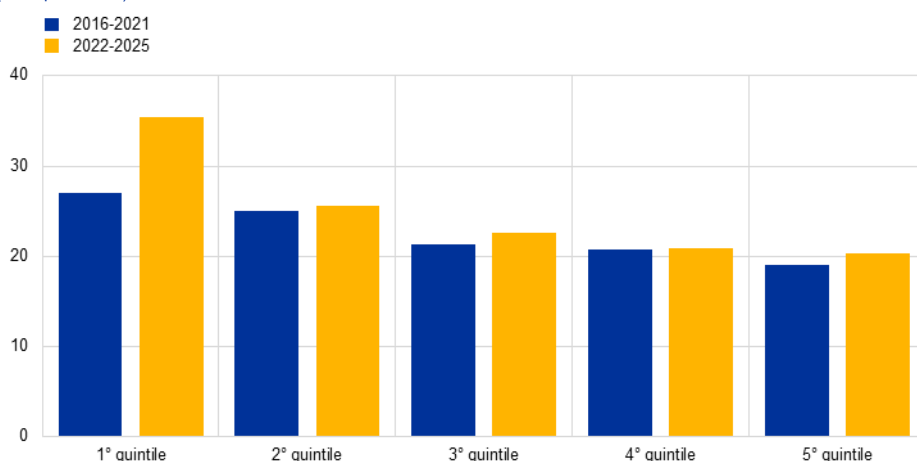
##### a) In termini aggregati

(punti percentuali)



##### b) Per quintile di reddito

(valori percentuali)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori, statistiche sui tassi di interesse delle IFM ed elaborazioni della BCE.  
 Note: nel pannello a) la quota di prestiti a tasso variabile è calcolata dividendo la somma dei nuovi mutui ipotecari con scadenza inferiore a un anno o con periodo di determinazione iniziale inferiore a un anno per la somma totale dei nuovi mutui ipotecari. Il pannello b) mostra le percentuali di intervistati che hanno dichiarato di aver contratto un mutuo ipotecario a tasso variabile, raggruppati per anno di avvio del prestito e quintile di reddito. I quintili di reddito sono calcolati all'interno del paese e nell'anno di avvio dei prestiti. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2025 per il pannello a) e a febbraio 2025 per il pannello b).

<sup>7</sup> Cfr. Foà et al. (2019).

**In conclusione, il credito alle famiglie ha mostrato andamenti eterogenei nel corso del recente ciclo di politica monetaria.** Le risposte dell'indagine indicano che, nella fase di inasprimento della politica monetaria, le famiglie a più basso reddito non hanno ridotto le proprie richieste di mutui ipotecari, a differenza delle famiglie a più elevato reddito, e hanno persino incrementato la domanda di prestiti al consumo. Malgrado dinamiche di segno opposto nell'offerta di prestiti, le famiglie con redditi inferiori non hanno ridotto la sottoscrizione di finanziamenti, aumentando allo stesso tempo la rispettiva quota di prestiti a tasso variabile, in un momento in cui le condizioni del credito risultavano meno favorevoli.

## Riferimenti bibliografici

Albertazzi, U., Fringuellotti, F. e Ongena, S. (2024), "[Fixed rate versus adjustable rate mortgages: Evidence from euro area banks](#)", *European Economic Review*, vol. 161, gennaio.

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

Charalambakis, E., Kouvavas, O. e Neves, P. (2024), "[Rate hikes: How financial knowledge affects people's reactions](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 15 agosto.

Dausà i Noguera, N., Kocharkov, G. e Kouvavas, O. (2025), *Episodio di elevata inflazione nel periodo 2021-2023 e disuguaglianze: indicazioni tratte dall'indagine sulle aspettative dei consumatori*, articolo 1 in questo numero del Bollettino.

Foà, G., Gambacorta, L., Guiso, L. e Mistrulli, P.E. (2019), "[The Supply Side of Household Finance](#)", *Review of Financial Studies*, vol. 32, n. 10, ottobre, pagg. 3762-3798.

## Il sostegno nei confronti dell'euro raggiunge livelli record: un'analisi

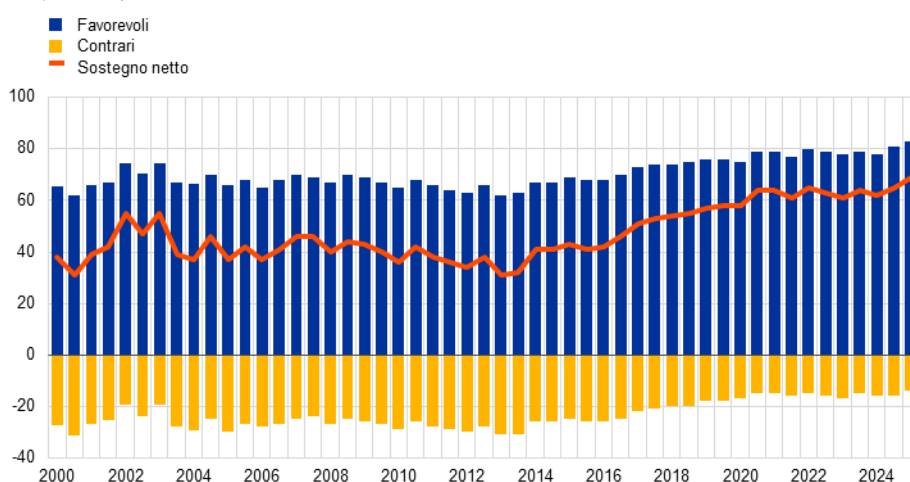
a cura di Ferdinand Dreher, Niklas Jütting e Hanni Schölermann

**È trascorso più di un quarto di secolo dall'introduzione dell'euro e il sostegno da parte dei cittadini dell'area ha raggiunto livelli record.** Entrato in vigore nel 1999 e in piena circolazione nel 2002, l'euro è diventato uno dei simboli più tangibili dell'integrazione europea ed è saldamente radicato nella vita quotidiana dei cittadini. Ciò si riflette nei risultati del sondaggio più recente della serie Eurobarometro standard (2025), condotto dalla Commissione europea, secondo cui l'83 per cento degli intervistati appartenenti all'area dell'euro è a favore della moneta unica. Si tratta di un massimo storico, dopo una costante crescita del sostegno, registrata a partire dalla metà degli anni 2010 (cfr. il grafico A).

### Grafico A

#### Sostegno all'euro nell'area

(valori percentuali)



Fonti: Eurobarometro standard ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati riguardano la seguente domanda nelle edizioni dalla 53 (primavera 2000) alla 103 (primavera 2025) del sondaggio dell'Eurobarometro standard: "Cosa pensa di ciascuna delle seguenti affermazioni? Per ogni affermazione La prego di dirmi se è favorevole o contrario/a: un'unione economica e monetaria europea con una moneta unica, l'euro" (traduzione non ufficiale). La voce "Sostegno netto" corrisponde alla differenza tra la percentuale di intervistati che si sono dichiarati favorevoli e la percentuale di quelli che si sono dichiarati contrari. Gli intervistati che hanno risposto "Non so" non sono considerati.

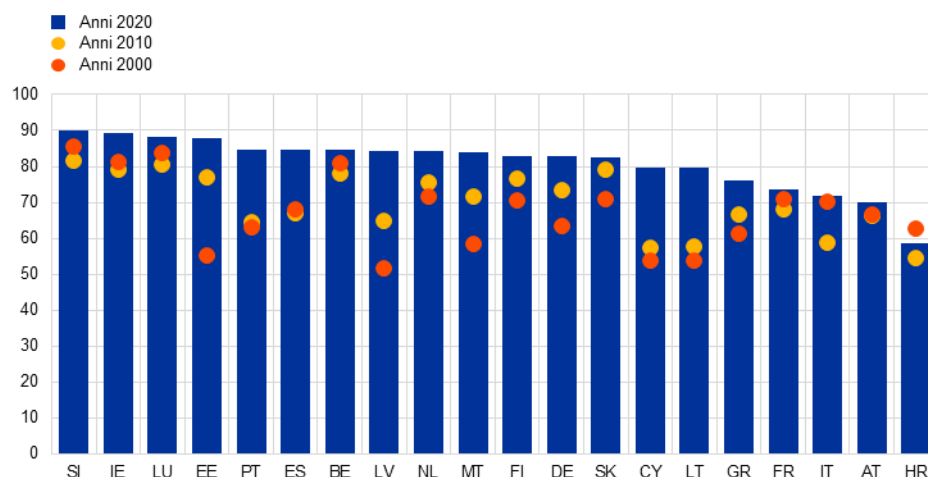
**Il sostegno all'euro attualmente è sia elevato sia diffuso e le differenze tra paesi si sono ridotte sensibilmente.** Il sostegno alla moneta unica è cresciuto negli anni 2020, rispetto ai due decenni precedenti, in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro, soprattutto dove i tassi di approvazione iniziali erano più bassi (cfr. il grafico B). Negli ultimi anni Cipro, Lituania, Lettonia, Portogallo e Spagna hanno registrato incrementi di circa 20 punti percentuali. A Cipro, in Portogallo e in Spagna tale evoluzione riflette una ripresa della fiducia nella moneta unica dopo la crisi del debito sovrano. In Lettonia e Lituania si è osservata una crescita del sostegno in prossimità dell'adozione dell'euro, vale a dire nel 2014 e nel 2015, rispettivamente. Anche nei paesi in cui i tassi di approvazione erano già elevati, come la Slovenia,

l'Irlanda e il Lussemburgo, il sostegno è aumentato da circa l'80 a quasi il 90 per cento.

## Grafico B

### Sostegno all'euro per paese

(valori percentuali)



Fonti: Eurobarometro standard ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra il sostegno medio all'euro nelle varie edizioni del sondaggio condotte nel decennio indicato. Sono compresi tutti i dati disponibili per ciascun paese, anche quelli relativi a edizioni precedenti l'adozione dell'euro da parte di un paese. L'euro è stato introdotto in Slovenia nel 2007, a Cipro e a Malta nel 2008, in Slovacchia nel 2009, in Estonia nel 2011, in Lettonia nel 2014, in Lituania nel 2015 e in Croazia nel 2023.

**La crescita del consenso popolare in favore dell'euro è generalizzata in modo simile tra i vari gruppi sociodemografici, benché si evidenzino degli incrementi appena superiori tra le fasce che nel corso degli anni avevano sempre dimostrato un sostegno lievemente inferiore.** Attraverso una scomposizione per età, genere ed età di completamento dell'istruzione si evince che il sostegno medio negli anni 2020 è cresciuto in quasi tutti i gruppi, rispetto ai due decenni precedenti (cfr. il grafico C)<sup>1</sup>. Ciò rappresenta un elemento di discontinuità rispetto alle differenze relativamente contenute osservate tra gli anni 2000 e gli anni 2010. Gli aumenti più marcati sono riscontrabili tra gli intervistati che hanno completato la propria istruzione a tempo pieno prima dei 16 anni, quelli di età uguale o superiore a 55 anni e le donne<sup>2</sup>. Sebbene storicamente questi gruppi presentassero livelli di sostegno più bassi, il forte aumento degli anni 2020 ha contribuito a ridurre il divario con le fasce che hanno mostrato costantemente il grado maggiore di consenso, ossia gli intervistati minori di 25 anni, quelli che hanno completato l'istruzione a tempo pieno a 20 anni o dopo, tra cui soggetti che hanno conseguito un'istruzione terziaria, e gli uomini. In particolare, tra il 2000 e il 2024 il sostegno all'euro da parte

<sup>1</sup> In linea con il contesto demografico in trasformazione, i pesi nella distribuzione per età dei sondaggi dell'Eurobarometro si sono notevolmente spostati verso una popolazione più anziana. Tra le edizioni 53 (primavera 2000) e 101 (primavera 2024) la quota di individui di età compresa tra i 15 e i 24 anni è diminuita di circa 3 punti percentuali, a fronte di una flessione di circa 7 punti percentuali del numero di soggetti tra i 25 e i 39 anni. Per contro, la quota di coloro che hanno un'età compresa tra i 40 e i 54 anni è aumentata di circa 1 punto percentuale e quella di cinquantacinquenni e più anziani è cresciuta di circa 9 punti percentuali. Non sono emerse differenze sostanziali tra i generi e tra la maggior parte dei paesi.

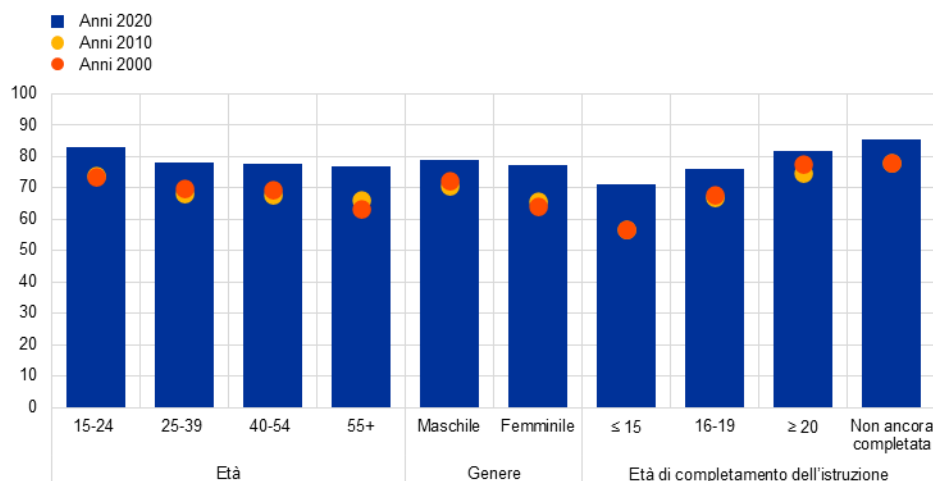
<sup>2</sup> Un'analisi complementare del sostegno all'euro per status occupazionali differenti ha rivelato aumenti di entità analoga nei diversi sottogruppi, a conferma di una traiettoria ascendente generalizzata della popolarità dell'euro.

delle donne è salito dal 61 al 78 per cento, quasi colmando il divario precedentemente registrato tra uomini e donne in termini di livelli di consenso.

### Grafico C

#### Sostegno all'euro per gruppo sociodemografico

(valori percentuali)



Fonti: Eurobarometro standard ed elaborazioni della BCE.

Nota: gli aggregati sono ponderati e si basano su microdati disponibili per le edizioni del sondaggio dell'Eurobarometro standard dalla 53 (primavera 2000) alla 101 (primavera 2024).

**Secondo la ricerca, l'atteggiamento nei confronti dell'euro potrebbe essere sempre più connesso ai benefici pratici che offre, piuttosto che al suo significato simbolico.** Ad esempio, durante le crisi finanziaria mondiale e del debito sovrano i cittadini sembrano essersi concentrati più sui vantaggi concreti derivanti dall'utilizzo dell'euro, che sul suo significato simbolico (cfr. Hobolt e Wratil, 2015). Analogamente, le considerazioni sull'utilizzo potrebbero avere prevalso anche in periodi caratterizzati da crisi esterne, quali la pandemia di COVID-19 o la guerra in Ucraina. Inoltre, il livello relativamente basso di disoccupazione registrato negli ultimi anni e la rapida ripresa dei mercati del lavoro dopo la pandemia potrebbero avere rafforzato la fiducia nella moneta unica, in linea con studi precedenti, che hanno riscontrato una correlazione positiva tra il sostegno all'euro e le prospettive reddituali e occupazionali delle famiglie (cfr. Bergbauer et al., 2020; Roth et al., 2019).

**Ulteriori dati desunti dal sondaggio confermano che il sostegno all'euro è connesso alla portata dei benefici concreti che offre ai cittadini.** Nel grafico D la correlazione positiva è evidente: i gruppi sociodemografici che dichiarano di ottenere più benefici dall'euro, come confronti più agevoli tra i prezzi, maggiore facilità nello svolgimento della propria attività professionale, oppure minori spese bancarie e di viaggio, hanno anche maggiore probabilità di considerare l'euro un "fattore positivo" per l'UE (cfr. Commissione europea, 2024)<sup>3</sup>. Questo profilo è coerente per tutti i gruppi<sup>4</sup>. I vantaggi più citati sono la facilità di confronto tra i prezzi e di svolgimento

<sup>3</sup> Si osserva la stessa tendenza approssimando il sostegno all'euro con le risposte al quesito relativo al considerare l'euro un fattore positivo o negativo per il paese dell'intervistato.

<sup>4</sup> Nell'edizione flash del sondaggio dell'Eurobarometro "L'area dell'euro" è stato chiesto ai cittadini di esprimere il proprio punto di vista sulla moneta unica: "In generale, ritiene che l'adozione dell'euro rappresenti un fattore positivo o negativo per l'UE?" (traduzione non ufficiale).

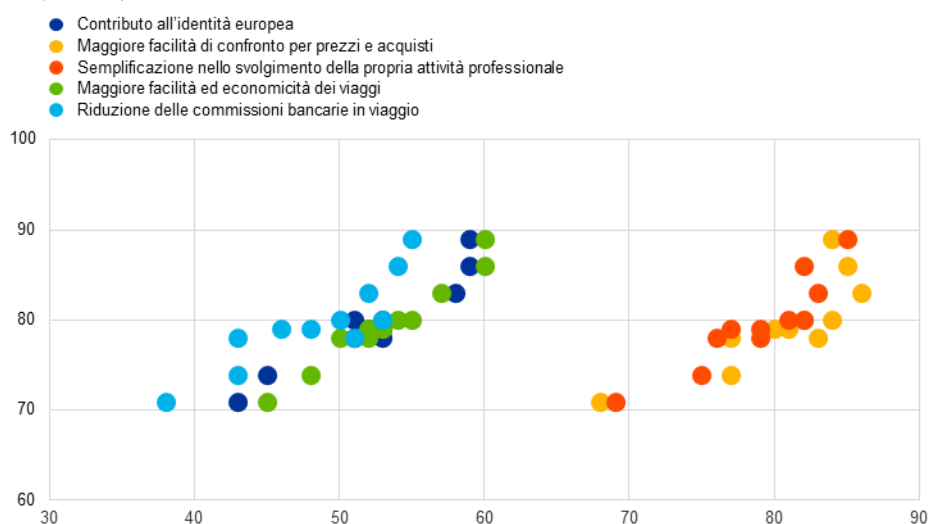


della propria attività professionale. Gli andamenti demografici di fondo evidenziano ulteriormente come gruppi differenti apprezzino aspetti diversi dell'euro. Le generazioni più giovani, ad esempio, attribuiscono particolare valore alla semplificazione offerta dall'euro nel viaggiare, mentre le persone di età compresa tra i 40 e i 54 anni considerano più vantaggioso il ruolo della moneta unica nel facilitare il confronto tra i prezzi e lo svolgimento della propria attività professionale. La percentuale di intervistati che dichiarano di avere beneficiato di tali vantaggi è aumentata nel tempo: tra il 2007 e il 2024 è passata dal 66 all'81 per cento per quanto riguarda i confronti più agevoli tra i pezzi, dal 30 al 48 per cento per ciò che attiene alla riduzione delle commissioni bancarie e dal 48 al 53 con riferimento ai viaggi più semplici ed economici<sup>5</sup>.

### Grafico D

#### Sostegno all'euro e vantaggi percepiti per gruppo sociodemografico

(valori percentuali)



Fonti: Commissione europea (2024) ed elaborazioni della BCE.

Nota: ogni punto riflette la quota di un gruppo sociodemografico (cfr. il grafico C) che considera l'euro un fattore positivo per l'UE (asse delle ordinate) e la quota che dichiara di riscontrarne il beneficio indicato (asse delle ascisse).

**Per concludere, il sostegno generalizzato all'euro evidenzia che ha superato bene i recenti episodi di pandemia e inflazione e che, a 25 anni dalla sua introduzione, i cittadini dell'area dell'euro hanno accolto senza riserve la moneta unica.** In effetti, nell'edizione flash dell'Eurobarometro (2024) della Commissione europea, la maggioranza degli intervistati ha affermato che l'euro contribuisce al proprio senso di appartenenza all'Europa. Come per i benefici economici dell'euro, questo senso di identità condivisa rinsalda il sostegno alla valuta comune (cfr. il grafico D) e rafforza la capacità di tenuta complessiva dell'Europa.

**Per mantenere questo elevato livello di sostegno in un mondo che cambia, l'euro deve continuare a fornire benefici tangibili.** Per l'Europa è essenziale promuovere il mercato unico e rafforzarne i fondamenti geopolitici, economici e istituzionali, con un conseguente potenziamento del ruolo globale dell'euro. Al tempo

<sup>5</sup> La facilità nello svolgimento della propria attività professionale è stata inclusa nel sondaggio solo a partire dal 2019.

stesso, accelerare i lavori sull'euro digitale, pur continuando ad assicurare che il contante rimanga ampiamente disponibile, fornirà ai cittadini un accesso continuo a un mezzo di pagamento pubblico sicuro e affidabile, anche nell'era digitale.

## Riferimenti bibliografici

Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.F. e Persson, E. (2020), "[The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?](#)", *Journal of European Public Policy*, vol. 27, n. 8, pagg. 1178-1194.

Commissione europea (2025), [Eurobarometro standard 103 – primavera 2025](#).

Commissione europea (2024), [Eurobarometro flash 553 – L'area dell'euro](#).

Hobolt, S.B. e Wratil, C. (2015), "[Public opinion and the crisis: the dynamics of support for the euro](#)," *Journal of European Public Policy*, vol. 22, n. 2, pagg. 238-256.

Roth, F., Baake, E., Jonung, L. e Nowak-Lehmann, F. (2019), "[Revisiting Public Support for the Euro, 1999-2017: Accounting for the crisis and the recovery](#)", *Journal of Common Market Studies*, vol. 57, n. 6, pagg. 1261-1273.

# Articolo

## 1 Episodio di elevata inflazione nel periodo 2021-2023 e disuguaglianze: indicazioni tratte dall'indagine sulle aspettative dei consumatori

a cura di **Neus Dausà i Noguera, Georgi Kocharkov e Omiros Kouvavas**

### 1 Introduzione

**L'episodio di elevata inflazione nel periodo 2021-2023 ha dato luogo a variazioni rilevanti dell'inflazione, del reddito da lavoro, dei tassi sui mutui ipotecari e della ricchezza netta delle famiglie nell'area dell'euro (cfr. il grafico 1).** L'inflazione ha superato l'aumento del reddito nominale da lavoro, i tassi sui mutui ipotecari sono quasi raddoppiati e la crescita della ricchezza netta delle famiglie ha registrato un significativo rallentamento<sup>1</sup>. Tuttavia, non sono ancora chiare le implicazioni di questi andamenti aggregati per la disuguaglianza economica. Ciò solleva la questione più generale del modo in cui le variazioni dell'inflazione e dei tassi di interesse si riflettono sulla distribuzione del reddito e della ricchezza, una problematica centrale per la ricerca economica e all'interno del dibattito sulle politiche economiche.

---

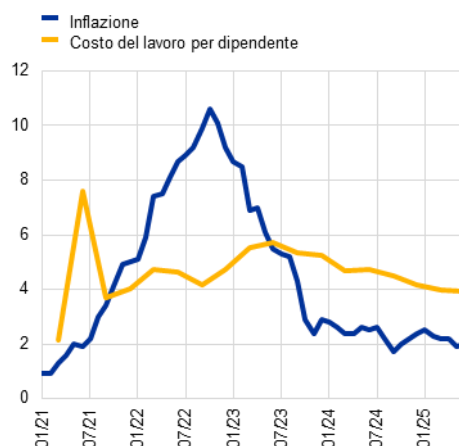
<sup>1</sup> Il calo osservato nel tasso di crescita della ricchezza netta nominale delle famiglie dopo l'episodio di inflazione elevata nel periodo 2021-2023 riflette due fattori: a) l'effetto meccanico del rallentamento dell'inflazione, che riduce la crescita dei prezzi delle attività nominali; b) l'inasprimento della politica monetaria, che ha innalzato i tassi di interesse e pesato sulle valutazioni delle attività sia finanziarie sia immobiliari.

## Grafico 1

### Andamenti del reddito e della ricchezza aggregati delle famiglie

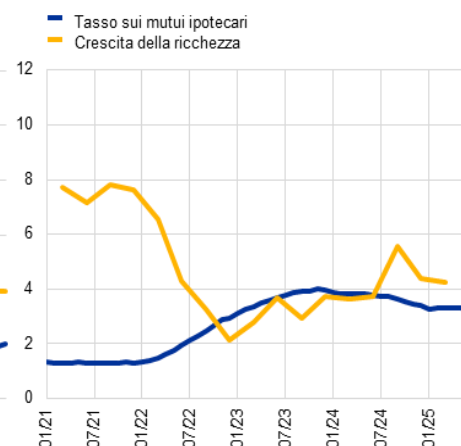
#### a) Reddito aggregato delle famiglie e inflazione

(variazione percentuale sul periodo corrispondente)



#### b) Ricchezza netta aggregata delle famiglie e tassi ipotecari

(tasso sui mutui ipotecari: percentuale in ragione d'anno; crescita della ricchezza: tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE (indagine sulle aspettative dei consumatori, statistiche sui tassi di interesse delle IFM), Eurostat ed elaborazioni della BCE. Note: area dell'euro comprendente 20 paesi (composizione fissa) dal 1° gennaio 2023. Il tasso sui mutui ipotecari corrisponde al tasso annualizzato concordato o al tasso effettivo in senso stretto per i nuovi prestiti alle famiglie e agli enti non-profit nell'area dell'euro (esclusi prestiti rotativi, scoperti di conto e debito proveniente da carta di credito) per gli acquisti di abitazioni, calcolato come media mobile ponderata per i volumi e segnalato dalle istituzioni finanziarie monetarie. La crescita della ricchezza netta rappresenta il tasso di crescita sul periodo corrispondente della ricchezza netta di famiglie ed enti non-profit nell'area dell'euro, misurata come saldo (crediti meno debiti) a prezzi correnti espressi in valuta nazionale (non destagionalizzati). Il forte aumento del costo del lavoro per dipendente è probabilmente attribuibile alla ripresa successiva alla pandemia di COVID-19, in quanto molte imprese hanno dovuto interrompere l'operatività dal secondo al quarto trimestre del 2020, ma hanno ripreso le attività nello stesso periodo dell'anno successivo, determinando un sostanziale aumento di tale costo.

### Le disuguaglianze di reddito, consumi e ricchezza sono dimensioni ai fini della comprensione delle conseguenze distributive dell'impennata inflazionistica nel periodo 2021-2023 e dell'innalzamento dei tassi di interesse.

Tali disparità non solo determinano le realtà economiche delle famiglie, ma influiscono anche sulla coesione sociale e sulla stabilità economica (cfr. Alesina e Rodrik, 1994; Alesina e Perotti, 1996, tra gli altri). Il periodo successivo alla pandemia si è caratterizzato per un'attenzione rinnovata alle disuguaglianze, in un contesto in cui l'economia mondiale ha dovuto far fronte a una serie di shock e turbative<sup>2</sup>. Il presente articolo si avvale dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) della BCE per esaminare percezioni e misure di disuguaglianza nell'area dell'euro. Si mostra che, mentre gli indicatori standard delle disuguaglianze reddituali, di consumo e di ricchezza sono rimasti sostanzialmente stabili tra il 2022 e il 2025, le percezioni delle disuguaglianze hanno registrato un brusco aumento, principalmente a causa delle pressioni sul costo della vita. Al fine di comprendere tale scollamento, l'analisi qui presentata studia l'impatto dell'inflazione sulle famiglie nelle diverse fasce di reddito, attraverso l'analisi delle variazioni nei tassi di inflazione personale e del modo in cui le differenze comportamentali nelle decisioni

<sup>2</sup> Oltre agli shock più recenti, i cambiamenti strutturali come la digitalizzazione e l'automazione hanno per lungo tempo plasmato i mercati del lavoro e le dinamiche delle disuguaglianze (cfr. Acemoglu e Restrepo, 2020).

finanziarie, con particolare riguardo ai mutui ipotecari, abbiano influito sui risultati distributivi durante il periodo di aumento dei tassi di interesse<sup>3</sup>.

**Il resto dell'articolo è strutturato come segue.** La sezione 2 descrive l'evoluzione delle percezioni e delle misure di disuguaglianza durante il periodo post-pandemico, segnato da elevata inflazione e variazioni dei tassi di interesse, derivando la percezione delle famiglie dai risultati delle indagini campionarie, nonché misure standard, quali i coefficienti di Gini relativi a reddito, consumi e ricchezza e il tasso di rischio di povertà, che si concentra specificamente sulla fascia più bassa della distribuzione del reddito. La sezione 3 approfondisce gli effetti diretti dell'inflazione sulle disuguaglianze, esaminando in che modo la variazione delle pressioni dal lato del costo della vita abbia avuto un impatto sulle famiglie. La sezione 4 esamina come le modifiche ai tassi di interesse influenzino le disuguaglianze attraverso canali quali la tempistica degli investimenti e le decisioni di indebitamento e di risparmio da parte delle famiglie. La sezione 5 espone le osservazioni conclusive.

## 2 Percezioni e misure di disuguaglianza

**Le evidenze recenti ricavate dall'edizione di agosto 2025 dell'indagine CES forniscono elementi conoscitivi riguardo alle percezioni pubbliche delle disuguaglianze durante il periodo caratterizzato da elevata inflazione e variazioni dei tassi di interesse.** Secondo l'indagine, il 73 per cento delle famiglie nell'area dell'euro ritiene che le disuguaglianze siano aumentate “poco” o “molto” dall'inizio dell'impennata inflazionistica nel 2021 e dalle successive variazioni dei tassi di interesse. Per contro, solo il 5 per cento degli intervistati ritiene che le disuguaglianze siano diminuite<sup>4</sup>. Il pannello a) del grafico 2 mostra la percentuale netta di famiglie che percepiscono un aumento delle disuguaglianze a partire dal 2021, scomposta per fascia di reddito e paese<sup>5</sup>. È più probabile che le famiglie a più alto reddito segnalino un aumento delle disuguaglianze rispetto alle famiglie a più basso reddito.

<sup>3</sup> L'analisi si concentra sull'impatto quantitativo dell'inflazione e delle differenze comportamentali, riconoscendo che, sebbene non inclusi in questa sede, anche altri canali rilevanti contribuiscono in misura significativa alle dinamiche delle disuguaglianze.

<sup>4</sup> La domanda nell'indagine è così formulata: “Come pensa che siano cambiate le disuguaglianze economiche nel paese in cui attualmente vive a partire dall'impennata dell'inflazione del 2021 e dalle successive variazioni dei tassi di interesse?”. Le opzioni di risposta qualitativa sono cinque: “Aumentate di molto”, “Aumentate di poco”, “Rimaste esattamente invariate”, “Diminuite di poco” o “Diminuite di molto”. Da notare che la domanda dell'indagine è stata formulata con riferimento all'impennata inflazionistica registrata nel periodo 2021-2023 e alle relative ricadute. Di conseguenza, non vi è alcun parametro di riferimento in base al quale sia possibile valutare come le famiglie percepirebbero normalmente le variazioni nelle disuguaglianze.

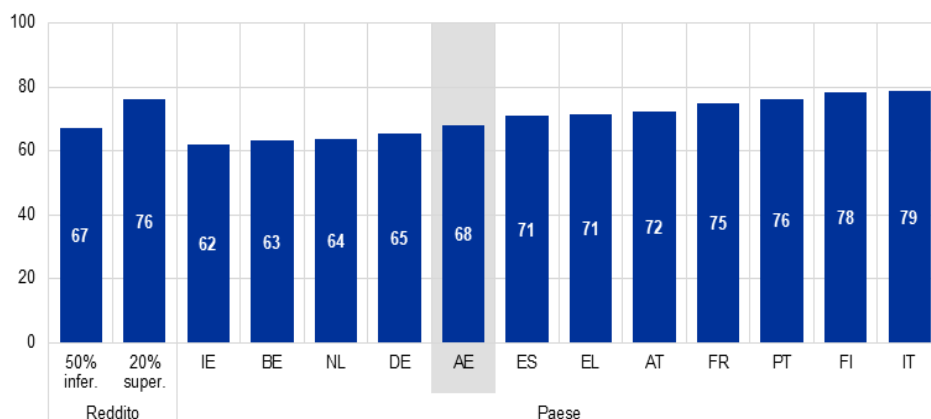
<sup>5</sup> La percentuale netta è calcolata come differenza tra la quota di intervistati che hanno risposto “Aumentate di poco” o “Aumentate di molto” e la percentuale di quelli che hanno risposto “Diminuite di poco” o “Diminuite di molto”.

## Grafico 2

### Disuguaglianze economiche percepite

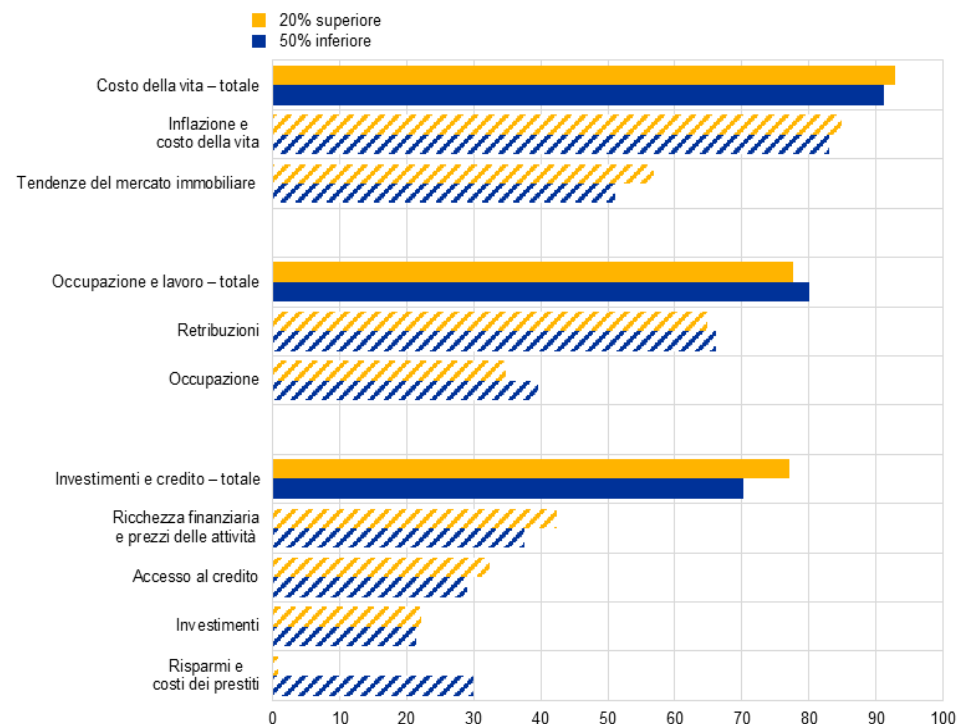
#### a) Aumento percepito delle disuguaglianze economiche

(percentuale netta)



#### b) Ragioni alla base dell'aumento percepito delle disuguaglianze economiche

(in percentuale degli intervistati)



Fonte: BCE (indagine CES del 2025).

Note: i dati ponderati sono ottenuti utilizzando i pesi desunti dalle indagini. I quintili di reddito sono calcolati a livello di edizione per ciascun paese. Il pannello a) mostra la percentuale netta di intervistati che hanno segnalato un aumento delle disuguaglianze economiche. Il pannello b) mostra la percentuale netta di intervistati che hanno addotto una ragione specifica alla base dell'aumento di tali disuguaglianze. Gli intervistati che hanno attribuito l'aumento a "Inflazione e costo della vita" o a "Tendenze del mercato immobiliare" sono raggruppati sotto la voce "Costo della vita". Quelli che hanno indicato "Retribuzioni" o "Occupazione" sono raggruppati sotto la voce "Occupazione e lavoro" e coloro che ritengono che l'aumento sia stato determinato da "Ricchezza finanziaria e prezzi delle attività", "Accesso al credito", "Investimenti" o "Risparmi e costi dei prestiti" sono raggruppati sotto la voce "Investimenti e credito".

#### L'aumento del costo della vita è stato annoverato tra i fattori principali alla base delle disuguaglianze durante l'episodio di elevata inflazione

(cfr. il pannello b) del grafico 2). Riguardo alle determinanti di questo incremento percepito, il 93 per cento degli intervistati ha ravvisato nell'aumento del costo della

vita la ragione principale (l'inflazione è ritenuta il fattore singolo più importante, scelto dall'84 per cento)<sup>6</sup>. Ciò indica che le famiglie interpretano le disuguaglianze principalmente sulla base delle variazioni del potere d'acquisto, invece di ricorrere a misure distributive convenzionali.

**Tra gli altri motivi frequentemente citati figurano gli andamenti disuguali delle retribuzioni (66 per cento) o della ricchezza finanziaria e dei prezzi delle attività (40 per cento).** Le famiglie a più alto reddito (il 20 per cento superiore) erano più propense ad attribuire la crescita delle disuguaglianze a fattori quali un accesso ai finanziamenti non paritario, le opportunità di investimento o la ricchezza finanziaria e i prezzi delle attività, mentre le famiglie a più basso reddito (il 50 per cento inferiore) l'hanno più spesso ascritta agli andamenti disomogenei dell'occupazione o ai costi del risparmio e dell'indebitamento<sup>7</sup>. Per quanto riguarda questi ultimi fattori, il 50 per cento più povero delle famiglie ha probabilità di gran lunga maggiori, rispetto al 20 per cento delle famiglie ricche, di considerare i costi del risparmio e dell'indebitamento come determinante chiave di disuguaglianza.

**La misurazione delle disuguaglianze richiede un approccio sfaccettato, in quanto le diverse metriche colgono aspetti distinti delle disparità economiche.**

Il coefficiente di Gini è un indicatore ampiamente utilizzato che coglie le disuguaglianze lungo l'intera distribuzione<sup>8</sup>. Esso è particolarmente sensibile ai cambiamenti intorno al centro<sup>9</sup>. Invece, il tasso di rischio di povertà si concentra maggiormente sull'estremità inferiore della distribuzione, evidenziando le criticità fronteggiate dalle fasce di popolazione più vulnerabili<sup>10</sup>.

**Tra il 2022 e il 2025 le disuguaglianze di reddito, consumi e ricchezza nell'area dell'euro sono rimaste sostanzialmente stabili (cfr. il pannello a) del grafico 3).**

Il coefficiente di Gini relativo al reddito disponibile delle famiglie (ossia quello che residua dalla redistribuzione tramite imposte e trasferimenti) è aumentato solo in misura marginale, da 0,33 nel 2022 a 0,34 nel 2025; questa stabilità complessiva

<sup>6</sup> Nell'indagine, agli intervistati che segnalano un aumento delle disuguaglianze è stato chiesto "Quali ritiene che siano le principali cause di questo aumento delle disuguaglianze?" e data la possibilità di scegliere fino a otto risposte: 1. Occupazione (ad esempio, disuguaglianze nelle opportunità di impiego, cambiamento tecnologico), 2. Retribuzioni (ad esempio, crescita salariale disomogenea tra le varie fasce di reddito), 3. Costi del risparmio e dell'indebitamento (ad esempio, tassi di interesse elevati che favoriscono i risparmiatori, ma che si traducono in un aumento degli oneri per i debitori), 4. Accesso al credito (ad esempio, opportunità disuguali riguardo ai prestiti), 5. Investimenti (ad esempio, disuguaglianze nelle opportunità di investimento), 6. Ricchezza finanziaria e prezzi delle attività (ad esempio, l'aumento delle quotazioni azionarie, di cui hanno beneficiato in misura maggiore le famiglie più ricche), 7. Inflazione e costo della vita (ad esempio, l'aumento dei prezzi dei beni di prima necessità, che incidono in modo sproporzionato sulle famiglie a basso reddito), e 8. Tendenze del mercato immobiliare (ad esempio, l'aumento dei prezzi degli immobili, che favorisce i proprietari dell'abitazione ma che rende l'alloggio meno accessibile per gli affittuari).

<sup>7</sup> La domanda sottostante fa riferimento alle percezioni delle disuguaglianze nel paese nel suo complesso, piuttosto che alla situazione personale dell'intervistato.

<sup>8</sup> Il coefficiente di Gini rappresenta una misura della disuguaglianza generalmente utilizzata per la distribuzione del reddito e della ricchezza. Esso varia tra 0 (uguaglianza perfetta, dove tutti percepiscono lo stesso reddito) e 1 (perfetta disuguaglianza, in cui un individuo è percettore della totalità del reddito) ed è derivato dalla curva di Lorenz, che traccia la percentuale cumulata del reddito rispetto alla stessa percentuale della popolazione. Il coefficiente di Gini è calcolato come rapporto dell'area compresa tra la curva di Lorenz e la linea di uguaglianza rispetto alla superficie totale sotto tale linea.

<sup>9</sup> Cfr. Cowell (2011) per una discussione generale sulla sensibilità delle misure di disuguaglianza e Lerman e Yitzhaki (1989) per una disamina formale della sensibilità del coefficiente di Gini rispetto alla dipendenza dal rango.

<sup>10</sup> L'indicatore di rischio di povertà è definito come la percentuale della popolazione che vive con un reddito al di sotto del 60 per cento di quello mediano.

cela, tuttavia, moderate differenze tra paesi<sup>11</sup>. Anche le disuguaglianze tra i consumi hanno mostrato variazioni contenute, con un lieve aumento del coefficiente di Gini da 0,31 a 0,32. Le disuguaglianze nei consumi tendono a essere inferiori e meno volatili rispetto alle disparità di reddito, in quanto le famiglie distribuiscono la spesa nel tempo e quelle a più alto reddito hanno una minore propensione media al consumo<sup>12</sup>. Le disuguaglianze nella ricchezza hanno registrato un lieve aumento (il coefficiente di Gini della ricchezza netta è aumentato di circa 0,02 punti tra il 2022 e il 2024), verificatosi in larga parte durante il periodo 2022-2023, caratterizzato da un'inflazione più elevata<sup>13</sup>.

**Nel periodo compreso tra il 2022 e il 2025 l'indicatore di rischio di povertà è rimasto sostanzialmente invariato, a indicare una relativa capacità di tenuta nonostante gli shock inflazionistico e dei tassi di interesse.** Il tasso di rischio di povertà nell'area dell'euro è aumentato solo lievemente, dal 20,3 per cento del 2022 al 20,7 nel 2025 (cfr. il pannello b) del grafico 3), lasciando intendere che i meccanismi di redistribuzione e gli interventi mirati potrebbero aver assorbito gli shock che hanno interessato le famiglie a basso reddito.

<sup>11</sup> La variazione del coefficiente di Gini per l'area dell'euro osservata nell'indagine CES tra il 2022 e il 2025 è minima rispetto alle differenze tra paesi in termini di coefficienti di Gini relativi al reddito disponibile equivalente registrate nel 2022, come segnalato dalle statistiche dell'Unione europea sul reddito e sulle condizioni di vita (European Union Statistics on Income and Living Conditions, EU-SILC). Nello stesso anno la Slovacchia ha riportato il coefficiente di Gini più basso nell'area (0,21), mentre la Lituania quello più elevato (0,36). Per gli 11 paesi considerati dall'indagine CES, i coefficienti di Gini specifici per paese riportati nelle due serie di dati relative al 2022 sono fortemente correlati (correlazione pari a 0,71), a indicare una forte coerenza tra le due fonti. Anche il livello, esente da variazioni, del coefficiente di Gini tratto dall'indagine CES relativo al reddito disponibile equivalente nell'area dell'euro (in media pari a 0,33 nel periodo 2022-2025) è prossimo alla stima EU-SILC riferita al medesimo reddito (0,30 nel 2022, 2023 e 2024). La differenza nei livelli riflette verosimilmente i criteri di equivalenza del reddito utilizzati nell'indagine EU-SILC.

<sup>12</sup> Nel caso dell'indagine CES, il coefficiente di Gini relativo ai consumi è spesso molto vicino allo stesso coefficiente applicato al reddito disponibile, in quanto tale reddito è al netto di imposte e trasferimenti sociali.

<sup>13</sup> I coefficienti di Gini relativi alla ricchezza netta specifici per paese tratti dall'indagine CES per il 2022 sono di entità simile a quelli riportati nell'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey, HFCS). A titolo di esempio, 0,680 (HFCS) a fronte di 0,670 (CES) per la Spagna, e 0,727 (HFCS) a fronte di 0,746 (CES) per la Germania. Anche l'evoluzione del coefficiente di Gini complessivo relativo alla ricchezza netta nell'area dell'euro è sostanzialmente comparabile, in quanto tale indice rimane prossimo a 0,70-0,73 nell'indagine CES tra il 2022 e il 2024 e pari a circa 0,72 nei conti distributivi della ricchezza nello stesso periodo.

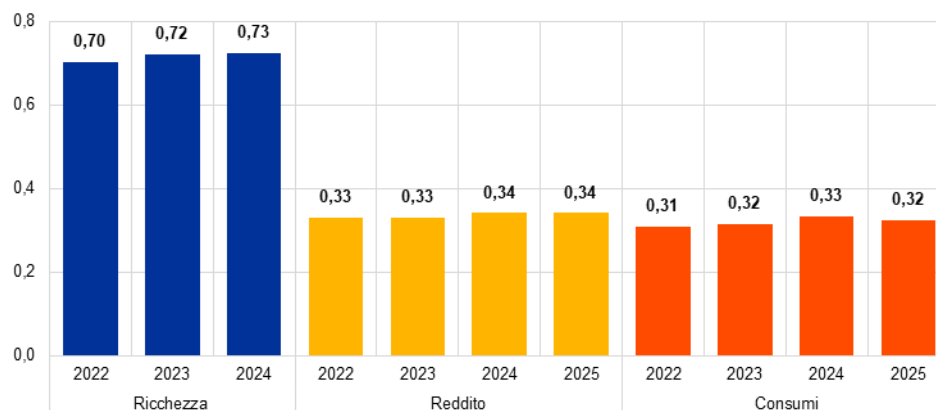


### Grafico 3

#### Indicatori di disuguaglianza

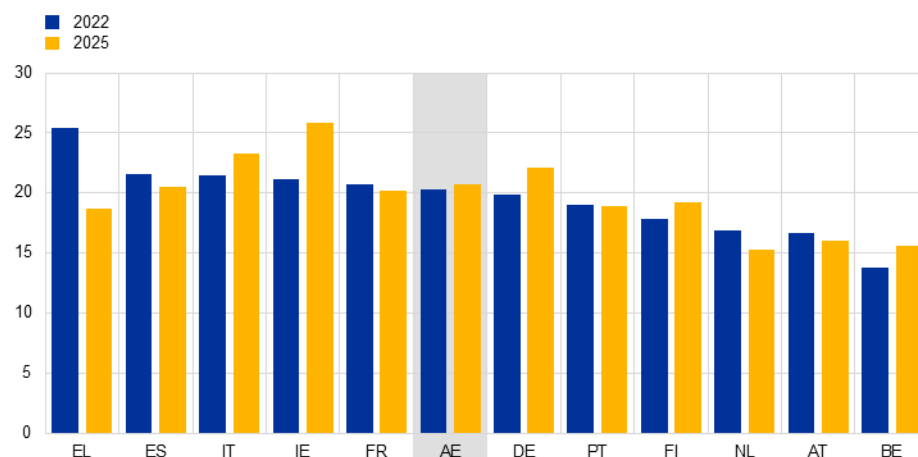
##### a) Coefficienti di Gini riguardanti ricchezza, reddito e consumi

(coefficiente di Gini)



##### b) Tasso di rischio di povertà

(in percentuale degli intervistati)



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

Note: dati ponderati ottenuti utilizzando i pesi derivati dalle indagini. Per il pannello a) la ricchezza individuale è calcolata utilizzando i dati dei moduli dell'indagine CES di febbraio e novembre. Per reddito si intende il reddito disponibile delle famiglie. I consumi sono calcolati come importi della spesa mensile registrati per cibo, ristoranti, abitazioni, utenze, attrezzature domestiche, abbigliamento, sanità, trasporti, viaggi e vacanze, attività ricreative, servizi di assistenza all'infanzia e istruzione, veicoli e articoli di lusso. La ricchezza è data dalla somma di ricchezza netta finanziaria, derivata da attività di impresa e immobiliare. Nel pannello b) il tasso di rischio di povertà è definito come la percentuale di intervistati che vivono con un reddito familiare disponibile equivalente inferiore al 60 per cento della mediana specifica per paese del reddito disponibile equivalente delle famiglie. Il reddito equivalente è calcolato utilizzando la scala di equivalenza modificata dell'OCSE.

### 3 Fonti di disuguaglianza: inflazione

**Gli indicatori convenzionali segnalano che la disuguaglianza è rimasta sostanzialmente stabile, ma le percezioni da parte del pubblico raccontano una storia diversa, in particolare per quanto riguarda l'impatto dell'aumento dell'inflazione sulle diverse famiglie.** La specifica composizione del paniere dei consumi di una famiglia, che dipende in gran parte dal livello di reddito, svolge un ruolo cruciale nel determinare il tasso di inflazione percepito da una determinata famiglia. Ad esempio, le famiglie con reddito inferiore tendono a spenderne una quota maggiore in beni essenziali come quelli alimentari e le utenze domestiche,

mentre le famiglie con reddito superiore destinano una quota maggiore della propria spesa a beni e servizi discrezionali come le attività ricreative e per il tempo libero. Durante l'episodio inflazionario del periodo 2021-2023 si sono verificati notevoli aumenti generalizzati dei prezzi, particolarmente pronunciati, tuttavia, nelle categorie dei beni alimentari e delle utenze. Tale spropositato incremento del costo dei beni di prima necessità ha avuto implicazioni diverse per le famiglie a seconda del loro profilo di reddito e di consumo<sup>14</sup>.

#### **L'analisi degli effetti distributivi dell'inflazione evidenzia differenze**

#### **significative nel modo in cui le variazioni di prezzo hanno influenzato le famiglie appartenenti ai diversi livelli di reddito.**

Per costruire i tassi di inflazione personali delle famiglie si utilizzano i dati a livello individuale dell'indagine CES. Tale approccio usa le quote dichiarate dei consumi delle famiglie nello stesso periodo come pesi per calcolare gli indici di prezzo a livello individuale (per i dettagli sulla metodologia, cfr. il riquadro 1). Il grafico 4 illustra le variazioni dei tassi di inflazione nei vari quintili di reddito, con particolare riferimento al 20 per cento superiore e al 50 per cento inferiore. Quando l'inflazione ha raggiunto il picco, ad ottobre 2022, le famiglie con reddito inferiore hanno registrato tassi di inflazione significativamente più elevati rispetto alle loro controparti con reddito superiore: la differenza, in punti percentuali, tra i tassi medi di inflazione di questi due gruppi è stata di 0,55<sup>15</sup>. Tuttavia, quando l'inflazione ha iniziato a moderarsi, tale tendenza si è invertita: l'inflazione nei servizi e nelle attività ricreative, che hanno un peso più elevato nel paniere dei nuclei con redditi più alti, è rimasta elevata, spingendo al rialzo il tasso di inflazione di queste famiglie. A novembre 2023 il tasso di inflazione registrato dalle famiglie con reddito più elevato era superiore di 0,84 punti percentuali rispetto a quello registrato dalle famiglie con reddito meno elevato.

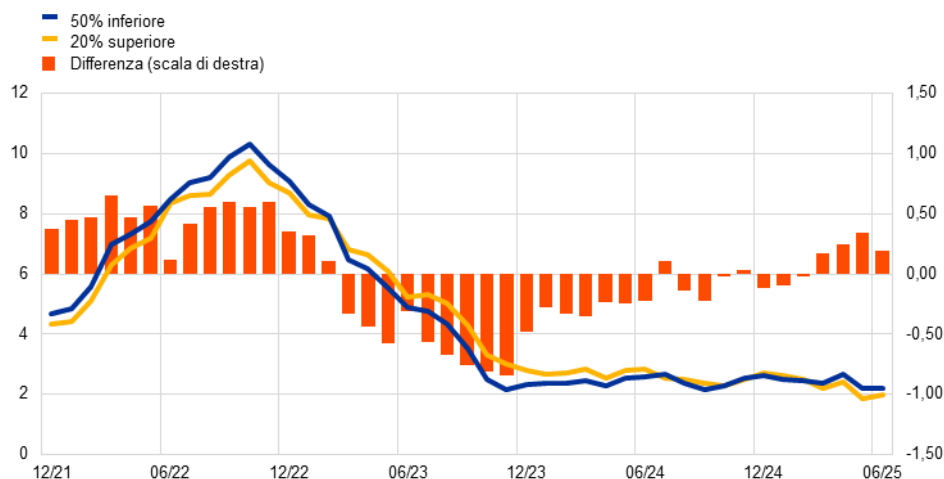
<sup>14</sup> Orchard (2025) presenta un modello completo basato su una domanda non omotetica, mostrando come gli shock economici che riducono la spesa delle famiglie portano a una riallocazione della spesa dai beni di lusso a quelli di prima necessità. Tale spostamento genera un aumento dei prezzi relativi di questi ultimi, che determina tassi di inflazione più elevati per le famiglie con reddito minore rispetto a quelle con reddito maggiore.

<sup>15</sup> Cfr. Charalambakis et al. (2022) per precedenti lavori su tale argomento. I panieri dei consumi specifici per fascia di reddito riportati nell'indagine sui bilanci delle famiglie (Household Budget Survey) dell'Eurostat sono stati usati dagli autori per calcolare i tassi di inflazione effettivi per quintile di reddito. L'analisi calcola che, a settembre 2022, in termini di tassi di inflazione effettivi, il divario tra i quintili di reddito più bassi e i più alti era pari a 1,9 punti percentuali. A titolo di confronto, le stime del presente articolo per lo stesso periodo e le stesse fasce di reddito indicano un divario di 0,6 punti percentuali. La differenza tra queste stime è probabilmente da attribuire all'analisi di Charalambakis et al., che include 27 paesi e gli aggiornamenti meno frequenti dei pesi dei consumi specifici per le famiglie.

## Grafico 4

### Tassi di inflazione personale

(scala di sinistra: punti percentuali; scala di destra: differenza in punti percentuali)



Fonti: BCE (indagine CES), Eurostat (indice armonizzato dei prezzi al consumo, IAPC) ed elaborazioni della BCE.  
Note: dati ponderati ottenuti utilizzando i pesi desunti dalle indagini. I quintili di reddito sono calcolati a livello di edizione per ciascun paese. Cfr. il riquadro 1 per una spiegazione dettagliata dell'inflazione personale.

**La misurazione del costo dell'inflazione in termini di reddito aggiuntivo necessario per mantenere i consumi dell'anno precedente rivela che le famiglie con reddito inferiore hanno dovuto affrontare un onere**

**significativamente maggiore durante l'impennata dell'inflazione.** Per ciascuna famiglia si calcola il costo aggiuntivo del mantenimento del paniere dei consumi dell'anno precedente ai prezzi correnti, espresso in percentuale del reddito disponibile corrente. Tale misura è concettualmente in linea con la variazione compensativa utilizzata nell'analisi del benessere<sup>16</sup>. Il grafico 5 illustra l'evoluzione di tale costo aggiuntivo nei diversi quintili di reddito nel corso del tempo. I risultati mostrano che, a partire dal 2022, le famiglie con reddito inferiore hanno dovuto sostenere oneri maggiori in misura sproporzionata. Nel 2022 il costo dell'inflazione per il quintile di reddito più basso era pari al 12,28 per cento del loro reddito corrente, rispetto al 5,69 per cento del quintile più alto. Nel 2025, con il ritorno dell'inflazione all'obiettivo, tali differenze si sono ridotte, ma non sono state compensate<sup>17</sup>. Nell'insieme, le evidenze riportate nei grafici 4 e 5 indicano che le esperienze di inflazione differenziale hanno ampliato la distribuzione dei consumi reali tra le famiglie, sebbene le misure standard di disuguaglianza del reddito siano rimaste sostanzialmente stabili. Se da un lato i trasferimenti di bilancio, gli adeguamenti salariali e i meccanismi di redistribuzione potrebbero aver contribuito a

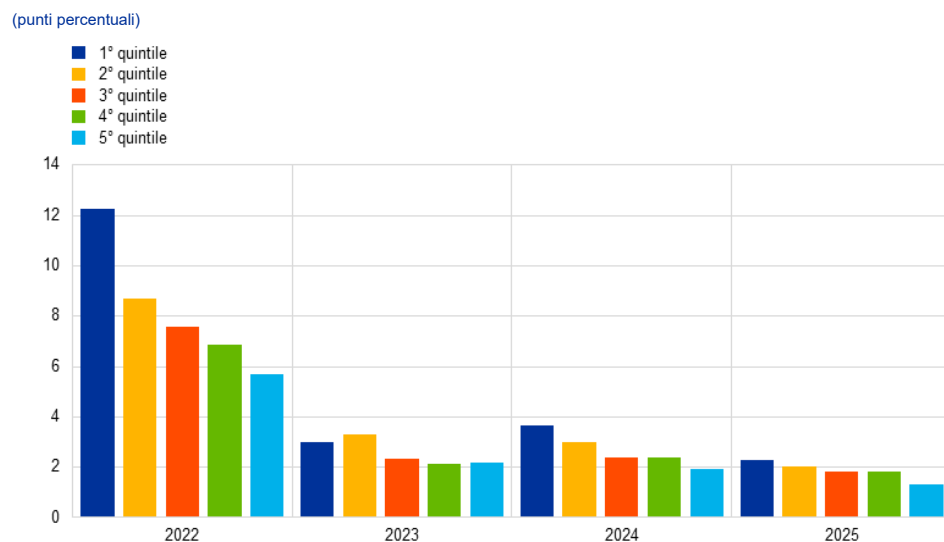
<sup>16</sup> Nell'economia del benessere la variazione compensativa è un concetto che misura l'ammontare del reddito aggiuntivo necessario a una famiglia per mantenere lo stesso livello di utilità (benessere) dopo un aumento dei prezzi in un contesto di domanda statica. Esso riflette il compenso monetario richiesto per controbilanciare l'impatto negativo dell'inflazione o di altre variazioni di prezzo sul potere di acquisto di una famiglia.

<sup>17</sup> Anche Pallotti et al. (2024) forniscono stime circa l'onere dello shock inflazionistico legato al periodo 2021-2023, riscontrando perdite rilevanti di benessere in termini di reddito, che vanno dal 3 per cento circa in Francia e Spagna al 7 in Germania e al 9 in Italia. La loro analisi, basata su un modello di equilibrio generale, si discosta dall'approccio mantenuto nel presente articolo in forma ridotta, che invece misura il reddito aggiuntivo necessario per mantenere il paniere dei consumi dell'anno precedente.

stabilizzare i redditi disponibili, dall'altro non hanno compensato del tutto l'onere disomogeneo derivante dall'aumento del costo della vita.

### Grafico 5

#### Costo dell'inflazione per reddito



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

Note: dati ponderati ottenuti utilizzando i pesi desunti dalle indagini, corretti per il reddito delle famiglie. I quintili di reddito sono calcolati a livello di edizione per ciascun paese. Il costo dell'inflazione è calcolato come la spesa aggiuntiva complessiva del paniere dei consumi, relativo all'anno precedente, attribuibile all'inflazione per ciascuna famiglia, normalizzata dal reddito disponibile complessivo corrente delle singole famiglie.

### Riquadro 1

#### Misurazione dell'inflazione personale sulla base di dati dettagliati sui consumi desunti dall'indagine sulle aspettative dei consumatori

a cura di Neus Dausà i Noguera, Georgi Kocharkov, Omiros Kouvavas e Athanasios Tsiortas

L'impatto diretto dell'inflazione sulle famiglie dipende dal loro paniere dei consumi e dalle variazioni nei loro livelli di consumi, reddito e ricchezza. L'inflazione complessiva fornisce una misura dello stato dell'economia a livello aggregato, ma trascura le differenze di prezzo rilevate dalle famiglie. Disporre di una misura individuale dell'inflazione consente di comprendere meglio gli effetti distributivi delle variazioni di prezzo. Il presente riquadro introduce una nuova misura dell'inflazione, specifica per individuo, basata sui dati relativi ai consumi a livello di nucleo familiare e ne descrive le innovative caratteristiche e metodologia.

La nuova misura consente di calcolare l'inflazione per vari gruppi sociodemografici (favorendo l'introduzione di studi più granulari) e agevola una valutazione tempestiva impiegando dati aggiornati. Inoltre, utilizzando quote di spesa concomitanti, tiene conto degli effetti di sostituzione a livelli più elevati di aggregazione (sostituzione di livello superiore), fornendo una rappresentazione più accurata della dinamica dell'inflazione<sup>18</sup>.

Una crescente letteratura ha sviluppato approcci alternativi alla misurazione dell'inflazione a livello di nucleo familiare. Kaplan e Schulhofer-Wohl (2017) mostrano che i tassi di inflazione differiscono significativamente tra le famiglie statunitensi, principalmente per effetto delle differenze di prezzo

<sup>18</sup> Per ulteriori informazioni sugli effetti di sostituzione e sull'importanza di pesi concomitanti, cfr. Commissione Boskin (1996) e BCE (2021).

per beni identici. Marenčák e Nghiem (2025) utilizzano i dati dell'indagine CES per l'area dell'euro, ma si basano su un'aggregazione più semplice che copre circa l'85 per cento delle voci dello IAPC. Kuk et al. (2025) analizzano l'eterogeneità in Estonia collegando i dati delle banche con l'indagine sui bilanci delle famiglie (Household Budget Survey). Per contro, l'approccio mantenuto nel presente articolo collega tutte le voci dello IAPC alle categorie dell'indagine CES e segue la metodologia ufficiale dello IAPC, garantendo una copertura più ampia e un allineamento più stretto alle statistiche ufficiali.

Tale misura si basa su due fonti di dati: l'indagine CES e lo IAPC. Il modulo trimestrale dell'indagine CES raccoglie i dati sulla spesa nominale individuale per 15 diverse categorie di consumi, riguardanti tutte le voci dello IAPC; può quindi essere utilizzato per creare un paniere dei consumi all'anno per ogni intervistato<sup>19</sup>. Il paniere dei consumi è calcolato utilizzando la media, riferita all'intero anno, per ciascuna categoria<sup>20</sup>.

Le 15 categorie dell'indagine CES sono associate alle voci di livello COICOP-5 (220 serie in totale, dai dati ufficiali dello IAPC), che vengono poi aggregate in gruppi più ampi. Pertanto, per ciascuna categoria dell'indagine CES, l'indice di prezzo risultante ( $PI$ ) per l'anno  $y$  e il mese  $m$  è un indice di tipo Laspeyres non concatenato, nel quale i pesi ( $w$ ) sono stati adeguati per riflettere l'importanza relativa all'interno di quella specifica categoria. Inoltre, gli indici dei prezzi delle categorie delle voci COICOP-5 non sono stati concatenati per rappresentare il tasso di crescita dal dicembre precedente<sup>21</sup>. L'indice così ottenuto è dato da:

$$PI_{K,y,m} = \sum_{k \in K} \left( \frac{w_{K,k,y}}{\sum_{k \in K} w_{K,k,y}} \right) \cdot \frac{PI_{K,k,y,m}}{PI_{K,k,y-1,12}},$$

dove  $K$  indica la categoria dell'indagine CES e  $k$  è una sottocomponente della categoria  $K$ .

L'indice finale dei prezzi a livello individuale per un dato anno e mese è pertanto un indice di prezzo di tipo Paasche definito come:

$$PI_{i,y,m} = \sum_K \widehat{w_{K,y,l}^{CES}} \cdot PI_{K,y,m}$$

Tali indici a livello individuale non concatenati vengono poi concatenati di nuovo, tra i diversi anni, a qualsiasi livello di aggregazione desiderato (ad esempio, in base ai quintili di reddito o ad altri sottogruppi demografici).

Tuttavia, è necessario effettuare un altro aggiustamento prima che gli indici possano essere aggregati in un unico indice dei prezzi per singola famiglia. I pesi utilizzati in questi panieri sono quote nominali, che colgono l'effetto delle variazioni di prezzo. Come misura di correzione, i pesi devono essere aggiornati in base al prezzo, convertendo i prezzi medi sottostanti le quote di spesa nei prezzi di dicembre, nel modo seguente:

<sup>19</sup> Delle 15 categorie, 11 sono collegate a beni non durevoli/semidurevoli e quattro riguardano beni durevoli/prodotti di alto valore.

<sup>20</sup> Se un intervistato partecipa una sola volta in un determinato anno, la sua risposta viene utilizzata come paniere dei consumi rappresentativo per l'intero anno. Nell'ipotesi che non vi siano bias di selezione dei campioni nella partecipazione degli intervistati, qualsiasi potenziale effetto stagionale si annulla.

<sup>21</sup> Questo passaggio è necessario perché il periodo base potrebbe differire tra i diversi prodotti. Non concatenandoli rispetto a dicembre dell'anno precedente, tutti gli indici sono relativi allo stesso periodo e possono quindi essere aggregati. Per maggiori informazioni, cfr. Eurostat (2024).

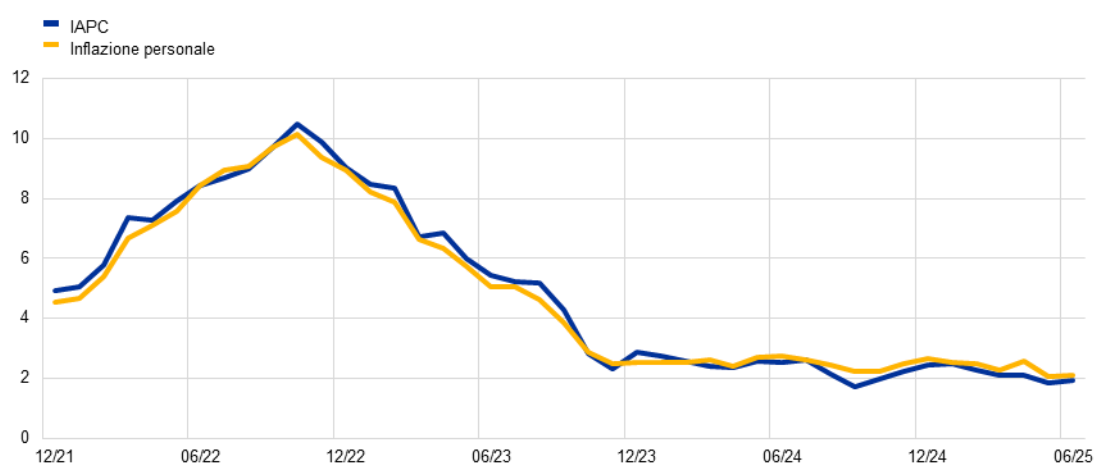
$$\widehat{w}_{K,y,l}^{CES} = \frac{w_{K,y,l}^{CES}}{12^{-1} \sum_{m=1}^{12} PI_{K,y,m}} \cdot PI_{K,y-1,12}$$

Il grafico A mostra i risultati degli indici aggregati di inflazione personale rispetto allo IAPC. Dal momento che tali indici utilizzano i consumi dell'anno corrente anziché del penultimo anno, come i pesi sottostanti, in linea di principio essi mostrano un effetto di sostituzione più elevato, tenendo in considerazione il maggiore livello di sostituzione tra i 15 articoli di consumo ricavati dall'indagine CES.

## Grafico A

### Inflazione personale e IAPC

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE (indagine CES), Eurostat (IAPC) ed elaborazioni della BCE.

Nota: confronto tra la crescita sui dodici mesi dello IAPC e dell'inflazione personale (per gli 11 maggiori paesi dell'area dell'euro) da dicembre 2021 a giugno 2025.

Anche se entrambi gli indici riportati nel grafico A descrivono le variazioni di prezzo di un nucleo familiare medio dell'area dell'euro registrate nel tempo in un medesimo ambito, l'indice basato sui panieri dei consumi personali sembra essere leggermente inferiore, in particolare durante il periodo di inflazione elevata. Tuttavia, è stato superiore allo IAPC durante il periodo in cui l'inflazione si è attenuata. Tale osservazione appare coerente con la letteratura sugli effetti di sostituzione. Nel complesso, l'indice di inflazione personale basato sull'indagine CES presenta un'evoluzione simile alla dinamica dello IAPC, consentendo ulteriori analisi di scomposizione (alcune delle quali sono trattate nel presente articolo).

## 4 Fonti di disuguaglianza: tassi di interesse

**Gli adeguamenti dei tassi di interesse influiscono sulle famiglie in modo disomogeneo, riflettendo differenze di reddito, ricchezza, vincoli finanziari e livello di alfabetizzazione finanziaria.** L'impatto dei livelli dei tassi di interesse e delle relative variazioni dipende dalla capacità delle famiglie di adattarsi alle nuove condizioni economiche e dalla loro conoscenza di adeguate risposte finanziarie. Entrambi i fattori variano sistematicamente in base al livello di ricchezza. La presente sezione esamina la tempistica delle decisioni finanziarie delle famiglie sotto

diversi regimi di tassi di interesse, nonché le risposte eterogenee alle relative variazioni.

**L'esposizione al rischio di tasso di interesse è un fattore chiave alla base dell'impatto di tassi più elevati e varia notevolmente tra le diverse fasce di reddito.** All'inizio del ciclo restrittivo della politica monetaria le famiglie a più basso reddito sono state colpite in misura sproporzionata per due motivi principali:

a) avevano fatto maggiore ricorso ai mutui a tasso variabile; b) avevano opzioni meno favorevoli in merito alla durata di determinazione dei prestiti a tasso fisso. Come illustrato nel pannello a) del grafico 6, una quota maggiore di debitori ipotecari a basso reddito detiene mutui a tasso variabile, molto più sensibili all'aumento dei tassi di interesse. Inoltre, tali debitori spesso scelgono periodi più brevi di determinazione dei prestiti a tasso fisso, rimanendo più esposti alle variazioni dei tassi<sup>22</sup>.

**L'approccio con cui le famiglie a più alto reddito gestiscono il rischio di tasso di interesse sembra essere maggiormente informato.** Tali famiglie sembrano assimilare se il contesto prevalente dei tassi di interesse sia relativamente basso o elevato e adeguare di conseguenza la durata di determinazione dei prestiti ipotecari. Il pannello a) del grafico 6 mostra che le famiglie con redditi più elevati tendono a scegliere una durata mediana di determinazione pari a 15 anni, nei periodi caratterizzati da bassi tassi di interesse, e pari a 10 anni, in quelli con tassi elevati. Per contro, le famiglie a più basso reddito adottano strategie di determinazione prevalentemente simili fra loro, indipendentemente dal contesto dei tassi. Le scelte in materia di durata di determinazione dei prestiti e di esposizione al rischio di tasso di interesse possono esacerbare le disparità finanziarie, giacché i risultati di tali decisioni sono direttamente connessi alla capacità di tenuta finanziaria delle famiglie nei periodi di variazione dei tassi<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> Sebbene, a posteriori, le scelte di determinazione delle famiglie a più alto reddito appaiano più vantaggiose, ciò non implica necessariamente che abbiano preventivamente gestito meglio il rischio di tasso di interesse, in quanto i risultati dipendono anche dalle aspettative e dalle informazioni disponibili al momento della decisione.

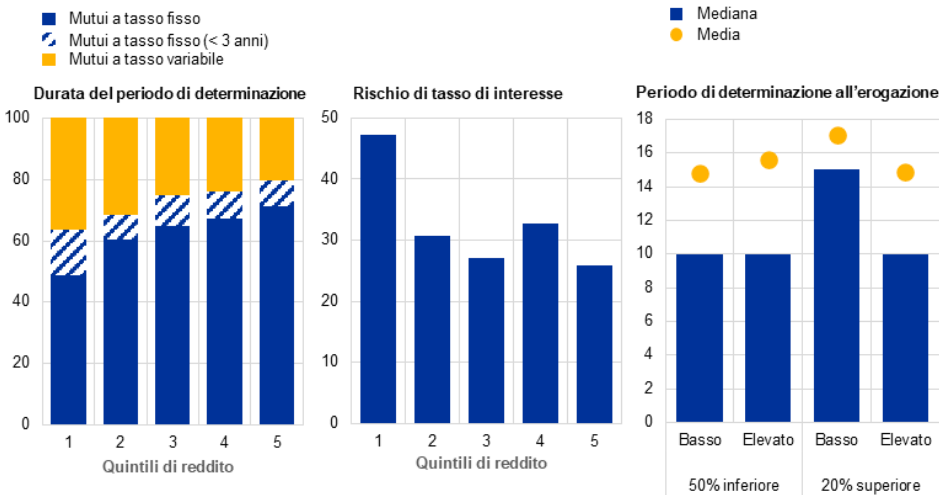
<sup>23</sup> Cfr. anche Baptista et al. (2025), in cui si forniscono riscontri sulla trasmissione della politica monetaria ai consumi attraverso i tassi sui mutui ipotecari, evidenziando il ruolo dell'eterogeneità delle famiglie nelle scelte relative ai tipi di contratto di mutui ipotecari.

Grafico 6

Periodi di determinazione, rischio di tasso di interesse ed effetti sulla disuguaglianza del reddito disponibile

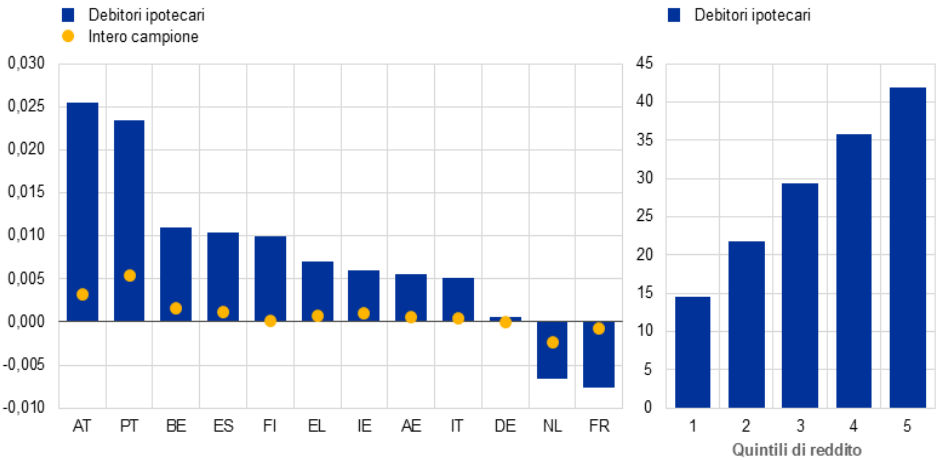
a) Periodi di determinazione e rischio di tasso di interesse

(panelli di sinistra e centrali: percentuale di debitori ipotecari; pannello di destra: anni)



b) Impatto sul reddito delle rate più elevate

(pannello di sinistra: variazioni del coefficiente di Gini; pannello di destra: valori percentuali)



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

Note: dati ponderati utilizzando i pesi desunti dalle indagini (corretti dai saldi in essere su singoli prestiti nel pannello a)). I quintili di reddito sono calcolati a livello di edizione per ciascun paese. Nel pannello a) il pannello di sinistra rappresenta la struttura del periodo di determinazione dello stock di mutui ipotecari in essere per ciascun quintile di reddito. La sezione gialla indica i mutui a tasso variabile, la sezione blu tratteggiata mostra i mutui a tasso fisso che dovrebbero essere soggetti a revisione entro i tre anni successivi e la sezione blu corrisponde alla quota di mutui a tasso fisso con orizzonti di determinazione più lunghi. Il pannello centrale illustra la quota media di prestiti rinegoziabili per anno (percentuale esposta al rischio di tasso di interesse) nel periodo dal 2024 al 2025 per quintile di reddito. Il pannello di destra illustra gli anni medi e mediani di determinazione al momento dell'erogazione del mutuo per famiglie nel 50 per cento inferiore e nel 20 per cento superiore della distribuzione del reddito nei periodi con tassi di interesse bassi o elevati. Nel pannello b) il pannello di sinistra mostra la variazione del coefficiente di Gini relativo al reddito al netto del pagamento delle rate quando il reddito è modificato dall'aumento delle rate del mutuo per via delle scelte osservate in relazione alla durata dei periodi di determinazione dei prestiti a tasso fisso, per l'intero campione e per i debitori ipotecari a febbraio 2024. Il pannello di destra mostra la percentuale di debitori ipotecari per quintile di reddito.

**Il grado di rischio di tasso di interesse delle famiglie, insieme all'entità dei rispettivi mutui ipotecari, influenza l'impatto effettivo dei tassi sul reddito disponibile e sulle disuguaglianze.** Sebbene le famiglie a più alto reddito abbiano maggiori probabilità di detenere passività più elevate (ad esempio mutui), la loro capacità di adeguare le proprie strategie finanziarie attenua gli effetti avversi del rialzo dei tassi di interesse. Per contro, le famiglie a più basso reddito sono maggiormente



esposte al rischio di tasso di interesse. Il riquadro 2 quantifica l'impatto differenziale dei tassi di interesse più elevati tra le fasce di reddito, espresso in percentuale del reddito delle famiglie, rivelando l'onere sproporzionato sostenuto dai nuclei a più basso reddito. Utilizzando i risultati di tale riquadro, nel pannello b) del grafico 6 viene evidenziato l'effetto sul coefficiente di Gini del reddito disponibile (al netto dei rimborsi di debito), correggendolo in base agli aumenti cumulati dei pagamenti per famiglia e confrontandolo con lo scenario di base privo degli aumenti dei tassi. Nel complesso, per i debitori ipotecari la disuguaglianza del reddito al netto dei pagamenti delle rate aumenta in gran parte dei paesi e nell'area dell'euro. Tuttavia, ciò è compensato dal fatto che le famiglie a più alto reddito abbiano una quota maggiore di mutui (cfr. il lato destro del pannello b) del grafico 6). In assenza di un differenziale nel rischio di tasso di interesse tra i debitori ipotecari, gli aumenti dei tassi di fatto ridurrebbero la disuguaglianza di reddito dopo i rimborsi, a causa della quota sproporzionatamente maggiore di passività detenute dalle famiglie ad alto reddito; tale effetto, tuttavia, viene invertito a causa della distribuzione non uniforme del rischio di tasso di interesse.

## Riquadro 2

**Chi sostiene i costi dell'aumento dei tassi di interesse? Una microsimulazione basata sull'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES)**

a cura di Luca Caprari e Omiros Kouvavas

Per quantificare l'impatto degli aumenti dei tassi di interesse sulle famiglie sono stati utilizzati dati a livello di famiglia (che includono informazioni sulle caratteristiche delle famiglie, premi al rischio stimati per quantile di reddito, tipo di prestito e tempistica dei relativi adeguamenti) per tracciare un quadro completo delle variazioni dei tassi di interesse e dei maggiori importi dei rimborsi nel periodo dal 2022 al 2025.

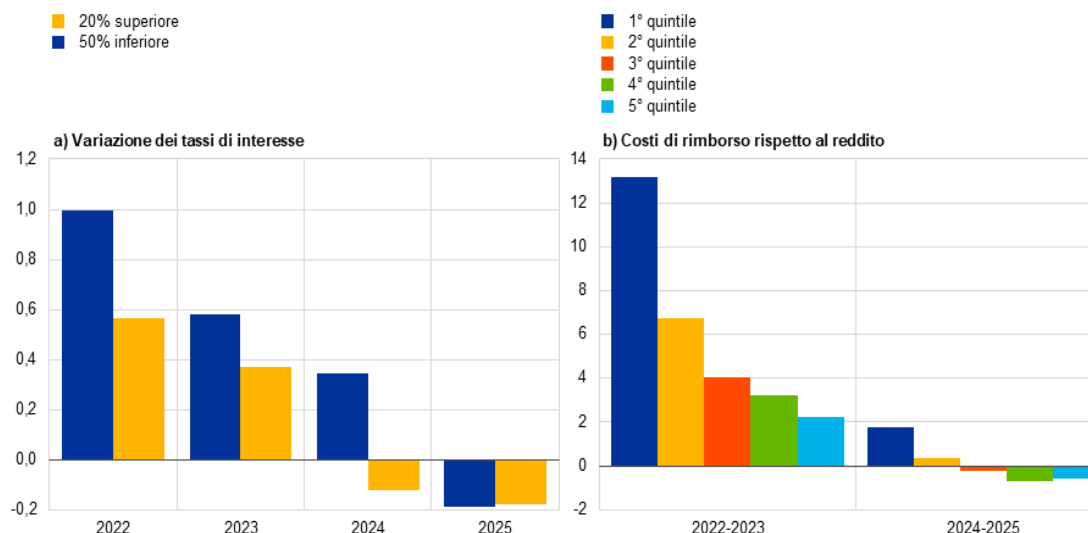
Le famiglie che detengono mutui a tasso variabile hanno tassi di interesse che variano in ciascun periodo, mentre quelle con mutui a tasso fisso hanno programmato preventivamente gli importi delle rate del prestito per un periodo di tempo determinato. Tenendo conto di ciò, e utilizzando i dati disponibili, sono state calcolate le variazioni dei tassi di interesse a livello di famiglia nel corso del tempo, associandole con gli importi effettivi dei prestiti specifici per ciascun periodo. Ciò consente di calcolare l'importo nominale dei pagamenti che sono aumentati per via delle variazioni dei tassi.

Il pannello a) del grafico A mostra le variazioni medie dei tassi di interesse per i debitori ipotecari tra il 2022 e il 2025 per il 50 per cento inferiore e il 20 per cento superiore della distribuzione del reddito. L'aumento dei tassi di interesse è maggiore per i debitori ipotecari nella parte del 50 per cento inferiore, trainato dal più alto rischio di tasso di interesse derivante dalla loro maggiore quota di mutui a tasso variabile, nonché dalla maggiore incidenza di mutui a tasso fisso in scadenza nel periodo in questione. Ciò può essere combinato agli importi aggiornati dei prestiti e tradotto nell'entità del rispettivo aumento di rata corrispondente ad anno e famiglia specifici. Il pannello b) del grafico A mostra l'aumento medio dei costi di rimborso per i debitori ipotecari normalizzato rispetto al reddito e per quintile di reddito delle famiglie.

## Grafico A

### Variazioni dei tassi di interesse e dei costi di rimborso per i debitori ipotecari

(punti percentuali)



Fonte: BCE (indagine CES).

Note: il pannello a) mostra la differenza tra i tassi di interesse sui mutui ipotecari rispetto all'anno precedente per il 50 per cento inferiore e il 20 per cento superiore della distribuzione del reddito per il periodo compreso tra il 2022 e il 2025. Le stime sono ponderate per la popolazione e per reddito individuale. Il pannello b) mostra il rapporto tra la differenza nella spesa per interessi sui mutui rispetto all'anno precedente e il reddito delle famiglie per quintili di reddito per i periodi 2022-2023 e 2024-2025. Le stime sono ponderate per la popolazione e per saldo residuo di ciascun mutuo.

**Le differenze in termini di vincoli finanziari e alfabetizzazione finanziaria influiscono sulle reazioni delle famiglie sia durante sia dopo i periodi di tassi di interesse più elevati.** Le famiglie a più basso reddito non solo risultano esposte maggiormente al rischio di tasso di interesse, bensì mostrano anche precisi schemi comportamentali nella loro domanda di credito. Nello specifico, tali famiglie tendono ad aumentare le richieste di prestiti in periodi di tassi di interesse più elevati, spesso ricorrendo in misura maggiore ai mutui a tasso variabile<sup>24</sup>. Tale ricorso al credito amplifica ulteriormente la vulnerabilità delle famiglie a più basso reddito all'aumento dei tassi, perpetuando la fragilità finanziaria e ampliando la disuguaglianza.

## 5 Osservazioni conclusive

**Nonostante alcuni importanti shock, tra il 2021 e il 2025 gli indicatori più ampi delle disuguaglianze sono rimasti relativamente stabili.** Le disuguaglianze reddituali e patrimoniali hanno mostrato variazioni lievi e il tasso di povertà è rimasto contenuto. Tale stabilità aggregata può essere attribuita, almeno in parte, alla compensazione dovuta all'eterogeneità delle esposizioni tra le famiglie e a meccanismi di condivisione dei rischi che hanno attutito l'impatto sui gruppi vulnerabili.

**La stabilità complessiva della disparità misurata potrebbe celare variazioni nella sottostante distribuzione del reddito e della ricchezza.** Come documentato nel presente articolo, secondo l'indagine CES le famiglie hanno vissuto in modi significativamente diversi sia l'impennata dell'inflazione sia l'aumento dei tassi di

<sup>24</sup> Per maggiori dettagli, cfr. Henricot, D. et al. (2025) in questo numero del Bollettino.

interesse. Lo shock inflazionistico avvenuto tra il 2021 e il 2023 ha pesato maggiormente sulle famiglie a più basso reddito, sebbene tale effetto si sia attenuato al ridursi dell'inflazione. Anche i successivi aumenti dei tassi di interesse hanno avuto effetti distributivi: le famiglie a più basso reddito, che più spesso ricorrono a mutui a tasso variabile, hanno dovuto far fronte a maggiori oneri di rimborso, mentre quelle a più alto reddito sono riuscite ad adattarsi meglio.

**Le percezioni di una maggiore disuguaglianza a seguito del forte aumento dell'inflazione potrebbero persistere, nonostante la stabilità nella disuguaglianza misurata.**

Sebbene le misure standard della disuguaglianza potrebbero essere rimaste complessivamente stabili negli ultimi anni, ciò non esclude la possibilità che in tale periodo si sia effettivamente realizzata una certa ridistribuzione del reddito disponibile e del potere d'acquisto. Riconciliare la relativa stabilità della disuguaglianza misurata con il netto aumento della disuguaglianza percepita rimane pertanto un tema per le ricerche future. Poiché è probabile che le percezioni di disuguaglianza influenzino l'atteggiamento e il comportamento delle famiglie, esse dovrebbero essere monitorate attentamente insieme alle misure standard di disuguaglianza.

## Riferimenti bibliografici

Acemoglu, D. e Restrepo, P. (2020), "Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets", *Journal of Political Economy*, vol. 128, n. 6, pagg. 2188-2244.

Alesina, A. e Perotti, R. (1996), "Income distribution, political instability, and investment", *European Economic Review*, vol. 40, n. 6, pagg. 1203-1228.

Alesina, A. e Rodrik, D. (1994), "Distributive Politics and Economic Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, n. 2, pagg. 465-490.

Baptista, P., Dossche, M., Hannon, A., Henricot, D., Kouvavas, O., Malacrino, D. e Zimmermann, L. (2025), [La trasmissione della politica monetaria: dai tassi sui mutui ipotecari ai consumi](#), articolo 1 nel numero 4/2025 di questo Bollettino.

BCE (2021), ["Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review"](#), *Occasional Paper Series*, n. 265, BCE, Francoforte sul Meno, settembre.

Bobasu, A., di Nino, V. e Osbat, C. (2023), [Differenze di impatto sulle famiglie del recente aumento dell'inflazione](#), articolo 2 nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

Charalambakis, E., Fagandini, B., Henkel, L. e Osbat, C. (2022), [L'impatto del recente aumento dell'inflazione sulle famiglie a basso reddito](#), riquadro 4 nel numero 7/2022 di questo Bollettino.

Commissione Boskin (1996), [Toward A More Accurate Measure Of The Cost Of Living – Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission To Study The Consumer Price Index](#), United States Social Security Administration.

Cowell, F. A. (2011), *Measuring Inequality*, Oxford University Press, Oxford.

Eurostat (2024), [Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) Methodological Manual – 2024 edition](#).

Henricot, D., Pöschl, J. e Tsiortas, A. (2025), *La trasmissione eterogenea della politica monetaria al credito alle famiglie*, riquadro 7 in questo numero del Bollettino.

Kaas, L., Kocharkov, G. e Preugschat, E. (2019), “Wealth Inequality and Homeownership in Europe”, *Annals of Economics and Statistics*, n. 136, pagg. 27-54.

Kaplan, G. e Schulhofer-Wohl, S. (2017), “Inflation at the household level”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 91, pagg. 19-38.

Kukk, M., Toczynski, J. e Basten, C. (2025), “Beyond the headline: How personal exposure to inflation shapes the financial choices of households”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 153, luglio 2025, 103800.

Lerman, R. e Yitzhaki, S. (1989), “Improving the accuracy of estimates of Gini coefficients”, *Journal of Econometrics*, vol. 42, n. 1, pagg. 43-47.

Marenčák, M. e Nghiem, G. (2025), “Personal inflation rates in the euro area”, *CAMA Working Papers*, n. 17/2025, Centre for Applied Macroeconomic Analysis, Crawford School of Public Policy, The Australian National University.

Orchard, J. (2025), “Non-homothetic demand shifts and inflation inequality”, *Finance and Economics Discussion Series*, n. 2025-085, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC.

Pallotti, F., Paz-Pardo, G., Slacalek, J., Tristani, O. e Violante, G. (2024), “Who bears the costs of inflation? Euro area households and the 2021–2023 shock”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 148, novembre 2024, 103671.

# Statistiche

## Indice

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

## Ulteriori informazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)				
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	3,5	2,5	5,1	1,0	3,1	3,6	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,4	2,9	0,3	1,2	5,4	0,4	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4
2024	3,1	2,8	1,1	0,1	5,0	0,9	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 4° trim.	0,9	0,5	0,2	0,5	1,5	0,4	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2025 1° trim.	0,7	-0,2	0,7	0,1	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
2° trim.	0,9	0,9	0,3	0,5	1,0	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
3° trim.	.	.	.	.	1,1	0,2	2,9	3,8	2,9	.	2,1
2025 apr.	-	-	-	-	-	-	2,3	3,5	3,6	-0,1	2,2
mag.	-	-	-	-	-	-	2,4	3,4	3,5	-0,1	1,9
giu.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,6	3,3	0,1	2,0
lug.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,8	3,1	0,0	2,0
ago.	-	-	-	-	-	-	2,9	3,8	2,7	.	2,0
set.	-	-	-	-	-	-	3,0	3,8	2,9	.	2,2

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

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

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

Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Attività economica

### 2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
					Totale	Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2022	13.757,9	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	14.663,7	14.137,8	7.750,8	3.097,3	3.214,9	1.641,8	929,2	637,6	74,8	-525,9	7.378,4	6.852,5
2024	15.231,3	14.563,9	8.029,8	3.259,8	3.209,9	1.648,3	922,9	632,4	64,5	-667,4	7.489,2	6.821,8
2024 3° trim.	3.821,2	3.666,6	2.014,8	821,5	805,6	411,2	229,7	163,1	24,8	-154,6	1.870,1	1.715,5
4° trim.	3.866,1	3.705,4	2.031,7	830,5	814,9	416,1	231,9	165,3	28,2	-160,7	1.885,4	1.724,7
2025 1° trim.	3.906,2	3.745,7	2.054,6	834,5	836,2	420,9	231,6	182,0	20,4	-160,6	1.933,1	1.772,5
2° trim.	3.937,9	3.776,0	2.066,5	844,7	828,2	422,5	234,2	169,8	36,6	-161,8	1.913,0	1.751,1
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												
2024 3° trim.	0,4	1,3	0,5	0,6	1,6	-0,5	-1,9	13,4	-	-	-1,4	0,4
4° trim.	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,9	0,6	0,1	-	-	0,1	0,0
2025 1° trim.	0,6	0,5	0,3	-0,1	2,5	0,5	-0,1	11,4	-	-	2,3	2,3
2° trim.	0,1	0,4	0,2	0,5	-1,8	-0,2	0,7	-8,7	-	-	-0,5	-0,1
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	2,2	6,3	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,3	2,2	-2,0	-1,4	-2,0	-3,3	-	-	0,6	-0,1
2024 3° trim.	1,0	1,2	1,4	2,5	-1,9	-2,2	-3,8	1,6	-	-	1,0	1,5
4° trim.	1,3	1,6	1,8	2,2	-2,1	-0,5	-1,1	-7,3	-	-	0,5	0,9
2025 1° trim.	1,6	2,3	1,5	2,0	2,3	0,4	-0,6	11,3	-	-	2,6	4,0
2° trim.	1,5	2,6	1,5	1,6	3,0	0,7	-0,7	15,6	-	-	0,5	2,6
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali												
2024 3° trim.	0,4	1,3	0,3	0,1	0,3	-0,1	-0,1	0,5	0,5	-0,9	-	-
4° trim.	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
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	0,4	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,2	-	-
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	-	-
2024 3° trim.	1,0	1,2	0,8	0,5	-0,4	-0,2	-0,2	0,1	0,3	-0,2	-	-
4° trim.	1,3	1,5	0,9	0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,6	-0,2	-	-
2025 1° trim.	1,6	2,1	0,8	0,4	0,5	0,0	0,0	0,5	0,5	-0,5	-	-
2° trim.	1,5	2,5	0,8	0,3	0,6	0,1	0,0	0,6	0,8	-0,9	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 2 Attività economica

### 2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
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	13.265,9	224,4	2.615,9	710,9	2.462,9	697,3	600,3	1.472,4	1.614,5	2.455,4	411,8	1.397,8
2024	13.715,2	233,4	2.579,1	731,5	2.550,1	734,1	633,3	1.536,5	1.690,4	2.595,0	431,9	1.516,1
2024 3° trim.	3.438,4	58,7	641,8	182,6	638,0	184,7	159,6	385,3	425,1	653,4	109,0	382,8
4° trim.	3.480,1	59,7	661,3	183,8	644,1	187,2	159,3	386,1	428,3	661,2	109,2	386,0
2025 1° trim.	3.509,6	60,6	666,5	186,9	648,9	188,8	160,7	387,9	430,9	668,0	110,5	396,7
2° trim.	3.542,8	62,4	669,4	189,2	655,7	191,3	161,7	390,6	435,7	674,8	112,1	395,0
in percentuale del valore aggiunto												
2024	100,0	1,7	18,8	5,3	18,6	5,4	4,6	11,2	12,3	19,9	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2024 3° trim.	0,3	0,0	0,5	-0,6	0,1	1,2	0,1	0,2	0,2	0,3	1,5	1,4
4° trim.	0,3	0,7	0,3	0,2	0,3	1,0	0,1	0,5	-0,1	0,6	-1,1	1,6
2025 1° trim.	0,7	1,5	2,0	0,7	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	-0,4
2° trim.	0,1	-1,1	0,2	-0,4	0,3	0,7	-0,4	0,1	0,4	0,0	0,1	0,0
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
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	-2,6	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,7
2024	0,9	-0,6	-0,7	-0,7	0,9	2,9	1,7	1,6	1,8	1,5	1,6	0,5
2024 3° trim.	1,1	-0,1	0,3	-1,1	0,9	2,7	1,5	1,7	1,7	1,6	1,8	-0,1
4° trim.	0,9	0,1	-0,6	-0,9	1,1	2,7	2,1	1,5	0,9	1,8	1,9	5,0
2025 1° trim.	1,5	0,9	3,0	-0,2	1,0	3,2	0,1	0,9	1,1	1,7	1,2	2,6
2° trim.	1,4	1,0	3,0	-0,1	1,2	3,7	0,0	0,9	0,7	1,1	0,8	2,6
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali												
2024 3° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2025 1° trim.	0,7	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali												
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 3° trim.	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	-
4° trim.	0,9	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	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.



## 2 Attività economica

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,5
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
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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 3° trim.	1,0	1,0	0,7	-0,9	0,3	0,6	1,0	1,7	1,6	-1,6	1,0	1,6	1,0
4° trim.	0,7	0,8	0,1	-2,4	0,1	0,7	1,2	1,3	1,7	0,3	0,1	1,4	0,3
2025 1° trim.	0,7	0,9	-0,3	-1,8	-0,2	0,7	0,6	1,0	1,5	3,0	0,6	1,4	1,0
2° trim.	0,7	0,7	0,2	-2,6	-0,3	0,9	0,8	0,7	1,2	3,3	0,8	1,2	0,2
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
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
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	4,1	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	1,4	0,0	1,2	1,8	1,1
2024 3° trim.	0,5	0,6	0,1	-1,0	-0,3	0,1	0,5	1,4	1,5	-1,2	0,8	1,0	0,8
4° trim.	1,0	1,2	0,1	-1,5	0,0	0,8	1,2	1,6	0,8	1,8	0,7	1,9	1,2
2025 1° trim.	0,4	0,7	-1,0	-2,2	-0,7	0,4	0,1	0,9	1,1	2,5	0,3	1,3	1,7
2° trim.	0,3	0,5	-0,7	-2,8	-0,9	1,0	0,3	0,3	1,1	2,4	0,5	0,9	1,1
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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 3° trim.	-0,4	-0,4	-0,6	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,2	-0,5	-0,3
4° trim.	0,3	0,4	0,0	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,3	-0,9	1,5	0,6	0,6	0,9
2025 1° trim.	-0,3	-0,2	-0,7	-0,5	-0,5	-0,3	-0,5	-0,1	-0,4	-0,5	-0,3	-0,1	0,7
2° trim.	-0,3	-0,2	-0,9	-0,1	-0,5	0,2	-0,5	-0,4	-0,2	-0,9	-0,3	-0,3	0,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sull'occupazione si basano sul SEC 2010.

## 2 Attività economica

### 2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2024			100,0			78,7		21,3		51,2		48,8		
2022	167,404	3,1	11,369	6,8	2,7	9,124	6,0	2,245	14,6	5,718	6,4	5,652	7,2	3,2
2023	169,703	2,9	11,166	6,6	2,4	8,875	5,8	2,292	14,5	5,644	6,3	5,523	6,9	3,1
2024	171,291	2,8	10,918	6,4	2,1	8,596	5,5	2,322	14,6	5,590	6,1	5,327	6,6	2,6
2024 3° trim.	171,438	2,8	10,857	6,3	1,9	8,489	5,5	2,368	14,9	5,637	6,2	5,221	6,5	2,5
4° trim.	171,628	2,8	10,636	6,2	2,0	8,361	5,4	2,275	14,4	5,468	6,0	5,168	6,4	2,5
2025 1° trim.	172,646	2,8	10,981	6,4	2,1	8,627	5,5	2,354	14,8	5,610	6,1	5,371	6,6	2,4
2° trim.	173,080	2,8	11,074	6,4	2,1	8,747	5,6	2,327	14,6	5,738	6,2	5,336	6,6	2,2
2025 mar.	-	-	11,033	6,4	-	8,673	5,5	2,361	14,8	5,683	6,2	5,350	6,6	-
apr.	-	-	10,920	6,3	-	8,622	5,5	2,298	14,4	5,620	6,1	5,300	6,5	-
mag.	-	-	11,019	6,4	-	8,694	5,5	2,325	14,6	5,717	6,2	5,302	6,5	-
giu.	-	-	10,978	6,3	-	8,687	5,5	2,290	14,4	5,692	6,2	5,286	6,5	-
lug.	-	-	10,831	6,2	-	8,606	5,5	2,224	14,0	5,631	6,1	5,200	6,4	-
ago.	-	-	10,842	6,3	-	8,622	5,5	2,220	14,0	5,652	6,1	5,190	6,4	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Ove non ancora pubblicati, i dati annuali e trimestrali desunti dall'indagine sulle forze di lavoro sono stimati come medie semplici di dati mensili. Serie temporali per l'area dell'euro e l'UE integralmente prive di interruzioni sono state pubblicate per la prima volta a febbraio 2022, a seguito dell'entrata in vigore del regolamento quadro sulle statistiche sociali europee integrate nel 2021. Per maggiori dettagli sulla correzione dell'interruzione, cfr. Eurostat (2024), "EU labour force survey – correction for breaks in time series", Statistics Explained, aggiornato il 13 settembre 2024.

2) Non destagionalizzati.

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

### 2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi <sup>1)</sup>	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie					Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2022	1,8	2,5	-1,3	3,7	5,9	-3,4	2,1	1,1	-2,7	3,5	4,5	9,9	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,2	3,1	-1,0	-5,0	2,0	-1,8	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	-0,1	-0,1	-1,0	1,2	0,6	1,7	0,7	1,6	-0,1
2024 4° trim.	-1,6	-1,9	-2,5	-4,0	2,2	0,3	-0,1	2,2	1,0	3,0	1,0	2,0	-2,0
2025 1° trim.	1,5	1,5	-1,0	-1,7	9,5	0,7	-0,3	2,0	1,3	2,7	1,5	2,0	-2,7
2° trim.	1,4	1,4	-1,3	0,5	6,3	1,2	0,8	2,7	1,8	3,4	3,8	1,8	-0,9
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,9
2025 apr.	0,4	0,7	-0,8	-0,7	4,5	-1,7	1,7	2,7	2,5	2,8	4,5	0,8	4,6
mag.	3,1	3,1	-1,7	2,9	9,6	2,3	0,7	2,0	0,6	2,8	2,7	1,9	5,7
giu.	0,7	0,6	-1,4	-0,5	4,6	3,1	-0,1	3,5	2,4	4,4	4,2	2,8	-11,7
lug.	2,0	2,2	-1,0	2,1	6,2	0,6	0,7	2,1	0,6	3,4	1,7	1,2	6,6
ago.	1,1	1,3	-1,7	-0,4	7,2	-0,7	0,1	1,0	0,1	1,9	0,8	.	7,5
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,9
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2025 apr.	-2,5	-2,1	-0,8	-1,2	-4,0	-3,0	0,9	0,4	0,8	0,2	1,3	-0,3	3,0
mag.	0,9	0,7	-1,7	1,0	6,1	3,6	-1,4	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0	0,3	-1,4
giu.	-0,8	-0,9	0,0	-1,3	-3,8	1,3	0,1	0,5	0,5	0,6	0,8	-0,1	-5,5
lug.	0,5	0,8	0,5	1,7	1,8	-1,7	0,5	-0,4	-1,1	0,3	-1,6	-0,2	4,9
ago.	-1,2	-1,2	-0,2	-2,2	-0,2	-0,6	-0,1	0,1	0,3	-0,1	0,4	.	0,7
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,2

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

## 2 Attività economica

### 2.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2021	94,7	-5,2	33,9	.	-6,1	-7,9	-9,1	.	-	-	-	-
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	-
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4	-	-	-	-
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 4° trim.	95,1	-12,7	77,4	-13,4	-3,8	-5,7	5,7	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 1° trim.	95,5	-11,4	77,3	-14,1	-3,3	-5,8	4,5	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
2° trim.	94,3	-11,0	77,5	-15,7	-3,4	-7,8	2,3	89,8	49,3	51,3	50,1	50,4
3° trim.	95,5	-10,3	77,8	-15,0	-3,4	-6,9	3,8	89,9	50,1	51,4	50,9	51,0
2025 mag.	95,0	-10,3	.	-15,1	-3,4	-7,1	2,0	.	49,4	51,5	49,7	50,2
giu.	94,2	-11,8	.	-15,3	-3,0	-7,6	3,1	.	49,5	50,8	50,5	50,6
lug.	95,8	-10,4	77,8	-14,7	-3,2	-6,6	4,1	89,9	49,8	50,6	51,0	50,9
ago.	95,3	-10,2	.	-15,5	-3,6	-6,4	3,8	.	50,7	52,5	50,5	51,0
set.	95,5	-10,3	.	-14,9	-3,5	-7,7	3,6	.	49,8	50,9	51,3	51,2
ott.	.	.	.	-14,2	.	.	.	.	50,0	51,1	52,7	52,2

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

### 2.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di rispar- mio (lordo)	Tasso di indebita- mento	Reddito disponi- bile lordo reale	Investi- mento finanziario	Investi- mento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patri- monio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobi- liare	Tasso di profít- to <sup>3)</sup>	Tasso di ri- sparmio (lordo)	Tasso di indebita- mento <sup>4)</sup>	Investi- mento finanziario	Investi- mento non finanziario (lordo)	Finanzia- mento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo		Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	13,5	90,7	0,8	2,1	12,5	2,5	8,1	37,9	5,2	72,6	4,9	9,9	3,4
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,2	1,8	37,1	5,9	68,5	1,6	3,6	0,8
2024	15,2	81,7	2,4	2,3	-2,8	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	-2,4	0,9
2024 3° trim.	15,1	82,1	2,7	2,3	-2,5	5,9	2,9	35,7	4,7	67,4	1,9	3,7	0,9
4° trim.	15,2	81,7	2,3	2,3	-1,6	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	2,6	0,9
2025 1° trim.	15,2	81,3	1,1	2,4	0,2	4,5	4,6	35,5	3,8	67,0	2,8	8,2	1,7
2° trim.	15,2	81,5	1,3	2,6	2,8	4,9	4,7	35,3	3,5	66,3	2,6	11,8	1,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

## 2 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2024 3° trim.	1.475,4	1.389,5	86,0	698,4	618,9	375,1	339,0	351,1	338,4	50,9	93,3	21,8	17,3
4° trim.	1.486,3	1.412,3	74,0	703,7	622,3	381,9	334,7	352,2	351,5	48,6	103,7	35,7	23,8
2025 1° trim.	1.552,7	1.485,4	67,3	758,1	644,1	391,8	363,4	354,3	390,8	48,5	87,1	31,9	26,6
2° trim.	1.498,1	1.408,2	89,9	713,8	627,5	387,4	346,2	348,3	339,0	48,5	95,5	18,6	17,3
2025 mar.	523,1	495,7	27,5	262,4	221,0	128,5	119,6	115,7	125,4	16,5	29,7	11,5	8,1
apr.	498,6	475,9	22,7	239,4	207,9	127,2	117,3	115,6	118,2	16,4	32,5	5,8	5,3
mag.	501,4	470,9	30,5	238,4	205,8	129,2	114,7	117,7	119,0	16,1	31,4	5,9	5,4
giu.	498,1	461,5	36,7	236,1	213,9	131,1	114,2	115,0	101,8	16,0	31,6	6,9	6,6
lug.	496,6	466,9	29,8	236,0	211,4	128,4	115,7	115,6	107,2	16,7	32,5	9,1	4,1
ago.	491,9	480,0	11,9	233,5	218,5	129,7	115,8	112,3	113,4	16,4	32,2	5,8	5,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2025 ago.	6.014,7	5.711,2	303,5	2.877,2	2.529,9	1.541,1	1.387,4	1.401,0	1.412,2	195,5	381,7	106,3	82,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2025 ago.	38,7	36,8	2,0	18,5	16,3	9,9	8,9	9,0	9,1	1,3	2,5	0,7	0,5

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Industria manifattu- riera	Settore petroli- fero		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2024 3° trim.	2,2	0,3	712,1	339,1	137,4	220,0	591,1	676,5	381,0	112,7	166,2	492,0	75,0
4° trim.	1,1	2,1	714,7	335,7	139,6	224,9	593,2	684,0	381,5	112,4	171,5	494,6	70,1
2025 1° trim.	8,0	8,0	770,0	377,8	145,3	230,6	641,5	708,1	400,1	115,1	177,7	507,9	67,7
2° trim.	0,2	2,1	724,7	338,1	139,2	229,5	603,4	691,4	382,2	116,8	176,2	504,8	59,3
2025 mar.	14,1	9,6	266,9	132,3	51,1	77,9	225,2	239,0	134,7	38,7	60,7	172,5	21,1
apr.	-1,1	0,1	244,3	114,1	46,5	77,6	203,8	230,0	128,6	38,7	57,9	167,3	20,9
mag.	1,2	-0,4	243,1	115,4	46,3	76,0	202,8	227,3	125,5	38,2	58,1	165,3	19,4
giu.	0,6	6,9	237,3	108,5	46,4	75,9	196,8	234,1	128,1	40,0	60,1	172,2	19,0
lug.	0,5	3,0	237,6	109,3	49,3	75,1	197,1	231,7	127,0	39,6	59,3	170,2	21,5
ago.	-4,7	-3,8	235,8	.	.	.	192,4	226,2	.	.	.	163,4	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2024 3° trim.	-0,6	-1,1	94,5	89,1	90,8	106,2	94,7	98,6	94,7	99,2	105,6	99,7	129,8
4° trim.	-2,6	1,4	93,6	87,3	90,5	107,1	93,9	99,8	95,1	97,5	109,5	100,0	133,0
2025 1° trim.	0,6	2,3	98,0	93,3	94,4	108,3	98,7	100,7	96,1	98,4	110,7	101,0	129,1
2° trim.	-2,6	1,5	94,0	86,9	90,4	108,8	94,2	100,9	95,4	100,8	111,3	101,4	134,6
2025 feb.	-1,6	-0,4	97,5	93,2	92,4	107,1	97,9	101,2	96,6	100,2	109,8	101,0	133,1
mar.	6,0	4,5	100,9	97,5	97,9	108,9	102,5	101,3	96,6	99,1	113,3	102,8	126,6
apr.	-5,4	-2,3	93,6	87,1	89,5	108,0	93,8	99,5	94,7	99,5	108,5	100,1	134,4
mag.	-0,8	0,6	95,4	89,2	91,5	109,0	95,8	100,1	94,8	99,1	110,5	100,1	135,9
giu.	-1,5	6,6	93,0	84,5	90,3	109,4	92,9	103,1	96,8	103,9	115,0	104,0	133,4
lug.	-0,1	3,9	94,3	85,8	96,0	107,6	94,6	101,9	96,2	102,9	111,5	103,0	134,4

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) <sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 4° trim.	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,8	0,1	-0,6	0,7	2,0	4,3
2025 1° trim.	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7
2° trim.	128,9	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,5	1,4	0,1	-4,1	1,0	1,9	3,0
3° trim.	129,3	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	1,3	0,4	0,3	0,7	2,0	2,8
2025 apr.	128,8	2,2	2,7	0,7	4,0	0,1	0,0	0,6	0,0	-2,3	0,7	2,0	3,3
mag.	128,7	1,9	2,3	0,8	3,2	-0,1	0,4	-0,1	0,1	-1,2	-0,1	1,8	3,0
giu.	129,1	2,0	2,3	0,9	3,3	0,2	0,2	0,5	0,1	0,2	0,4	1,9	2,8
lug.	129,1	2,0	2,3	1,1	3,2	0,3	0,3	0,9	0,2	1,0	0,2	1,9	3,0
ago.	129,3	2,0	2,3	1,1	3,1	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,7	0,3	2,0	2,7
set.	129,4	2,2	2,4	1,4	3,2	0,2	0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,2	2,2	2,7

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,3	0,4
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,3	2,2	2,0	-4,5
2024 3° trim.	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,8	2,8	-3,8
4° trim.	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,4	1,2	-6,0	1,0	4,1	-1,2
2025 1° trim.	127,7	2,3	0,7	1,3	0,7	1,7	2,1	1,5	1,6	5,0	1,0	5,3	.
2° trim.	123,5	0,5	-0,1	1,0	0,2	1,7	2,2	1,9	1,4	-0,7	0,8	5,1	.
2025 mar.	126,4	1,9	0,3	1,3	0,8	1,8	2,0	1,6	1,5	3,9	-	-	-
apr.	123,6	0,7	-0,4	1,1	0,4	1,7	2,1	2,0	1,4	-0,5	-	-	-
mag.	122,9	0,3	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,2	2,0	1,4	-1,5	-	-	-
giu.	124,0	0,6	0,1	0,9	-0,1	1,7	2,4	1,9	1,5	-0,1	-	-	-
lug.	124,4	0,2	0,1	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,8	1,6	-1,0	-	-	-
ago.	124,0	-0,6	0,3	1,0	-0,3	1,8	2,3	2,0	1,4	-4,1	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi del prodotto per gli immobili residenziali.

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

### 3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (prezzo a pronti del Brent, in dollari statunitensi)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
in perc. del totale										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2022	107,4	5,2	7,1	6,8	4,4	8,1	12,9	17,6	103,8	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9
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
2024 4° trim.	118,4	2,5	1,8	1,7	2,3	1,9	1,8	0,5	75,8	17,7	23,5	11,8	17,8	21,9	12,8
2025 1° trim.	119,0	2,3	2,1	2,0	2,7	1,7	2,2	1,9	76,7	20,0	28,2	11,4	19,2	24,8	12,2
2° trim.	119,8	2,5	2,1	2,0	2,6	2,1	0,6	-0,3	68,9	-1,9	2,0	-6,2	-2,3	0,6	-6,0
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	69,9	-0,8	-0,4	-1,1	-1,9	-1,9	-1,8
2025	apr.	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-3,0	-0,7	-5,7	-2,8	-1,0	-5,2
	mag.	-	-	-	-	-	-	-	64,7	0,3	7,7	-7,3	-0,8	4,1	-6,7
	giu.	-	-	-	-	-	-	-	72,9	-3,2	-0,9	-5,7	-3,3	-1,1	-6,0
	lug.	-	-	-	-	-	-	-	72,2	-3,4	-4,3	-2,5	-3,4	-3,7	-3,1
	ago.	-	-	-	-	-	-	-	69,1	1,2	2,4	-0,1	-0,4	-0,2	-0,8
	set.	-	-	-	-	-	-	-	68,2	0,1	0,8	-0,6	-1,8	-1,9	-1,6

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e LSEG (London Stock Exchange Group) (col. 9).

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

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

### 3 Prezzi e costi

#### 3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2021	26,2	20,0	8,0	14,5	25,9	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,1	28,8	19,6	14,8	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,5	15,2	4,5	55,1	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 4° trim.	7,4	13,8	14,9	4,8	48,8	49,2	58,0	48,2	53,3
2025 1° trim.	10,3	16,8	14,8	4,6	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
2° trim.	8,2	16,2	14,0	3,2	49,3	48,3	58,2	50,0	52,8
3° trim.	7,5	16,8	13,7	2,7	47,7	50,0	57,6	49,8	52,9
2025 mag.	8,0	15,2	14,1	3,0	50,2	47,8	58,3	49,2	52,6
giu.	5,9	16,3	13,3	2,1	49,1	48,1	58,1	49,5	53,1
lug.	8,9	16,8	13,7	3,1	49,0	50,0	56,5	49,9	53,0
ago.	6,8	16,7	14,7	0,8	47,1	50,4	58,3	49,8	53,3
set.	6,9	16,8	12,5	4,2	47,1	49,6	58,1	49,7	52,6
ott.	.	.	.	.	.	50,2	57,6	50,6	53,3

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

#### 3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,5	4,5	3,7	6,8	5,0	3,4	2,9
2023	110,5	4,7	4,5	5,3	5,1	4,0	4,4
2024	115,6	4,6	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2024 3° trim.	111,9	4,7	4,5	5,2	4,8	4,4	5,4
4° trim.	122,6	3,8	4,1	2,7	4,0	3,3	4,1
2025 1° trim.	112,1	3,4	3,5	3,2	3,9	2,5	2,5
2° trim.	123,8	3,6	3,7	3,4	4,0	2,7	4,0

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

## 3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2020 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
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	6,4	8,3	4,6	7,7	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 3° trim.	114,6	4,4	2,9	4,2	6,5	4,7	2,9	3,9	-0,1	3,9	4,7	3,2
4° trim.	115,4	3,5	2,2	4,6	5,7	4,3	3,0	1,8	1,6	3,7	3,7	2,8
2025 1° trim.	116,1	3,0	1,9	0,0	4,9	3,9	1,7	4,5	4,2	3,9	3,9	3,3
2° trim.	117,2	3,0	1,2	0,3	5,8	3,3	0,6	5,5	5,9	4,6	3,6	4,2
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	4,7	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3
2024	119,9	4,5	3,7	4,3	4,2	4,4	4,0	3,7	3,4	4,8	4,7	4,8
2024 3° trim.	120,5	4,4	3,6	4,1	4,7	4,6	3,8	3,8	3,2	4,6	4,8	4,0
4° trim.	121,7	4,1	4,8	3,9	4,0	4,2	4,5	2,3	2,8	4,6	4,1	4,4
2025 1° trim.	122,8	3,9	4,6	3,2	4,0	4,3	4,0	3,0	2,2	4,4	4,2	3,5
2° trim.	124,0	3,9	5,0	3,7	4,7	3,7	3,7	4,3	3,3	4,5	3,6	4,9
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	0,3	-1,0	-1,6	-0,1	0,9	0,2	2,2	1,1	0,0	0,9
2024 3° trim.	105,0	0,0	0,7	-0,1	-1,7	-0,1	0,9	-0,1	3,3	0,7	0,0	0,7
4° trim.	105,3	0,6	2,6	-0,7	-1,5	-0,1	1,4	0,5	1,2	0,8	0,4	1,6
2025 1° trim.	105,7	0,9	2,7	3,2	-0,9	0,4	2,2	-1,4	-2,0	0,5	0,2	0,2
2° trim.	105,8	0,9	3,8	3,3	-1,0	0,3	3,0	-1,2	-2,4	-0,1	-0,1	0,6
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	4,1	5,4	4,7	5,1	5,0	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5
2024	113,1	4,2	3,7	4,4	4,2	4,3	3,7	3,7	2,9	4,0	4,4	4,5
2024 3° trim.	113,5	4,9	3,8	4,9	4,9	5,2	4,0	3,9	2,2	4,5	5,2	4,1
4° trim.	114,3	3,7	3,7	4,0	4,0	3,9	4,2	3,0	2,9	3,8	3,5	4,0
2025 1° trim.	115,7	4,1	4,8	3,7	4,2	4,5	3,9	3,5	2,4	4,5	4,3	2,9
2° trim.	116,7	4,1	4,5	4,1	4,3	3,8	3,7	4,5	4,0	4,7	3,9	4,0
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	-2,7	0,4	-2,1	2,5	-3,4	0,5	0,0	-0,8	1,1
2024	98,7	-0,2	0,0	-1,0	-1,7	-0,1	0,7	0,3	1,6	0,6	-0,3	0,5
2024 3° trim.	98,8	0,5	0,9	0,6	-1,3	0,4	1,3	0,0	2,9	0,9	0,5	1,0
4° trim.	98,8	0,3	1,7	-0,5	-1,6	-0,1	1,1	1,3	-0,2	0,2	-0,2	0,7
2025 1° trim.	99,5	1,2	3,1	3,8	-0,7	0,9	2,3	-1,0	-1,5	0,8	0,3	-0,4
2° trim.	99,5	1,2	3,9	3,9	-1,1	0,9	3,4	-1,0	-1,5	0,2	0,2	-0,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.



## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025 apr.	2,34	2,24	2,25	2,20	2,14	4,35	0,48
mag.	2,17	2,10	2,09	2,12	2,08	4,31	0,48
giu.	2,01	1,93	1,98	2,05	2,08	4,32	0,48
lug.	1,92	1,89	1,99	2,06	2,08	4,34	0,48
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

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.

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

### 4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>					Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>	Stati Uniti	Giappone	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	0,41	2,85	2,48	2,47	2,76
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 apr.	1,88	1,74	1,70	1,99	2,56	0,82	0,35	0,74	1,63	1,74	2,65	3,40
mag.	1,86	1,78	1,78	2,08	2,61	0,83	0,34	0,90	1,73	1,87	2,70	3,42
giu.	1,86	1,82	1,84	2,16	2,68	0,86	0,32	0,82	1,80	1,96	2,76	3,48
lug.	1,90	1,89	1,94	2,25	2,76	0,87	0,33	0,87	1,91	2,08	2,83	3,58
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

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

### 4.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2025	apr.	520,6	4.994,0	938,6	256,5	158,1	118,1	290,6	1.028,5	972,3	428,7	799,9	5.369,5	34.343,0
	mag.	562,6	5.358,5	991,5	270,2	165,8	126,5	317,9	1.146,4	1.088,5	446,5	824,3	5.810,9	37.490,5
	giu.	561,8	5.325,1	972,2	257,8	162,5	134,4	317,4	1.161,2	1.110,0	457,0	801,4	6.030,0	38.458,3
	lug.	566,7	5.351,7	958,0	261,1	157,2	137,2	324,3	1.192,4	1.098,2	454,6	805,9	6.296,5	40.173,0
	ago.	571,9	5.373,8	964,5	254,6	152,4	139,4	348,1	1.188,0	1.048,5	452,3	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

Fonte: LSEG.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Credito da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni					
	A vista	Rimbor- sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita:				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG <sup>3)</sup>		Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG <sup>3)</sup>	Indicatore compo- sito del costo del finanzia- mento
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2024 set.	0,37	1,77	2,99	2,73	8,22	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
ott.	0,36	1,77	2,73	2,63	8,06	16,89	7,24	7,71	8,46	4,65	4,37	3,69	3,47	3,22	3,79	3,55
nov.	0,35	1,76	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
dic.	0,35	1,76	2,45	2,51	7,91	16,84	6,76	7,48	8,26	4,36	4,15	3,57	3,36	3,09	3,64	3,39
2025 gen.	0,34	1,75	2,33	2,42	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	2,37	7,75	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	2,10	2,25	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	1,97	2,30	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	1,86	2,24	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	1,79	2,21	7,41	16,47	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	1,75	2,21	7,29	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	1,73	2,19	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,41	3,46	3,18	3,62	3,31

Fonte: BCE.

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

2) Include 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) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composito del costo del finanzia- mento
	A vista	Con durata prestabilita:			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2024 set.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,80
ott.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67
nov.	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52
dic.	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,79	5,08	4,47	4,13	3,76	4,31	4,06	3,63	4,36
2025 gen.	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,18	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	4,54	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	4,23	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80
mag.	0,58	2,06	2,56	3,90	3,78	4,25	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	4,21	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	4,08	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52
ago.	0,51	1,88	2,27	3,66	3,59	4,05	4,74	3,54	3,41	3,63	3,07	3,35	3,63	3,46

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 <sup>1)</sup>							
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		di cui Amministrazione centrale		
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale			di cui Amministrazione centrale	Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie		Totale	
			Totale	SVF						Totale	SVF				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine															
2022	1.405,5	500,8	143,1	80,6	94,8	666,8	621,7	493,7	193,3	116,5	76,7	49,9	134,0	96,8	
2023	1.586,4	634,0	164,5	104,3	86,1	701,8	659,1	537,3	242,1	117,5	91,3	49,2	128,5	104,6	
2024	1.598,0	578,5	207,1	121,7	70,5	741,9	674,7	522,7	207,9	137,7	107,6	39,8	137,4	110,3	
2025	apr.	1.571,6	561,3	216,6	122,7	89,0	704,7	631,9	575,7	224,8	162,5	127,9	52,3	136,1	112,3
	mag.	1.578,5	587,5	205,0	116,6	95,8	690,2	619,8	570,4	256,2	140,8	115,0	46,7	126,7	97,4
	giu.	1.599,9	599,9	205,7	123,1	90,4	704,0	633,8	549,5	230,2	152,2	123,0	43,7	123,5	94,9
	lug.	1.596,8	596,8	202,8	109,9	96,9	700,4	631,1	564,2	238,4	156,8	122,2	48,4	120,5	99,8
	ago.	1.642,1	630,1	203,5	105,9	98,6	710,0	640,4	534,4	241,9	133,9	106,4	31,0	127,6	103,3
set.	1.590,1	605,5	192,1	101,7	89,2	703,4	629,8	558,7	237,9	141,2	111,6	42,6	137,0	106,7	
A lungo termine															
2022	17.789,7	3.899,1	3.108,5	1.394,0	1.426,1	9.356,1	8.644,3	295,6	76,7	68,5	31,0	17,2	133,2	123,8	
2023	19.417,2	4.442,4	3.243,9	1.429,0	1.540,5	10.190,4	9.450,5	322,4	93,3	68,3	30,9	21,5	139,3	130,8	
2024	20.532,7	4.772,6	3.502,2	1.519,6	1.650,8	10.607,1	9.835,3	351,5	89,4	86,3	35,0	27,0	148,8	138,1	
2025	apr.	20.866,3	4.780,9	3.471,3	1.539,0	1.678,2	10.935,9	10.146,6	344,7	58,8	80,9	32,1	25,6	179,4	172,0
	mag.	21.024,7	4.841,2	3.533,1	1.546,5	1.706,0	10.944,4	10.155,4	447,0	115,1	114,0	29,1	48,9	168,9	158,0
	giu.	21.127,5	4.846,1	3.572,9	1.586,7	1.710,2	10.998,3	10.213,0	470,3	115,3	141,1	85,4	40,1	173,8	163,6
	lug.	21.195,7	4.875,6	3.614,2	1.594,8	1.718,7	10.987,2	10.198,3	351,9	84,3	96,2	35,7	25,5	145,8	136,4
	ago.	21.172,6	4.876,3	3.622,6	1.604,3	1.708,8	10.964,9	10.176,7	258,9	58,6	73,8	34,8	10,2	116,3	111,9
set.	21.330,3	4.889,7	3.662,4	1.618,2	1.722,6	11.055,5	10.267,0	398,6	97,2	90,3	30,7	44,0	167,1	158,8	

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	di cui Amministrazione centrale					
			Totale	SVF							Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2022	19.195,2	4.399,8	3.251,6	1.474,6	1.520,9	10.022,9	9.266,0	8.686,9	524,9	1.277,8	6.883,5
2023	21.003,6	5.076,4	3.408,4	1.533,3	1.626,6	10.892,1	10.109,6	9.671,9	619,7	1.420,0	7.631,6
2024	22.130,8	5.351,1	3.709,3	1.641,3	1.721,3	11.349,0	10.510,0	10.151,8	750,4	1.586,6	7.814,3
2025 apr.	22.437,9	5.342,1	3.687,9	1.661,7	1.767,2	11.640,6	10.778,5	10.527,5	930,7	1.711,2	7.885,3
mag.	22.603,2	5.428,6	3.738,1	1.663,1	1.801,8	11.634,6	10.775,2	10.982,5	1.011,1	1.781,2	8.189,8
giu.	22.727,4	5.445,9	3.778,5	1.709,9	1.800,6	11.702,3	10.846,8	10.912,7	1.006,9	1.802,7	8.102,7
lug.	22.792,6	5.472,4	3.817,0	1.704,7	1.815,6	11.687,6	10.829,5	11.057,4	1.091,2	1.812,2	8.153,6
ago.	22.814,7	5.506,3	3.826,1	1.710,3	1.807,4	11.674,9	10.817,1	11.086,3	1.113,3	1.831,5	8.141,0
set.	22.920,4	5.495,2	3.854,5	1.719,9	1.811,8	11.758,9	10.896,8	11.308,2	1.158,1	1.873,1	8.276,6
Tasso di crescita <sup>1)</sup>											
2025 feb.	4,8	3,7	7,0	7,0	3,5	4,9	4,8	0,0	-2,1	-0,6	0,3
mar.	4,4	2,8	7,3	7,2	3,3	4,4	4,3	-0,1	-1,8	-0,8	0,2
apr.	4,3	1,8	7,8	8,5	2,3	4,8	4,7	-0,1	-1,8	-0,4	0,1
mag.	4,7	3,5	7,7	7,7	3,6	4,6	4,5	-0,1	-1,5	-0,3	0,1
giu.	5,2	4,6	9,1	10,4	3,5	4,5	4,5	-0,2	-0,7	-0,7	0,0
lug.	5,4	4,8	8,9	9,8	4,3	4,8	4,8	-0,1	-0,5	-0,6	0,1
ago.	5,4	5,5	8,9	9,8	3,8	4,6	4,5	0,0	-0,3	-0,7	0,1
set.	5,2	4,3	8,9	9,6	3,6	4,7	4,7	0,0	0,9	-0,7	0,0

Fonte: BCE.

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

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.8 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

	TCE-18						TCE-41	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95,3	90,8	93,3	84,2	63,9	82,2	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	97,8	88,8	67,0	85,9	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,9	89,5	67,2	86,9	124,1	95,0
2024 4° trim.	97,6	93,6	97,0	88,9	65,7	86,3	123,6	94,2
2025 1° trim.	97,1	93,3	96,4	88,3	63,2	85,6	122,9	93,5
2° trim.	100,6	96,5	101,2	92,0	65,1	88,9	127,7	96,8
3° trim.	102,3	98,1	103,6	-	-	-	130,1	98,5
2025 apr.	100,5	96,5	100,7	-	-	-	127,7	96,9
mag.	100,1	96,0	100,8	-	-	-	127,0	96,2
giu.	101,3	97,1	102,1	-	-	-	128,5	97,3
lug.	102,3	98,1	103,4	-	-	-	129,9	98,4
ago.	102,2	98,0	103,6	-	-	-	129,9	98,3
set.	102,4	98,2	103,9	-	-	-	130,5	98,7
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2025 set.	0,2	0,2	0,4	-	-	-	0,4	0,3
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2025 set.	3,7	3,7	5,7	-	-	-	4,2	3,3

Fonte: BCE.

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

### 4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu rumeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 4° trim.	7,675	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2025 1° trim.	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
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
2025 apr.	8,185	25,039	7,465	406,437	161,671	4,265	0,854	4,9775	10,974	0,937	1,121
mag.	8,135	24,923	7,460	403,939	163,144	4,254	0,843	5,0714	10,881	0,936	1,128
giu.	8,270	24,804	7,460	402,078	166,523	4,266	0,850	5,0454	11,009	0,938	1,152
lug.	8,375	24,625	7,463	399,192	171,531	4,254	0,865	5,0716	11,199	0,932	1,168
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
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2025 set.	0,2	-0,7	0,0	-1,2	1,0	-0,1	0,4	0,2	-1,4	-0,4	0,9
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2025 set.	6,3	-3,0	0,1	-0,8	9,1	-0,4	3,4	2,0	-3,1	-0,7	5,6

Fonte: BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>												
2024 3° trim.	34.799,4	33.379,6	1.419,8	12.322,2	9.633,2	13.983,3	15.946,6	8,2	7.165,9	7.799,8	1.319,7	16.660,7
4° trim.	36.033,2	34.180,5	1.852,7	12.734,9	9.946,1	14.749,7	16.509,1	-2,1	7.155,8	7.725,4	1.394,8	16.712,7
2025 1° trim.	36.245,3	34.558,7	1.686,6	12.701,6	9.910,1	14.448,6	16.539,6	36,6	7.547,4	8.109,0	1.511,0	16.994,8
2° trim.	35.846,4	34.411,9	1.434,5	12.383,7	9.659,4	14.516,3	16.720,0	19,3	7.465,1	8.032,5	1.462,1	16.900,6
<b>Consistenze (in percentuale del PIL)</b>												
2025 2° trim.	231,1	221,9	9,2	79,8	62,3	93,6	107,8	0,1	48,1	51,8	9,4	109,0
<b>Transazioni</b>												
2024 3° trim.	403,8	260,6	143,3	-12,8	-25,7	190,5	197,5	-6,9	237,0	88,7	-4,0	-
4° trim.	68,2	-23,1	91,3	56,8	55,1	239,9	178,9	9,7	-242,0	-257,2	3,7	-
2025 1° trim.	811,7	714,1	97,6	138,2	45,9	213,8	202,1	-8,3	468,8	466,1	-0,8	-
2° trim.	284,5	192,0	92,5	-66,0	-76,7	200,3	168,5	-2,4	143,8	100,2	8,8	-
2025 mar.	97,7	61,6	36,1	25,7	-15,8	65,8	56,2	-15,7	22,4	21,2	-0,5	-
apr.	98,8	79,2	19,5	6,5	15,7	28,4	-36,5	-13,2	72,0	100,0	5,1	-
mag.	67,5	31,5	36,1	-34,8	-54,7	59,8	76,2	11,1	29,1	10,0	2,3	-
giu.	118,2	81,3	36,9	-37,7	-37,7	112,1	128,8	-0,3	42,7	-9,8	1,4	-
lug.	23,2	20,6	2,5	28,4	23,2	51,0	55,1	-2,9	-53,5	-57,6	0,1	-
ago.	125,1	150,4	-25,2	-1,2	15,1	55,8	55,7	5,4	64,0	79,5	1,2	-
<b>Transazioni cumulate sui 12 mesi</b>												
2025 ago.	1.484,8	1.181,1	303,7	132,6	61,8	846,3	752,3	1,4	489,4	367,0	15,1	-
<b>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</b>												
2025 ago.	9,6	7,6	2,0	0,9	0,4	5,5	4,9	0,0	3,2	2,4	0,1	-

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

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

	M3											Totale
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Totale					
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale		Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	Totale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2022	1.538,9	9.758,1	11.297,0	1.366,9	2.565,3	3.932,2	15.229,2	122,4	646,6	50,0	819,0	16.048,2
2023	1.536,2	8.809,4	10.345,6	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.100,2	183,7	740,0	71,6	995,3	16.095,5
2024	1.556,9	9.021,4	10.578,2	2.531,0	2.469,1	5.000,1	15.578,3	254,1	886,5	35,3	1.175,9	16.754,2
2024 4° trim.	1.556,9	9.021,4	10.578,2	2.531,0	2.469,1	5.000,1	15.578,3	254,1	886,5	35,3	1.175,9	16.754,2
2025 1° trim.	1.564,3	9.120,0	10.684,3	2.486,5	2.491,0	4.977,6	15.661,9	240,0	909,5	42,7	1.192,2	16.854,0
2° trim.	1.562,3	9.246,7	10.809,1	2.395,1	2.513,7	4.908,8	15.717,9	257,5	921,3	28,4	1.207,2	16.925,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.574,7	9.308,3	10.883,0	2.369,4	2.541,9	4.911,3	15.794,3	260,1	927,8	8,2	1.196,1	16.990,4
2025 apr.	1.559,6	9.196,0	10.755,6	2.450,8	2.494,4	4.945,2	15.700,7	255,2	896,9	42,4	1.194,5	16.895,2
mag.	1.559,8	9.232,3	10.792,1	2.446,0	2.503,1	4.949,1	15.741,2	247,6	908,9	35,8	1.192,2	16.933,4
giu.	1.562,3	9.246,7	10.809,1	2.395,1	2.513,7	4.908,8	15.717,9	257,5	921,3	28,4	1.207,2	16.925,2
lug.	1.565,3	9.242,6	10.807,9	2.405,9	2.519,8	4.925,7	15.733,6	243,1	916,4	26,7	1.186,2	16.919,8
ago.	1.569,7	9.255,3	10.825,0	2.393,6	2.525,9	4.919,5	15.744,5	237,1	911,3	16,4	1.164,8	16.909,3
set. <sup>(p)</sup>	1.574,7	9.308,3	10.883,0	2.369,4	2.541,9	4.911,3	15.794,3	260,1	927,8	8,2	1.196,1	16.990,4
Transazioni												
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,4	2,5	76,9	82,8	576,5
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	39,9	93,8	23,9	157,6	5,5
2024	21,3	167,6	188,9	203,5	9,0	212,5	401,4	75,7	136,0	-36,0	175,7	577,1
2024 4° trim.	15,2	162,6	177,7	-73,3	44,0	-29,2	148,5	16,9	24,8	-16,8	24,9	173,4
2025 1° trim.	7,5	117,3	124,8	-39,1	15,0	-24,2	100,6	-12,7	19,8	9,8	17,0	117,6
2° trim.	-2,0	149,6	147,6	-81,2	22,3	-58,9	88,7	20,3	9,6	-14,2	15,7	104,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	12,4	65,1	77,5	-25,0	28,2	3,2	80,7	2,8	3,8	-17,7	-11,1	69,7
2025 apr.	-4,8	90,1	85,3	-29,2	2,9	-26,3	58,9	16,9	-13,2	-0,8	2,8	61,8
mag.	0,2	35,9	36,1	-5,4	8,6	3,2	39,3	-7,9	11,1	-5,3	-2,1	37,2
giu.	2,6	23,7	26,3	-46,6	10,8	-35,8	-9,6	11,3	11,7	-8,0	15,0	5,5
lug.	2,9	-7,9	-5,0	8,2	6,1	14,3	9,4	-15,2	-5,8	-0,6	-21,6	-12,2
ago.	4,5	17,9	22,4	-10,0	6,1	-3,9	18,4	-5,2	-6,1	-9,5	-20,8	-2,4
set. <sup>(p)</sup>	5,0	55,1	60,1	-23,2	16,0	-7,2	52,9	23,3	15,7	-7,7	31,3	84,2
Variazioni percentuali												
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,8	0,4	457,2	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,6	14,5	45,3	19,3	0,0
2024	1,4	1,9	1,8	8,9	0,4	4,5	2,7	41,6	18,3	-52,9	17,7	3,6
2024 4° trim.	1,4	1,9	1,8	8,9	0,4	4,5	2,7	41,6	18,3	-52,9	17,7	3,6
2025 1° trim.	2,5	4,1	3,9	0,8	2,3	1,6	3,1	25,2	13,9	-43,1	12,0	3,7
2° trim.	1,9	5,1	4,7	-5,3	3,4	-1,0	2,8	26,2	11,4	-54,9	10,4	3,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	2,1	5,6	5,1	-8,4	4,5	-2,2	2,7	11,5	6,7	-80,9	4,0	2,8
2025 apr.	1,8	5,3	4,8	-1,2	2,5	0,6	3,4	27,5	11,1	-45,5	10,2	3,9
mag.	1,9	5,6	5,1	-2,9	2,9	0,0	3,4	21,4	13,0	-48,0	10,6	3,9
giu.	1,9	5,1	4,7	-5,3	3,4	-1,0	2,8	26,2	11,4	-54,9	10,4	3,3
lug.	1,9	5,6	5,0	-5,2	3,7	-0,8	3,1	8,7	9,4	-51,5	6,1	3,3
ago.	2,0	5,6	5,0	-6,3	3,9	-1,3	3,0	-0,3	7,2	-66,1	2,2	2,9
set. <sup>(p)</sup>	2,1	5,6	5,1	-8,4	4,5	-2,2	2,7	11,5	6,7	-80,9	4,0	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 M3<sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2022	3.361,5	2.721,2	499,5	134,7	6,2	8.374,2	5.542,6	437,9	2.392,9	0,9	1.282,3	231,5	563,3
2023	3.334,1	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.222,8	227,0	542,3
2024	3.438,2	2.500,7	792,7	133,7	11,1	8.759,0	5.199,1	1.256,9	2.301,5	1,5	1.298,0	232,1	548,2
2024 4° trim.	3.438,2	2.500,7	792,7	133,7	11,1	8.759,0	5.199,1	1.256,9	2.301,5	1,5	1.298,0	232,1	548,2
2025 1° trim.	3.413,4	2.475,3	787,4	140,2	10,6	8.792,4	5.256,0	1.219,6	2.315,7	1,1	1.363,4	229,0	539,3
2° trim.	3.421,2	2.494,7	772,6	144,5	9,3	8.842,1	5.334,0	1.173,0	2.333,9	1,2	1.367,5	236,6	545,7
3° trim. (p)	3.465,9	2.534,8	775,1	144,8	11,2	8.900,9	5.393,3	1.144,6	2.362,0	1,0	1.347,3	228,2	537,4
2025 apr.	3.430,7	2.482,9	794,9	141,4	11,5	8.808,0	5.288,2	1.200,0	2.318,9	0,9	1.378,8	243,5	535,4
mag.	3.444,5	2.500,7	791,6	142,7	9,5	8.832,7	5.316,7	1.188,5	2.326,5	1,0	1.380,2	230,3	541,2
giu.	3.421,2	2.494,7	772,6	144,5	9,3	8.842,1	5.334,0	1.173,0	2.333,9	1,2	1.367,5	236,6	545,7
lug.	3.444,5	2.509,8	780,6	144,3	9,8	8.870,0	5.355,6	1.172,9	2.340,6	0,9	1.328,6	219,3	549,1
ago.	3.448,8	2.514,0	781,1	144,4	9,3	8.878,6	5.364,8	1.166,1	2.346,7	1,0	1.311,1	224,0	549,5
set. (p)	3.465,9	2.534,8	775,1	144,8	11,2	8.900,9	5.393,3	1.144,6	2.362,0	1,0	1.347,3	228,2	537,4
Transazioni													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,4	6,2	12,5
2023	-31,6	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,6	-3,0	-27,8
2024	94,9	75,8	16,1	2,9	0,2	300,1	55,7	236,1	8,2	0,1	53,6	4,0	3,2
2024 4° trim.	61,8	88,8	-34,6	8,1	-0,5	133,8	106,8	-8,7	35,2	0,5	-42,6	0,7	-3,4
2025 1° trim.	-18,0	-20,7	-3,3	6,2	-0,2	34,8	64,3	-36,6	7,5	-0,4	75,1	-2,2	-9,3
2° trim.	21,3	27,3	-9,6	4,4	-0,8	54,3	81,2	-44,7	17,6	0,1	20,1	9,0	6,4
3° trim. (p)	45,4	40,0	2,9	0,7	1,8	59,5	59,7	-28,1	28,1	-0,2	-17,1	-8,4	-8,3
2025 apr.	24,3	11,9	9,8	1,3	1,3	18,6	34,7	-18,4	2,6	-0,2	26,3	15,4	-4,0
mag.	13,1	17,4	-3,5	1,3	-2,0	24,5	28,3	-11,5	7,6	0,2	1,2	-13,4	5,9
giu.	-16,0	-2,0	-15,9	1,8	0,0	11,1	18,3	-14,7	7,4	0,1	-7,3	7,0	4,4
lug.	20,2	12,9	6,8	0,2	0,4	27,1	21,1	-0,5	6,7	-0,2	-41,8	-17,7	3,4
ago.	7,2	6,1	1,5	0,0	-0,4	9,7	9,8	-6,3	6,1	0,1	-13,6	5,0	0,5
set. (p)	18,0	21,0	-5,4	0,5	1,9	22,8	28,8	-21,3	15,3	0,0	38,3	4,3	-12,1
Variazioni percentuali													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,6	1,1	23,2	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 4° trim.	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,6	1,1	23,2	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 1° trim.	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,6	3,4	7,4	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
2° trim.	1,6	3,9	-6,7	13,4	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,9	-7,9	7,2	7,6	1,9
3° trim. (p)	3,3	5,6	-5,4	15,5	4,0	3,3	6,1	-9,3	3,9	0,4	2,6	-0,4	-2,6
2025 apr.	2,6	4,3	-3,8	11,2	7,0	3,5	4,0	3,5	2,2	-9,2	10,2	16,0	0,6
mag.	2,7	4,8	-4,9	12,2	7,3	3,6	4,8	0,4	2,5	4,3	8,8	7,1	2,3
giu.	1,6	3,9	-6,7	13,4	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,9	-7,9	7,2	7,6	1,9
lug.	2,7	4,9	-5,5	14,1	5,1	3,4	5,4	-4,6	3,1	-0,1	6,1	2,5	1,4
ago.	2,8	5,1	-5,7	14,7	-2,3	3,4	5,6	-5,6	3,3	5,7	1,9	3,3	0,8
set. (p)	3,3	5,6	-5,4	15,5	4,0	3,3	6,1	-9,3	3,9	0,4	2,6	-0,4	-2,6

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'euro <sup>1)</sup>

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

	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			
					Totale	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>	A imprese di assicurazione e fondi pensione				
											Prestiti corretti <sup>2)</sup>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze													
2022	6.352,0	1.001,3	5.325,7	15.389,8	12.987,5	13.174,9	5.126,5	6.631,8	1.082,5	146,7	1.565,9	836,4	
2023	6.305,3	990,6	5.289,3	15.492,9	13.033,8	13.253,1	5.123,2	6.648,1	1.124,5	138,0	1.560,7	898,4	
2024	6.257,4	988,5	5.243,0	15.782,4	13.247,6	13.503,0	5.182,3	6.677,2	1.248,7	139,4	1.581,4	953,4	
2024 4° trim.	6.257,4	988,5	5.243,0	15.782,4	13.247,6	13.503,0	5.182,3	6.677,2	1.248,7	139,4	1.581,4	953,4	
2025 1° trim.	6.267,0	995,5	5.245,5	15.876,9	13.338,1	13.594,9	5.204,0	6.720,8	1.276,5	136,8	1.562,5	976,3	
2° trim.	6.264,2	1.007,4	5.230,8	15.955,7	13.411,3	13.686,5	5.211,2	6.767,6	1.287,0	145,4	1.572,2	972,3	
3° trim.	6.284,7	1.015,7	5.243,0	16.029,5	13.453,1	13.710,1	5.247,4	6.811,6	1.258,7	135,4	1.570,0	1.006,4	
2025 apr.	6.306,2	994,7	5.285,5	15.890,6	13.369,1	13.629,5	5.208,3	6.740,1	1.284,7	136,0	1.564,4	957,1	
mag.	6.290,6	1.008,0	5.256,5	15.902,4	13.378,6	13.634,9	5.208,1	6.754,7	1.277,5	138,2	1.558,5	965,4	
giu.	6.264,2	1.007,4	5.230,8	15.955,7	13.411,3	13.686,5	5.211,2	6.767,6	1.287,0	145,4	1.572,2	972,3	
lug.	6.281,2	1.011,6	5.243,5	15.977,1	13.417,8	13.685,7	5.220,6	6.780,3	1.280,2	136,7	1.571,3	988,0	
ago.	6.255,8	1.012,6	5.217,1	15.996,0	13.419,4	13.691,4	5.240,8	6.795,9	1.247,1	135,7	1.576,4	1.000,1	
set.	6.284,7	1.015,7	5.243,0	16.029,5	13.453,1	13.710,1	5.247,4	6.811,6	1.258,7	135,4	1.570,0	1.006,4	
Transazioni													
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9	
2023	-161,1	-17,4	-144,0	53,8	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-16,0	45,4	
2024	-64,4	-1,4	-63,5	288,9	229,8	272,1	76,9	44,8	107,0	1,1	11,4	47,6	
2024 4° trim.	4,6	11,0	-6,5	140,8	101,4	126,3	44,1	22,3	28,7	6,3	14,3	25,1	
2025 1° trim.	31,9	6,6	25,2	116,0	112,9	113,4	35,1	48,4	32,1	-2,7	-17,0	20,1	
2° trim.	-27,7	11,7	-39,4	97,2	92,4	107,8	22,1	47,8	13,4	9,1	12,0	-7,2	
3° trim.	26,7	7,6	19,0	75,2	50,6	31,6	40,3	47,4	-27,1	-10,0	-4,5	29,0	
2025 apr.	11,9	-1,2	13,1	25,6	41,7	44,2	11,2	16,5	14,4	-0,5	2,7	-18,7	
mag.	-16,8	13,3	-30,3	7,6	9,8	5,8	1,2	15,5	-9,1	2,2	-5,8	3,7	
giu.	-22,8	-0,4	-22,2	63,9	40,9	57,7	9,7	15,8	8,1	7,3	15,2	7,8	
lug.	21,6	4,3	17,3	16,5	3,9	-3,0	8,4	13,5	-9,2	-8,8	-2,1	14,7	
ago.	-19,3	1,0	-20,3	23,6	7,9	10,6	22,8	16,7	-30,7	-0,9	4,5	11,2	
set.	24,4	2,4	22,0	35,1	38,8	24,0	9,1	17,2	12,8	-0,3	-6,8	3,1	
Variazioni percentuali													
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6	
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,3	
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,5	0,8	0,7	5,3	
2024 4° trim.	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,5	0,8	0,7	5,3	
2025 1° trim.	0,5	1,7	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,8	-0,7	-0,9	4,9	
2° trim.	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,8	11,3	0,8	4,6	
3° trim.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,9	1,9	0,3	7,2	
2025 apr.	0,5	1,9	0,2	2,4	2,6	2,8	2,5	1,7	8,6	-0,2	0,0	3,4	
mag.	0,6	3,3	0,1	2,5	2,6	2,8	2,4	1,9	7,5	5,7	0,4	3,7	
giu.	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,8	11,3	0,8	4,6	
lug.	0,6	3,6	0,0	2,7	2,6	2,8	2,5	2,3	4,8	3,5	1,3	5,7	
ago.	0,1	3,4	-0,5	2,7	2,5	2,8	2,7	2,4	3,1	1,8	1,0	7,1	
set.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,9	1,9	0,3	7,2	

Fonte: BCE.

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

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

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

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



## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	Prestiti corretti <sup>4)</sup>					Prestiti corretti <sup>4)</sup>				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2022	5.126,5	5.126,4	960,0	1.076,9	3.089,6	6.631,8	6.832,5	715,1	5.213,4	703,3
2023	5.123,2	5.138,3	907,2	1.090,3	3.125,8	6.648,1	6.866,2	731,3	5.227,9	688,9
2024	5.182,3	5.203,1	922,4	1.098,0	3.161,9	6.677,2	6.928,7	745,0	5.254,1	678,1
2024 4° trim.	5.182,3	5.203,1	922,4	1.098,0	3.161,9	6.677,2	6.928,7	745,0	5.254,1	678,1
2025 1° trim.	5.204,0	5.227,6	922,9	1.114,7	3.166,4	6.720,8	6.973,1	750,8	5.291,9	678,1
2° trim.	5.211,2	5.253,0	928,1	1.116,1	3.167,0	6.767,6	7.016,4	757,3	5.333,6	676,7
3° trim.	5.247,4	5.282,2	935,2	1.124,0	3.188,3	6.811,6	7.061,2	765,8	5.373,3	672,5
2025 apr.	5.208,3	5.231,0	927,0	1.109,3	3.171,9	6.740,1	6.990,9	753,6	5.309,0	677,6
mag.	5.208,1	5.229,1	925,9	1.108,9	3.173,3	6.754,7	7.002,0	754,2	5.322,9	677,6
giu.	5.211,2	5.253,0	928,1	1.116,1	3.167,0	6.767,6	7.016,4	757,3	5.333,6	676,7
lug.	5.220,6	5.258,5	922,7	1.122,4	3.175,5	6.780,3	7.030,4	760,1	5.345,7	674,6
ago.	5.240,8	5.271,1	934,8	1.122,2	3.183,8	6.795,9	7.045,0	763,8	5.359,4	672,8
set.	5.247,4	5.282,2	935,2	1.124,0	3.188,3	6.811,6	7.061,2	765,8	5.373,3	672,5
Transazioni										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,0	-21,2
2024	76,9	88,1	21,9	14,1	40,9	44,8	77,0	26,6	28,0	-9,9
2024 4° trim.	44,1	45,5	7,7	10,8	25,6	22,3	36,3	10,7	10,5	1,1
2025 1° trim.	35,1	35,9	2,3	21,6	11,1	48,4	50,4	8,9	39,2	0,3
2° trim.	22,1	36,0	11,2	7,0	4,0	47,8	45,8	6,0	40,1	1,7
3° trim.	40,3	32,5	8,7	9,1	22,5	47,4	48,1	10,2	40,2	-3,0
2025 apr.	11,2	9,2	7,3	-2,1	6,1	16,5	15,6	2,8	14,2	-0,4
mag.	1,2	-1,3	-1,0	0,1	2,1	15,5	12,6	1,1	14,0	0,3
giu.	9,7	28,1	4,9	9,0	-4,1	15,8	17,6	2,1	11,9	1,8
lug.	8,4	5,2	-5,9	5,4	9,0	13,5	14,6	3,4	12,0	-1,9
ago.	22,8	14,3	13,2	1,2	8,4	16,7	15,5	4,1	14,0	-1,4
set.	9,1	13,0	1,4	2,5	5,2	17,2	18,0	2,7	14,2	0,3
Variazioni percentuali										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2024 4° trim.	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025 1° trim.	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
2° trim.	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,2	4,5	2,1	-0,3
3° trim.	2,8	2,9	3,3	4,5	2,0	2,5	2,6	4,9	2,5	0,0
2025 apr.	2,5	2,6	5,8	3,3	1,3	1,7	1,9	4,0	1,6	-0,5
mag.	2,4	2,5	4,6	3,4	1,4	1,9	2,0	4,0	1,9	-0,3
giu.	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,2	4,5	2,1	-0,3
lug.	2,5	2,8	3,2	4,6	1,6	2,3	2,4	4,6	2,2	0,1
ago.	2,7	3,0	3,9	4,7	1,7	2,4	2,5	4,8	2,3	0,0
set.	2,8	2,9	3,3	4,5	2,0	2,5	2,6	4,9	2,5	0,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2022	639,4	6.731,2	1.783,0	45,7	2.109,0	2.793,4	1.332,5	344,5	137,2	147,2
2023	447,4	7.327,2	1.827,5	90,2	2.413,8	2.995,6	1.858,1	213,8	152,1	152,6
2024	377,9	7.837,7	1.843,2	116,5	2.588,8	3.289,2	2.678,3	251,6	140,4	135,9
2024 4° trim.	377,9	7.837,7	1.843,2	116,5	2.588,8	3.289,2	2.678,3	251,6	140,4	135,9
2025 1° trim.	366,8	7.939,7	1.834,3	121,1	2.573,6	3.410,6	2.791,4	225,2	183,5	161,3
2° trim.	410,9	7.905,9	1.833,6	129,7	2.563,0	3.379,6	2.828,8	193,1	177,9	165,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	432,6	8.092,8	1.843,2	133,5	2.593,4	3.522,6	3.051,9	149,7	168,3	169,9
2025 apr.	447,0	7.912,6	1.830,1	123,4	2.537,1	3.422,0	2.830,7	227,4	195,4	173,4
mag.	471,6	7.958,1	1.829,8	125,9	2.572,8	3.429,6	2.914,1	256,0	181,4	177,6
giu.	410,9	7.905,9	1.833,6	129,7	2.563,0	3.379,6	2.828,8	193,1	177,9	165,9
lug.	398,9	7.953,5	1.834,5	133,2	2.584,4	3.401,5	2.860,1	153,7	173,5	166,9
ago.	400,3	7.963,8	1.839,5	133,5	2.575,5	3.415,3	2.871,5	150,1	206,3	179,4
set. <sup>(p)</sup>	432,6	8.092,8	1.843,2	133,5	2.593,4	3.522,6	3.051,9	149,7	168,3	169,9
Transazioni										
2022	-93,4	52,7	-88,8	-4,6	13,2	132,9	-68,9	-205,4	10,4	18,0
2023	-198,2	323,8	25,2	40,0	227,1	31,5	456,1	-217,7	17,1	9,0
2024	-69,1	278,1	15,6	26,2	164,2	72,1	541,1	20,6	-11,7	-16,7
2024 4° trim.	-25,4	68,0	4,8	2,2	5,6	55,4	86,7	-16,2	-44,5	-52,6
2025 1° trim.	-10,7	25,4	-5,7	5,7	10,7	14,7	7,3	-22,8	43,1	25,3
2° trim.	44,2	26,9	4,8	8,6	40,2	-26,7	129,6	-23,6	-5,6	4,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	20,2	37,4	10,0	3,8	33,8	-10,2	62,0	-36,6	-9,6	4,0
2025 apr.	80,3	-16,1	-0,8	2,4	-5,0	-12,6	70,5	18,0	11,9	12,2
mag.	24,6	32,5	-0,6	2,5	33,2	-2,6	66,9	36,5	-13,9	4,2
giu.	-60,8	10,5	6,1	3,8	12,0	-11,5	-7,8	-78,1	-3,6	-11,7
lug.	-13,6	7,7	-0,5	3,5	10,9	-6,2	-9,4	-46,8	-4,4	1,0
ago.	1,4	10,2	6,2	0,3	0,8	2,8	4,6	0,4	32,8	12,4
set. <sup>(p)</sup>	32,3	19,5	4,3	0,0	22,1	-6,8	66,9	9,7	-38,0	-9,5
Variazioni percentuali										
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2024 4° trim.	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025 1° trim.	-7,1	2,5	0,3	17,6	3,5	2,6	-	-	3,1	-7,4
2° trim.	0,1	2,3	0,6	19,1	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
3° trim. <sup>(p)</sup>	7,0	2,0	0,8	17,9	3,6	1,1	-	-	-9,0	-9,9
2025 apr.	1,8	2,1	0,4	16,8	2,4	2,5	-	-	19,4	-2,3
mag.	6,8	2,4	0,5	17,1	3,5	2,2	-	-	14,0	7,6
giu.	0,1	2,3	0,6	19,1	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
lug.	-1,9	2,4	0,9	20,5	4,0	1,3	-	-	4,0	7,8
ago.	-4,9	2,2	1,1	19,6	3,2	1,4	-	-	6,8	5,1
set. <sup>(p)</sup>	7,0	2,0	0,8	17,9	3,6	1,1	-	-	-9,0	-9,9

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

### 6.2 Entrate e spese

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

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

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

	Totale	Strumento finanziario			Detentore			Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta	
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti		Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
					Totale	IFM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,5	40,9	39,3	9,8	84,0	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
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	0,9
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	0,8
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	0,8
2024 3° trim.	87,7	2,2	11,7	73,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti <sup>1)</sup>

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

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

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

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

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media in anni <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Totale	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
										Totale	Scadenze fino a 1 anno		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	12,8	11,6	4,1	1,2	0,3	8,1	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
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
2024 4° trim.	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 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.	12,9	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.	13,3	11,7	3,7	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6
2025	apr.	13,0	11,6	3,8	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	2,2	3,3	2,9
	mag.	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,8	2,2	3,2	2,8
	giu.	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	3,1	2,8
	lug.	12,9	11,4	3,6	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,6	2,2	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	2,9	2,7
	set.	13,3	11,7	3,7	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,9	2,6

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 3° trim.	-4,3	-2,8	-2,7	4,3	0,8	-2,8	-5,7	-2,1	-5,2	3,6
4° trim.	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 1° trim.	-4,6	-2,4	-1,2	4,0	2,5	-3,2	-5,7	-2,6	-3,4	4,2
2° trim.	-4,7	-2,2	-0,9	3,7	2,2	-3,2	-5,6	-3,0	-2,9	4,4
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 3° trim.	104,8	62,0	23,8	40,0	158,3	104,2	113,7	59,2	135,6	66,7
4° trim.	103,9	62,2	23,5	38,3	153,6	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 1° trim.	106,0	62,0	23,9	34,5	152,4	103,4	114,1	58,3	137,4	62,1
2° trim.	106,2	62,4	23,2	33,3	151,2	103,4	115,8	57,5	138,3	61,2

	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 3° trim.	-1,7	-1,4	0,5	-3,0	-0,3	-3,9	0,6	-1,7	-5,2	-4,2
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	-4,2
2° trim.	-1,7	-1,8	-0,4	-4,0	-1,4	-4,9	0,5	-1,8	-4,8	-3,9
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 3° trim.	47,4	38,0	25,6	44,9	42,6	81,6	95,9	66,3	60,1	82,2
4° trim.	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 1° trim.	45,4	40,4	26,1	46,7	43,2	83,1	95,0	69,5	63,2	84,2
2° trim.	48,0	39,1	25,1	46,9	42,7	82,3	96,8	69,4	62,9	88,4

Fonte: Eurostat.

© **Banca centrale europea, 2025**

Indirizzo                60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono                +49 69 1344 0  
Sito Internet            [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 29 ottobre 2025.

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

ISSN                      2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE    QB-01-25-043-IT-N (online)