BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 3 / 2025

Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari 3

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

Riquadri **42**

1 Sfide per la tenuta dei differenziali sulle obbligazioni societarie statunitensi 42

2 Le implicazioni per l'area dell'euro delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina: gli insegnamenti tratti dai dazi imposti dalla prima amministrazione Trump 49

3 Chi vuole lavorare di più? Un esame aggiornato del calo delle ore lavorate medie per dipendente 56

4 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie 62

5 Le aspettative di inflazione a lungo termine dei consumatori: uno sguardo d'insieme 68

6 L'impennata inflazionistica nel periodo 2021-2024 attraverso il modello ECB-BASE 74

7 Introduzione dei sistemi statistici sviluppati internamente dalle BCN (statistical in-house credit assessment systems, S-ICAS) come ulteriore fonte di valutazione della qualità creditizia nell'ambito del sistema di garanzie ordinario 79

8 L'impatto macroeconomico delle misure discrezionali di bilancio adottate nell'area dell'euro dall'inizio della pandemia 82

Articolo **87**

1 I piani strutturali di bilancio di medio termine nell'ambito del nuovo Patto di stabilità e crescita 87

Riquadro 1 Flessibilità nel nuovo quadro di governance economica dell'UE: implicazioni per il debito pubblico 97

Statistiche **S1**

Andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Nella riunione del 17 aprile 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In particolare, la decisione di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ovvero il tasso con il quale il Consiglio direttivo orienta la politica monetaria, si è basata sulla valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria.

Prosegue il processo di disinflazione. L'andamento dell'inflazione ha continuato a riflettere le aspettative degli esperti: a marzo sono diminuite sia l'inflazione complessiva sia quella di fondo. Anche l'inflazione dei servizi ha segnato una marcata attenuazione negli ultimi mesi. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo suggerisce che l'inflazione si collocherà stabilmente intorno all'obiettivo del 2 per cento a medio termine previsto dal Consiglio direttivo. La dinamica delle retribuzioni è in fase di moderazione e i profitti stanno parzialmente assorbendo l'impatto sull'inflazione di una crescita salariale tuttora elevata. L'economia dell'area dell'euro ha acquisito una certa capacità di tenuta agli shock mondiali, ma le prospettive di espansione si sono deteriorate a causa delle crescenti tensioni commerciali. È probabile che la maggiore incertezza riduca la fiducia di famiglie e imprese e che la risposta avversa e volatile dei mercati alle tensioni commerciali determini un inasprimento delle condizioni di finanziamento. Tali fattori potrebbero gravare ulteriormente sulle prospettive economiche per l'area dell'euro.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Soprattutto nelle attuali condizioni caratterizzate da eccezionale incertezza, l'orientamento di politica monetaria adeguato sarà definito seguendo un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione circa le prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

Attività economica

Le prospettive economiche sono offuscate da eccezionale incertezza. Gli esportatori dell'area dell'euro si trovano ad affrontare nuove barriere agli scambi, la cui portata resta tuttavia poco chiara. Le turbative nel commercio internazionale, le tensioni nei mercati finanziari e l'incertezza geopolitica gravano sugli investimenti delle imprese.

Anche i consumatori, divenendo più cauti riguardo al futuro, potrebbero contenere la spesa.

Al tempo stesso, l'economia dell'area dell'euro ha acquisito una certa capacità di tenuta a fronte degli shock mondiali ed è probabile che sia cresciuta nel primo trimestre del 2025, con il settore manifatturiero che ha mostrato segnali di stabilizzazione. La disoccupazione è scesa al 6,1 per cento a febbraio, il livello più basso dall'introduzione dell'euro. Il vigore del mercato del lavoro, i maggiori redditi reali e l'impatto della politica monetaria dovrebbero sostenere la spesa. È possibile attendersi che le importanti iniziative politiche adottate a livello nazionale e dell'UE al fine di incrementare la spesa per la difesa e gli investimenti in infrastrutture rafforzino il settore manifatturiero, come emerso inoltre dalle recenti indagini.

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

Inflazione

A marzo 2025 l'inflazione sui dodici mesi è scesa lievemente, al 2,2 per cento. I prezzi dell'energia sono diminuiti dell'1,0 per cento, dopo il lieve incremento di febbraio, mentre l'inflazione dei beni alimentari è aumentata al 2,9 per cento a marzo, dal 2,7 del mese precedente. L'inflazione dei beni è rimasta stabile allo 0,6 per cento. Per quanto riguarda i servizi, l'inflazione si è ridotta nuovamente a marzo, collocandosi al 3,5 per cento, livello inferiore di mezzo punto percentuale rispetto a quello registrato alla fine del 2024.

La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo segnala un ritorno durevole dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento a medio termine previsto dal Consiglio direttivo. L'inflazione interna è diminuita dalla fine del 2024. I salari mostrano una graduale moderazione. Nell'ultimo trimestre del 2024 il tasso di crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per dipendente si è situato al 4,1 per cento, in calo dal 4,5 del trimestre precedente. L'incremento della produttività ha comportato inoltre un'espansione più lenta del costo del lavoro per unità di prodotto. Gli indici delle retribuzioni elaborati dalla BCE e le informazioni ricavate tramite i contatti intercorsi con le imprese segnalano un calo della crescita salariale nel 2025, come indicato anche nelle proiezioni macroeconomiche di marzo degli

esperti della BCE. I profitti per unità di prodotto si sono ridotti dell'1,1 per cento sul periodo corrispondente alla fine del 2024, contribuendo al calo dell'inflazione interna.

La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continua ad attestarsi intorno al 2 per cento, sostenendo il ritorno durevole dell'inflazione all'obiettivo del Consiglio direttivo.

Valutazione dei rischi

I rischi al ribasso per la crescita economica sono aumentati. Il considerevole acuirsi delle tensioni commerciali su scala mondiale e le incertezze a queste associate probabilmente indeboliranno la crescita dell'area dell'euro frenando le esportazioni e potrebbero comprimere gli investimenti e i consumi. Il deterioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari potrebbe determinare condizioni di finanziamento più stringenti, accentuare l'avversione al rischio e ridurre la propensione di imprese e famiglie agli investimenti e ai consumi. Anche le tensioni geopolitiche, come la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente, rimangono fra le principali fonti di incertezza. Allo stesso tempo un incremento della spesa per la difesa e le infrastrutture contribuirebbe alla crescita.

L'aumento delle turbative nel commercio internazionale intensifica l'incertezza sulle prospettive di inflazione nell'area dell'euro. Il calo delle quotazioni internazionali dell'energia e l'apprezzamento dell'euro potrebbero esercitare ulteriori pressioni al ribasso sull'inflazione. Tale effetto potrebbe essere rafforzato dalla minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro a seguito dei dazi più elevati e da un reindirizzamento verso l'area di esportazioni provenienti da paesi con eccesso di capacità produttiva. Reazioni avverse dei mercati finanziari alle tensioni commerciali potrebbero gravare sulla domanda interna e pertanto ridurre anche l'inflazione. Per contro, la frammentazione delle catene di approvvigionamento mondiali potrebbe determinare un'ascesa dell'inflazione spingendo al rialzo i prezzi all'importazione. Anche un incremento della spesa per la difesa e le infrastrutture potrebbe far aumentare l'inflazione nel medio termine. I fenomeni meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica, potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari oltre le aspettative.

Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse privi di rischio sono diminuiti per effetto dell'inasprirsi delle tensioni commerciali. Le quotazioni azionarie sono scese in un contesto di elevata volatilità e i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie si sono ampliati a livello mondiale. L'euro si è rafforzato nelle ultime settimane, a fronte di una maggior tenuta della fiducia degli investitori dell'area dell'euro rispetto ad altre economie.

Le ultime statistiche ufficiali sull'indebitamento societario, precedenti alle tensioni nei mercati, continuavano a indicare che le riduzioni dei tassi di riferimento della BCE avevano reso meno oneroso il credito per le imprese. Il tasso di interesse medio sui

nuovi prestiti alle imprese è sceso al 4,1 per cento a febbraio 2025, dal 4,3 del mese precedente. Il costo sostenuto dalle imprese per il debito emesso sul mercato è diminuito al 3,5 per cento a febbraio, ma più di recente si sono osservate alcune pressioni al rialzo. In aggiunta, il tasso di variazione del credito alle imprese è tornato ad aumentare a febbraio, portandosi al 2,2 per cento, mentre il tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito da parte delle imprese è rimasto invariato al 3,2 per cento.

Allo stesso tempo, come rilevato dall'indagine sul credito bancario per l'area dell'euro di aprile 2025, i criteri di concessione dei prestiti alle imprese hanno nuovamente registrato un lieve irrigidimento nel primo trimestre dell'anno in corso. Come nel trimestre precedente, questa evoluzione è riconducibile soprattutto ai maggiori timori delle banche circa i rischi economici cui è esposta la clientela. La domanda di prestiti da parte delle imprese ha mostrato una lieve flessione nel primo trimestre, dopo la modesta ripresa dei trimestri precedenti.

Il tasso medio sui nuovi mutui ipotecari, pari al 3,3 per cento a febbraio, è aumentato sulla scia dei precedenti rialzi dei tassi di mercato a più lungo termine. I mutui hanno continuato a rafforzarsi a febbraio, benché a un ritmo ancora modesto dell'1,5 per cento sui dodici mesi, grazie all'allentamento dei criteri di concessione del credito da parte delle banche e al proseguimento del forte incremento della domanda di prestiti da parte delle famiglie.

Decisioni di politica monetaria

I tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale, sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati ridotti rispettivamente al 2,25, al 2,40 e al 2,65 per cento, con effetto dal 23 aprile 2025.

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

Conclusioni

Nella riunione del 17 aprile 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In particolare, la decisione di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ovvero il tasso con il quale il Consiglio direttivo orienta la politica monetaria, si è basata sulla valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Soprattutto nelle attuali condizioni, caratterizzate da eccezionale incertezza, l'orientamento di politica monetaria adeguato sarà definito seguendo un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi di

interesse si baseranno sulla valutazione circa le prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'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 sul suo obiettivo di medio termine e per preservare l'ordinato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

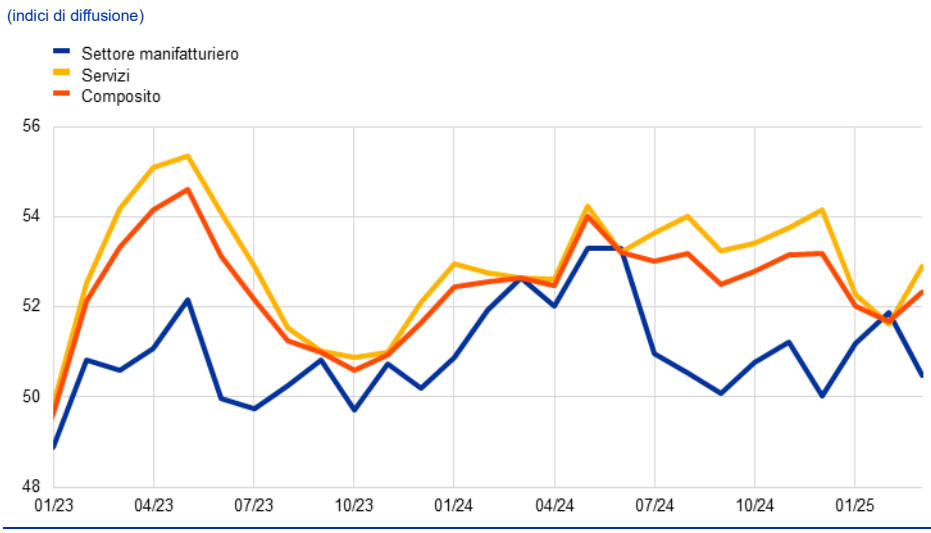
1 Contesto esterno

L'attività economica mondiale è rimasta stabile all'inizio dell'anno, ma l'incertezza relativa ai dazi commerciali statunitensi comporta notevoli rischi al ribasso. Nel primo trimestre del 2025 l'interscambio mondiale ha segnato un recupero, trainato dall'anticipazione delle importazioni statunitensi in previsione di un cambiamento nella politica commerciale. A causa del calo dei prezzi dell'energia, nei paesi dell'area dell'OCSE l'inflazione complessiva è diminuita a febbraio, mentre quella di fondo è rimasta invariata. Le prospettive dell'inflazione sono molto incerte: sebbene i dazi commerciali e le conseguenti misure di ritorsione possano esercitare pressioni al rialzo sull'inflazione nelle economie interessate, un indebolimento della domanda potrebbe contrastare gli effetti inflazionistici diretti dei dazi.

Nonostante i recenti shock commerciali, l'attività economica mondiale è rimasta stabile nel primo trimestre del 2025. A marzo l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è salito a 52,3, dal 51,7 di febbraio (cfr. il grafico 1), a fronte di una moderata espansione dell'attività dei servizi, aumentata a 52,9, dal 51,6 di febbraio. Per contro, il PMI relativo alla produzione manifatturiera è sceso a 50,5, dal 51,9 di febbraio. Il miglioramento del PMI composito relativo al prodotto è stato generalizzato nelle principali economie. Negli Stati Uniti l'indice composito ha segnato un forte recupero a marzo, mentre l'attività nel settore dei servizi si è avvicinata alla sua media di lungo periodo e ha compensato la brusca decelerazione del prodotto nel settore manifatturiero. In Cina il prodotto è aumentato sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, comparto in cui ha raggiunto il livello più elevato degli ultimi tre mesi. Nel complesso, i modelli per la stima a brevissimo termine della BCE indicano una crescita costante di circa l'1,1 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2025.

Grafico 1

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



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

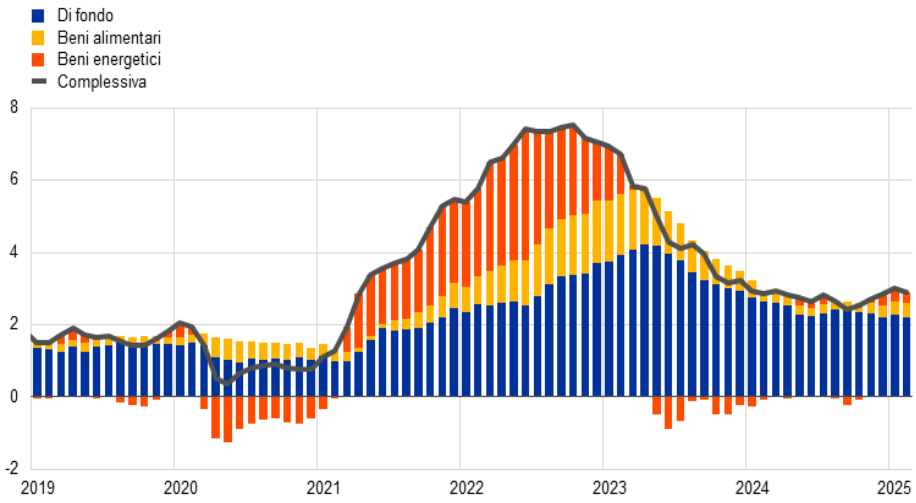
All’inizio dell’anno il commercio mondiale ha segnato una ripresa, ma è probabile che l’aumento dei dazi e l’incertezza eccezionalmente elevata relativa alle politiche commerciali determinino un marcato rallentamento. Per il primo trimestre del 2025, le previsioni a brevissimo termine formulate dagli esperti della BCE indicano una crescita del commercio mondiale dell’1,5 per cento sul trimestre precedente. Ciò è in parte riconducibile alla significativa anticipazione delle importazioni statunitensi, avvenuta a gennaio e febbraio in previsione di dazi generalizzati su un’ampia gamma di beni. I dati ad alta frequenza sul traffico marittimo, non inclusi nelle previsioni a brevissimo termine della BCE, hanno mostrato un incremento dell’attività commerciale all’inizio del 2025, sebbene un notevole calo, a marzo, suggerisca rischi al ribasso. Allo stato attuale, le previsioni a brevissimo termine della BCE sul commercio non indicano un brusco rallentamento della crescita dell’interscambio per il secondo trimestre del 2025, in quanto gli effetti degli annunci sui dazi non si sono ancora riflessi negli indicatori mensili utilizzati dai modelli di stima impiegati. Al contempo, potrebbero sorgere rischi al rialzo da un’ulteriore anticipazione delle importazioni dovuta alle politiche commerciali in evoluzione degli Stati Uniti.

L’inflazione complessiva nei paesi membri dell’Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è diminuita, ma l’inflazione di fondo è rimasta invariata. A febbraio 2025 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull’indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell’OCSE (esclusa la Turchia) è sceso al 2,9 per cento, dal 3,0 del mese precedente (cfr. il grafico 2). Tale calo dell’inflazione complessiva è riconducibile in larga misura ai prezzi in diminuzione dei beni energetici, mentre il contributo di quelli alimentari è rimasto stabile. L’inflazione di fondo, che esclude i prezzi dei beni energetici e alimentari, è rimasta invariata al 3,1 per cento. In prospettiva, lo spostamento delle politiche commerciali statunitensi verso dazi più elevati può comportare dei rischi per le prospettive di inflazione a livello mondiale. Da un lato, le ritorsioni conseguenti ai dazi da parte di altri paesi e le interruzioni delle catene di approvvigionamento potrebbero spingere al rialzo l’inflazione, se i costi aggiuntivi non saranno assorbiti dai margini di profitto. Dall’altro, l’indebolimento della domanda dovuto alla riduzione dei redditi reali e l’elevata incertezza potrebbero contrastare gli effetti inflazionistici diretti dei dazi.

Grafico 2

Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: l'aggregato OCSE esclude la Turchia ed è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) dell'OCSE. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2025.

Nel periodo in esame, compreso tra il 6 marzo e il 16 aprile 2025, i prezzi del greggio di qualità Brent sono diminuiti del 3,7 per cento, collocandosi a 69 dollari statunitensi al barile, e dell'8,4 per cento con riferimento al prezzo per barile in euro, mentre quelli del gas in Europa sono scesi del 5,7 per cento in termini di prezzo in euro per MWh. I corsi petroliferi hanno subito un brusco calo in seguito all'annuncio di dazi "reciproci" statunitensi, in quanto i timori circa il loro impatto sulla domanda mondiale di petrolio e il loro effetto negativo sulla propensione al rischio nei mercati finanziari hanno più che compensato i precedenti dubbi legati all'offerta. Le pressioni al ribasso sui corsi petroliferi sono state amplificate dalla decisione dell'OPEC+ di accelerare la graduale rimozione dei precedenti tagli alla produzione: lo stesso giorno della notizia di dazi "reciproci" statunitensi, i membri dell'OPEC+ hanno annunciato un aumento della produzione di 411.000 barili al giorno a maggio, superiore di 135.000 barili rispetto al precedente obiettivo di incremento. I prezzi del gas in Europa hanno subito un brusco calo, determinato dai timori per la domanda a seguito dell'annuncio dei dazi statunitensi. Hanno contribuito a tale riduzione dei prezzi anche le recenti notizie sui progressi compiuti in merito a un accordo dell'UE riguardante il raggiungimento degli obiettivi di stoccaggio del gas naturale, che consentirebbe ai paesi membri maggiore flessibilità rispetto all'obiettivo del 90 per cento, previsto per il prossimo inverno.
I prezzi dei metalli sono diminuiti del 6,8 per cento a causa di timori per la crescita dopo gli annunci di dazi statunitensi, sebbene questi non siano mirati direttamente all'importazione di tali beni. Prima di tali annunci, le aspettative di dazi specifici sul rame avevano indotto gli operatori ad anticiparne le importazioni, ampliando il divario tra i prezzi a Londra e a New York e portando le scorte a livelli record. In seguito agli annunci sui dazi, per contro, i prezzi dei beni alimentari sono scesi solo dell'1,5 per cento, in certa misura sostenuti dai timori riguardo all'offerta di mais negli Stati Uniti.

Negli Stati Uniti, gli annunci di dazi dall'inizio dell'anno hanno determinato un calo significativo del clima di fiducia dei consumatori, contribuendo all'indebolimento della crescita nel paese. La fiducia dei consumatori è diminuita significativamente tra novembre e aprile, soprattutto con riguardo alle aspettative dei consumatori. La misura dell'attuale calo di fiducia è paragonabile a quelle osservate prima o all'inizio delle recessioni avvenute a partire dagli anni novanta. Gli indicatori del clima di fiducia delle imprese e le intenzioni di investimento, finora, hanno registrato cali più modesti. In linea con il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori, la spesa reale per consumi personali (SCP) si è indebolita a gennaio e febbraio, rispetto a dicembre. Il mercato del lavoro statunitense ha mostrato un raffreddamento costante da quando, a metà 2022, la crescita salariale aveva raggiunto i massimi, pur rimanendo teso. Ulteriori restrizioni alla politica statunitense in tema di immigrazione potrebbero comportare un nuovo inasprimento del mercato del lavoro.

A marzo l'inflazione complessiva e quella di fondo misurate sull'IPC sono diminuite negli Stati Uniti, portandosi al di sotto delle aspettative di mercato, ma si prevede che potrebbero aumentare a causa dei dazi. Negli Stati Uniti l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è scesa al 2,4 per cento a marzo (in calo di 0,4 punti percentuali rispetto a febbraio), mentre l'inflazione di fondo misurata sull'IPC è scesa dal 3,1 al 2,8 per cento. Con riguardo alle componenti di fondo, l'inflazione dei beni è rimasta invariata al -0,1 per cento sul periodo corrispondente, mentre quella dei servizi, sebbene ancora elevata, ha continuato a rallentare. L'inflazione complessiva e quella di fondo misurate sull'SCP basata sul mercato, misure alle quali la Federal Reserve presta particolare attenzione perché escludono i prezzi imputati, mostrano un andamento in linea con le misure dell'SCP complessive, ma si sono collocate su livelli inferiori a febbraio, rispettivamente al 2,2 e 2,4 per cento. In prospettiva, ci si attende che l'inflazione aumenti con l'introduzione dei dazi, ma con una significativa incertezza circa l'impatto inflazionistico delle politiche in corso di attuazione. Secondo i dati preliminari, le aspettative di inflazione dei consumatori a uno e a cinque anni misurate dall'Università del Michigan hanno registrato ad aprile l'incremento su tre mesi più significativo dall'inizio della registrazione dei dati mensili.

In Cina gli indicatori congiunturali dell'attività economica sono risultati superiori alle precedenti attese al volgere dell'anno, ma la domanda interna dovrebbe rallentare ulteriormente. I dati sull'attività di gennaio e febbraio hanno lievemente superato le attese del mercato, evidenziando una dinamica positiva degli investimenti fissi, degli indici PMI e delle vendite al dettaglio. Tuttavia, nei prossimi mesi l'impulso fornito dagli attuali programmi di stimolo per i consumatori dovrebbe finire e tradursi in un rallentamento delle vendite al dettaglio, a meno che tali programmi non siano potenziati come ipotizzato da alcuni responsabili delle politiche. Altri indicatori ad alta frequenza dei consumi non indicano una ripresa di slancio e rimangono ben al di sotto delle medie storiche. Anche il livello persistentemente basso del clima di fiducia dei consumatori continua a ostacolare una più ampia ripresa della spesa e i principali indicatori del mercato immobiliare rimangono modesti, con il settore dell'edilizia residenziale in ritardo rispetto alle vendite. La crescita delle esportazioni si sta indebolendo a mano a mano che gli

effetti di anticipazione si attenuano e l'impatto dell'aumento dei dazi statunitensi inizia a manifestarsi. Le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti sono diminuite nettamente all'inizio dell'anno, dopo essere aumentate in misura sproporzionata a seguito delle elezioni statunitensi di novembre. Questa dinamica è stata osservata anche per le esportazioni cinesi verso l'area dell'euro e altre regioni. L'indebolimento delle esportazioni si riflette anche nel calo dei prezzi del trasporto marittimo dai principali porti cinesi, diminuiti in misura più significativa per le rotte verso Stati Uniti ed Europa. Inoltre, l'impatto dei dazi statunitensi dovrebbe intensificarsi, con molteplici cicli di dazi "reciproci" e misure ritorsive destinati a innalzare l'aliquota effettiva applicata dagli Stati Uniti sulle importazioni cinesi a circa il 140 per cento, mentre la Cina ha innalzato l'aliquota effettiva sulle importazioni statunitensi al 125 per cento, a partire dal 12 aprile. La Cina ha inoltre introdotto misure non tariffarie, quali i divieti di esportazione per ulteriori categorie di terre rare e l'inclusione di un maggior numero di società statunitensi nel suo elenco di "entità inaffidabili".

È probabile che l'economia britannica abbia acquisito un certo slancio nel primo trimestre del 2025 e che nel secondo acceleri lievemente. A gennaio 2025 il PIL in termini reali del Regno Unito è diminuito dello 0,1 per cento sul mese precedente, riflettendo in larga misura la debolezza della produzione manifatturiera. Tuttavia, gli indicatori del clima di fiducia di consumatori e imprese, unitamente alle vendite al dettaglio, segnalano una ripresa dell'attività a febbraio e l'indice PMI composito è salito da 50,5 a gennaio a 51,5 a marzo, il livello più elevato dallo scorso ottobre. Nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali dovrebbe aumentare lievemente, allo 0,3 per cento. Ciò dovrebbe essere favorito dall'attuale allentamento della politica monetaria e dall'aumento dei redditi reali, nonostante il 26 marzo il governo abbia annunciato una serie di tagli alla spesa volti a preservare la credibilità dei suoi obiettivi di bilancio.

2 Attività economica

Nel quarto trimestre del 2024 l'attività economica dell'area dell'euro ha rallentato, portando la crescita su base annua del PIL in termini reali allo 0,9 per cento. I dati desunti dalle indagini segnalano un'espansione moderata nel primo trimestre del 2025. Nel settore manifatturiero l'attività è rimasta debole, ma il clima di fiducia ha mostrato segnali di miglioramento. Allo stesso tempo, l'attività nel settore dei servizi ha continuato a crescere, sebbene a un ritmo più lento. L'aumento dei redditi delle famiglie e la tenuta del mercato del lavoro sostengono la graduale ripresa dei consumi, nonostante il clima di fiducia dei consumatori sia fragile e il tasso di risparmio sia elevato. Le prospettive economiche per l'area dell'euro sono caratterizzate da un livello eccezionalmente alto di incertezza. Gli esportatori dell'area si trovano ad affrontare nuove barriere agli scambi, la cui portata resta tuttavia poco chiara. Lo sconvolgimento nel commercio internazionale, le tensioni nei mercati finanziari e l'incertezza geopolitica gravano sugli investimenti delle imprese. Anche i consumatori, divenendo più cauti riguardo al futuro, potrebbero contenere la spesa. Al tempo stesso, l'economia dell'area dell'euro ha acquisito una certa capacità di tenuta a fronte degli shock mondiali. La crescita dovrebbe essere sorretta da un mercato del lavoro solido, da redditi reali più elevati e da un credito gradualmente più conveniente, che dovrebbe sostenere i consumi. Inoltre, le importanti iniziative politiche adottate a livello nazionale e dell'UE al fine di incrementare la spesa per la difesa e gli investimenti in infrastrutture dovrebbero sostenere in particolare l'attività manifatturiera.

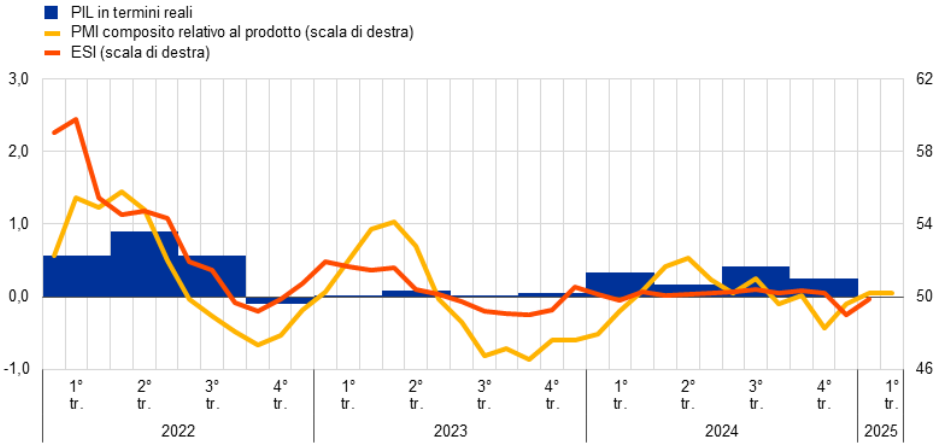
Si stima che l'attività nell'area dell'euro abbia continuato a crescere moderatamente nel primo trimestre del 2025 (cfr. il grafico 3). Secondo l'Eurostat, nel quarto trimestre del 2024 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Si stima che l'attività economica abbia continuato a espandersi a ritmi moderati nel primo trimestre del 2025, come suggeriscono i risultati delle indagini disponibili, che sostanzialmente non hanno risentito dell'incertezza relativa alla politica commerciale statunitense nei primi mesi dell'anno. Nel primo trimestre del 2025 l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, pubblicato il 3 aprile 2025, è salito al di sopra della soglia di espansione pari a 50, segnalando una modesta crescita dell'attività. Nel contempo, anche l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea, pubblicato il 28 marzo 2025, è stato superiore alla media del trimestre precedente. Tuttavia, dopo due mesi di incrementi, a marzo l'ESI è diminuito. Tale calo ha interessato in maniera generalizzata i vari settori, ad eccezione di quello industriale, per il quale si è osservato un aumento del clima di fiducia. Dai dati desunti dalle indagini emerge inoltre un certo ribilanciamento delle precedenti differenze settoriali osservate all'inizio del 2025, a fronte dei segnali di miglioramento dell'attività manifatturiera, mentre l'attività nel settore dei servizi ha continuato a crescere a un ritmo moderato (cfr. il grafico 4). A marzo il PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero è salito al di sopra della soglia di espansione pari a 50 per la prima volta in due anni. Il risultato colloca a 48,8 la media relativa al primo trimestre, un dato che continua a indicare una persistente debolezza ma segnala anche un sostanziale miglioramento rispetto al trimestre precedente (media di 45,1). In base all'ESI, nel primo trimestre

del 2025 anche il clima di fiducia nel settore manifatturiero ha mostrato segnali di miglioramento. Allo stesso tempo, l'attività nel settore dei servizi, che ha trainato la lenta ripresa dell'area dell'euro negli ultimi trimestri, ha continuato a crescere a un ritmo costante all'inizio dell'anno. Nel primo trimestre il PMI relativo al prodotto nel settore dei servizi si è collocato in media a 51, un valore sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente e che conferma una espansione modesta. Tuttavia, a marzo il clima di fiducia in tale settore si è deteriorato.

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)



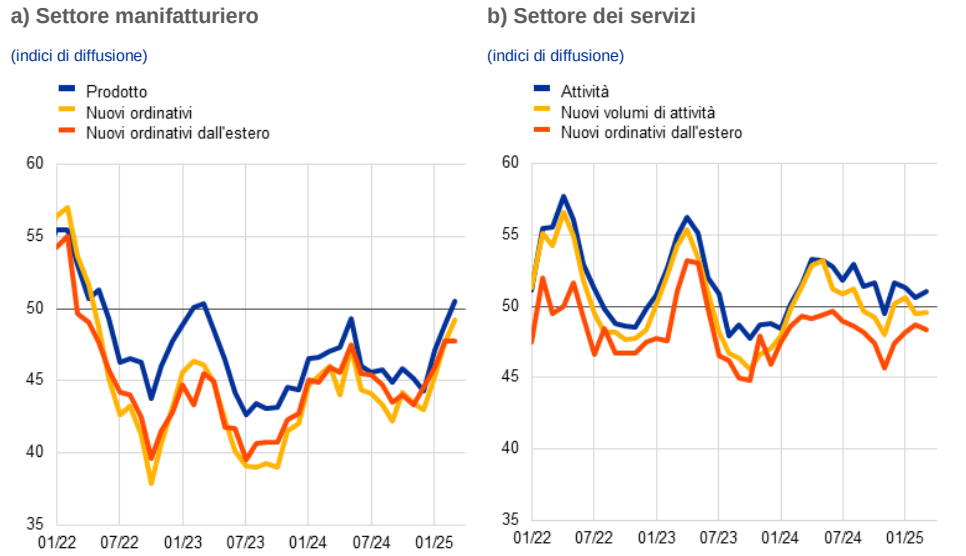
Fonti: Eurostat, Commissione europea e S&P Global.
Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; le barre mostrano i dati trimestrali. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è stato standardizzato e riscalato in modo da avere la stessa media e deviazione standard dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024 per il PIL in termini reali e a marzo 2025 per il PMI composito relativo al prodotto e l'ESI.

La ripresa attesa per il secondo trimestre è caratterizzata da una crescente incertezza. Nei primi mesi del 2025 l'andamento del PIL dell'area dell'euro è stato verosimilmente positivo. Tuttavia, le prospettive per il secondo trimestre hanno risentito dei recenti shock avversi a livello mondiale (i nuovi dazi statunitensi e le possibili misure ritorsive, l'aumento dell'incertezza a livello internazionale, una maggiore volatilità nei mercati finanziari), nonché di shock interni più favorevoli, come le nuove politiche nazionali e a livello di UE relative alla spesa per le infrastrutture e la difesa. A marzo gli indicatori prospettici già mostravano un quadro eterogeneo, molto probabilmente riflettendo le difficoltà derivanti dagli annunci attesi sui dazi statunitensi. A marzo le aspettative delle imprese a dodici mesi rilevate dal PMI sono lievemente diminuite, pur rimanendo al di sopra della loro media di lungo periodo. Nello stesso mese, nonostante sia aumentato, il PMI per i nuovi ordinativi nel settore manifatturiero dell'area dell'euro è rimasto al di sotto di 50. Dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie dell'area, avvenuti a metà marzo 2025, prima degli annunci statunitensi sui dazi, è emerso un graduale miglioramento dell'attività a partire dal secondo trimestre e, in particolare, una ripresa nel settore industriale (cfr. il riquadro 4). Tuttavia l'annuncio statunitense del 2 aprile relativo ai dazi "reciproci", unitamente alla potenziale intensificazione delle tensioni commerciali, rappresentano un'ulteriore fonte di rischio per le imprese e per le prospettive dell'area dell'euro. Allo stesso tempo, gli aumenti delle spese per le

infrastrutture e la difesa, recentemente annunciati, potrebbero sostenere il clima di fiducia e l'attività nel settore manifatturiero, ma è improbabile che gli effetti positivi si manifestino già nel secondo trimestre. Le società interpellate dalla BCE operanti nel settore manifatturiero hanno indicato che la ricostituzione delle scorte e l'adattamento della capacità per la produzione futura nel settore della difesa potrebbero già contribuire a sostenere l'attività nel 2025.

Grafico 4

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



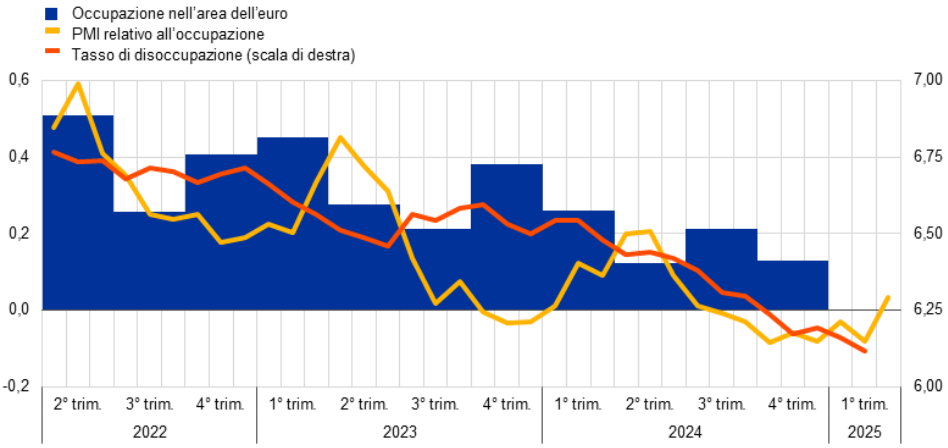
Fonte: S&P Global Market Intelligence.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2025.

Il tasso di disoccupazione si mantiene basso, nonostante i segnali di graduale rallentamento nel mercato del lavoro. A febbraio 2025 il tasso di disoccupazione si è collocato al minimo storico del 6,1 per cento, ossia 0,1 punti percentuali al di sotto del dato di gennaio (cfr. il grafico 5). Nel quarto trimestre del 2024 il totale delle ore lavorate è aumentato dello 0,6 per cento, principalmente per effetto della ripresa delle ore lavorate in media. Il totale delle ore lavorate è aumentato in Spagna, Germania e Italia (rispettivamente dell'1,8, dello 0,6 e dello 0,2 per cento) e diminuito in Francia (-0,2 per cento). Nel quarto trimestre del 2024 la crescita dell'occupazione è stata pari allo 0,1 per cento in tutti i settori ad eccezione di quello industriale (-0,3 per cento). Ciononostante, il mercato del lavoro continua a mostrare segnali di un graduale raffreddamento. Nel quarto trimestre del 2024 il tasso di posti vacanti si è collocato al 2,5 per cento, continuando a diminuire costantemente rispetto al valore massimo raggiunto nel 2022. Il rapporto fra posti vacanti e disoccupazione è tornato ai livelli del 2021 e nel primo trimestre del 2025 l'indicatore del lavoro quale fattore che limita la produzione è stato pari al 24,5 per cento nel settore dei servizi e al 14,8 per cento nel settore industriale, in calo rispettivamente dal 26,5 e dal 16,4 per cento registrati nel quarto trimestre del 2024.

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. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024 per l'occupazione, a marzo 2025 per il PMI relativo all'occupazione e a febbraio 2025 per il tasso di disoccupazione.

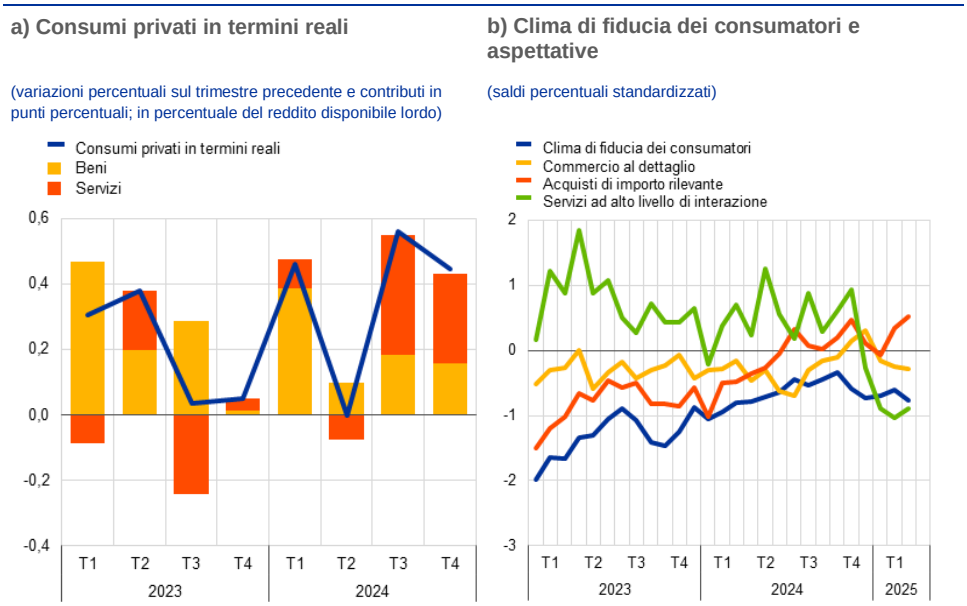
Gli indicatori di breve periodo suggeriscono che il rallentamento del mercato del lavoro continuerà nel primo trimestre del 2025. A marzo il PMI composito mensile relativo all'occupazione è rimasto sostanzialmente neutro, aumentando a 50,4 da 49,2 segnato a febbraio (cfr. il grafico 5). I risultati dell'indice composito sono aumentati in tutti i settori. Le percezioni sulla crescita dell'occupazione sono rimaste in territorio di contrazione nel settore manifatturiero e in quello delle costruzioni, mentre sono tornate in territorio positivo nel settore dei servizi. Ciononostante il PMI relativo all'occupazione nel settore dei servizi si conferma ben al di sotto della sua media del 2024. Nel complesso, la più debole dinamica dell'occupazione dovrebbe sostenere, in prospettiva, una graduale ripresa della produttività del lavoro.

I consumi privati hanno continuato a crescere a ritmi sostenuti nel quarto trimestre del 2024, ed è probabile che la crescita si sia attenuata all'inizio del 2025. Nel quarto trimestre del 2024 i consumi privati sono cresciuti dello 0,4 per cento rispetto al trimestre precedente (cfr. il pannello a) del grafico 6). Il consumo di beni è cresciuto dello 0,8 per cento, a un ritmo più sostenuto rispetto a quello dei servizi, aumentato dello 0,4 per cento. Nel contempo, il tasso di risparmio si è stabilizzato al 15,3 per cento nel quarto trimestre, riflettendo in parte l'elevata incertezza dei consumatori e la debolezza del clima di fiducia. Il volume delle vendite al dettaglio è aumentato dello 0,1 per cento nei primi due mesi del 2025 rispetto al quarto trimestre del 2024, mentre i consumi di servizi sono cresciuti dello 0,4 per cento a gennaio rispetto allo stesso periodo. I dati più recenti continuano a segnalare il protrarsi della crescita della spesa delle famiglie, sebbene più contenuta, all'inizio del 2025. A marzo l'indice del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è diminuito (cfr. il pannello b) del grafico 6).
Tale indebolimento è stato accompagnato da un sensibile calo delle aspettative delle imprese relative ai servizi ad alto livello di interazione, segnalando una potenziale

moderazione della domanda di servizi. Per contro, l'ultima indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE indica che la spesa pianificata per le vacanze relativa ai successivi dodici mesi si conferma robusta. Nel contempo, le aspettative dei consumatori in merito agli acquisti di importo rilevante nei successivi dodici mesi sono ulteriormente migliorate a marzo, ma, in media, nel primo trimestre del 2025 sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al trimestre precedente. In prospettiva, la persistente incertezza sulle politiche economiche, in particolare nel contesto degli sviluppi economici mondiali, dovrebbe continuare a pesare sulle decisioni di spesa delle famiglie. Tuttavia, l'aumento del potere di acquisto, che riflette il rallentamento dell'inflazione, e l'ulteriore crescita dei redditi da lavoro in termini reali dovrebbero continuare a sostenere i consumi nei prossimi trimestri.

Grafico 6

Consumi e aspettative dei consumatori



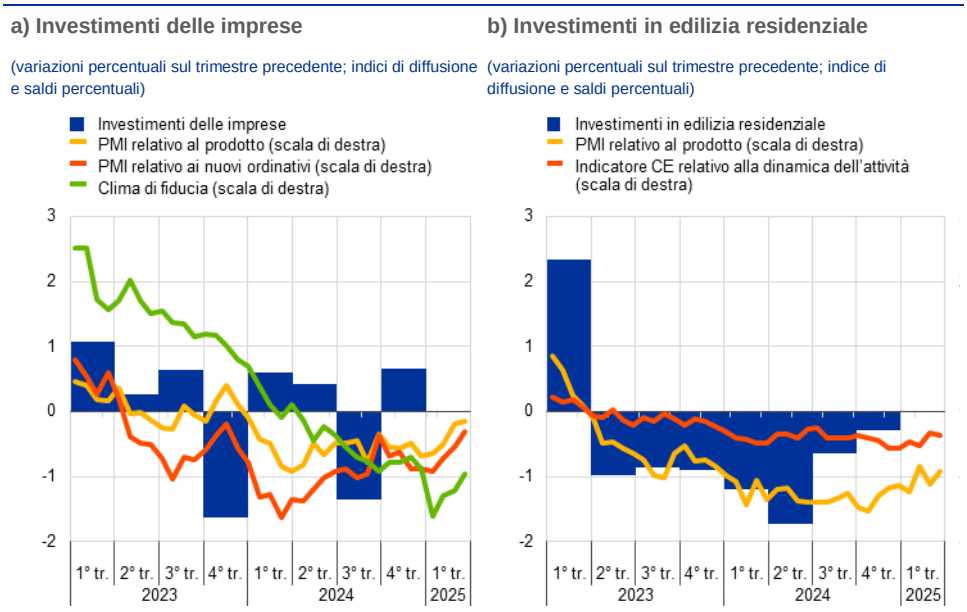
Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
Note: nel pannello a) la voce "Consumi privati in termini reali" si riferisce al concetto nazionale di consumo e le componenti si riferiscono a quello interno. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024. Nel pannello b) le aspettative delle imprese relative alla domanda di servizi ad alto livello di interazione e quelle relative al commercio al dettaglio si riferiscono ai tre mesi successivi, mentre le aspettative dei consumatori relative agli acquisti di importo rilevante si riferiscono ai dodici mesi successivi. Per motivi legati alla disponibilità dei dati, la serie relativa ai servizi ad alto livello di interazione è standardizzata sul periodo gennaio 2005-2019, mentre le altre tre serie riportate nel grafico sono standardizzate sul periodo 1999-2019. La voce "Servizi ad alto livello di interazione" comprende i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2025.

Nel quarto trimestre del 2024 gli investimenti delle imprese sono cresciuti vigorosamente, ma si sono verosimilmente indeboliti nel primo trimestre del 2025. Nel quarto trimestre del 2024 gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (al netto delle attività immateriali irlandesi) sono aumentati dello 0,7 per cento. Tale aumento è riconducibile a una ripresa degli investimenti in attrezzature per il trasporto, mentre gli investimenti in macchinari e altre attrezzature hanno subito un rallentamento e gli investimenti in attività immateriali sono rimasti invariati. Si stima che gli investimenti abbiano ristagnato nel primo trimestre del 2025, come si evince dai dati relativi ai beni di investimento, che mostrano una lieve contrazione della produzione industriale nonché livelli ancora modesti del PMI relativo al prodotto, del PMI relativo ai nuovi ordinativi e dell'indice del clima economico

elaborato dalla Commissione europea (cfr. il pannello a) del grafico 7).
Le prospettive per il secondo trimestre e i trimestri successivi sono altrettanto deboli, come suggerito dall'indice del clima di fiducia Sentix di aprile, relativo alle prospettive degli investitori dell'area dell'euro su un orizzonte temporale di sei mesi, che ha segnato il calo più marcato dall'invasione russa dell'Ucraina di febbraio 2022. Le indagini della BCE più recenti, condotte prima degli annunci del 2 aprile relativi ai dazi da parte dell'amministrazione statunitense, segnalano una graduale ripresa degli investimenti nell'anno in corso, in un contesto di accresciuta incertezza.
I recenti contatti della BCE con le società non finanziarie dell'area dell'euro suggeriscono che l'elevata incertezza potrebbe ritardare gli investimenti, ma segnala anche il potenziale per costruire e adattare la capacità produttiva per la futura spesa in infrastrutture e difesa (cfr. il riquadro 4). Dall'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) emerge che nel secondo trimestre del 2025 l'attività di investimento dovrebbe registrare un qualche miglioramento rispetto ai precedenti livelli contenuti. In sintesi, il previsto aumento graduale della domanda, le nuove politiche nazionali e a livello di UE relative alla spesa per le infrastrutture e la difesa, unitamente a condizioni di finanziamento generalmente più favorevoli, dovrebbero sostenere la crescita degli investimenti in futuro. Tuttavia sono presenti rischi al ribasso legati ai dazi, all'elevata incertezza e alla potenziale trasmissione del recente incremento dei rendimenti dei titoli di Stato alle condizioni di prestito per le società non finanziarie, compreso un lieve deterioramento delle prospettive del credito, come indicato nell'edizione di aprile 2025 dell'indagine sul credito bancario condotta dalla BCE.

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti privati in termini reali e dati delle indagini



Fonti: Eurostat, Commissione europea (CE), S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni della BCE.
Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) la voce "Investimenti delle imprese" si riferisce agli investimenti in beni diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi. I dati mensili rappresentano il settore dei beni di investimento. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024 per gli investimenti delle imprese e a marzo 2025 per il PMI e per l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea. Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla valutazione espressa dal settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione circa l'andamento dell'attività nei tre mesi precedenti. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024 per gli investimenti in edilizia residenziale e a marzo 2025 per il PMI e per l'indicatore della Commissione europea.

Nel quarto trimestre del 2024 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono nuovamente diminuiti, seppure a un ritmo più contenuto rispetto al trimestre precedente. Nel quarto trimestre del 2024 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo un calo dello 0,6 per cento nel terzo trimestre (cfr. il pannello b) del grafico 7). Per quanto riguarda gli indicatori quantitativi, nel quarto trimestre le concessioni edilizie si sono mantenute su livelli bassi, segnalando il contributo limitato dei nuovi progetti nel breve termine. Più di recente, a gennaio un indicatore composito per il settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione si è collocato a un livello superiore dello 0,8 per cento rispetto al dato registrato nel quarto trimestre. Tuttavia, le misure dell'attività desunte dalle indagini, come il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale e l'indicatore della Commissione europea per l'attività nel settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione negli ultimi tre mesi, sono rimaste modeste per tutto il trimestre, nonostante un lieve miglioramento. Nel complesso ciò suggerisce che gli investimenti in edilizia residenziale abbiano probabilmente mostrato una sostanziale stagnazione nel primo trimestre del 2025. In prospettiva, le recenti indagini della BCE segnalano il protrarsi della dinamica debole degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nei prossimi trimestri. L'ultima indagine sulle aspettative dei consumatori segnala che le attese delle famiglie riguardanti il mercato degli immobili residenziali, rispecchiate dall'appetibilità degli investimenti in abitazioni, sono rimaste sostanzialmente stabili, collocandosi intorno ai loro livelli medi fino alla fine del trimestre. Dall'edizione di aprile 2025 dell'indagine sul credito bancario condotta dalla BCE si evince che la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni dovrebbe continuare a migliorare, ma i criteri per la concessione del credito potrebbero inasprirsi nel secondo trimestre del 2025 (cfr. la sezione 5 *Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi*).

Le esportazioni dell'area dell'euro continuano a mostrare una dinamica modesta, nonostante un miglioramento a gennaio. A gennaio 2025 le esportazioni di beni dell'area dell'euro sono cresciute dello 0,5 per cento rispetto ai tre mesi precedenti, segnando il primo incremento da aprile 2024. Tale crescita è stata favorita in parte da un'impennata delle esportazioni di prodotti chimici dall'Irlanda verso gli Stati Uniti, che potrebbe suggerire un'anticipazione in vista dei dazi imminenti. Nonostante tale aumento, la dinamica di fondo delle esportazioni si conferma modesta, con il protrarsi di sfide per la competitività che trovano riscontro nel PMI relativo agli ordinativi dall'estero, il cui dato segnala una contrazione sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. Anche il recente apprezzamento dell'euro, in particolare nei confronti del dollaro statunitense e del renminbi cinese, sta accrescendo le circostanze sfavorevoli mediante la potenziale erosione della competitività di prezzo sui mercati principali. Dai dati più recenti sul trasporto marittimo si evince che l'anticipazione sta contribuendo in misura contenuta all'aumento delle esportazioni dell'area dell'euro, sebbene vi siano riscontri aneddotici in settori specifici come quello chimico (compreso il settore farmaceutico) e quello automobilistico. Le importazioni dell'area dell'euro sono aumentate dello 0,3 per cento sui tre mesi precedenti, con un contributo relativamente forte della Cina. L'apprezzamento dell'euro nei confronti del renminbi cinese e del dollaro statunitense potrebbe ridurre i costi delle importazioni denominate in tali valute, in

particolare per quanto riguarda le materie prime scambiate in dollari statunitensi. Tuttavia, le potenziali espansioni dei dazi e le ritorsioni da parte dell'UE potrebbero controbilanciare tali benefici. Inoltre, l'aumento della spesa per la difesa potrebbe trainare la crescita delle importazioni nel breve periodo, in particolare per quanto riguarda le attrezzature militari ad alta tecnologia. In ottica futura, le prospettive per l'interscambio sono estremamente incerte, con rischi significativi posti dai potenziali aumenti dei dazi e da un deterioramento delle condizioni economiche mondiali.

Nel complesso, le prospettive per l'attività dell'area dell'euro si sono deteriorate a causa delle crescenti tensioni commerciali. È probabile che la maggiore incertezza riduca la fiducia di famiglie e imprese e che la risposta avversa e volatile dei mercati alle tensioni commerciali determini un inasprimento delle condizioni di finanziamento. Si stima che tali fattori gravino sull'attività dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2025. Al tempo stesso, l'economia dell'area dell'euro ha comunque acquisito una certa capacità di tenuta a fronte degli shock mondiali. La crescita nel medio periodo dovrebbe essere sostenuta da un mercato del lavoro solido, da redditi reali più elevati e da un credito gradualmente più conveniente, che dovrebbe favorire i consumi. Inoltre, le importanti iniziative politiche adottate a livello nazionale e dell'UE al fine di incrementare la spesa per la difesa e gli investimenti in infrastrutture dovrebbero sostenere l'attività manifatturiera, come emerso anche dalle recenti indagini.

3 Prezzi e costi

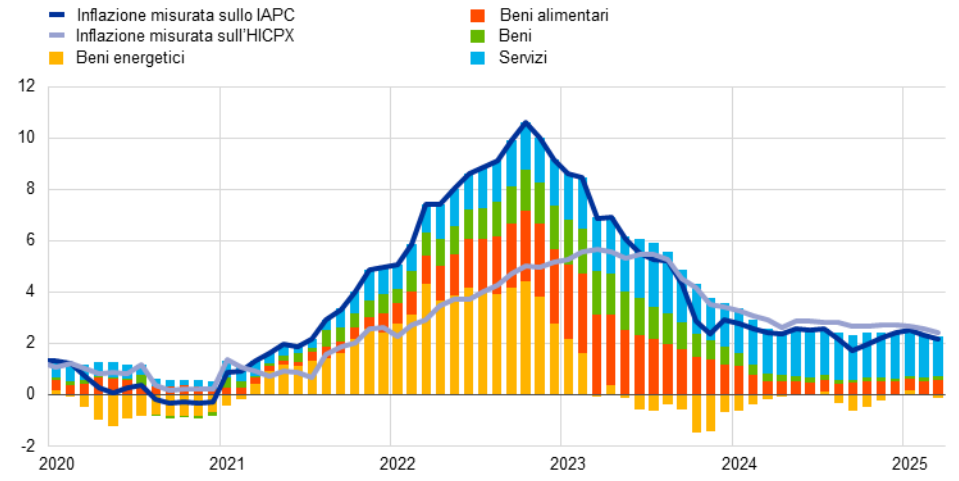
Prosegue il processo di disinflazione. Nell'area dell'euro l'inflazione complessiva è diminuita al 2,2 per cento a marzo 2025 dal 2,3 di febbraio. Il calo è stato principalmente determinato dalla flessione dei prezzi dell'energia e dall'ulteriore rallentamento dell'inflazione dei servizi, diminuita in misura netta negli ultimi mesi. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo segnala un ritorno durevole dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dalla BCE. Nell'ultimo trimestre del 2024 la crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per dipendente è stata pari al 4,1 per cento, in calo dal 4,5 del trimestre precedente, mentre i profitti per unità di prodotto si sono ridotti, continuando ad assorbire l'impatto del costo del lavoro sull'inflazione. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine, per la maggior parte, hanno seguitato a collocarsi intorno al 2 per cento e ciò sostiene il ritorno durevole dell'inflazione all'obiettivo fissato dalla BCE.

Nell'area dell'euro l'inflazione complessiva, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), a marzo è diminuita al 2,2 per cento dal 2,3 di febbraio (cfr. il grafico 8). La flessione è stata principalmente determinata da un calo dell'inflazione dei servizi e dei beni energetici, che ha più che compensato l'aumento dell'inflazione dei beni alimentari. Il dato sull'inflazione relativo al primo trimestre del 2025 si è mostrato sostanzialmente in linea con le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE lo scorso marzo.

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. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2025.

A marzo 2025 l'inflazione dei beni energetici è scesa al -1,0 per cento, dallo 0,2 di febbraio. Il calo riflette principalmente una flessione del tasso di crescita dei prezzi dell'energia sul mese precedente. Inoltre, la scomposizione dettagliata ha mostrato una marcata contrazione del tasso di inflazione sui dodici mesi dei

carburanti per il trasporto, connesso al ribasso dei corsi petroliferi, e, in misura minore, dell'elettricità, mentre per il gas si è osservato un aumento.

L'inflazione dei beni alimentari è salita al 2,9 per cento a marzo 2025, dal 2,7 di febbraio, principalmente a causa di un aumento della componente relativa ai prodotti alimentari non trasformati. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei loro prezzi è salito al 4,2 per cento a marzo, dal 3,0 del mese precedente. Tale rialzo è stato determinato da una crescita sul mese precedente dei prezzi dei beni alimentari non trasformati superiore al consueto, potenzialmente connessa a effetti avversi legati alle condizioni meteorologiche, e dal venir meno dei deboli andamenti registrati nell'anno precedente. Al contempo, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati è rimasto invariato al 2,6 per cento, in parte a causa del persistere delle forti pressioni derivanti dai prezzi dei tabacchi. Il tasso sui dodici mesi relativo ai prodotti alimentari trasformati al netto dei tabacchi non ha registrato variazioni, mantenendosi all'1,8 per cento.

A marzo l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è diminuita ulteriormente, collocandosi al 2,4 per cento dal 2,6 del mese precedente. La riduzione è stata principalmente determinata dal calo dell'inflazione dei servizi, scesa al 3,5 per cento dal 3,7 di febbraio. Alla flessione hanno contribuito diversi fattori, tra i quali la minore domanda di servizi ricreativi, l'attenuazione delle pressioni dal lato dei costi dei beni energetici e dei salari ed effetti annui di revisione dei prezzi in qualche misura più contenuti all'inizio del 2025. Allo stesso tempo, l'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) si è mantenuta allo 0,6 per cento, in linea con il protrarsi di pressioni moderate sui prezzi. Tale stabilità ha rispecchiato la compensazione tra il calo dell'inflazione dei beni non durevoli e l'aumento di quella dei beni semidurevoli e durevoli, sebbene, nel caso dei secondi, sia rimasta in territorio negativo.

L'andamento della maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è stato in linea con un ritorno durevole dell'inflazione complessiva all'obiettivo del 2 per cento a medio termine (cfr. il grafico 9)[1]**.** Gran parte delle misure ha oscillato in un intervallo compreso tra il 2,2 e il 2,7 per cento. Le misure basate sull'esclusione di alcune componenti, come l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari non trasformati e dell'energia, hanno continuato a rallentare. A marzo, nel contempo, la media troncata del 10 per cento si è mantenuta invariata, mentre la media troncata al 30 per cento e la mediana ponderata sono aumentate. Quanto alle misure basate su modelli, l'indicatore Supercore (che comprende voci dello IAPC sensibili al ciclo economico) a marzo è sceso al 2,6 per cento, dal 2,7 di febbraio. Al tempo stesso, la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI), che rispetto ad altri indicatori tende a mostrare una migliore capacità predittiva dell'inflazione complessiva futura, è lievemente diminuita, passando dal 2,3 per cento di febbraio al 2,2 di marzo e mantenendosi al limite

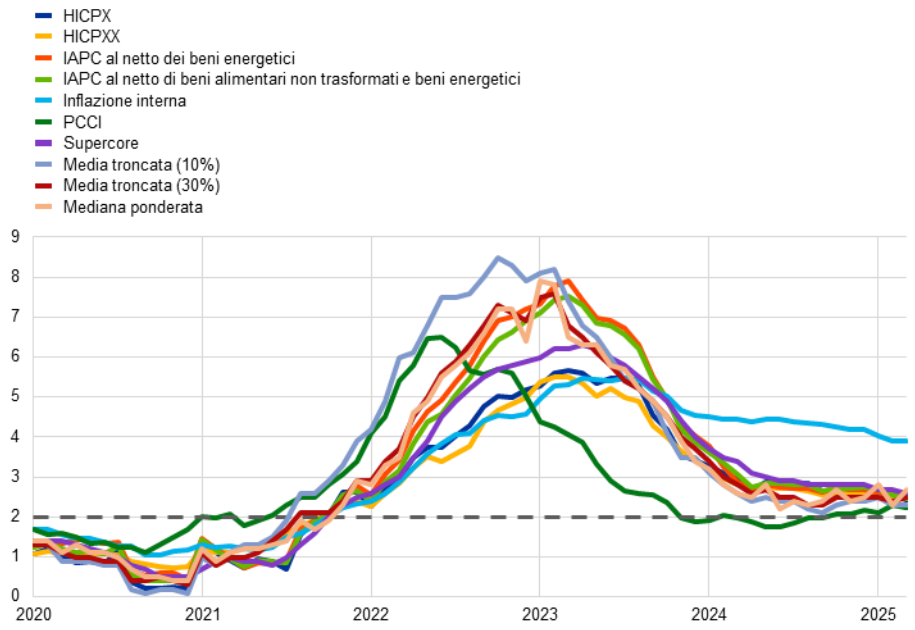
[1] Per informazioni sulle diverse misure dell'inflazione di fondo, cfr. Lane, P.R., "Underlying inflation: an update", intervento pronunciato alla *Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024* organizzata dalla Federal Reserve Bank of Cleveland e dalla BCE, 24 ottobre 2024.

inferiore dell'intervallo. Pur essendo rimasta su un livello elevato, la misura dell'inflazione interna, che include in prevalenza voci relative ai servizi, ha segnato una graduale contrazione a partire da dicembre 2024, collocandosi al 3,9 per cento a marzo.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: la linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento a medio termine. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2025.

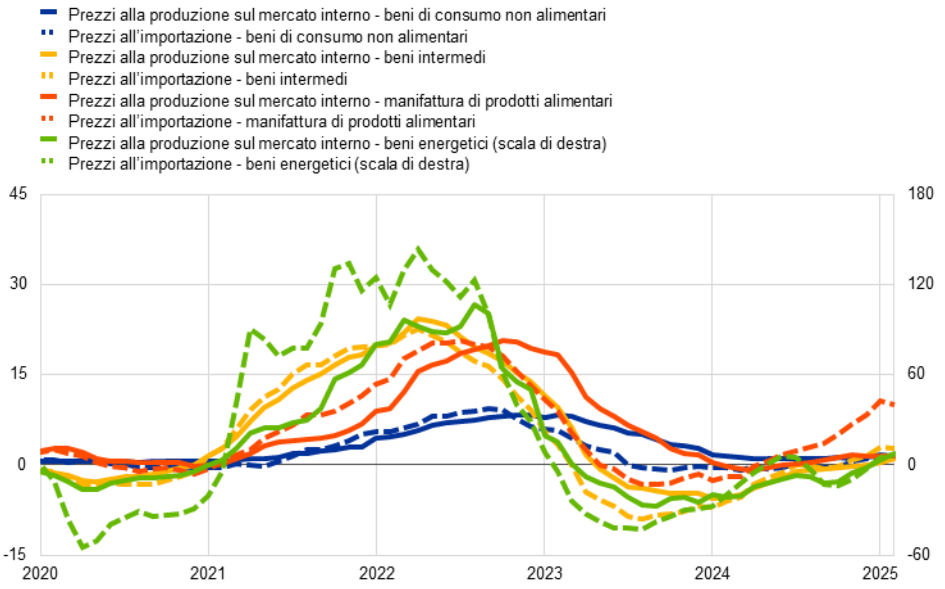
Con riferimento ai beni, a febbraio la maggior parte delle misure delle pressioni inflazionistiche negli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi ha evidenziato moderati movimenti al rialzo, mentre le corrispondenti misure relative agli stadi successivi hanno registrato una lieve riduzione (cfr. il grafico 10). Negli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione per i beni intermedi venduti sul mercato interno è salita allo 0,9 per cento a febbraio, dallo 0,5 di gennaio. Negli stadi successivi, per contro, i tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione relativi ai beni di consumo non alimentari sono lievemente diminuiti, portandosi all'1,5 per cento a febbraio dall'1,6 di gennaio. Nello stesso periodo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione relativi ai beni alimentari manufatti è salito all'1,5 per cento dall'1,4, confermando l'attenuazione del graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche nel segmento dei prodotti alimentari manufatti suggerita da indicazioni precedenti.
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari si è mantenuto invariato all'1,5 per cento. Nel contempo, l'inflazione all'importazione dei prodotti alimentari manufatti è calata al 9,9 per cento a febbraio, dal 10,7 di gennaio, riflettendo probabilmente il rallentamento dei tassi di crescita, ancora elevati, dei prezzi delle materie prime alimentari a livello internazionale.
Nel complesso, i dati più recenti sui prezzi alla produzione e all'importazione

confermano che il graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche accumulatesi sui prezzi dei beni di consumo si è attenuato, senza che si sia osservata, tuttavia, una ripresa evidente di tali pressioni.

Grafico 10

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

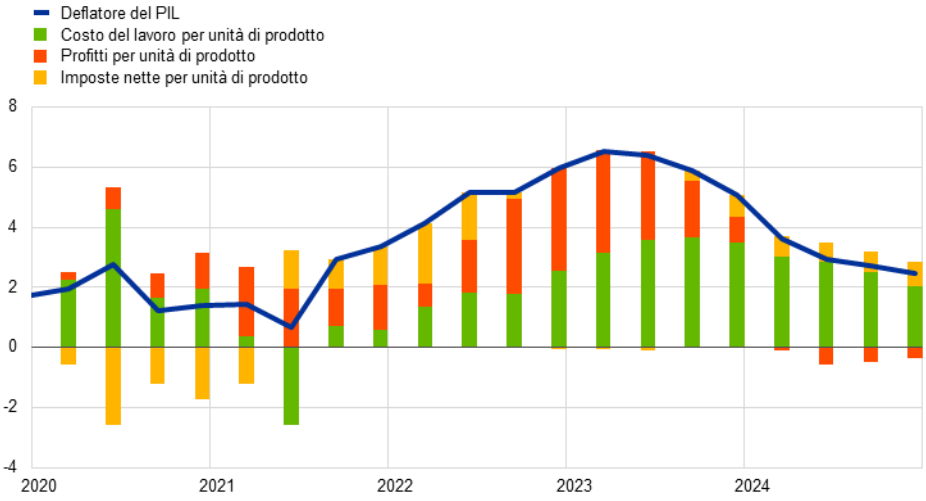
Nel quarto trimestre del 2024 le pressioni derivanti dai costi interni, indicate dalla crescita del deflatore del PIL, hanno continuato ad attenuarsi, rallentando al 2,5 per cento dal 2,7 del trimestre precedente (cfr. il grafico 11).
Ciò rappresenta un calo consistente rispetto al valore massimo del 6,5 per cento registrato nel primo trimestre del 2023, benché il tasso permanga al di sopra della sua media di lungo periodo, pari all'1,6 per cento, precedente la pandemia di COVID-19. Il rallentamento del deflatore del PIL è stato principalmente trainato dalla perdurante moderazione della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto (3,7 per cento nel quarto trimestre del 2024, in calo dal 4,5 del terzo).
Tale decelerazione riflette l'effetto congiunto di un rallentamento della crescita salariale, misurata in termini di costo del lavoro per dipendente (4,1 per cento nel quarto trimestre, dal 4,5 del trimestre precedente), e di un'accelerazione della crescita della produttività (0,4 per cento, dallo 0,0 del trimestre precedente).
La moderazione della dinamica delle retribuzioni effettive è stata sostanzialmente in linea con il calo della crescita dei salari contrattuali (scesa al 4,1 per cento nel quarto trimestre del 2024, dal 5,4 del terzo). I profitti per unità di prodotto, pur avendo apportato un minore contributo negativo al deflatore del PIL nel quarto trimestre, hanno continuato ad assorbire l'espansione ancora elevata del costo del lavoro.
In prospettiva, l'indice salariale della BCE, che incorpora i dati sugli accordi salariali negoziati fino alla prima settimana di aprile 2025, suggerisce che le pressioni sulla crescita delle retribuzioni continueranno ad attenuarsi nel corso dell'intero anno. Tale prospettiva trova riscontro nei più recenti indicatori della crescita salariale

ricavati dalle indagini, come quella telefonica condotta dalla BCE presso le imprese (Corporate Telephone Survey), in cui le aspettative sulla crescita delle retribuzioni per il 2025 sono state riviste al ribasso, passando al 3,0 per cento dal 3,6 dell'edizione precedente[2]. L'attenuarsi delle pressioni sulla crescita salariale è in linea sia con un calo delle richieste di compensazione dell'inflazione sia con il raffreddamento della domanda di lavoro.

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, mentre il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024.

Le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine nell'area dell'euro ricavate dai mercati, in termini di inflation fixing swap, sono scese a livelli inferiori al 2 per cento nei mesi a venire (cfr. il grafico 12). Secondo tali misure, che riflettono le aspettative degli operatori di mercato sull'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei tabacchi, gli investitori si attendono che questo tasso di inflazione scenda al di sotto del 2,0 per cento nei prossimi mesi, prima di diminuire ulteriormente intorno al volgere dell'anno e collocarsi ben al di sotto del 2 per cento a metà del 2026. Analogamente, il tasso swap a termine a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte di un anno è sceso, nel periodo in esame, a circa l'1,6 per cento. Sul versante dei consumatori, secondo l'indagine sulle loro aspettative (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE a marzo 2025, nello stesso mese il tasso mediano di inflazione percepita nei dodici mesi precedenti si è collocato al 3,1 per cento, segnando la percentuale più bassa da settembre 2021. Allo stesso tempo, a marzo la mediana delle aspettative di inflazione complessiva per l'anno successivo è salita al 2,9 per cento dal 2,6 di febbraio. Anche la mediana delle aspettative di inflazione complessiva su un orizzonte di tre anni è lievemente aumentata, passando, nello stesso periodo,

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

dal 2,4 al 2,5 per cento. Tali incrementi delle aspettative sono legati alla maggiore incertezza riguardo all'inflazione espressa da alcuni intervistati.

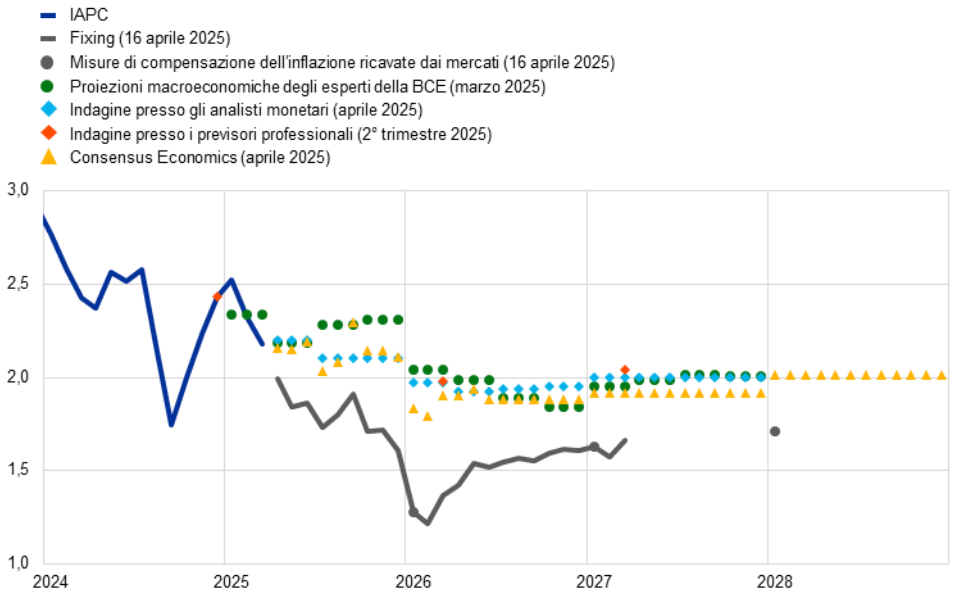
Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini e le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati sono rimaste stabili, mantenendosi per la maggior parte intorno al 2 per cento (cfr. il grafico 12). Sia nell'indagine della BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) relativa ad aprile 2025 (condotta tra il 31 marzo e il 2 aprile), sia nell'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il secondo trimestre del 2025 (condotta tra il 1° e il 4 aprile), la mediana e la media delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono mantenute invariate al 2 per cento. Nel periodo in esame le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) sono diminuite, con un tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale pari al 2 per cento. Inoltre, secondo le stime delle aspettative di inflazione effettive basate su modelli, al netto dei premi per il rischio di inflazione, gli operatori di mercato continuano ad attendersi che l'inflazione si collochi intorno al 2 per cento nel più lungo periodo.

Grafico 12

Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

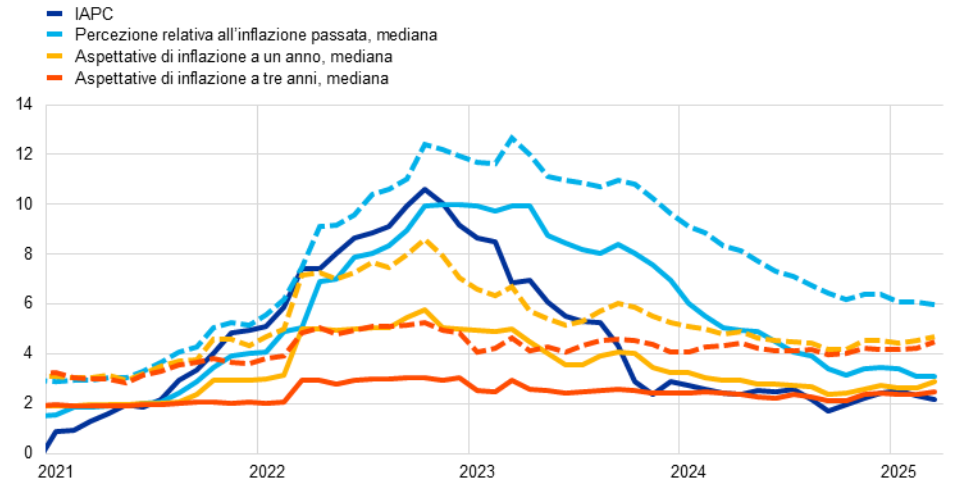
a) Inflazione complessiva, misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, proiezioni di inflazione e misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini

(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, marzo 2025* ed elaborazioni della BCE.
Note: nel pannello a) la serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui seguenti tassi a termine: a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni e a un anno su un orizzonte di tre anni. Per le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati le osservazioni si riferiscono al 16 aprile 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 SPF relativa al secondo trimestre del 2025 è stata condotta tra il 1° e il 4 aprile 2025, Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate al 7 aprile 2025. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2025 dagli esperti della BCE sono state ultimate il 19 febbraio 2025, mentre la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 6 febbraio 2025. Nel pannello b) per l'indagine CES le linee tratteggiate indicano la media e le linee continue la mediana. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2025.

4 Andamenti del mercato finanziario

Nel periodo in esame, compreso tra il 6 marzo e il 16 aprile 2025, i mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati fortemente influenzati dai cambiamenti delle politiche commerciali introdotti dagli Stati Uniti. Il 2 aprile l'annuncio da parte dell'amministrazione americana di dazi di ampia portata ha condotto alla più drastica ridefinizione dei prezzi delle attività finanziarie registrata sin dalla pandemia, in un contesto di accresciuta volatilità. La successiva sospensione di 90 giorni dei dazi nei confronti della maggior parte dei partner commerciali degli Stati Uniti ha rappresentato un alleviamento solo parziale. Nel complesso, la curva a termine del tasso privo di rischio a breve termine in euro si è spostata verso il basso, a fronte di mercati che alla fine del periodo in esame stavano incorporando nei prezzi riduzioni cumulate dei tassi di interesse nell'area dell'euro pari a circa 85 punti base entro la fine del 2025. Anche i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti nei vari paesi, superando lievemente il calo dei tassi privi di rischio. I corsi azionari dell'area dell'euro hanno registrato cali considerevoli in un contesto caratterizzato da un'elevata volatilità, in particolare dopo il 2 aprile. I differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ampliati per gli emittenti sia di qualità elevata (investment grade) sia ad alto rendimento (high yield). Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato notevolmente nei confronti del dollaro statunitense (5,2 per cento) e su base ponderata per l'interscambio (3,3 per cento).

Nel periodo in esame i tassi privi di rischio dell'area dell'euro sono diminuiti, in un contesto di accresciuta volatilità influenzato dall'acuirsi delle tensioni commerciali, e l'inclinazione della curva dei tassi a termine si è conseguentemente accentuata. Nel corso del periodo in esame il tasso di riferimento a breve termine in euro €STR (euro short-term rate) si è collocato, in media, al 2,45 per cento, in seguito alla decisione, ampiamente prevista, di ridurre di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, adottata dal Consiglio direttivo in occasione della riunione di marzo. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 44 miliardi di euro, scendendo a 2.783 miliardi. Ciò ha rispecchiato principalmente il calo dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria, giacché l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito dei programmi di acquisto di attività. Dopo lo spostamento verso l'alto, a seguito dell'annuncio di un'espansione fiscale programmata in Germania e del piano "ReArm Europe" poco prima del periodo in esame, la curva a termine ha gradualmente invertito buona parte di tale spostamento, sulla scia delle crescenti tensioni commerciali a livello mondiale. L'annuncio dei dazi statunitensi del 2 aprile e il successivo inasprimento delle tensioni commerciali su scala internazionale hanno determinato una pronunciata revisione al ribasso della curva a termine, che ha rispecchiato le aspettative di un ritmo più sostenuto nell'allentamento della politica monetaria nell'area dell'euro. Al termine del periodo in esame i mercati stavano incorporando nei prezzi riduzioni cumulate dei tassi di interesse pari a circa 85 punti base entro la fine del 2025, circa 40 punti base in più rispetto all'inizio del periodo. Anche i tassi a più lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono diminuiti nel periodo in esame, sebbene in misura minore, determinando un aumento dell'inclinazione della curva a termine, con il tasso nominale sugli overnight index

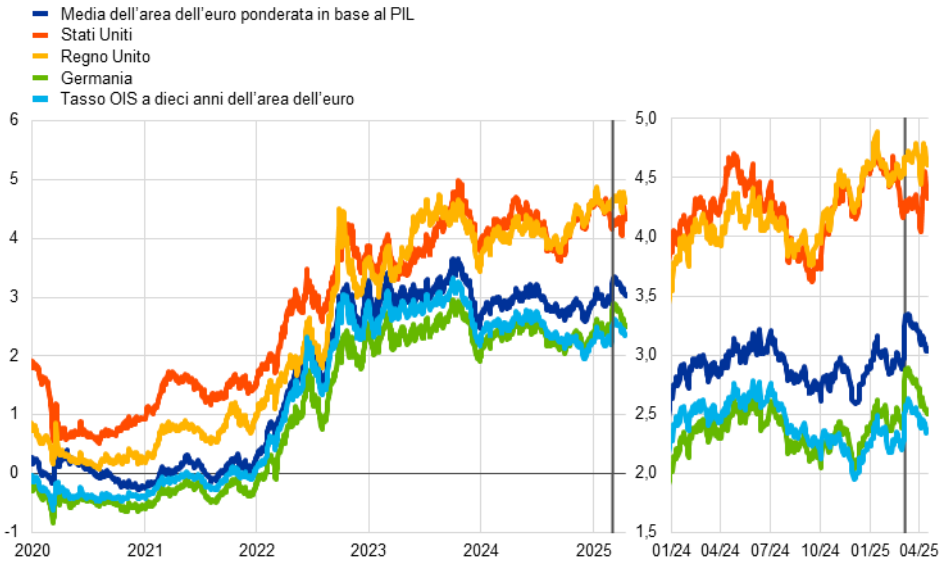
swap (OIS) a dieci anni che è sceso al 2,4 per cento, in calo di 15 punti base rispetto all'inizio del periodo in esame.

Anche i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti, con alcune variazioni fra paesi (cfr. il grafico 13). Alla fine del periodo in esame il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro si è collocato al 3 per cento, in calo di 31 punti base rispetto al livello registrato all'inizio del periodo, a fronte di un differenziale relativo al tasso OIS che si è ristretto di circa 15 punti base. I differenziali sui titoli di Stato si sono perlopiù ristretti prima dell'annuncio sui dazi da parte dell'amministrazione statunitense il 2 aprile, con variazioni che hanno mostrato un andamento sostanzialmente uniforme tra i vari paesi. Successivamente, l'acuirsi delle tensioni commerciali a livello internazionale ha determinato un lieve aumento della dispersione dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro, nel contesto di una ricomposizione dei portafogli degli investitori verso attività più sicure. A livello internazionale, il rendimento dei titoli del Tesoro statunitense a dieci anni ha mostrato notevoli fluttuazioni, con una crescita di circa 5 punti base che lo ha portato al 4,3 per cento alla fine del periodo in esame, mentre quello dei titoli di Stato decennali del Regno Unito ha registrato un calo di 7 punti base e ha chiuso il periodo di riferimento al 4,6 per cento.

Grafico 13

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 marzo 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 16 aprile 2025.

Per tutto il periodo in esame, le tensioni commerciali hanno alimentato una notevole volatilità nei mercati azionari internazionali e dell'area dell'euro, determinando cali pronunciati dei corsi azionari. I prezzi delle azioni sono diminuiti in modo più marcato in seguito all'imposizione di dazi sulle importazioni di automobili da parte dell'amministrazione statunitense e in vista dei dazi "reciproci" di ampia portata annunciati il 2 aprile. Tra l'inizio dell'anno e l'inizio del periodo in esame, i corsi azionari dell'area dell'euro hanno registrato risultati migliori rispetto

agli Stati Uniti, giacché la ricomposizione dei flussi di fondi azionari, confluendo verso l'Europa, ha in parte controbilanciato l'impatto negativo delle tensioni commerciali. Ciononostante, l'annuncio del 2 aprile e il successivo acuirsi delle tensioni commerciali a livello mondiale hanno dato luogo a un'ondata di vendite nei mercati azionari. Dopo che l'amministrazione statunitense ha poi stabilito la sospensione di 90 giorni dei dazi "reciproci" nei confronti di tutti i paesi eccetto la Cina, i corsi azionari hanno segnato un parziale recupero, nonostante l'accresciuta incertezza sul fronte del commercio internazionale. Nel complesso del periodo di riferimento, gli indici dei mercati azionari nell'area dell'euro sono diminuiti dell'8,5 per cento. Le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) sono diminuite del 9,4 per cento e quelle delle banche del 7,9. Gli indici dei mercati azionari statunitensi sono diminuiti dell'8 per cento, con cali del 9,9 per cento per le banche e dell'8,3 per le SNF.

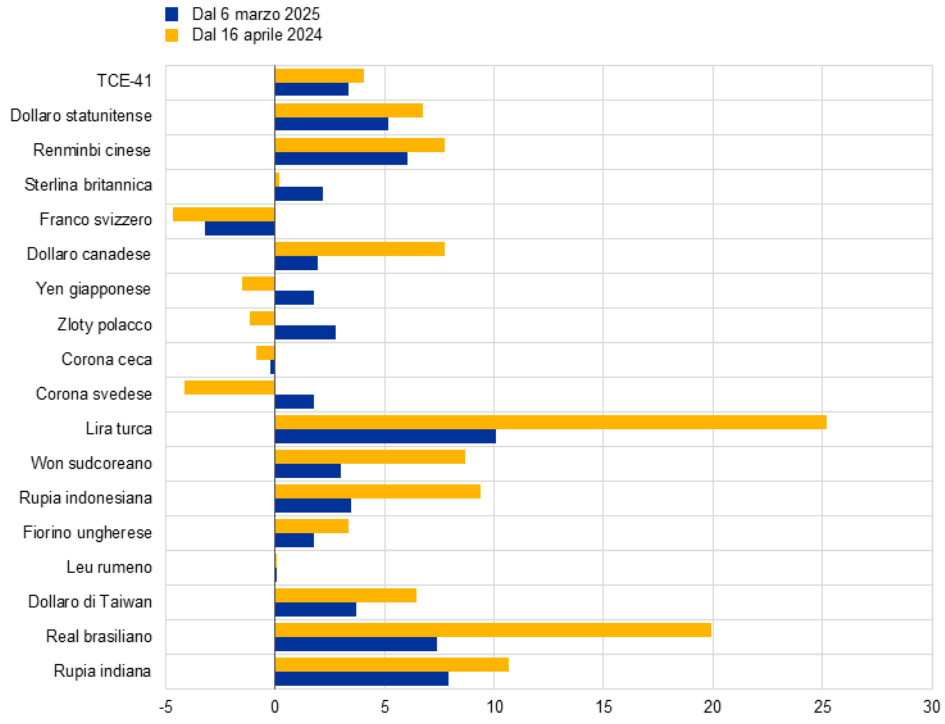
I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie si sono ampliati sia nel segmento di qualità elevata (investment grade), sia in quello ad alto rendimento (high yield). Il clima di avversione al rischio si è riverberato anche sui mercati delle obbligazioni societarie. L'ampliamento dei differenziali nel segmento investment grade è stato trainato da un ampliamento pressoché parallelo dei differenziali sulle obbligazioni emesse dalle società finanziarie e dalle società non finanziarie, pari a circa 30 punti base. L'effetto dell'annuncio sui dazi è stato più marcato nel segmento ad alto rendimento, in cui i differenziali sulle obbligazioni sono aumentati, rispettivamente, di 110 punti base per quelle emesse dalle SNF e di circa 85 per quelle emesse dalle società finanziarie.

Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato notevolmente sia nei confronti del dollaro statunitense, sia su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 14). Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato del 3,3 per cento. Questo forte apprezzamento dell'euro è stato generalizzato. L'apprezzamento del 5,2 per cento nei confronti del dollaro statunitense è stato determinato in larga misura da un mutamento delle aspettative di mercato sulle prospettive di crescita degli Stati Uniti e sul potenziale impatto delle loro politiche dopo gli annunci sui dazi di inizio aprile. L'euro si è rafforzato del 6,0 per cento anche nei confronti del renminbi cinese, che si è indebolito a causa del previsto impatto negativo dei dazi statunitensi. L'euro si è fortemente apprezzato nei confronti della lira turca, in presenza di andamenti specifici di questa economia di mercato emergente, che hanno portato a un indebolimento generalizzato della sua valuta. Di contro, l'euro si è deprezzato del 3,2 per cento nei confronti del franco svizzero, in presenza di incertezze sui mercati e di un clima generalizzato di avversione al rischio.

Grafico 14

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.
Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 16 aprile 2025.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

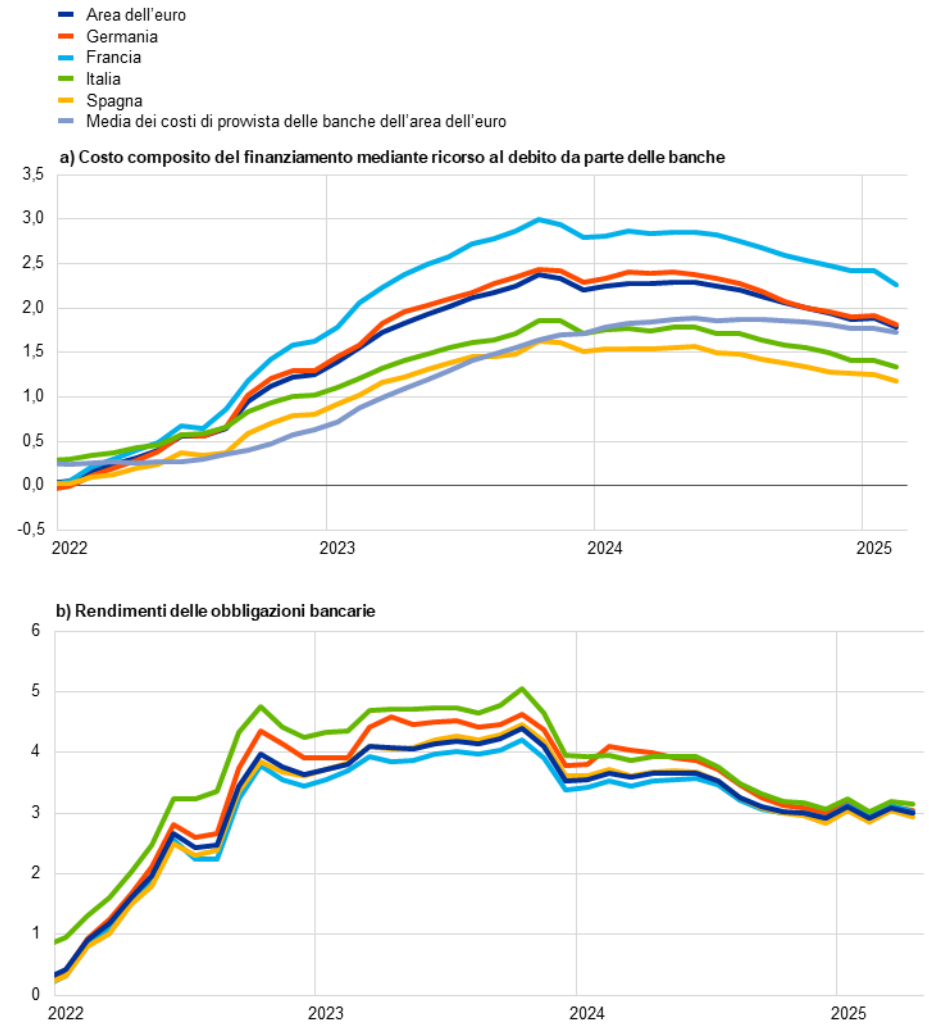
Le ultime statistiche ufficiali sull'indebitamento societario, pubblicate il 2 aprile 2025, mostrano che le riduzioni dei tassi di interesse della BCE hanno nuovamente reso meno oneroso il credito per le imprese. A febbraio i costi medi della provvista bancaria sono rimasti prossimi al picco recente, mentre i tassi sui prestiti bancari alle imprese hanno continuato a diminuire gradualmente dai livelli massimi raggiunti. I tassi medi sui nuovi prestiti alle imprese sono scesi al 4,1 per cento a febbraio, mentre quelli sui nuovi mutui sono saliti lievemente, al 3,3 per cento. Nello stesso mese la crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie ha continuato ad aumentare, pur rimanendo ben al di sotto delle medie storiche, riflettendo la domanda ancora debole e la rigidità dei criteri per la concessione del credito. Nel periodo compreso tra il 6 marzo e il 16 aprile 2025, il costo del finanziamento azionario per le imprese è aumentato per effetto dell'incremento del premio per il rischio azionario, mentre il costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato è rimasto pressoché invariato. Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2025, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese hanno di nuovo subito un lieve irrigidimento nel primo trimestre dell'anno e la domanda netta di prestiti è leggermente diminuita, dopo una modesta ripresa nei trimestri precedenti. I criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni si sono allentati e la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato ad aumentare vigorosamente. Nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on Access to Finance of Enterprises, SAFE) per il primo trimestre del 2025, condotta tra il 10 febbraio e il 21 marzo 2025, le imprese hanno segnalato un calo dei tassi di interesse bancari e un ulteriore lieve irrigidimento delle altre condizioni di prestito. Le imprese hanno riferito inoltre una lieve riduzione del fabbisogno di prestiti bancari e una sostanziale stabilità nella disponibilità degli stessi. A febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è aumentato ulteriormente, collocandosi al 4,0 per cento.

A febbraio 2025 i costi marginali della provvista bancaria sono diminuiti ulteriormente, mentre i costi medi della provvista per le banche dell'area dell'euro hanno registrato cali solo marginali. A febbraio il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro, ovvero l'indice che misura i costi marginali della provvista bancaria, è diminuito (cfr. il pannello a) del grafico 15), trainato da riduzioni dei tassi e da un'accresciuta preferenza per la liquidità da parte di imprese e famiglie, mentre i costi medi della provvista bancaria sono diminuiti solo marginalmente. I tassi sui depositi e i tassi del mercato monetario interbancario hanno continuato a diminuire, con un tasso composito sui depositi pari all'1,1 per cento a febbraio, a fronte di un picco dell'1,4 a maggio 2024. Agli inizi di marzo i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono aumentati e successivamente di nuovo diminuiti, in un contesto di accresciuta incertezza macroeconomica e geopolitica (cfr. il pannello b) del grafico 15). I tassi di interesse sui depositi a termine di imprese e famiglie sono scesi più bruscamente di quelli sui depositi a vista. Di conseguenza, il divario significativo tra i tassi di interesse sui depositi a termine e quelli a vista ha continuato a ridursi sia per le imprese sia per le famiglie, riflettendo il calo lievemente maggiore della remunerazione dei depositi con durata prestabilita.

Grafico 15

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC e/o relative affiliate ed elaborazioni della BCE.
Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media dei costi delle nuove operazioni per depositi a vista, depositi rimborsabili con preavviso, depositi a termine, obbligazioni e prestiti interbancari, ponderati per i rispettivi importi in essere. I costi medi della provvista bancaria utilizzano le stesse ponderazioni, ma si basano sui tassi per i depositi in essere e per la provvista interbancaria, oltre che sul rendimento a scadenza stabilito al momento dell'emissione per le obbligazioni. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2025 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche (pannello a) e al 16 aprile 2025 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b).

Il settore bancario dell'area dell'euro ha continuato a mostrare capacità di tenuta, con solide posizioni patrimoniali e livelli di redditività ancora elevati, nonostante le difficoltà legate alla debole crescita economica. Nel quarto trimestre del 2024 la capitalizzazione delle banche si è mantenuta sostanzialmente stabile, con coefficienti patrimoniali ben al di sopra del 15 per cento e riserve di capitale volontarie superiori ai requisiti di capitale primario di classe 1 (Common Equity Tier 1, CET1). Il rendimento del capitale delle banche è rimasto elevato, al 10 per cento, nel quarto trimestre del 2024, malgrado un aumento del fabbisogno di accantonamenti in alcune classi di attività e il calo del sostegno fornito dal margine di interesse rispetto al picco registrato nel primo trimestre del 2024. In presenza di tassi di interesse ancora elevati, la qualità degli attivi ha lentamente continuato a

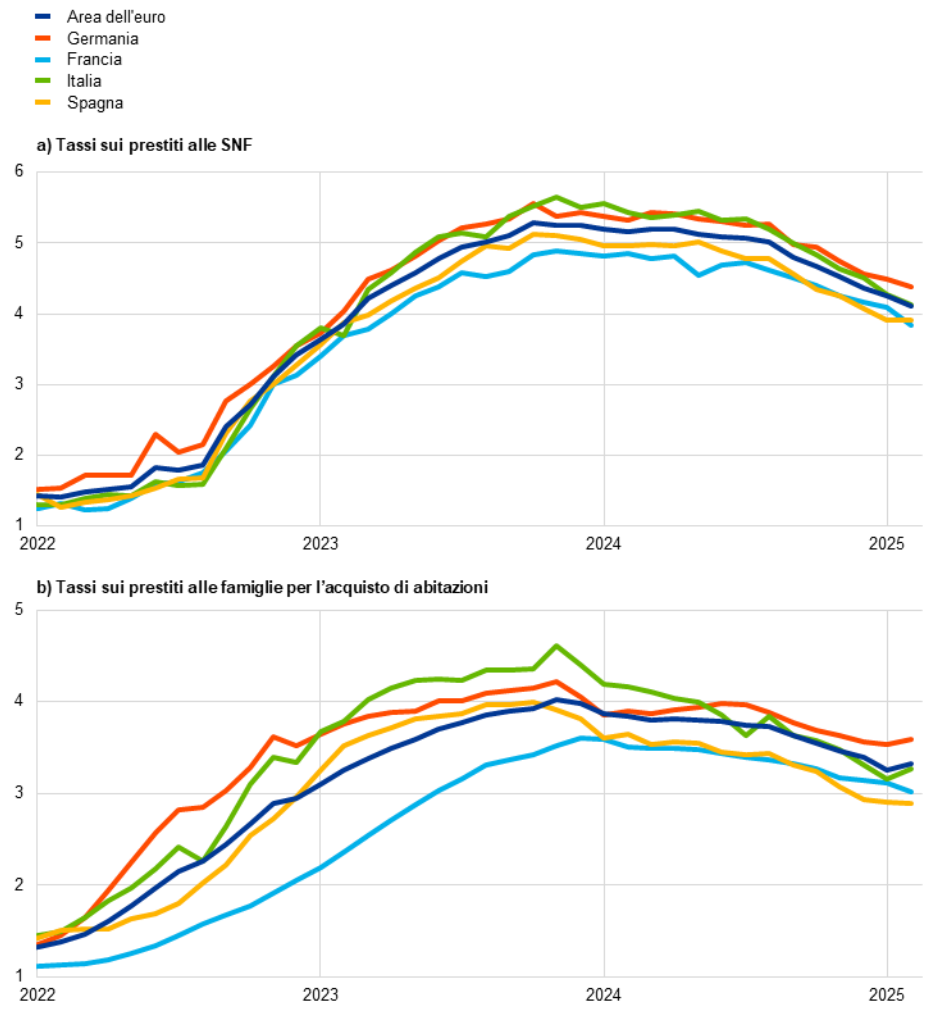
peggiorare, con notevoli differenze tra paesi. La quota dei crediti deteriorati è rimasta sostanzialmente stabile, prossima ai minimi storici osservati nel primo trimestre del 2023. L'incidenza di crediti che hanno subito un significativo deterioramento (ovvero nello stadio 2) è cresciuta notevolmente nel 2024, soprattutto per le piccole imprese e per il comparto degli immobili commerciali: per tenerne conto, le banche hanno aumentato gli accantonamenti per perdite di valore.

A febbraio i tassi sul credito bancario alle imprese sono ulteriormente diminuiti, mentre quelli sul credito alle famiglie si sono stabilizzati. I tassi sui prestiti sono diminuiti dall'estate del 2024, di riflesso alla riduzione dei tassi di riferimento (cfr. il grafico 16). A febbraio 2025 i tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie (SNF) sono diminuiti di 15 punti base, collocandosi al 4,10 per cento, circa 1,2 punti percentuali al di sotto del picco di ottobre 2023 (cfr. il pannello a) del grafico 16). Il calo ha interessato in maniera generalizzata i maggiori paesi dell'area dell'euro, concentrandosi sui prestiti con scadenza fino a un anno. Per contro, i tassi sui prestiti con scadenza superiore a un anno sono aumentati, in risposta all'aumento dei tassi privi di rischio a più lungo termine. Per le imprese, il costo dell'emissione di titoli di debito sul mercato è sceso al 3,5 per cento a febbraio, ma più di recente si sono registrate alcune pressioni al rialzo e i tassi sono saliti al 3,7 per cento ad aprile (cfr. il grafico 17). Il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese si è lievemente ampliato a febbraio, collocandosi a 0,47 punti percentuali, lievemente al di sopra del suo minimo storico e in un contesto di eterogeneità tra paesi. Per contro, i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono aumentati di 8 punti base, portandosi a febbraio al 3,33 per cento, un livello inferiore di 70 punti base rispetto al picco di novembre 2023 (cfr. il pannello b) del grafico 16), con variazioni tra paesi. Tale incremento è riconducibile all'andamento dei tassi a lungo termine ed è stato più pronunciato per le scadenze più lunghe.

Grafico 16

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.
Note: l'acronimo SNF sta per "società non finanziarie". I tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2025.

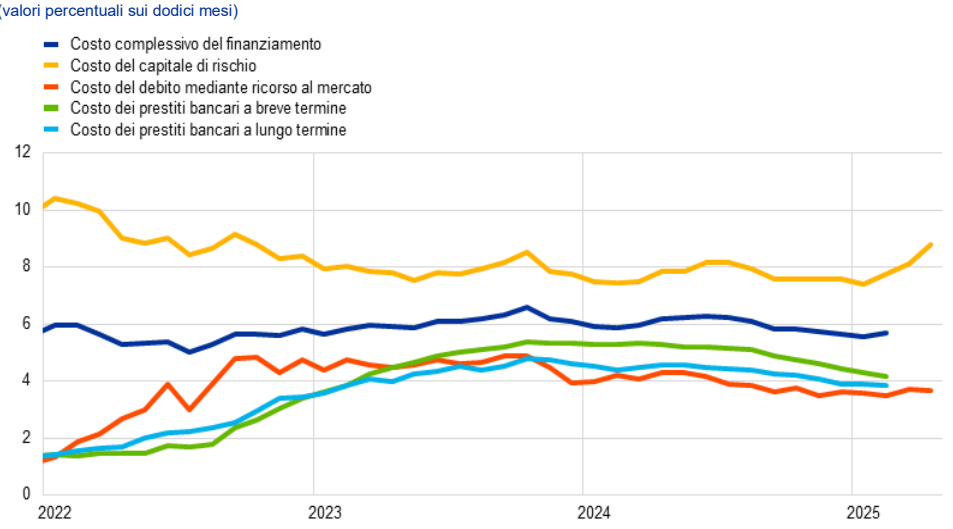
Nel periodo compreso tra il 6 marzo e il 16 aprile 2025, il costo del finanziamento azionario per le imprese è aumentato, mentre il costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato è rimasto pressoché invariato. In base ai dati mensili disponibili fino a febbraio 2025, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, dei titoli di debito emessi sul mercato e del capitale di rischio, è aumentato a febbraio rispetto al mese precedente, collocandosi al 5,7 per cento, al di sotto del massimo pluriennale raggiunto a ottobre 2023 (cfr. il grafico 17)[3]. Ciò è riconducibile a un aumento del costo del capitale di rischio dovuto a un premio per il rischio azionario più elevato, mentre tutte le altre componenti di costo sono diminuite o rimaste invariate. I dati

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

giornalieri relativi al periodo compreso tra il 6 dicembre 2024 e il 16 marzo 2025 mostrano che il costo del finanziamento mediante ricorso al debito sul mercato è rimasto stabile per effetto di uno spostamento verso il basso della curva a termine del tasso OIS (overnight index swap) per le scadenze a medio e lungo termine, quasi completamente compensato dall'ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni societarie, più apprezzabile nel segmento ad alto rendimento. Nello stesso periodo il costo del finanziamento azionario è aumentato in risposta al rafforzamento del premio per il rischio azionario e nonostante il calo 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



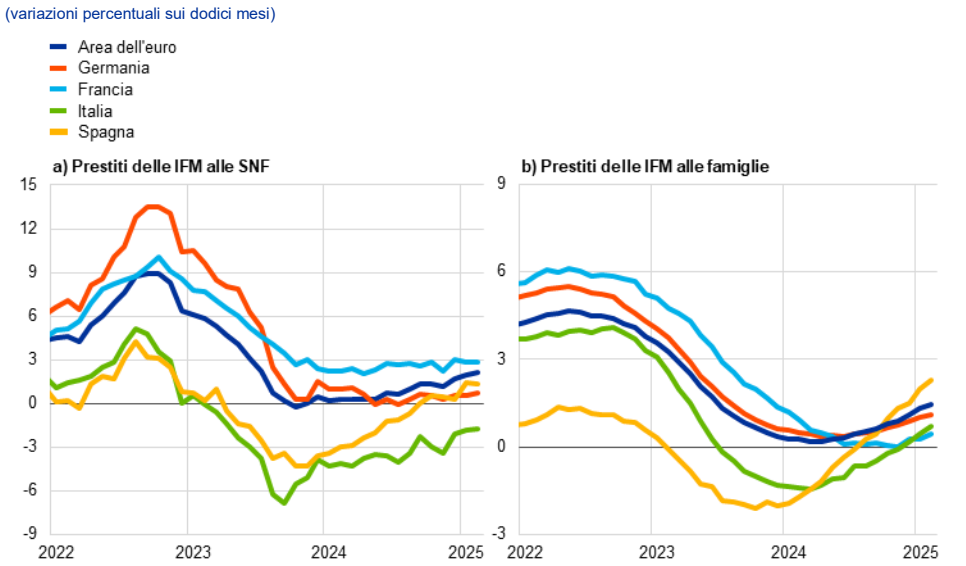
Fonti: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG ed elaborazioni della BCE.
Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili), 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 16 aprile 2025 per il costo del debito mediante ricorso al mercato e quello del capitale di rischio (dati giornalieri), e a febbraio 2025 per i dati sul costo totale del finanziamento e sui prestiti bancari (dati mensili).

A febbraio la crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie ha continuato ad aumentare gradualmente, riflettendo la perdurante debolezza della domanda e la rigidità dei criteri di erogazione del credito. A febbraio 2025 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è salito al 2,2 per cento, in aumento dal 2,0 di gennaio e ben al di sotto della sua media storica del 4,8 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 18). L'incremento è riconducibile principalmente ai prestiti a breve termine (fino a un anno). Dopo una serie di mesi volatili, a febbraio l'emissione di titoli di debito da parte delle imprese è stata relativamente debole ed è cresciuta a un tasso stabile del 3,2 per cento su base annua. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è migliorato, salendo all'1,5 per cento a febbraio, dall'1,3 di gennaio, pur rimanendo ben al di sotto della sua media storica del 4,1 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 18). I prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a essere la principale determinante di questa tendenza al rialzo, mentre il credito al consumo a febbraio si è stabilizzato, con una crescita sui dodici mesi pari al 3,9 per cento. Le altre tipologie di prestiti alle famiglie, inclusi quelli alle imprese

individuali, si sono invece confermate deboli. L'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE a febbraio ha mostrato che la percentuale di famiglie che hanno percepito un accesso al credito più restrittivo continua a essere superiore rispetto a quella delle famiglie che hanno percepito un accesso più facile, ma in prospettiva ci si attende un lieve allentamento dell'accesso al credito nei prossimi dodici mesi.

Grafico 18

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



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 febbraio 2025.

Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2025, le banche hanno segnalato, nel primo trimestre del 2025, un ulteriore lieve irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti o delle linee di credito alle imprese e un moderato allentamento di quelli per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. il grafico 19). Nel primo trimestre del 2025 il perdurante inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese è stato inferiore a quanto atteso dalle banche nella precedente edizione ed è stato nuovamente sospinto dalla percezione di maggiori rischi connessi alle prospettive economiche e alle specificità dei settori e delle singole imprese. Le banche hanno segnalato un moderato allentamento dei criteri per la concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e, al contrario, un ulteriore lieve irrigidimento per il credito al consumo. Per quanto riguarda i mutui per l'acquisto di abitazioni, la concorrenza di altre banche è stata il principale fattore alla base di tale allentamento, mentre l'irrigidimento dei criteri per la concessione di credito al consumo è attribuibile principalmente alla percezione del rischio. Le banche hanno segnalato una quota sostanzialmente invariata di richieste di prestiti respinte, provenienti dalle grandi imprese e dai consumatori, ma un lieve calo netto per i mutui per l'acquisto di abitazioni, nonché un ulteriore aumento dei prestiti alle piccole e medie imprese (PMI). Per il secondo trimestre del 2025 le banche dell'area dell'euro si attendono un

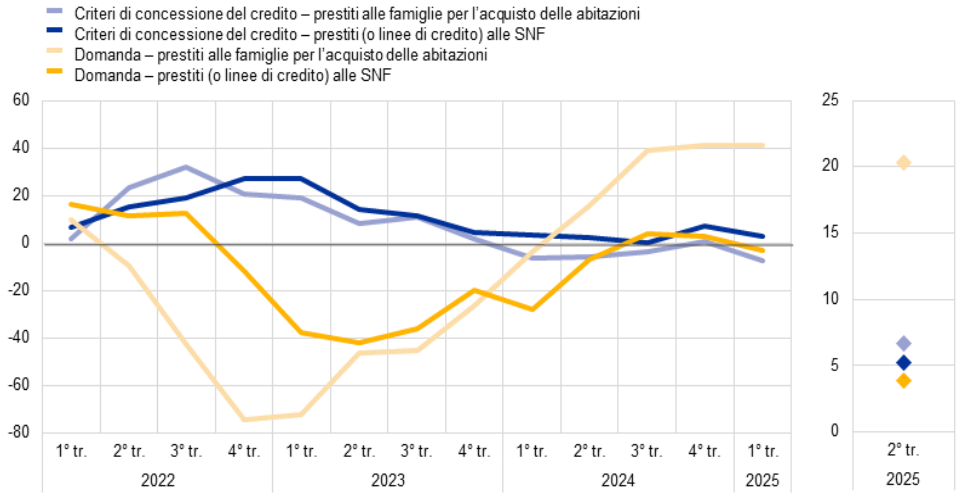
ulteriore irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese, del credito al consumo e dei mutui per l'acquisto di abitazioni.

Nel primo trimestre del 2025 le banche hanno segnalato un ulteriore lieve calo della domanda di prestiti da parte delle imprese, dopo due trimestri di ripresa debole, e un forte aumento della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni. La domanda di prestiti da parte delle imprese è diminuita, nonostante il sostegno fornito dal calo dei tassi di interesse, principalmente per il contributo negativo delle scorte e del capitale circolante. Gli investimenti fissi hanno mantenuto un impatto sostanzialmente neutro sulla domanda di prestiti, in un contesto in cui alcune banche hanno indicato le incertezze economiche e geopolitiche come fattore frenante della pianificazione a più lungo termine delle imprese. Nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, il forte aumento della domanda ha rispecchiato principalmente il calo dei tassi di interesse e, in misura minore, il miglioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e del clima di fiducia dei consumatori. Il moderato incremento della domanda di credito al consumo è stato sostenuto principalmente dal calo dei tassi di interesse, con un ulteriore modesto contributo della fiducia dei consumatori e della spesa per beni durevoli. Per il secondo trimestre del 2025 le banche si attendono un lieve aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese e ulteriori aumenti per le famiglie, soprattutto con riguardo ai mutui per l'acquisto di abitazioni.

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: indagine sul credito bancario nell'area dell'euro.
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 la 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 primo trimestre del 2025.

Secondo le banche intervistate, l'accesso al finanziamento è rimasto sostanzialmente invariato, mentre i rischi percepiti riguardo alla qualità del

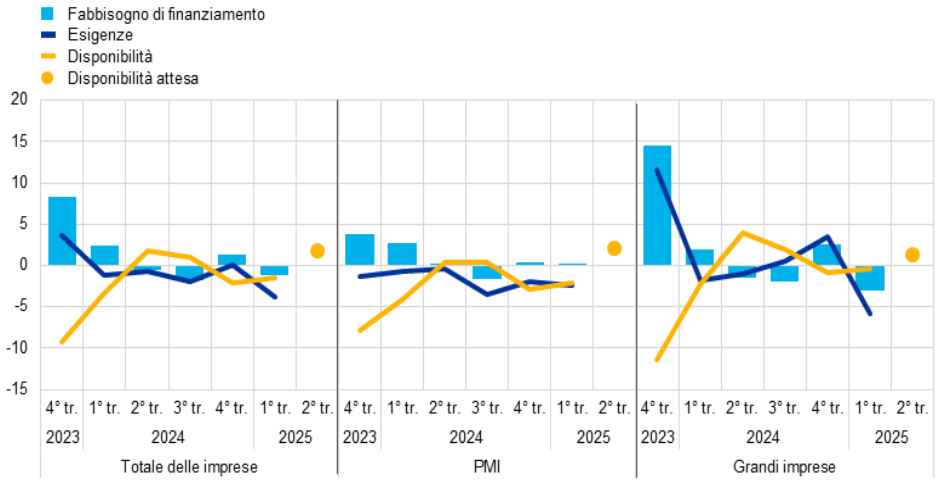
credito hanno pesato sulle condizioni di erogazione dei prestiti. Nel primo trimestre del 2025 l'accesso delle banche alla raccolta al dettaglio è rimasto sostanzialmente invariato, mentre si è contratto per quanto riguarda i titoli di debito, i mercati monetari e le cartolarizzazioni. Le banche hanno indicato che, negli ultimi sei mesi, la riduzione del portafoglio di attività di politica monetaria della BCE ha avuto un lieve impatto negativo sulle loro condizioni di finanziamento e di prestito, nonché sulle loro posizioni di liquidità, e che l'impatto sui criteri di concessione del credito è stato sostanzialmente neutro. Nel primo trimestre del 2025 le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un impatto restrittivo della quota di crediti deteriorati e di altri indicatori della qualità del credito sulle loro condizioni di concessione di prestiti alle imprese e di credito al consumo, mentre l'impatto sui mutui per l'acquisto di abitazioni è stato neutro. Negli ultimi sei mesi le banche hanno inoltre segnalato un ulteriore impatto netto negativo delle decisioni passate e attese della BCE riguardanti i tassi di interesse di riferimento sui loro margini di interesse netti, mentre l'impatto in termini di volumi è rimasto lievemente negativo. Nei prossimi sei mesi le banche prevedono che i propri margini risentiranno di un analogo impatto netto negativo delle decisioni della BCE sui tassi di interesse di riferimento, che dovrebbe frenare la redditività complessiva, nonostante il contributo lievemente positivo dei volumi delle attività.

Nell'ultima indagine SAFE le imprese hanno registrato un ulteriore calo dei tassi di interesse bancari, pur continuando a segnalare un inasprimento delle altre condizioni di prestito. Nel primo trimestre del 2025 si è registrato un marcato aumento del numero netto di grandi imprese che ha osservato un calo dei tassi di interesse, mentre, in termini netti, le PMI hanno riportato tassi di interesse sostanzialmente invariati. Nel contempo, il 24 per cento netto delle imprese (in rialzo dal 22 del quarto trimestre del 2024) ha evidenziato un aumento degli altri costi di finanziamento, quali oneri, commissioni e provvigioni e il 13 per cento netto (in calo dal 15 del quarto trimestre del 2024) ha segnalato requisiti più stringenti per le garanzie.

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 sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, 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 (rispettivamente esigenze e disponibilità attesa) e la percentuale di quelle che ne hanno segnalato una diminuzione negli ultimi tre mesi. L'indicatore della variazione di fabbisogno di finanziamento percepita assume un valore pari a 1 (-1) se le esigenze di finanziamento aumentano (diminuiscono) e la disponibilità diminuisce (aumenta). Se le imprese percepiscono un aumento (una diminuzione) unilaterale del fabbisogno finanziario, alla variabile viene assegnato un valore pari a 0,5 (-0,5). Un valore positivo dell'indicatore segnala un aumento del fabbisogno di finanziamento. I valori sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi netti ponderati in percentuale. La disponibilità attesa è stata spostata di un periodo in avanti 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 34ª (gennaio-marzo 2025).

Le imprese hanno riscontrato una lieve flessione nelle esigenze di finanziamento bancario e una sostanziale stabilità nella disponibilità di prestiti bancari, sebbene nei prossimi tre mesi se ne preveda un modesto miglioramento (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 (in diminuzione dal 2 del trimestre precedente). Sebbene la disponibilità di prestiti sia lievemente diminuita per le PMI, è rimasta invariata per le grandi imprese. Tale andamento è stato rispecchiato dal lieve inasprimento netto delle politiche di prestito delle banche e, in particolare, dei criteri per la concessione del credito, come evidenziato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per lo stesso periodo. L'indicatore del fabbisogno di finanziamento per i prestiti bancari, un indice che coglie la differenza tra le variazioni delle esigenze e la disponibilità, è rimasto sostanzialmente invariato. In prospettiva, le imprese si attendono un modesto miglioramento nella disponibilità di prestiti bancari per i prossimi tre mesi.

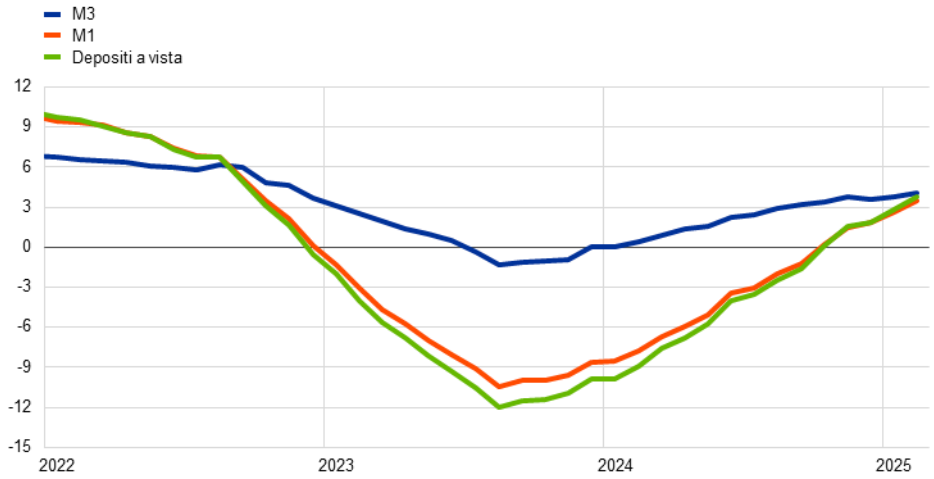
A febbraio la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) si è stabilizzata, in un contesto di progressivo indebolimento degli afflussi netti dall'estero e di una graduale ripresa dei prestiti alle imprese e alle famiglie (cfr. il grafico 21). A febbraio la crescita sui dodici mesi di M3 si è ulteriormente rafforzata, portandosi al 4,0 per cento dal 3,8 di gennaio. La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è aumentata sensibilmente, al 3,5 per cento a febbraio, rispetto al 2,7 di gennaio. L'incremento è riconducibile al perdurante aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi

a vista, salito al 3,8 per cento a febbraio dal 2,9 di gennaio, riflettendo la maggiore preferenza degli investitori per la liquidità in un contesto di accresciuta incertezza e di calo dei tassi di interesse sui depositi a risparmio. A febbraio i flussi netti dall'estero, seppur in calo, e la progressiva ripresa del credito bancario alle imprese e alle famiglie hanno fornito un contributo positivo alla creazione di moneta; gli acquisti netti di titoli di Stato da parte delle banche hanno subito un rallentamento, in un contesto di sostanziale calo delle emissioni nette di tali titoli. Allo stesso tempo, la contrazione in atto del bilancio dell'Eurosistema e l'emissione di obbligazioni bancarie a lungo termine (che non sono incluse in M3) hanno continuato a fornire un contributo negativo alla 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 febbraio 2025.

Riquadri

1 Sfide per la tenuta dei differenziali sulle obbligazioni societarie statunitensi

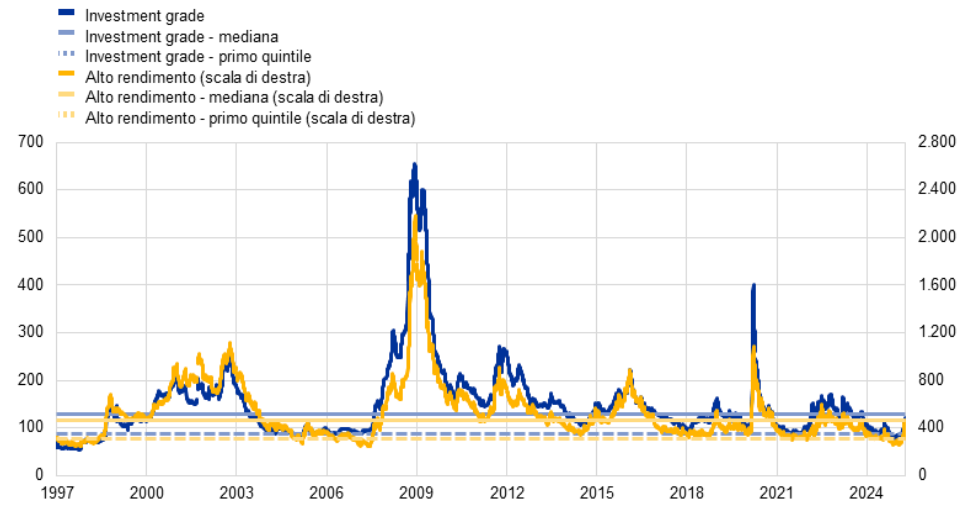
a cura di Mar Domenech Palacios e Martina Jančoková

Prima del recente improvviso ampliamento, i differenziali sulle obbligazioni societarie statunitensi hanno registrato una prolungata fase di inconsueta tenuta, pur in un contesto di elevati tassi di interesse. Nel corso del 2024, il premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere titoli di debito societari statunitensi rispetto ai titoli di Stato, misurato dai differenziali sulle obbligazioni societarie non finanziarie, è rimasto particolarmente contenuto. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie investment grade si sono collocati tra gli 83 e i 112 punti base, mentre quelli sulle obbligazioni ad alto rendimento hanno oscillato tra i 264 e i 393 punti base. I differenziali hanno segnato i livelli più bassi in quasi due decenni, collocandosi nel primo quintile della distribuzione storica dei differenziali dal 1999 (cfr. il grafico A). Tuttavia, più di recente, i differenziali sulle obbligazioni societarie statunitensi si sono ampliati significativamente, facendo registrare un aumento di 120 punti base per i titoli investment grade e di 461 punti base per le obbligazioni ad alto rendimento. Tale brusco cambiamento ha coinciso con l'annuncio dei nuovi dazi imposti dall'amministrazione statunitense, che ha innescato un netto deterioramento della propensione al rischio sui mercati. In tale contesto, e alla luce della recente revisione dei prezzi sui mercati, il presente riquadro esamina i fattori che hanno contribuito alla tenuta delle obbligazioni societarie statunitensi nel periodo precedente e valuta i potenziali rischi della decompressione dei differenziali nel prossimo futuro.

Grafico A

Differenziali sulle obbligazioni societarie statunitensi

(punti base)



Fonti: Federal Reserve Economic Data (FRED) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: i differenziali ICE BofA corretti per le opzioni (Option-Adjusted Spreads, OAS) sono differenziali misurati tra un indice OAS calcolato di tutte le obbligazioni in una determinata categoria di rating e una curva di titoli del Tesoro a pronti. L'indice ad alto rendimento comprende le obbligazioni con rating BB o inferiore, mentre l'indice investment grade è basato sulle obbligazioni con rating BBB o superiore. Il primo quintile si riferisce al 20° percentile della serie storica a partire dal 1 gennaio 1999. Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 aprile 2025.

Fino a poco tempo fa, e al di là della solidità dei fondamentali delle imprese, la forte domanda di obbligazioni societarie statunitensi era stata sorretta da un pronunciato clima di propensione al rischio sui mercati finanziari mondiali, responsabile di gran parte della compressione dei differenziali. Gli ingenti utili realizzati e attesi, in parte determinati dai previsti guadagni di produttività legati all'intelligenza artificiale (IA), hanno sostenuto i corsi azionari statunitensi e ridotto i differenziali nei mercati delle obbligazioni societarie statunitensi[1]. Le stime relative al premio obbligazionario eccedente (Excess Bond Premium, EBP), che riflettono la remunerazione aggiuntiva che gli investitori richiedono per detenere obbligazioni societarie oltre a quanto giustificato dai fondamentali (come il rischio di default), segnalavano il persistere di una forte propensione al rischio dalla fine del 2022 (cfr. il pannello a) del grafico B)[2]. Inoltre, la compressione è stata generalizzata: fino alla fine di febbraio 2025, circa il 90 per cento delle obbligazioni del campione erano negoziate al di sotto dei livelli impliciti nei fondamentali specifici delle imprese. Dinamiche analoghe sono state osservate negli ultimi cicli di inasprimento: l'EBP ha raggiunto livelli comparabili o addirittura inferiori durante i periodi compresi tra il 1993

1 Per un approfondimento sulle determinanti dei corsi azionari elevati, cfr. il riquadro 1 *Fattori alla base della tenuta dei corsi azionari statunitensi: struttura del mercato, aspettative sugli utili o premi per il rischio azionario?* nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

2 L'EBP rappresenta la remunerazione richiesta dagli investitori per detenere obbligazioni societarie al di là del compenso per i normali rischi associati alle aspettative sui tassi di interesse o per il rischio di credito. Esso coglie fattori quali il clima di fiducia dei mercati, le condizioni di liquidità e altre incertezze macroeconomiche che influenzano i prezzi delle obbligazioni. Un aumento dell'EBP implica una riduzione della capacità di assunzione del rischio del settore finanziario, che determina una contrazione dell'offerta di credito e un deterioramento delle condizioni macroeconomiche. Di conseguenza, tende ad avere capacità predittiva sull'attività economica. Per maggiori dettagli sulle modalità di calcolo, cfr. Gilchrist, S. e Zakrajšek, E., "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations", *American Economic Review*, vol. 102, n. 4, giugno 2012.

e il 1995 e tra il 2004 e il 2006[3]. L'analisi dei modelli suggerisce che i differenziali sulle obbligazioni societarie tendono a reagire in misura minore agli shock macroeconomici e di politica monetaria durante tali fasi di propensione al rischio rispetto ai periodi di avversione (cfr. il pannello b) del grafico B). Ciò potrebbe spiegare la reazione modesta dei differenziali a tali shock nonostante la propensione al rischio sia rimasta sostenuta. Tuttavia, gli eventi più recenti hanno segnato una rapida inversione di tale clima di fiducia positivo. I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono notevolmente ampliati, segnalando una significativa rivalutazione del rischio. Di conseguenza, il mercato sembra maggiormente sensibile agli sviluppi macroeconomici e delle politiche economiche, aumentando il rischio di un'accresciuta volatilità e di una reazione più marcata agli shock futuri in un contesto in cui il clima di fiducia continua a modificarsi.

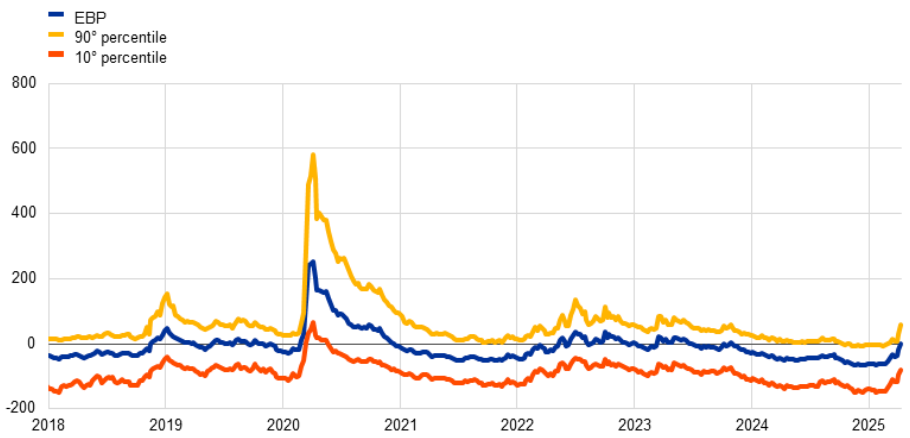
[3] L'ottimismo degli investitori osservato durante i precedenti cicli di inasprimento potrebbe essere dovuto alle loro aspettative di un "atterraggio morbido". Cfr. Blinder, A.S., "Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965-2022", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 37, n. 1, inverno 2023.

Grafico B

Determinanti della tenuta dei differenziali sulle obbligazioni societarie

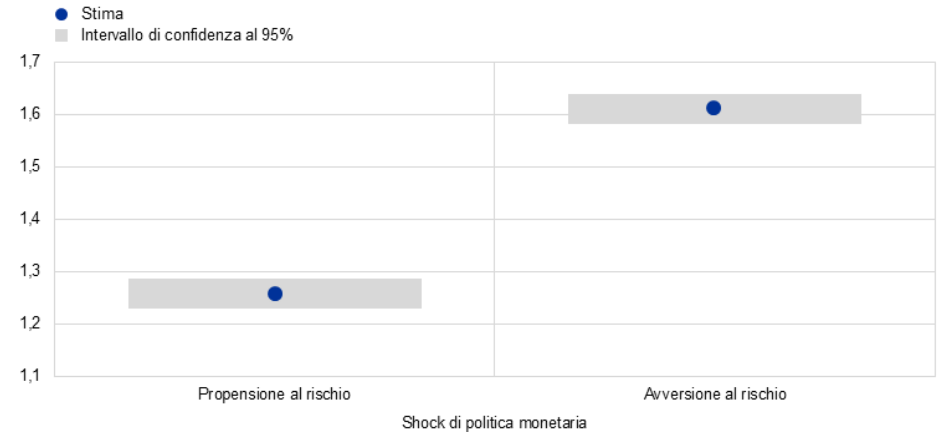
a) Premio obbligazionario eccedente

(punti base)



b) Sensibilità delle obbligazioni societarie agli shock in periodi di propensione e di avversione al rischio

(punti base)



Fonti: Moody's Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: nel pannello a) l'EBP è calcolato seguendo la specificazione di base descritta in Gilchrist, S. e Zakrajšek, E., op. cit. Le variabili esplicative includono la distanza dal default, la durata, l'ammontare in essere, il tasso cedolare, una variabile dell'indicatore uguale a uno in caso di obbligazione riscattabile e a zero negli altri casi, nonché gli effetti fissi del settore e del rating. La stima si basa su obbligazioni privilegiate non garantite con scadenze superiori a un anno. Le linee mostrano le serie temporali della media intersettoriale dell'EBP e il 90° e 10° percentile. Nel pannello b) un periodo di avversione (propensione) al rischio è definito dall'EBP mediano intersettoriale superiore (inferiore) all'EBP mediano dell'intero campione. Le aree ombreggiate indicano l'intervallo di confidenza al 95 per cento. Gli shock strutturali di politica monetaria sono ricavati dal modello a due paesi descritto in Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. e Van Robays, I., "What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk", *Working Paper Series*, n. 2560, BCE, maggio 2021, in cui gli shock giornalieri sono cumulati con frequenza settimanale e si riferiscono agli shock della politica monetaria restrittiva statunitense. Gli shock sono standardizzati in modo che l'aumento di una unità corrisponda a una deviazione standard dell'entità della serie di shock. Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 aprile 2025 (dati settimanali) per il pannello a) e al 10 gennaio 2025 per il pannello b).

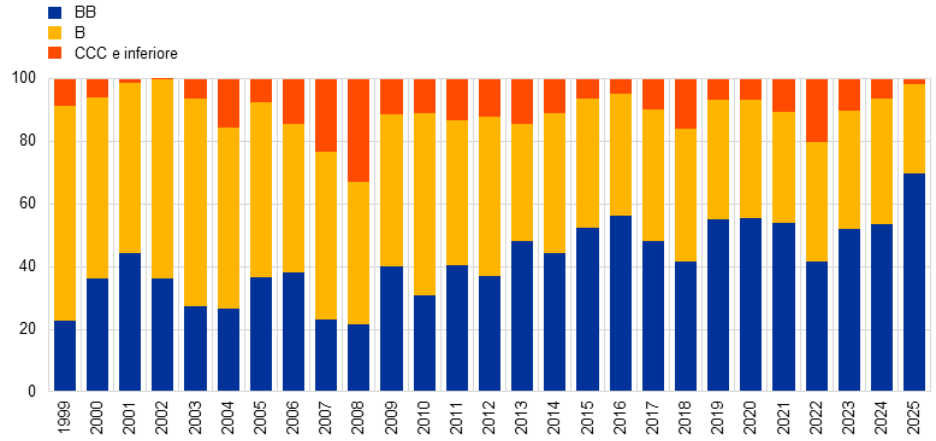
La compressione aggregata dei differenziali è stata favorita anche dalla composizione dell'emissione di obbligazioni societarie statunitensi tra gli emittenti ad alto rendimento, che si è spostata verso obbligazioni di qualità superiore. A partire dal 2007, la quota di obbligazioni con rating BB tra le nuove emissioni della categoria ad alto rendimento è aumentata, mentre l'emissione delle obbligazioni con rating B, più rischiose, sta diminuendo e quella delle obbligazioni con rating CCC o inferiore è rimasta relativamente bassa ed è stata particolarmente contenuta negli ultimi due anni (cfr. il grafico C). Allo stesso tempo, il numero di revisioni al ribasso e al rialzo delle obbligazioni societarie è stato relativamente

equilibrato. La tendenza verso obbligazioni ad alto rendimento meno rischiose potrebbe anche riflettere le relative solidità dei bilanci societari e la redditività degli ultimi anni e potrebbe aver contribuito alla riduzione complessiva dei differenziali.

Grafico C

Scomposizione dell'emissione di obbligazioni ad alto rendimento in base al rating

(valori percentuali)



Fonti: Dealogic ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono all'11 aprile 2025.

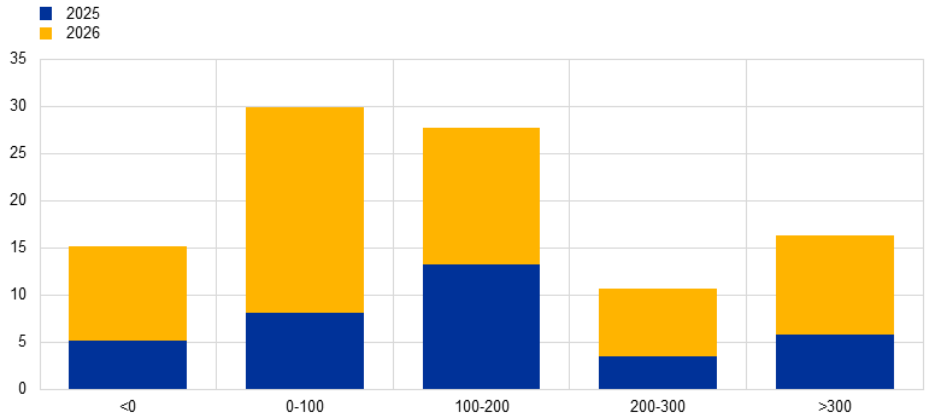
Sono presenti due tipi di rischio: il rischio di rifinanziamento del debito e il rischio di rivalutazione. Nei prossimi mesi e anni potrebbe essere necessario rifinanziare una parte considerevole del debito societario statunitense, che comprende 642 miliardi di dollari di debito in scadenza nella parte restante del 2025, 930 miliardi di dollari nel 2026 e 860 miliardi di dollari nel 2027. Nonostante le recenti riduzioni dei tassi di riferimento da parte della Federal Reserve, i costi di finanziamento delle imprese restano elevati, in quanto i tassi di interesse sono in genere ancora superiori a quelli in vigore al momento dell'emissione, esponendo le imprese statunitensi all'aumento dei costi per il rifinanziamento del proprio debito. Le simulazioni indicano che l'85 per cento del debito in scadenza dovrebbe essere rifinanziato a tassi più elevati. Se il rifinanziamento avvenisse ai tassi attuali, l'aumento dei tassi di interesse sarebbe superiore a 1 punto percentuale per più della metà delle obbligazioni in scadenza, mentre circa il 25 per cento di queste sarebbe esposto a un aumento superiore a 2 punti percentuali (cfr. il grafico D). Tali aumenti dei costi potrebbero indebolire i fondamentali delle imprese, comportando l'aumento dei rischi di default e peggiorando la propensione al rischio[4].

[4] Utilizzando i dati di bilancio delle imprese non finanziarie di un ampio campione di paesi, Albuquerque, B., Abbas, N., Garrido, J.M., Gautam, D., Mosk, B., Piontek, T., Rosha, A., Tressel, T. e Yokoyama, A., ("Corporate Sector Vulnerabilities and High Levels of Interest Rates", *Departmental Papers*, n. 2025/001, Fondo monetario internazionale, gennaio 2025) forniscono prove empiriche che le imprese con elevate esigenze di rifinanziamento tendono a subire cali più marcati degli investimenti e del debito a seguito di una contrazione monetaria. Lo studio illustra le potenziali implicazioni per la stabilità finanziaria di tali vulnerabilità emergenti delle imprese.

Grafico D

Rischi futuri: aumenti stimati dei tassi di interesse per le obbligazioni in scadenza

(asse delle ordinate: valori percentuali, asse delle ascisse: punti base)



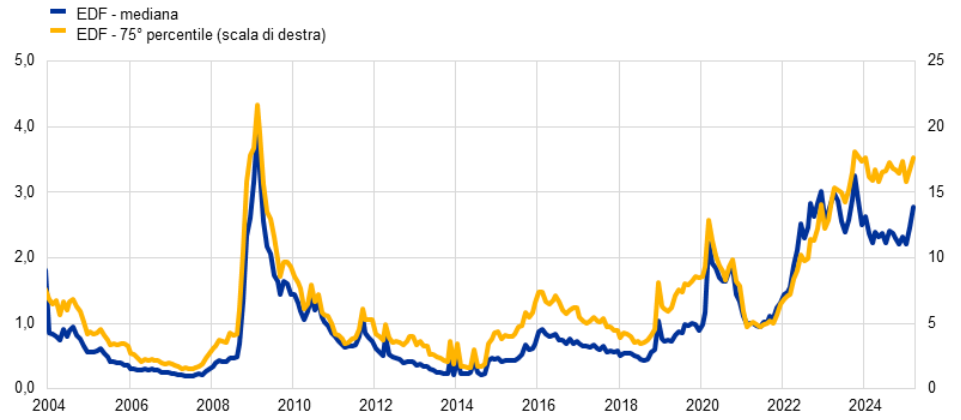
Fonti: Moody's Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: gli aumenti dei tassi di interesse per il rifinanziamento delle obbligazioni in scadenza sono calcolati confrontando i rendimenti attuali delle obbligazioni societarie nei mercati secondari (ovvero il rendimento a scadenza) con i tassi in vigore al momento dell'emissione (ovvero la cedola). Sull'asse delle ascisse sono riportati gli aumenti stimati dei tassi di interesse in punti base. Sull'asse delle ordinate sono indicate le percentuali del debito totale in essere in scadenza nel 2025 o nel 2026. L'ultima osservazione si riferisce all'11 aprile 2025 (dati settimanali).

Un deterioramento della propensione al rischio determina l'accresciuta sensibilità delle obbligazioni e un ampliamento sproporzionato dei differenziali per le imprese più vulnerabili. Il recente brusco cambiamento della propensione al rischio potrebbe avere implicazioni significative, non solo alterando l'entità media delle reazioni agli shock di mercato, ma anche influenzando le obbligazioni più reattive. Negli episodi di avversione al rischio, le obbligazioni mostrano un'accresciuta sensibilità, reagendo più intensamente alle dinamiche di mercato (cfr. il pannello b) del grafico B). Inoltre, l'analisi rivela che, in tali periodi, gli investitori tendono a evitare le obbligazioni emesse dalle imprese che presentano condizioni di finanziamento peggiori a causa dei loro fondamentali (le obbligazioni nella coda destra della distribuzione EBP), provocando un aumento sproporzionato dei loro differenziali. I tassi attesi di insolvenza (expected default frequencies, EDF) delle imprese, che indicano la probabilità che un'impresa non adempia ai propri pagamenti nell'arco di un anno, segnalano l'emergere di vulnerabilità, anche se contenute, nonostante i fondamentali delle imprese si confermino solidi. Ad esempio, il 75° percentile degli EDF ha mostrato una forte tendenza al rialzo e alla fine di marzo 2025 si è collocato intorno al 18 per cento, un livello che non si osservava dalla crisi finanziaria mondiale (cfr. il grafico E).

Grafico E

Rischi futuri: tassi attesi di insolvenza

(valori percentuali)



Fonti: Moody's Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: il grafico mostra la mediana e il 75° percentile (terzo quartile) dell'EDF nell'arco di un anno per le società non finanziarie statunitensi. L'EDF è un indicatore basato sul mercato, elaborato da Moody's KMV, che rileva la probabilità che un'impresa risulti inadempiente (ossia non riesca a effettuare i rimborsi programmati del debito) nell'arco di un anno. Le ultime osservazioni si riferiscono al 31 marzo 2025 (dati mensili).

2 Le implicazioni per l’area dell’euro delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina: gli insegnamenti tratti dai dazi imposti dalla prima amministrazione Trump

a cura di Vanessa Gunnella, Giovanni Stamato e Alicja Kobayashi

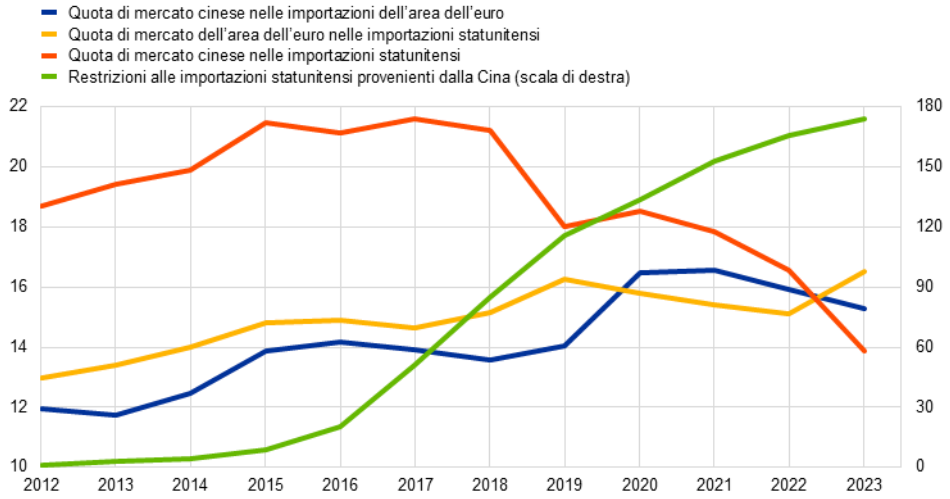
Il presente riquadro approfondisce la maniera in cui i dazi introdotti dagli Stati Uniti sui prodotti cinesi nel 2018 abbiano influenzato la struttura dell’interscambio dell’area dell’euro. Considera l’ipotesi che gli esportatori dell’area siano riusciti a conquistare quote di mercato negli Stati Uniti in ragione della loro maggiore competitività rispetto ai concorrenti cinesi. Analizza, inoltre, la trasformazione del profilo delle esportazioni della Cina, evidenziandone il riorientamento dagli Stati Uniti verso mercati alternativi, inclusa l’area dell’euro. Esaminare gli effetti di queste misure passate può fornire indicazioni in merito ai potenziali canali attraverso cui gli attuali dazi statunitensi sui beni cinesi sarebbero in grado di incidere sull’area dell’euro.

Nel 2018 le tensioni commerciali hanno determinato un calo significativo delle esportazioni dalla Cina verso gli Stati Uniti, inducendo gli esportatori cinesi a orientarsi verso altri mercati. L’amministrazione statunitense ha adottato numerose misure tariffarie e non tariffarie destinate alle merci cinesi, aumentando significativamente le restrizioni commerciali a partire dal 2018. In conseguenza di tali misure, il dazio effettivo applicato alle importazioni cinesi negli Stati Uniti è aumentato di quasi 18 punti percentuali. Tale inasprimento ha determinato un netto calo delle esportazioni aggregate cinesi verso gli Stati Uniti, contraendo sensibilmente la quota riconducibile alla Cina nel mercato delle importazioni statunitensi rispetto al livello del 2017. Benché la pandemia di COVID-19 renda difficile distinguere gli effetti delle accresciute restrizioni commerciali, sembra che, con l’introduzione dei dazi statunitensi, gli esportatori cinesi abbiano cercato mercati alternativi. Ciò ha comportato, tra le altre cose, uno spostamento degli scambi verso l’area dell’euro, dando luogo a una più rapida crescita della quota di mercato cinese nelle importazioni dell’area negli anni successivi all’imposizione dei dazi (cfr. il grafico A).

Grafico A

Quote di mercato nelle importazioni e restrizioni alle importazioni statunitensi provenienti dalla Cina

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: numero di misure in vigore)



Fonti: Trade Data Monitor, Global Trade Alert ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: la linea verde mostra il numero cumulato di misure tariffarie e non tariffarie imposte dagli Stati Uniti alle importazioni cinesi. Per le quote di mercato, si considerano gli scambi di beni.

Un'analisi dettagliata dei dati sul commercio a livello di prodotto rivela che i dazi statunitensi hanno avuto un impatto significativo sulle esportazioni cinesi, con un possibile riorientamento delle merci verso l'area dell'euro. Esaminando i dati granulari a sei cifre sul commercio a livello di prodotto, è possibile individuare i beni cinesi interessati dai dazi statunitensi e valutare il conseguente riorientamento degli scambi[1]. Secondo i risultati dell'analisi condotta, le esportazioni verso gli Stati Uniti di tali prodotti sono significativamente diminuite, contribuendo a un calo rilevante della quota di mercato rappresentata dalla Cina in tale paese. Il pannello a) del grafico B mostra come i prodotti interessati dai dazi, che comprendono abbigliamento, attrezzature informatiche, componenti automobilistiche e arredamento, abbiano innanzitutto determinato una contrazione della quota cinese nelle importazioni aggregate statunitensi. Allo stesso tempo, questi prodotti hanno trovato mercati alternativi, come i paesi confinanti in Asia e, in particolare, l'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico B)[2]. Sembra in effetti che, a partire dal 2019, le merci soggette ai dazi statunitensi siano state reindirizzate verso l'area dell'euro, aumentando significativamente la quota di mercato cinese. Se da un lato i prodotti legati al COVID-19 come i dispositivi e i prodotti elettronici utilizzati in ambito sanitario, quali i computer e le relative apparecchiature informatiche, potrebbero aver rafforzato questa tendenza durante la pandemia, dall'altro la variazione strutturale dei flussi commerciali si è successivamente mantenuta.

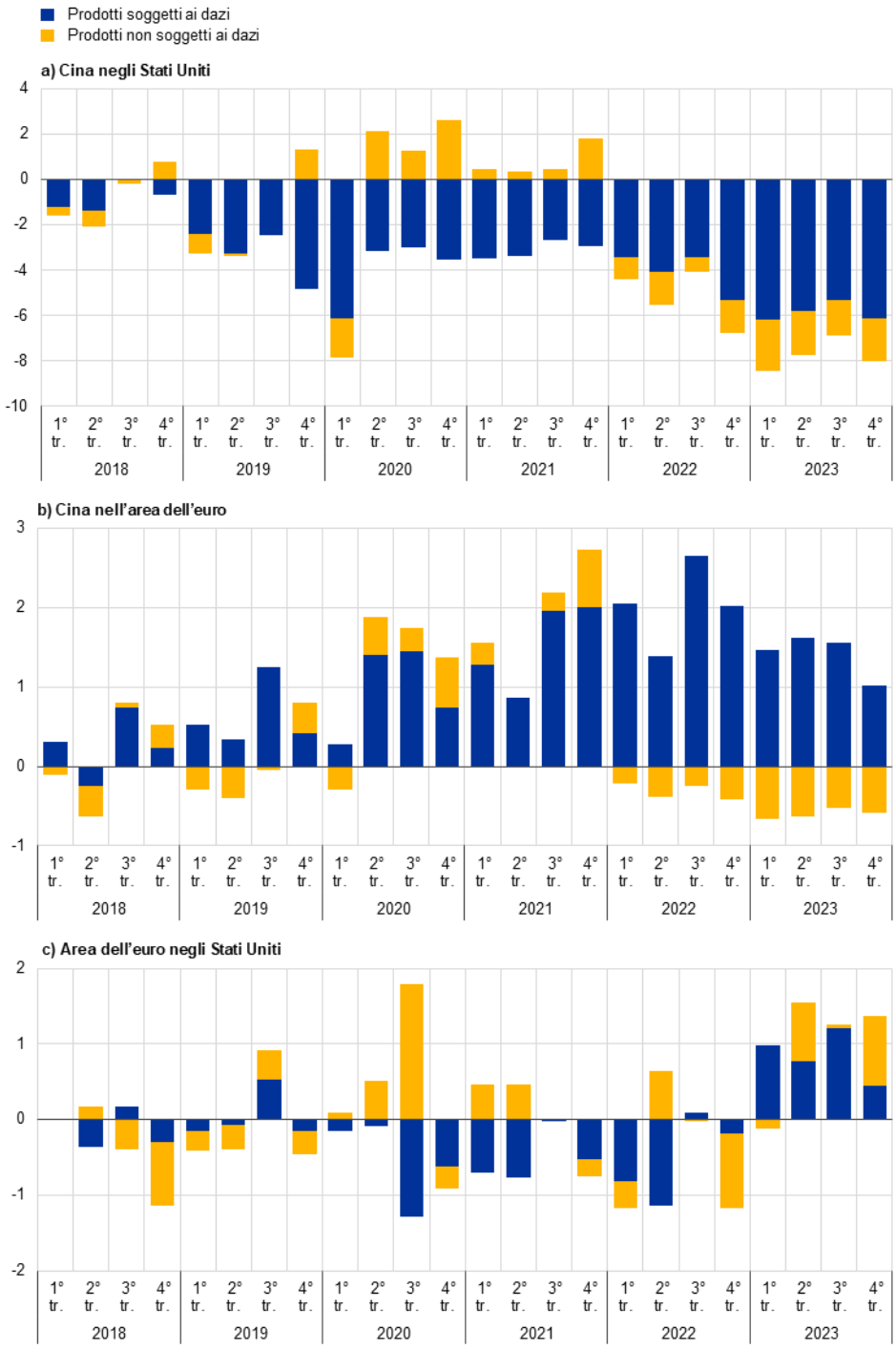
1 Cfr. Haberkorn, F., Hoang, T., Lewis, G., Mix, C., e Moore, D., "Global trade patterns in the wake of the 2018-2019 U.S.-China tariff hikes", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 12 aprile 2024.

2 Cfr. Bown, C. P., "Four years into the trade war, are the US and China decoupling?", *PIIE RealTime Economics Blog*, 20 ottobre 2022.

Grafico B

Variazioni delle quote di mercato nelle importazioni

(variazioni in punti percentuali a partire dal 2017)



Fonti: Trade Data Monitor, Peterson Institute for International Economics ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: per "Prodotti soggetti ai dazi" si intendono i prodotti cinesi interessati dai dazi sulle importazioni statunitensi, secondo quanto riportato nei documenti ufficiali. Le quote sono calcolate utilizzando i valori delle importazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

L'area dell'euro, tuttavia, non ha accresciuto la propria quota di mercato negli Stati Uniti. Con l'applicazione dei dazi alle importazioni cinesi negli Stati Uniti, i beni dell'area dell'euro avrebbero dovuto essere più competitivi in termini di prezzo sui

mercati statunitensi. Tuttavia, rispetto al 2017, la quota riconducibile all'area dell'euro nel mercato delle importazioni statunitensi non ha registrato un aumento significativo. Gli andamenti delle quote di mercato non sembrano essere correlati ai dazi imposti dagli Stati Uniti alla Cina (cfr. il pannello c) del grafico B). Altri paesi con panieri di esportazione più simili a quelli cinesi potrebbero essere riusciti a espandere la propria quota di mercato negli Stati Uniti, data la riconfigurazione delle catene di approvvigionamento volta a ridurre gli acquisti diretti statunitensi dalla Cina[3].

I risultati empirici ricavati da un modello gravitazionale confermano che alcune esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti sono state riorientate verso l'area dell'euro. Per valutare gli effetti di deviazione degli scambi, si utilizza un modello gravitazionale strutturale dei flussi commerciali bilaterali a livello di settore relativi al comparto manifatturiero tra il 2012 e il 2023[4]. I risultati (cfr. il grafico C) confermano un calo significativo delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti, riconducibile alle misure commerciali, dato che queste sono approssimativamente raddoppiate in numero nell'intervallo temporale considerato, frenando le importazioni statunitensi dalla Cina di circa il 10 per cento. Le esportazioni cinesi sono state in larga misura riorientate verso i paesi dell'Asia meridionale e del Sud-Est asiatico, l'area dell'euro e altri mercati mondiali. Le restrizioni commerciali imposte dagli Stati Uniti ai beni cinesi hanno determinato un aumento statisticamente significativo, pari al 2-3 per cento, delle importazioni dell'area dell'euro dalla Cina.

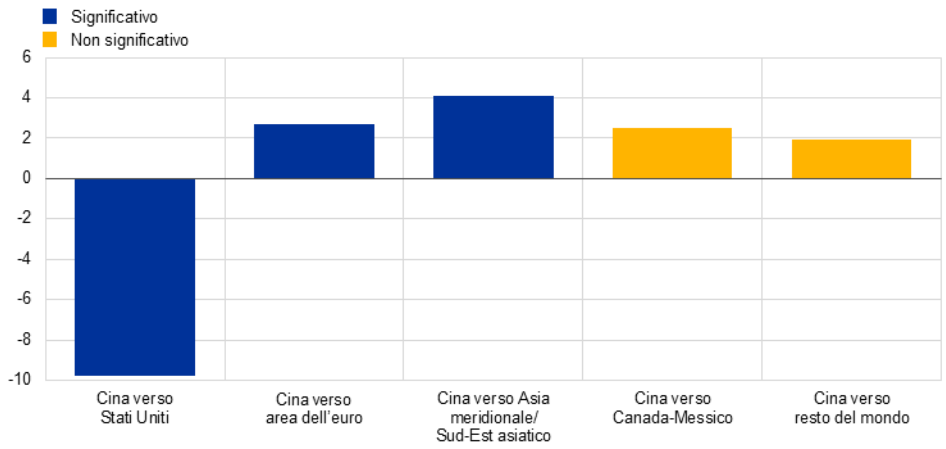
3 Cfr. Alfaro, L. e Chor, D., "Global supply chains: The looming 'great reallocation'", *Working Paper Series*, n. 31661, National Bureau of Economic Research, settembre 2023 e Freund, C., Mattoo, A., Mulabdic, A. e Ruta, M. "Is US trade policy reshaping global supply chains?", *Journal of International Economics*, vol. 152, 104011, novembre 2024.

4 La regressione tiene conto degli effetti del periodo pandemico includendo: a) effetti frontiera settoriali variabili nel tempo nei costi commerciali, che colgono tutti i fattori non osservabili a livello mondiale che incidono sugli scambi internazionali rispetto a quelli interni; e b) effetti fissi per settore-tempo dei paesi esportatori e importatori, che tengono conto di eventuali dinamiche specifiche per settore nelle esportazioni e nelle importazioni dei paesi, compresi fattori specifici per settore dal lato della domanda o dell'offerta come quelli osservati durante la pandemia. Si tiene anche conto dei livelli dei prezzi per mezzo di effetti fissi per paese-tempo.

Grafico C

Evidenze empiriche dell'effetto delle restrizioni alle importazioni statunitensi sulle esportazioni cinesi

(effetti, valori percentuali)



Fonti: UN Comtrade, ADB MRIO, Global Trade Alert, banca dati RTA di Egger e Larch ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: le barre rappresentano l'interazione tra il coefficiente delle restrizioni statunitensi alle importazioni dalla Cina e variabili dummy per i flussi bilaterali a partire dal 2019 ricavate da una regressione gravitazionale settoriale. Gli effetti sono calcolati moltiplicando le elasticità stimate per la variazione osservata nelle restrizioni statunitensi alle importazioni cinesi a partire dal 2019. Le barre blu indicano le elasticità statisticamente significative. La variabile dipendente è costituita dalle esportazioni nominali di beni. La stima è effettuata utilizzando il metodo di stima Pseudo-Maximum Likelihood di Poisson. Il campione copre il periodo tra il 2012 e il 2023 e include 62 paesi e 15 settori. Si tiene conto di variabili di controllo bilaterali/per settore variabili nel tempo, tra cui misure di restrizione del commercio bilaterali per settore variabili nel tempo, effetti frontiera per settore variabili nel tempo, effetti fissi per settore-esportatore/settore-importatore-anno ed effetti fissi per esportatore-importatore-settore. Gli errori standard sono raggruppati per coppia di paesi e settore.

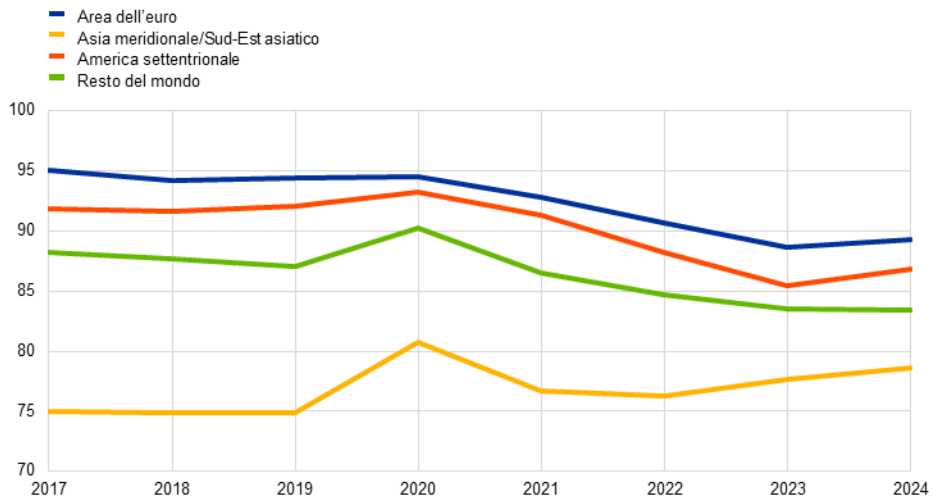
Con il mutare delle dinamiche del commercio mondiale, la Cina ha riorientato le proprie esportazioni in modo strategico e l'area dell'euro è emersa quale importante mercato alternativo, a causa delle analogie strutturali tra le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti e quelle verso l'area. Gli indicatori delle analogie (cfr. il grafico D) mostrano che, tra i partner commerciali della Cina, l'area dell'euro è stata considerata tra quelli più simili agli Stati Uniti. Per tale ragione, reindirizzare gli scambi verso l'area ha rappresentato un canale naturale per gli esportatori cinesi alla ricerca di mercati alternativi. Parallelamente la Cina ha riorientato il commercio in misura persino maggiore verso altri paesi, in particolare quelli asiatici. Ciò, tuttavia, sembra dipendere da ragioni diverse, date le analogie assai meno pronunciate tra le esportazioni cinesi e le importazioni di alcuni paesi dell'Asia meridionale e del Sud-Est asiatico. Il riorientamento delle esportazioni cinesi verso questi ultimi potrebbe piuttosto aver rispecchiato l'intento di riconfigurare le catene di approvvigionamento della Cina spostandole verso i paesi vicini[5].

[5] Cfr. Freund, C., Mattoo, A., Mulabdic, A. and Ruta, M., op. cit. Lo studio rileva che i paesi che hanno sostituito la Cina nel mercato statunitense registrano anche una crescita più rapida delle importazioni da quel paese. In Xue, S., *Trade Wars with FDI Diversion*, Princeton University, agosto 2024, l'autore osserva che, in seguito alla guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti, paesi come il Vietnam, più esposti alla deviazione degli scambi, hanno evidenziato un afflusso di investimenti diretti esteri relativamente maggiore.

Grafico D

Analogie tra le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti e le esportazioni cinesi verso altre regioni

(valore dell'indice)



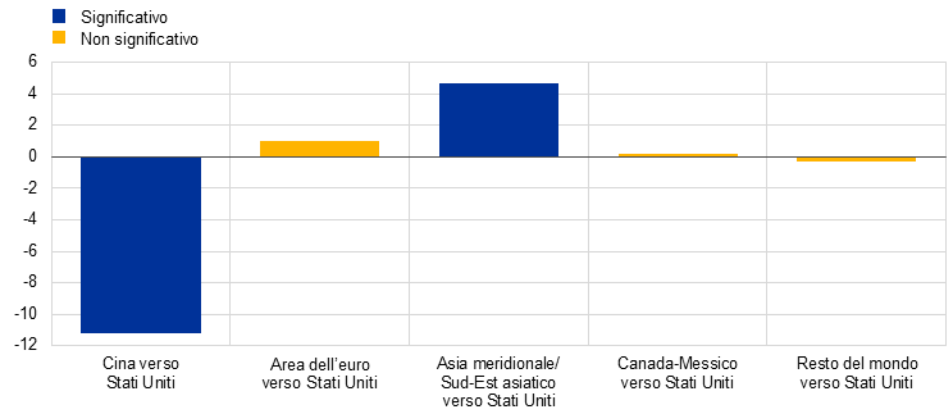
Fonti: Trade Data Monitor; Finger, J. M. e Kreinin, M. E., "A measure of 'export similarity' and its possible uses", *The Economic Journal*, vol. 89, n. 356, pagg. 905-912, dicembre 1979; ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: il grafico mostra l'indice di analogia delle esportazioni (export similarity index, ESI) elaborato da Finger e Kreinin. I valori dell'ESI vanno da 0 a 100, indicando il grado di analogia tra le strutture delle esportazioni. Valori più elevati suggeriscono un maggior grado di analogia nella composizione settoriale dei beni esportati. La voce "America settentrionale" include Canada e Messico, la voce "Asia meridionale/Sud-Est asiatico" comprende India, Indonesia, Thailandia e Vietnam.

I risultati empirici confermano che le esportazioni dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti non sono aumentate. Si utilizza il modello gravitazionale per esaminare in che modo le importazioni statunitensi siano state riconfigurate con l'imposizione di restrizioni alle esportazioni cinesi. I risultati della regressione gravitazionale mostrano che, con il diminuire delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti, i paesi dell'Asia meridionale e del Sud-Est asiatico hanno incrementato le proprie esportazioni verso gli Stati Uniti dato che le catene di approvvigionamento mondiali hanno spostato la produzione nei paesi vicini alla Cina, a conferma dei risultati illustrati nel paragrafo precedente. Il modello gravitazionale indica che le esportazioni dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti non sono aumentate in misura significativa (cfr. il grafico E). Anche questo risultato riflette le analogie tra le esportazioni. Nel 2018 la composizione delle esportazioni dei paesi dell'Asia meridionale e del Sud-Est asiatico verso gli Stati Uniti era molto simile a quella delle esportazioni cinesi verso il medesimo paese. È interessante notare che, mentre gli altri paesi dell'Asia meridionale e del Sud-Est asiatico sostituivano la Cina negli Stati Uniti, i loro panieri di esportazione apparivano sempre più simili, a conferma del fatto che tali paesi abbiano progressivamente preso il posto della Cina come partner commerciali degli Stati Uniti. Per contro, se si considerano i principali partner commerciali di tale paese, la composizione del paniere di esportazioni dell'area dell'euro si è dimostrata la meno simile a quella della Cina.

Grafico E

Evidenze empiriche dell'impatto delle restrizioni alle importazioni statunitensi dalla Cina

(effetti, valori percentuali)



Fonti: UN Comtrade, ADB MRIO, Global Trade Alert, banca dati RTA di Egger e Larch ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: cfr. note del grafico A.

Si innalzano ulteriori barriere commerciali, con ripercussioni per l'area dell'euro. Un nuovo periodo di tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina potrebbe avere effetti negativi sull'interscambio netto e sulla crescita dell'area dell'euro. Tuttavia, qualsiasi effetto di deviazione degli scambi dipenderà in larga misura dalla configurazione delle barriere commerciali bilaterali adottate dagli Stati Uniti e dalle relative risposte. È inoltre fondamentale considerare che negli ultimi sette anni le strutture commerciali si sono evolute e ciò potrebbe comportare effetti diversi da quelli osservati nei periodi precedenti.

3 Chi vuole lavorare di più? Un esame aggiornato del calo delle ore lavorate medie per dipendente

a cura di Clémence Berson e Marco Weissler

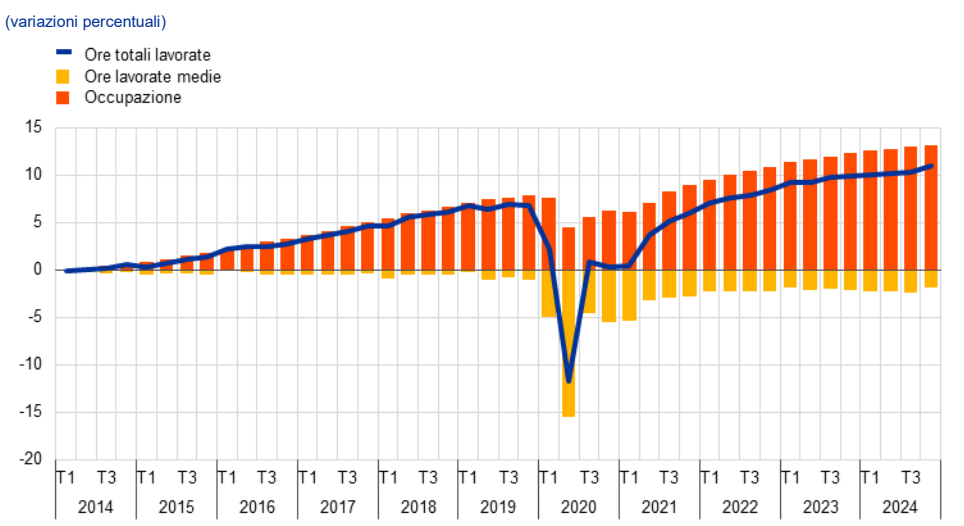
Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro le ore lavorate medie per dipendente sono in discesa dal 2020 e rimangono al di sotto dei livelli precedenti la pandemia. Il calo è stato particolarmente marcato nel 2020 a causa delle misure adottate per ridurre la diffusione del COVID-19[1]. I dati di contabilità nazionale mostrano che, nel quarto trimestre del 2024, le ore lavorate medie erano ancora inferiori dell'1,8 per cento rispetto a dieci anni prima (cfr. il grafico A), nonostante la quota di lavoratori a tempo parziale sia rimasta sostanzialmente stabile nello stesso periodo. Tale calo è stato accompagnato da un aumento dell'occupazione. Nell'ultimo decennio essa è cresciuta del 13,1 per cento nell'area dell'euro, coinvolgendo circa 19,9 milioni di persone. Pertanto, il totale delle ore lavorate è aumentato nonostante il calo della media per dipendente. Nel presente riquadro si utilizzano i dati dell'indagine sulle forze di lavoro (Labour Force Survey) dell'Unione europea per valutare in che misura il calo delle ore lavorate medie sia stato determinato da sospensioni totali della prestazione lavorativa (ad esempio a causa di ferie o di assenze per malattia) o da orari prolungati (ad esempio a causa del lavoro straordinario) durante la settimana di riferimento[2].

1 Cfr. l'articolo 1 *Ore lavorate nell'area dell'euro* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

2 L'indagine sulle forze di lavoro chiede "In totale, durante la settimana dal lunedì [data] alla domenica [data], quante ore ha effettivamente lavorato nell'ambito del suo lavoro principale?" utilizzando una settimana di riferimento per la data. Se il dipendente era assente per l'intera settimana (a causa di ferie, malattia, congedo di maternità/paternità, ecc.), la risposta è fissata a 0. A causa di timori sui dati di Slovacchia e Irlanda, entrambi i paesi sono stati esclusi dall'aggregato dell'area dell'euro.
I dipendenti che non hanno lavorato oppure che lo hanno fatto per più di 49 ore durante la settimana di riferimento sono stati classificati rispettivamente come dipendenti a "zero ore" o a "orari prolungati". Pur rappresentando solo il 12 e il 4 per cento circa di tutti gli occupati nel 2023, queste categorie hanno un forte impatto sulle ore lavorate medie rispetto a quello di coloro che lavorano su "orari standard" (1-49 ore a settimana).

Grafico A

Contributo delle ore lavorate medie alla variazione del totale delle ore lavorate dal 2014



Fonti: Eurostat e conti nazionali.

I fattori dal lato sia dell'offerta sia della domanda di lavoro hanno contribuito al calo delle ore lavorate medie. Il ciclo economico ha un impatto diretto sulle ore lavorate. Prima di licenziare i dipendenti, le imprese utilizzano innanzitutto il margine intensivo del lavoro e riducono il numero di ore lavorate. Pertanto, una minore domanda di lavoro può determinare un mantenimento di manodopera inutilizzata, laddove le imprese decidano di trattenere la propria forza lavoro anche quando essa non è impiegata a pieno regime, considerando che il calo della domanda sia transitorio e che il processo di licenziamento e riassunzione sia troppo oneroso[3]. D'altro canto, una minore offerta di lavoro può ridurre le ore lavorate medie, ad esempio a causa di un cambiamento delle preferenze di lavoro o di livelli più elevati di assenze per malattia e congedo parentale[4]. Se tali effetti sono particolarmente pronunciati per alcuni gruppi demografici (ad esempio, i lavoratori più giovani o più anziani) o in alcuni settori dell'economia, gli effetti di composizione potrebbero avere un impatto sulle ore lavorate medie.

Il calo delle ore lavorate medie è stato determinato in larga misura dalla riduzione della percentuale di dipendenti che osservano orari di lavoro prolungati e dalla percentuale più elevata di sospensione totale della prestazione lavorativa durante la settimana di riferimento[5]. I dati dettagliati dell'indagine sulle forze di lavoro fino al 2023 confermano il calo delle ore lavorate medie (cfr. il grafico B), evidenziando nel contempo differenze significative tra i vari paesi. Nel complesso, nel 2023 la media (misurata dalla citata indagine) è

3 Cfr. Baptista, P., Bates, C., Dias da Silva, A., Dossche, M. e Weissler, M., "Those who work less worry more: the effect of lower workloads on consumption", *Il Blog della BCE*, 20 febbraio 2024.

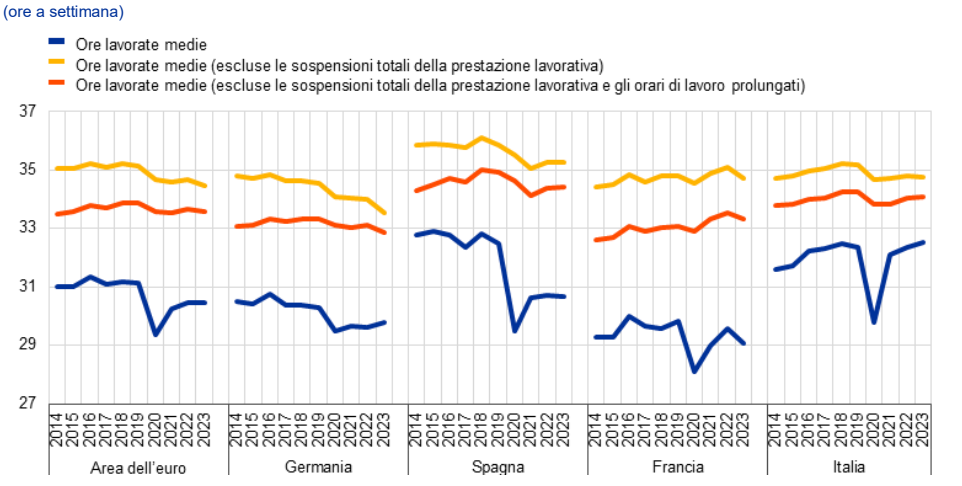
4 Cfr. Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. e Mohr, M., "More jobs but less working hours", *Il Blog della BCE*, 7 giugno 2023, e Astinova, D., Duval, R., Hansen, N.-J., Park, B., Shibata, I. e Toscani, F., "Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe", *IMF Working Papers*, n. 2024/002, FMI, 12 gennaio 2024.

5 Cfr. l'articolo 2 *Le ragioni alla base della tenuta del mercato del lavoro nell'area dell'euro tra il 2022 e il 2024* nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

rimasta pari a 0,6 ore a settimana, ossia all'1,8 per cento, al di sotto del livello del 2014. Tale divario è principalmente riconducibile a un calo della quota di dipendenti che osservano orari di lavoro prolungati (superiori a 49 ore settimanali), passata dal 6,5 al 3,7 per cento di tutti i lavoratori. Sebbene rappresentino solo una percentuale molto ridotta del totale delle forze di lavoro, la netta riduzione del loro orario di lavoro ha inciso sulla media dell'area dell'euro[6]. Inoltre, i dipendenti che non hanno lavorato hanno avuto un forte impatto sulle ore lavorate medie durante la pandemia. Mentre nel 2022 circa un terzo del calo della media era dovuto a sospensioni totali della prestazione lavorativa, il loro contributo è stato sostanzialmente neutro nel 2023, in linea con la riduzione del tasso di assenze per malattia. Escludendo i dipendenti che non lavorano o che osservano orari di lavoro prolungati, nel 2023 le ore lavorate medie sono state superiori di 0,1 ore rispetto al 2014, dopo essere rimaste sostanzialmente stabili in tale periodo[7].

Grafico B

Ore lavorate medie di tutti i dipendenti ed esclusi coloro che non hanno lavorato/hanno osservato orari di lavoro prolungati



Fonti: Eurostat e indagine sulle forze di lavoro.
Note: i dati si riferiscono a lavoratori dipendenti di età compresa tra i 20 e i 64 anni. Le linee indicano le ore lavorate medie durante la settimana di riferimento. Per "orari di lavoro prolungati" si intendono più di 49 ore a settimana.

La percentuale di dipendenti che hanno sospeso totalmente la prestazione lavorativa è per lo più diminuita rispetto al picco osservato durante la pandemia. La percentuale di dipendenti che non hanno lavorato durante la settimana di riferimento è parzialmente tornata sui livelli precedenti al picco osservato durante la pandemia (cfr. il grafico C). È tuttavia rimasta elevata, principalmente in Spagna e in Francia (più alta rispettivamente di 4 e 1 punti percentuali nel 2023 rispetto al 2014). In entrambi i paesi sono intervenuti cambiamenti nella regolamentazione del lavoro, che hanno facilitato l'ingresso di lavoratori marginali attraverso contratti stagionali a tempo indeterminato in Spagna e di apprendistato in Francia. Tali dipendenti osservano più frequentemente orari di

6 Mediamente, nel 2023 i dipendenti che hanno osservato orari prolungati hanno lavorato 57 ore settimanali, ben al di sopra della media generale di 31 ore.

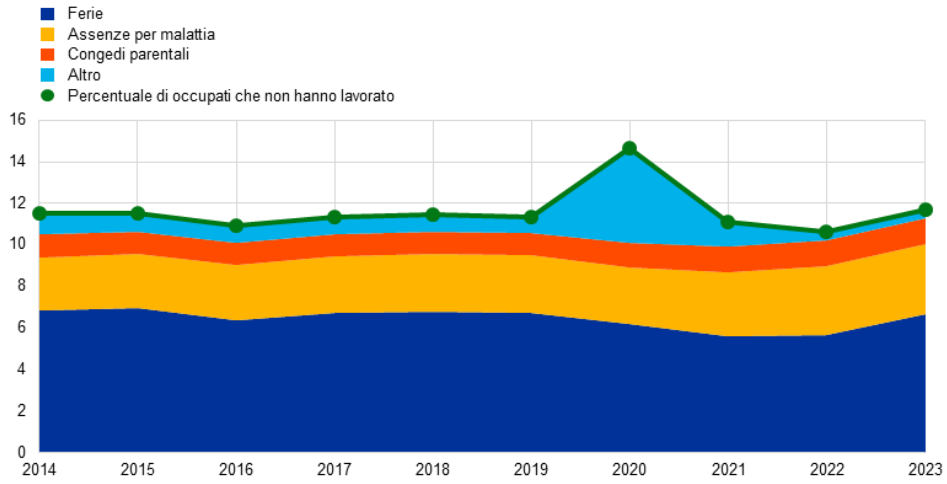
7 Astinova et al., op. cit., illustrano che le ore lavorate medie hanno mostrato la tendenza a diminuire e a convergere tra i paesi europei. Tale convergenza è stata determinata principalmente da un calo della percentuale di occupati che osservano orari di lavoro prolungati. Le ore lavorate medie per coloro che lavorano meno di 50 ore a settimana non hanno mostrato una convergenza negli ultimi anni.

lavoro irregolari (ad esempio durante i periodi di bassa stagione o di formazione) e di conseguenza sospendono la prestazione lavorativa per più settimane. Come già accennato, anche la percentuale di lavoratori che sospendono la prestazione è ancora influenzata da tassi leggermente superiori di assenze per malattia e congedo parentale.

Grafico C

Percentuale di dipendenti che non hanno lavorato e relativa motivazione principale

(valori percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e indagine sulle forze di lavoro.
Nota: i dati si riferiscono a lavoratori dipendenti di età compresa tra i 20 e i 64 anni.

La percentuale di persone che osservano orari di lavoro prolungati si è mantenuta sulla tendenza discendente osservata da prima della pandemia ed è recentemente diminuita in modo più rapido rispetto alla quota di lavoratori che preferiscono tali orari prolungati. Sebbene alcuni dipendenti mirino ancora a lavorare un numero significativamente maggiore di ore rispetto al proprio orario effettivo (ad esempio, quelli a tempo parziale), la percentuale di coloro che preferiscono osservare orari di lavoro prolungati è in calo (cfr. il grafico D)[4]. Tale tendenza è ampiamente coerente tra i paesi dell'area dell'euro e anche tra i lavoratori autonomi. Mentre circa il 29 per cento dei lavoratori autonomi osserva orari prolungati, per i lavoratori dipendenti tale quota scende a meno del 4 per cento[8]. Nell'ultimo decennio tali percentuali sono diminuite rispettivamente di 7 e 2 punti percentuali. Le preferenze verso gli orari di lavoro prolungati sono diminuite sostanzialmente di pari passo con l'effettiva osservazione di tali orari. Ciò suggerisce che il minor numero di orari di lavoro prolungati osservati sia almeno in parte determinato dall'offerta e che sia probabilmente persistente. Tuttavia, dopo la pandemia il calo è stato lievemente più marcato rispetto a quello della percentuale di lavoratori che preferiscono tale tipo di orario di lavoro. Ciò lascia supporre che il calo delle ore lavorate medie non sia stato interamente dovuto alla riduzione delle preferenze verso gli orari di lavoro prolungati, ma potrebbe anche

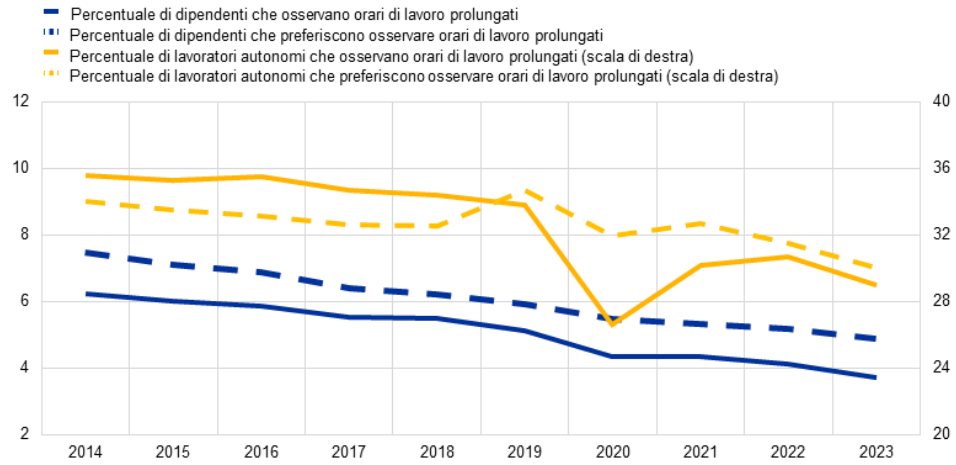
8 La percentuale varia notevolmente a seconda della categoria occupazionale. Tra i dirigenti, la quota di dipendenti che hanno osservato orari di lavoro prolungati ha raggiunto il 14 per cento nel 2023 (in calo rispetto al 24 per cento del 2014).

aver risentito in parte della bassa domanda di lavoro, che potrebbe registrare riprese cicliche.

Grafico D

Percentuale di lavoratori che hanno osservato orari di lavoro prolungati e che preferiscono tali orari

(valori percentuali)



Fonte: Eurostat.
Nota: i dati si riferiscono a lavoratori di età compresa tra i 20 e i 64 anni.

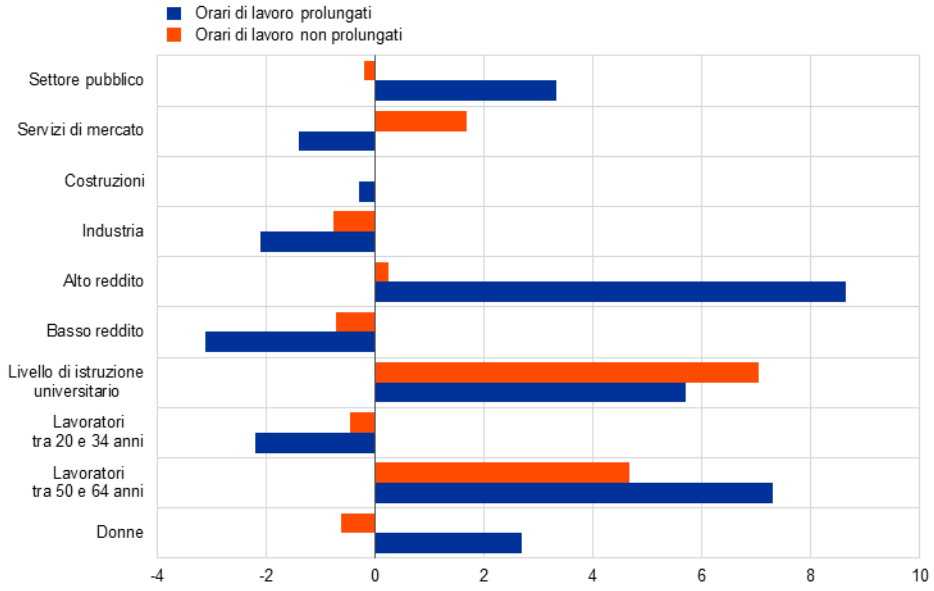
Rispetto al 2014, i dipendenti che osservano orari di lavoro prolungati sono più spesso impiegati nel settore pubblico e hanno meno frequentemente un livello di istruzione universitario rispetto a quelli che lavorano meno ore.

La maggiore variazione nella composizione è stata determinata dall'aumento del tasso di lavoratori ad alto reddito tra quelli che osservano orari prolungati. Sebbene nel 2014 il 59 per cento di tutti i dipendenti che osservano orari prolungati si trovasse nei primi tre decili di reddito, tale percentuale è salita al 68 per cento nel 2023 (cfr. il grafico E). Al contempo, rispetto a dieci anni fa una quota maggiore dei dipendenti con un elevato numero di ore lavorate medie è impiegata nel settore pubblico, mentre una quota minore lavora nei settori del commercio e dell'industria. Inoltre, la percentuale di dipendenti con un'istruzione universitaria è aumentata tra coloro che osservano orari prolungati, ma in misura minore rispetto all'economia nel suo complesso.

Grafico E

Variazioni percentuali tra tutti i dipendenti che osservano/non osservano orari di lavoro prolungati dal 2014

(variazioni in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: i dati si riferiscono a lavoratori dipendenti di età compresa tra i 20 e i 64 anni. Per "Orari di lavoro non prolungati" si intendono da 0 a 49 ore a settimana. I lavoratori dipendenti ad alto (basso) reddito sono quelli nei tre decili di reddito superiori (inferiori). Le barre mostrano la variazione della quota di tutti i dipendenti che osservano (non osservano) orari di lavoro prolungati appartenenti a ciascuna categoria. Ad esempio, la quota di dipendenti impiegati nel settore pubblico è aumentata di 3,3 punti percentuali per coloro che osservano orari di lavoro prolungati, mentre è diminuita di 0,2 punti percentuali per quelli che lavorano meno ore.

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

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

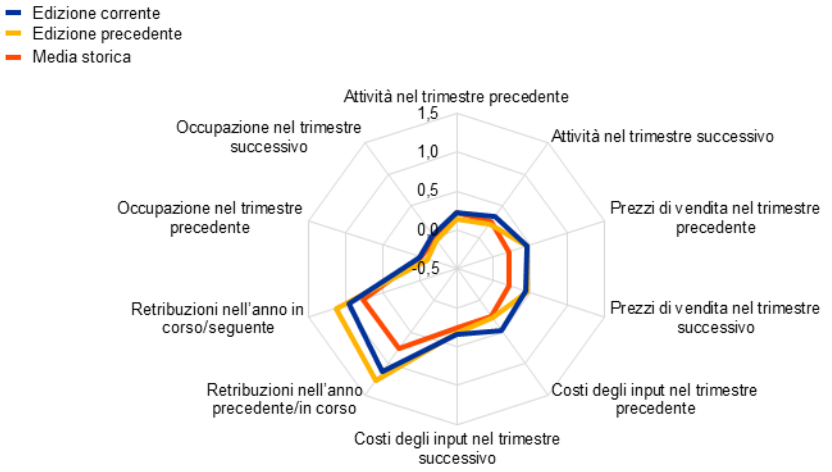
Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 79 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 17 e il 26 marzo 2025, prima degli annunci statunitensi sui dazi del 26 marzo e del 2 aprile[1].

Le società contattate hanno segnalato un graduale miglioramento della dinamica dell'attività, principalmente per effetto di un'incipiente ripresa nel settore industriale (cfr. i grafici A e B). Il riscontro fornito dalle imprese contattate è stato coerente con un lieve miglioramento della crescita economica sia nel primo sia nel secondo trimestre. Ciò ha rispecchiato la percezione, relativamente generalizzata, che il prodotto nei settori manifatturiero e delle costruzioni abbia raggiunto, o superato, i livelli minimi e che gli ordini siano in aumento o che l'aumento sia previsto nel corso del 2025. La crescita nei servizi si è mantenuta piuttosto stabile.

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 sulla scorta di 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. Con riguardo all'edizione corrente, trimestre precedente e trimestre successivo si riferiscono, rispettivamente, al primo e al secondo trimestre del 2025, mentre con riferimento alla precedente edizione essi si riferiscono, rispettivamente, al quarto trimestre del 2024 e al primo del 2025. Le interlocuzioni con le società contattate a gennaio e a marzo/aprile sul tema della dinamica salariale di norma si concentrano sulle prospettive per l'anno in corso rispetto all'anno precedente, mentre le interlocuzioni di giugno/luglio e settembre/ottobre si concentrano sulle prospettive per l'anno seguente rispetto a quello in corso. La media storica è una media dei punteggi ottenuti utilizzando sintesi di interlocuzioni passate che risalgono nel tempo fino al 2008.

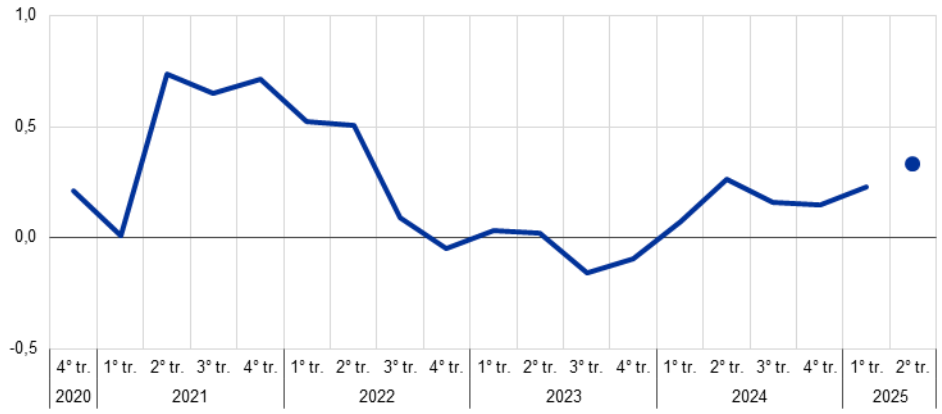
[1] Per ulteriori informazioni sulla natura e sulle finalità di tali contatti, cfr. l'articolo 1 *L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie* nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

Le segnalazioni circa la spesa per consumi sono rimaste eterogenee. La maggior parte delle aziende contattate nel settore dei beni di consumo ha segnalato una domanda buona o in ripresa, attribuita in alcuni casi al vigore del mercato del lavoro e al recupero del potere d'acquisto. Sono state particolarmente degne di nota le segnalazioni riguardanti il miglioramento della domanda di elettrodomestici da cucina e di prodotti elettronici di consumo. Le società contattate in questi settori hanno affermato che ciò riflette in parte la sostituzione dei dispositivi acquistati durante la pandemia. La maggior parte degli esercenti al dettaglio, per contro, ha segnalato un'attività relativamente modesta, da essi ricondotta al protrarsi degli effetti del passato aumento dell'inflazione, a un'inflazione percepita superiore a quella effettiva e all'incertezza che frena la fiducia dei consumatori. Inoltre, la riallocazione della domanda verso voci a prezzo più basso verificatasi negli ultimi anni, benché per alcuni si sia in parte riassorbita, da molti è stata considerata in larga misura permanente. Le società contattate nel settore dei viaggi e del turismo si sono sostanzialmente suddivise tra quelle che osservavano (e anticipavano) una crescita ancora vigorosa della domanda e quelle per le quali le prenotazioni aumentavano meno del previsto.

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.

Nonostante l'elevata incertezza, sono emersi segnali di ripresa della domanda di macchinari e attrezzature e di una svolta nell'attività edilizia. La maggior parte dei referenti nel settore (o nella fornitura) dei macchinari ha osservato l'attività raggiungere il livello minimo, con primi segnali di recupero degli ordini.
Il miglioramento del clima di fiducia è stato in parte collegato ai recenti annunci di un aumento (dei finanziamenti) della spesa pubblica per la difesa e le infrastrutture, che in primo luogo indurrebbe i (potenziali) fornitori a investire nell'adattamento e nell'espansione della capacità produttiva. Anche la maggior parte delle società contattate nel settore delle costruzioni, o tra i fornitori di servizi a esse collegati, ha segnalato un miglioramento dell'attività, in quanto il calo dei tassi di interesse ha iniziato a produrre i propri effetti. L'incessante attenzione di molte imprese nei confronti della produttività e della riduzione dei costi ha trainato la domanda di

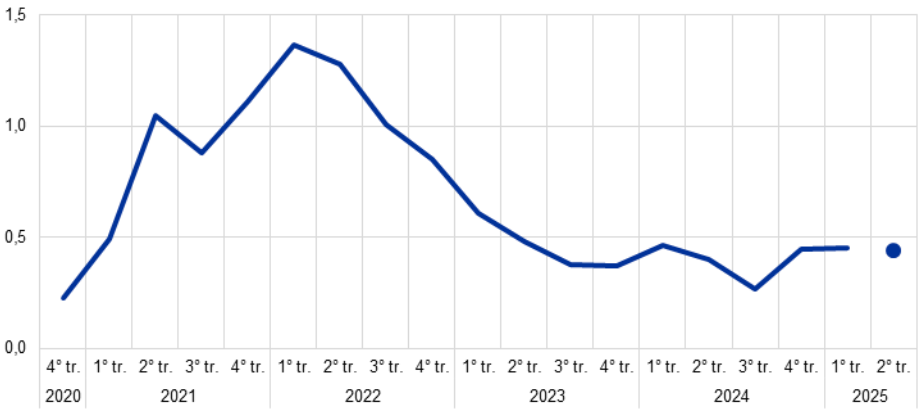
intelligenza artificiale e cloud computing, un fattore importante per la crescita dei servizi alle imprese. Tuttavia, diversi fornitori di tali servizi (compresi quelli per l'impiego, l'informatica e la consulenza) hanno menzionato la sospensione di grandi progetti da parte dei clienti, vista l'attuale incertezza relativa, ad esempio, ai dazi. La domanda di veicoli per trasporto di passeggeri è rimasta sostanzialmente piatta e nel breve periodo, secondo le attese dei referenti, dovrebbe mantenersi bassa o crescere solo in misura modesta. Per contro, l'industria dei veicoli pesanti è parsa essere in procinto di aumentare la produzione nel prosieguo dell'anno e i produttori di altri mezzi di trasporto, insieme ai fornitori di attrezzature per gli stessi, hanno segnalato il protrarsi di una forte crescita del prodotto per far fronte ai numerosi ordini arretrati.

Le prospettive occupazionali sono lievemente migliorate, pur rimanendo relativamente piatte, poiché le imprese hanno continuato a concentrarsi sull'efficienza e sulla produttività. Molte imprese hanno mantenuto un approccio conservativo alla gestione della forza lavoro, ponendo un forte accento sul controllo dei costi. La naturale uscita dal mercato, il congelamento delle assunzioni e i pensionamenti anticipati, anziché i licenziamenti, sono stati i principali strumenti per la riduzione degli organici, anche nelle industrie manifatturiere ad alta intensità energetica e nel settore automobilistico, che si stavano adeguando ai livelli di attività strutturalmente più bassi. Si sono registrate, tuttavia, crescenti opportunità di occupazione nei settori dell'edilizia e della difesa e l'occupazione è aumentata, sebbene in misura modesta, nella maggior parte dei settori dei servizi. Le assunzioni hanno continuato a rappresentare una sfida per molti, ma in misura minore rispetto a gran parte del recente passato. I tassi di uscita dal mercato sono rimasti bassi e alcuni hanno segnalato una maggiore attenzione ai costi di monitoraggio legati all'assenteismo. Le agenzie di collocamento hanno continuato a riferire un calo dei collocamenti temporanei e permanenti, che rappresenta ora una flessione eccezionalmente lunga nel confronto storico.

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.

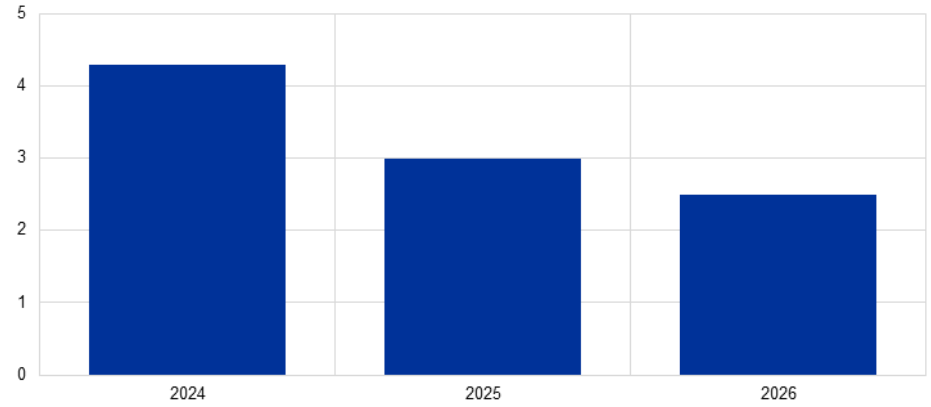
Le società contattate hanno segnalato una crescita moderata dei prezzi senza variazioni nella dinamica complessiva o nelle prospettive a breve termine (cfr. i grafici A e C). Mentre la crescita dei prezzi nel settore dei servizi è stata ancora superiore a quella dell'industria, le società contattate hanno segnalato una certa convergenza, con un aumento dei prezzi nel settore manifatturiero e un lieve calo in quello dei servizi. Le società contattate nei settori dei beni di investimento e di consumo hanno in genere segnalato un "normale" contesto di prezzi, con modesti aumenti e margini stabili, mentre i prezzi di molti beni intermedi stavano raggiungendo il punto di svolta o cominciavano a salire dai recenti minimi.
La crescita dei prezzi è rimasta relativamente solida nella gran parte del settore dei servizi. Tuttavia, alcune società contattate nel settore dei viaggi e del turismo hanno segnalato aumenti dei prezzi più moderati dovuti all'indebolimento della crescita della domanda; lo stesso è stato segnalato dai referenti in alcuni servizi alle imprese i cui clienti stavano riducendo i costi o sospendendo gli investimenti. La crescita dei prezzi è rimasta contenuta nella maggior parte del settore del commercio al dettaglio, in un contesto di forte concorrenza per la quota di mercato e di consumatori sensibili ai prezzi.

Le società contattate si sono mostrate sempre più fiduciose in una moderazione della crescita salariale (cfr. il grafico D). Una media semplice delle indicazioni quantitative fornite implicherebbe un rallentamento della crescita salariale, dal 4,3 per cento nel 2024 al 3,0 nel 2025 e al 2,5 nel 2026. Per il 2025 l'indicazione è stata inferiore di circa mezzo punto percentuale rispetto alle precedenti edizioni dell'indagine. Salvo poche eccezioni, le società contattate hanno ritenuto che le prospettive salariali fossero ora "normali", con aumenti probabilmente in linea con l'inflazione e gli incrementi di produttività.

Grafico D

Valutazione quantitativa della crescita salariale

(valori percentuali)



Fonte: BCE.
Note: medie delle percezioni delle società contattate riguardo alla crescita salariale nel proprio settore nel 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 70, 68 e 44 partecipanti.

In questa edizione è stato chiesto alle società contattate se gli annunci relativi ai dazi e alla spesa per la difesa le avessero indotte a rivedere le prospettive per l'attività e/o i prezzi. Sebbene la maggior parte abbia dichiarato che gli annunci

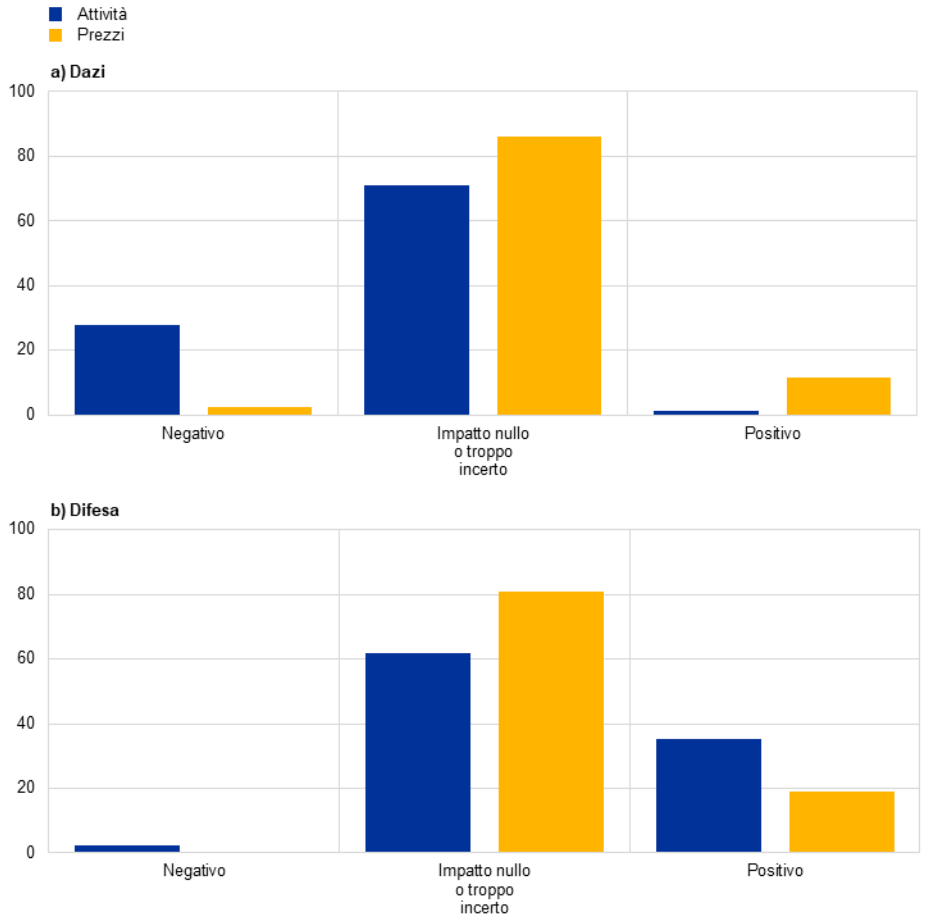
(fino a metà/fine marzo) non avessero dato luogo ad alcuna rivalutazione, un numero leggermente maggiore di società contattate aveva effettuato rivalutazioni positive, più che negative, determinate dagli annunci sulla spesa per la difesa. La maggior parte delle società stava ancora adottando un approccio "attendista" rispetto ai dazi oppure era ancora scettica riguardo alla loro introduzione o durata, ritenendoli un rischio piuttosto che una componente dello scenario di base. Lo scetticismo in merito ai dazi ha riflesso l'opinione secondo cui essi avrebbero effetti negativi per i consumatori negli Stati Uniti e difficilmente stimolerebbero maggiori investimenti nel paese, in quanto le imprese sarebbero restie ad assumere decisioni a lungo termine in risposta a variazioni di politica economica potenzialmente transitorie. L'impatto principale degli annunci sui dazi è stato finora quello di indurre le imprese a interrompere alcuni investimenti e a rivalutare la loro dipendenza dagli input provenienti dagli Stati Uniti. I referenti che avevano rivalutato le proprie prospettive alla luce dei dazi effettivi o attesi hanno previsto una minore attività e, nel complesso, prezzi più elevati (cfr. il grafico E). Questi ultimi hanno riflesso una crescente aspettativa circa il fatto che gli oneri imposti dagli Stati Uniti si traducano in contromisure, comprese misure di salvaguardia per attenuare la deviazione degli scambi.

I piani per un aumento della spesa per la difesa, anche nel settore digitale e della cybersicurezza, potrebbero iniziare a sostenere l'attività in tempi relativamente rapidi. L'annunciato aumento (del finanziamento) della spesa per la difesa, cui molti hanno aggiunto la spesa per infrastrutture in Germania, è stato considerato sufficientemente ampio e certo da innalzare le aspettative circa la domanda futura di molti beni e servizi (anche se, in genere, ciò interessa solo una piccola parte della clientela). Molte imprese avevano in programma di accrescere o adeguare la capacità produttiva utilizzabile in caso diventasse chiaro che un livello sufficiente di nuove spese fosse destinato alle imprese europee, e ciò sarebbe preceduto dall'aumento della domanda di input intermedi. Alcune delle società contattate hanno tuttavia espresso timori circa un riorientamento della spesa pubblica a scapito di altri progetti di investimento e/o riguardo al fatto che un aumento del debito e delle pressioni inflazionistiche si traduca in tassi di interesse più elevati. Secondo altre l'aumento della spesa per la difesa dovrebbe esercitare pressioni al rialzo sui prezzi attraverso una maggiore domanda di input di materiali, componenti e manodopera qualificata.

Grafico E

Impatto degli annunci riguardanti dazi e spese per la difesa sulle prospettive delle imprese per attività e prezzi

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

5 Le aspettative di inflazione a lungo termine dei consumatori: uno sguardo d'insieme

a cura di Pedro Baptista, Colm Bates, Omiros Kouvavas, Justus Meyer e Katia Werkmeister

A partire dalla pubblicazione dei dati di aprile 2025, alle misure delle aspettative di inflazione raccolte mensilmente nell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) della BCE ne è stata aggiunta una nuova, su un orizzonte di cinque anni. In precedenza, a partire da aprile 2020, l'indagine CES definiva solo misure delle aspettative di inflazione a breve termine (su un orizzonte di un anno) e a medio termine (su un orizzonte di tre anni) da parte dei consumatori. Sebbene le aspettative a tre anni siano di particolare importanza per la valutazione dei rischi di inflazione a medio termine, a partire da agosto 2022 l'indagine CES ha aggiunto una misura a cinque anni, volta ad accrescere la capacità della BCE di monitorare le aspettative di inflazione a più lungo termine[1,2]. Il presente riquadro ne esamina gli andamenti e il possibile utilizzo per valutare il grado di ancoraggio delle aspettative di inflazione.

Nonostante l'impennata dell'inflazione nell'area dell'euro, a seguito della riapertura dell'economia dopo la pandemia e dell'invasione ingiustificata dell'Ucraina da parte della Russia, le aspettative di inflazione a lungo termine si sono mantenute prossime all'obiettivo del 2 per cento fissato dalla BCE. Dal 2022 le aspettative mediane del tasso annuale di inflazione a cinque anni sono rimaste notevolmente stabili, intorno al 2,1 per cento, dopo essere diminuite rispetto agli elevati livelli iniziali del 2,3 per cento di agosto dello stesso anno, quando l'inflazione si attestava al 9,1 per cento (cfr. il pannello a) del grafico A). Andamenti analoghi si possono osservare per le aspettative medie (cfr. il pannello b) del grafico A)[3]. L'andamento discendente della struttura per scadenza di tali indicatori, unitamente alla stabilità delle aspettative a cinque anni, dimostrano che i consumatori si attendevano chiaramente che il tasso di inflazione si avvicinasse all'obiettivo della BCE nel tempo, a riprova del fatto che le aspettative di inflazione sono rimaste ben ancorate.

1 Cfr. Bańkowska, K. et al., "ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation", *Occasional Paper Series*, n. 287, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2021 e D'Acunto, F. et al., "Household inflation expectations: an overview of recent insights for monetary policy", *Discussion Paper Series*, n. 24, BCE, Francoforte sul Meno, 2024.

2 Ai partecipanti viene chiesto, sulla base delle seguenti opzioni, come ritengono che evolveranno i prezzi nei prossimi dodici mesi: "i prezzi aumenteranno (lievemente/molto)", "i prezzi diminuiranno (lievemente/molto)" o "i prezzi rimarranno esattamente invariati (variazione dello 0 per cento)". In seguito si chiede agli intervistati, con una domanda aperta, quale variazione percentuale si attendano di vedere nei prezzi. Non è prevista un'opzione "non so" per evitare distorsioni selettive dovute alle mancate risposte.

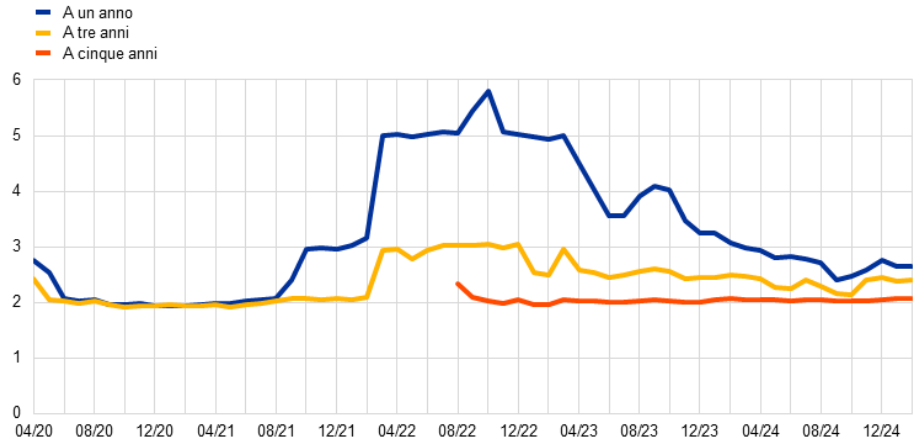
3 Le aspettative quantitative di inflazione dei consumatori tendono a essere sbilanciate sulla destra (ossia la media è superiore alla mediana), poiché relativamente pochi intervistati si attendono variazioni negative dei prezzi e le anomalie tendono a essere positive.

Grafico A

Aspettative di inflazione a lungo termine dei consumatori

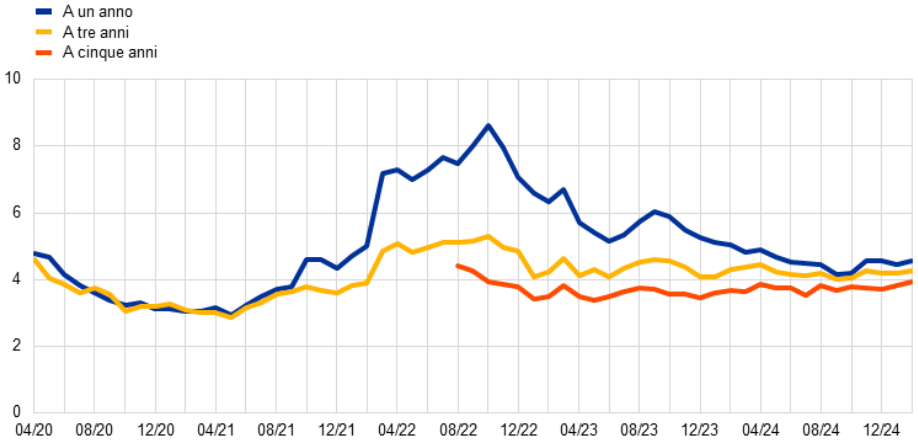
a) Aspettative mediane

(variazione percentuale, mediana)



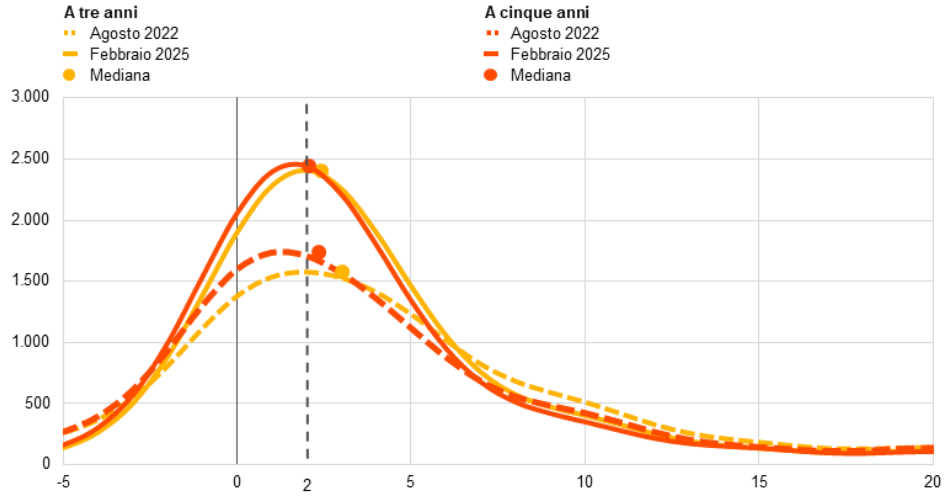
b) Aspettative medie

(variazione percentuale, media)



c) Distribuzione delle aspettative

(variazione percentuale, frequenza)



Fonti: CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: statistiche ponderate per la popolazione. Le aspettative sono winsorizzate per ciascuna edizione dell'inchiesta e per ciascun paese (2-98). Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2025. Nel pannello c) la linea tratteggiata grigia indica il livello della variazione del 2 per cento. Il grafico si basa sulla distribuzione interpolata in modo lineare e simmetrico che tiene conto della distorsione derivante dall'arrotondamento delle risposte dei consumatori. Per la visualizzazione è stata scelta una larghezza di banda di 2.

Le aspettative di inflazione a più lungo termine dei consumatori sono maggiormente concentrate sull'obiettivo di inflazione a medio termine della BCE rispetto a quelle sugli orizzonti più brevi. Confrontando l'intera distribuzione delle aspettative di inflazione sugli orizzonti a tre e a cinque anni (cfr. il pannello c) del grafico A), un'ampia quota degli intervistati ha collocato le proprie aspettative a più lungo termine in prossimità dell'obiettivo di inflazione del 2 per cento fissato dalla BCE. Tuttavia, c'è anche una considerevole percentuale di aspettative a più lungo termine dei consumatori che risulta al di sotto dell'obiettivo e mostra una notevole coda destra (cfr. il pannello c) del grafico A). Entrambe le distribuzioni sono posizionate intorno all'obiettivo del 2 per cento, con i rispettivi picchi che diventano più pronunciati al ridursi dei tassi di inflazione nell'area dell'euro tra il 2022 e il 2024. In particolare, sia ad agosto 2022 sia a febbraio 2025, la concentrazione intorno all'obiettivo del 2 per cento è maggiore per le attese di inflazione a cinque anni rispetto a quelle a tre anni. La mediana inferiore delle aspettative di inflazione a cinque anni, rispetto a quelle a tre anni, riflette inoltre un'incidenza lievemente superiore di attese inflazionistiche pari a zero sull'orizzonte più lungo[4]. Con il diminuire dell'inflazione, la quota di aspettative di inflazione a più lungo termine che si collocano intorno all'obiettivo è aumentata (cfr. il pannello a) del grafico B)[5].

4 A febbraio 2025, il 21,3 per cento degli intervistati si attendeva "assenza di variazioni" dei prezzi per l'orizzonte a cinque anni, lievemente superiore rispetto a quello a tre anni (17,6 per cento). Aspettative di inflazione pari a zero su orizzonti più lunghi potrebbero riflettere una combinazione di incertezza e convinzioni circa la stabilità dei prezzi che i partecipanti potrebbero segnalare erroneamente scegliendo l'opzione "assenza di variazioni" per i prezzi.

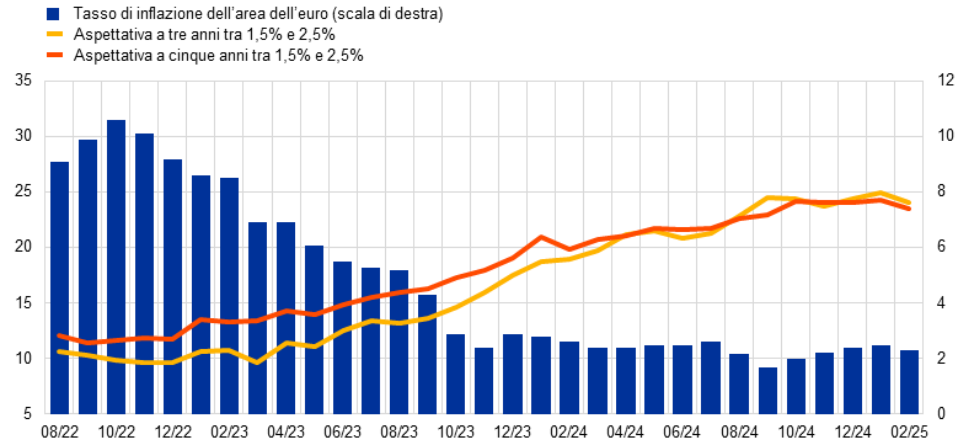
5 Una quota considerevole degli intervistati esprime aspettative ben lontane dalla mediana, a indicare un grado più elevato di dispersione delle attese tra i consumatori rispetto, ad esempio, agli esperti.

Grafico B

Aspettative di inflazione a lungo termine dei consumatori e obiettivo della BCE al 2 per cento

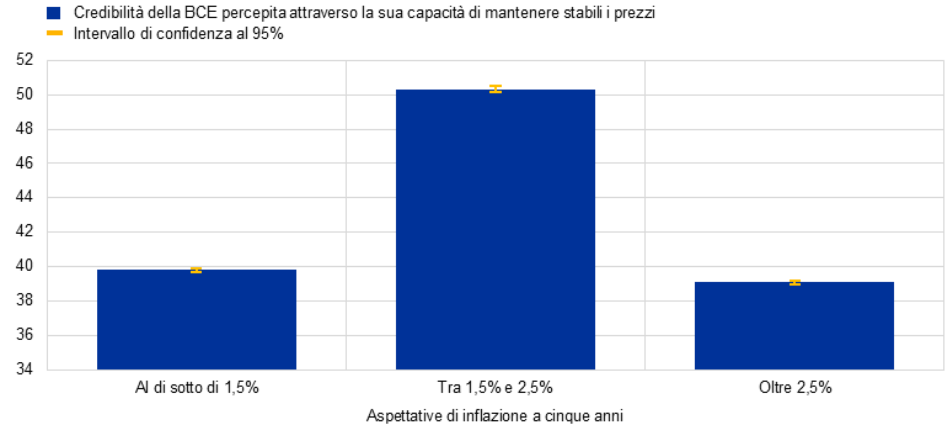
a) Aspettative prossime all'obiettivo

(scala di sinistra: percentuale dei consumatori; scala di destra: variazione percentuale)



b) Aspettative di inflazione a cinque anni e probabilità di inflazione intorno all'obiettivo

(probabilità media in percentuale)



Fonti: CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: statistiche ponderate per la popolazione. Le aspettative sono winsorizzate per ciascuna edizione dell'inchiesta e per ciascun paese (2-98). Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2025.

L'indagine CES, inoltre, chiede direttamente agli intervistati la probabilità che la BCE mantenga la stabilità dei prezzi su un orizzonte di tre e cinque anni. Ciò fornisce una misura quantitativa della credibilità della BCE dal punto di vista dei consumatori e contribuisce a valutare ulteriormente l'ancoraggio delle aspettative a più lungo termine[6]. Il pannello b) del grafico B mette a confronto la percezione della probabilità che la BCE mantenga la stabilità dei prezzi nei prossimi cinque anni con le aspettative quantitative sul medesimo orizzonte temporale[7]. Inoltre, i partecipanti con attese più vicine all'obiettivo della BCE (tra l'1,5 e il 2,5 per cento) mostrano

6 Cfr. Ehrmann, M. et al., "Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy", *Working Paper Series*, n. 2785, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2023.

7 L'indagine CES richiede regolarmente una misura della credibilità della BCE percepita attraverso la sua capacità di mantenere stabili i prezzi: "Quanto ritiene probabile che la Banca centrale europea (BCE) manterrà la stabilità dei prezzi nell'economia dell'area dell'euro nei prossimi cinque anni?".

anche una maggiore fiducia nella sua capacità di mantenere la stabilità dei prezzi, con una probabilità media del 48,5 per cento. Per contro, le aspettative di inflazione a lungo termine inferiori all'1,5 per cento o superiori al 2,5 indicano una minore probabilità media percepita, al 39,1 e al 37,7 per cento. Ciò suggerisce che le deviazioni delle attese a lungo termine dall'obiettivo del 2 per cento siano correlate a una minore fiducia nella capacità della BCE di controllare l'inflazione nel medio periodo[8]. Il pannello a) del grafico C mostra la correlazione positiva tra la probabilità di avere aspettative a cinque anni prossime all'obiettivo del 2 per cento e la convinzione che la BCE sarà in grado di mantenere la stabilità dei prezzi nel corso di tale periodo. I coefficienti stimati aumentano in modo lineare, indicando che attese inflazionistiche a lungo termine vicine all'obiettivo diventano più probabili con il rafforzarsi della fiducia degli intervistati nella capacità della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi.

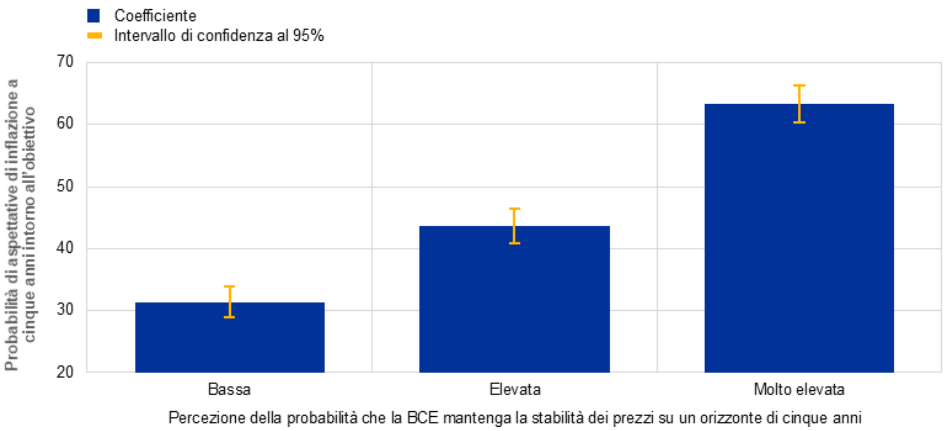
Le aspettative a lungo termine dei consumatori mostrano una minore sensibilità agli andamenti inattesi dell'inflazione rispetto a quelle a medio termine. Gli andamenti inattesi dell'inflazione sono definiti come la differenza tra le aspettative di inflazione a breve termine di un individuo su un orizzonte di un anno e le percezioni sull'inflazione passata riportate un anno dopo. Durante l'impennata inflazionistica nel 2022 e 2023 i consumatori hanno adeguato le proprie aspettative a più lungo termine a tali andamenti inattesi in misura relativamente minore rispetto alle loro aspettative nei dodici mesi successivi, come dimostrano i coefficienti decrescenti di una regressione rappresentata nel pannello b) del grafico C.
Ciò suggerisce che i consumatori abbiano prestato un'attenzione considerevolmente minore ai segnali provenienti dagli andamenti inattesi dell'inflazione per costruire le proprie aspettative a lungo termine.

Grafico C

Aspettative di inflazione a lungo termine dei consumatori, obiettivo della BCE e andamenti inattesi dell'inflazione

a) Credibilità della BCE e probabilità di avere aspettative prossime all'obiettivo della BCE

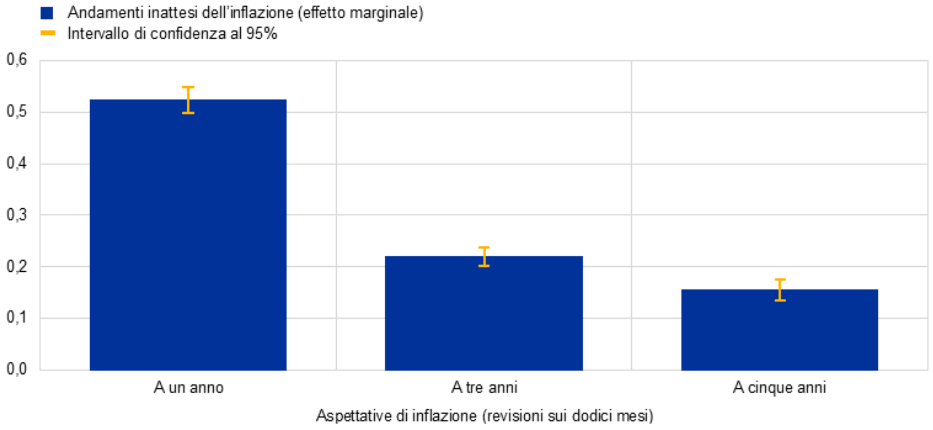
(valori percentuali)



[8] Cfr. Christelis, D. et al., "Trust in the central bank and inflation expectations", *International Journal of Central Banking*, vol. 16(6), pagg. 1-37, dicembre 2020.

b) Sensibilità agli andamenti inattesi dell'inflazione

(punti percentuali)



Fonti: CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: statistiche ponderate per la popolazione. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2025. Nel pannello a) il grafico mostra i coefficienti di una regressione probit con effetti fissi per edizione dell'inchiesta e paese. Le aspettative di inflazione a cinque anni sono definite come prossime all'obiettivo della BCE se si collocano tra l'1,5 e il 2,5 per cento. Nel pannello b) il grafico riporta gli effetti marginali delle regressioni degli andamenti inattesi dell'inflazione (variabile indipendente) sulle revisioni annuali delle aspettative di inflazione (variabile dipendente). Le aspettative sono winsorizzate a livello di edizione per ciascun paese (5-95).

Il monitoraggio delle aspettative di inflazione su diversi orizzonti consentirà di comprendere meglio in futuro le prospettive di inflazione percepite dai consumatori. Rispetto agli orizzonti più brevi, la misurazione delle aspettative di inflazione a cinque anni fornisce informazioni aggiuntive sul grado di ancoraggio delle attese dei consumatori, soprattutto in periodi di shock ampi e persistenti sull'inflazione. I più recenti dati dell'indagine CES potrebbero inoltre attenuare ulteriormente i timori che la precedente impennata inflazionistica possa determinare per l'area dell'euro tassi di inflazione permanentemente più elevati a causa di uno scostamento delle aspettative di inflazione a più lungo termine dall'obiettivo del 2 per cento fissato dalla BCE.

6 L’impennata inflazionistica nel periodo 2021-2024 attraverso il modello ECB-BASE

a cura di Elena Angelini, Matthieu Darracq Pariès e Srečko Zimic

Le implicazioni della guerra russa contro l’Ucraina, non anticipate nelle proiezioni macroeconomiche per l’area dell’euro formulate dagli esperti dell’Eurosistema a dicembre 2021, hanno determinato ampi errori di proiezione nel 2022[1]. L’errore nell’inflazione misurata sullo IAPC rispetto alla proiezione di dicembre 2021 era prossimo a 8 punti percentuali alla fine del 2022, mentre l’errore nella crescita del PIL, sebbene anch’esso rilevante, è stato più contenuto, collocandosi a quasi 1 punto percentuale (cfr. il grafico A).

Modelli economici come l’ECB-BASE hanno mostrato analoghi errori di previsione, sebbene non sia ancora chiaro se questi siano riconducibili a limitazioni del modello o a shock imprevedibili. In questo senso, anche le previsioni generate dal modello ECB-BASE utilizzando le stesse ipotesi dell’esercizio ampio di proiezione macroeconomica (Broad Macroeconomic Projection Exercise, BMPE) condotto dagli esperti dell’Eurosistema a dicembre 2021 avrebbero determinato errori significativi (cfr. il grafico A)[2]. Per analizzare questo fenomeno si confrontano due previsioni di dicembre 2021 basate su modelli, ossia la previsione effettiva in tempo reale e una previsione controfattuale, per le quali si ipotizza che all’epoca fossero noti gli andamenti effettivi dei prezzi dei beni energetici e alimentari inclusi nello IAPC e altre ipotesi tecniche nell’orizzonte temporale di proiezione dal 2022 al 2024[3]. Lo scostamento tra la previsione di inflazione controfattuale e il tasso di inflazione effettivo non è pertanto connesso ad andamenti inattesi dei prezzi dei beni energetici e alimentari inclusi nello IAPC o a variazioni delle ipotesi tecniche riguardanti la politica di bilancio, le condizioni finanziarie (compresa la politica monetaria) e il contesto esterno. Se, dopo aver tenuto conto di tutti questi fattori,

1 Altri articoli e riquadri di questo Bollettino hanno analizzato gli errori di proiezione. Cfr., ad esempio, il riquadro 6 *La capacità predittiva delle proiezioni formulate dagli esperti dell’Eurosistema e della BCE riguardo alla crescita economica dall’inizio della pandemia di COVID-19* nel numero 7/2024 di questo Bollettino; l’articolo 3 *Performance empirica delle proiezioni di inflazione elaborate dagli esperti della BCE e dell’Eurosistema a partire dal 2000* nel numero 5/2024 di questo Bollettino; il riquadro 5 *Un aggiornamento sull’accuratezza delle recenti proiezioni formulate dagli esperti dell’Eurosistema e della BCE per l’inflazione a breve termine* nel numero 2/2024 di questo Bollettino; il riquadro 6 *Una valutazione aggiornata delle proiezioni di inflazione a breve termine formulate dagli esperti dell’Eurosistema e della BCE* nel numero 1/2023 di questo Bollettino e il riquadro 5 *A cosa si devono i recenti errori nelle proiezioni di inflazione formulate dagli esperti dell’Eurosistema e della BCE?* nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

2 Per maggiori dettagli, cfr. Angelini et al., “Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area”, *Working Paper Series*, n. 2315, BCE, settembre 2019. Il modello ECB-BASE è utilizzato regolarmente presso la BCE per effettuare verifiche incrociate delle proiezioni di base e analisi di scenario.

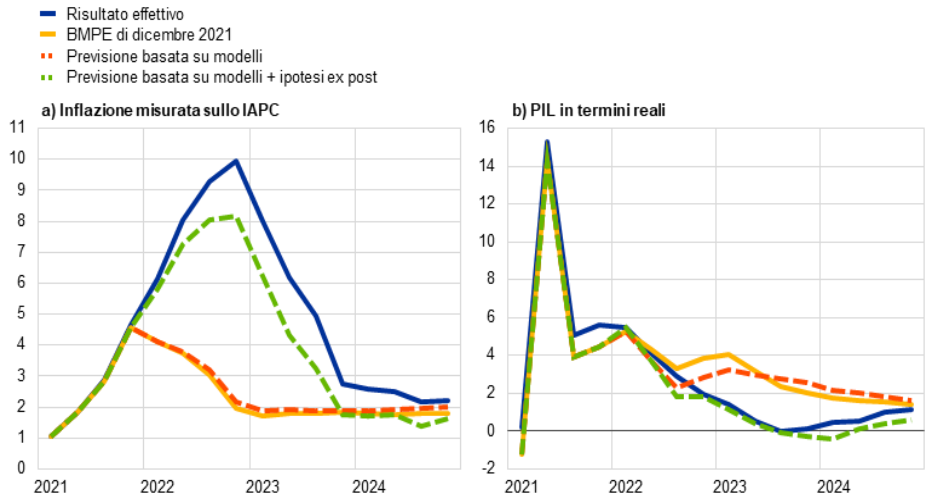
3 Le ipotesi finanziarie comprendono i tassi di interesse a breve e a lungo termine, i tassi sui prestiti e le quotazioni azionarie. Le ipotesi relative ai conti pubblici comprendono i consumi delle amministrazioni pubbliche, gli investimenti pubblici, i trasferimenti sociali, le imposte dirette su famiglie e imprese, nonché le imposte indirette. Le ipotesi esterne includono la domanda estera, i prezzi dei concorrenti e i tassi di cambio, i prezzi del petrolio e del gas (indice sintetico dei prezzi dell’energia). Le proiezioni controfattuali ignorano qualsiasi valutazione soggettiva che avrebbe potuto essere inclusa nelle proiezioni di dicembre 2021 formulate dagli esperti.

rimanesse un residuo, esso potrebbe riflettere altri andamenti economici imprevisti, errori di misurazione o una non corretta specificazione dei modelli.

Grafico A

Previsioni controfattuali per l'inflazione misurata sullo IAPC e la crescita del PIL nell'area dell'euro a partire dal BMPE di dicembre 2021 utilizzando il modello ECB-BASE

(variazioni in punti percentuali sui dodici mesi)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sul modello ECB-BASE.
Note: la curva relativa alla voce "Previsione basata su modelli + ipotesi ex post" è simulata utilizzando le previsioni del modello ECB-BASE a partire dal BMPE di dicembre 2021, ma imponendo gli andamenti effettivi dei prezzi dei beni energetici e alimentari inclusi nello IAPC e altre ipotesi tecniche, nonché assumendo di conoscere le prospettive a breve termine. Per maggiori dettagli, cfr. la sezione 4.3 in Angelini et al., op. cit.

Circa il 70 per cento degli errori di previsione dell'inflazione misurata sullo IAPC per il quarto trimestre del 2022 è attribuibile ad andamenti inattesi dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Nel grafico B si riporta una scomposizione degli errori di previsione in diversi fattori. Inizialmente, le ipotesi modificate riguardo ai prezzi dei beni energetici (barre blu scuro e gialle dell'istogramma) hanno l'impatto maggiore sugli errori relativi sia all'inflazione sia al PIL in termini reali nel 2022[4].
I prezzi dei beni alimentari (barre rosse) diventano relativamente più importanti nel 2023, anche per effetto della risposta ritardata ai prezzi dei beni energetici e degli effetti della guerra russa contro l'Ucraina. Le impreviste misure discrezionali di bilancio adottate per alleviare la crisi del costo della vita a seguito dell'aumento dei prezzi dell'energia hanno fornito un contributo negativo all'errore di previsione relativo all'inflazione nel 2023. Tale andamento si è poi invertito all'inizio del 2024, con la rimozione di alcune di queste misure (barre verde scuro). Le variazioni inattese delle ipotesi esterne nell'orizzonte temporale 2022-2024 (barre celesti) hanno fornito un contributo in certa misura limitato agli errori di previsione sia dell'inflazione sia del prodotto. Le ipotesi finanziarie più restrittive (barre verde chiaro; con un profilo dei tassi di interesse a breve termine significativamente più elevato) hanno contribuito in misura sostanziale all'errore di previsione del PIL nel 2023, mentre l'impatto delle ipotesi finanziarie sull'errore di previsione dell'inflazione

[4] Il contributo dei beni energetici relativi allo IAPC all'errore nell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è suddiviso in due componenti: l'impatto delle ipotesi sui prezzi dei beni energetici (barre blu scuro dell'istogramma) e l'effetto residuo derivante dall'indice effettivo dei prezzi dell'energia inclusi nello IAPC (barre gialle).

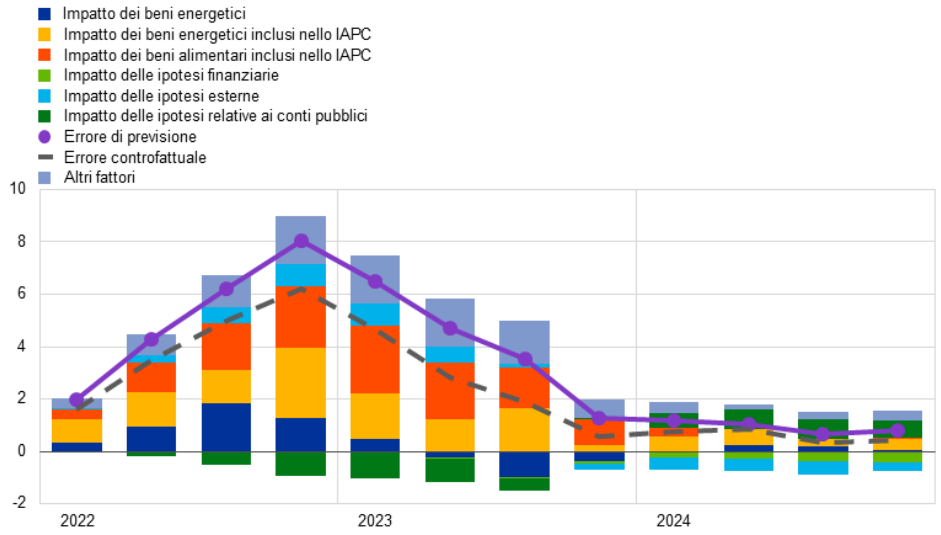
è stato minimo e ritardato, in gran parte perché l'esercizio non ha tenuto pienamente conto della trasmissione della politica monetaria, come illustrato di seguito. Infine, le barre grigie dell'istogramma riportano i fattori residuali, fra cui possibili andamenti economici imprevisti, errori di misurazione e non corrette specificazioni dei modelli.

Grafico B

Scomposizione delle previsioni controfattuali per l'inflazione misurata sullo IAPC e la crescita del PIL nell'area dell'euro utilizzando il modello ECB-BASE

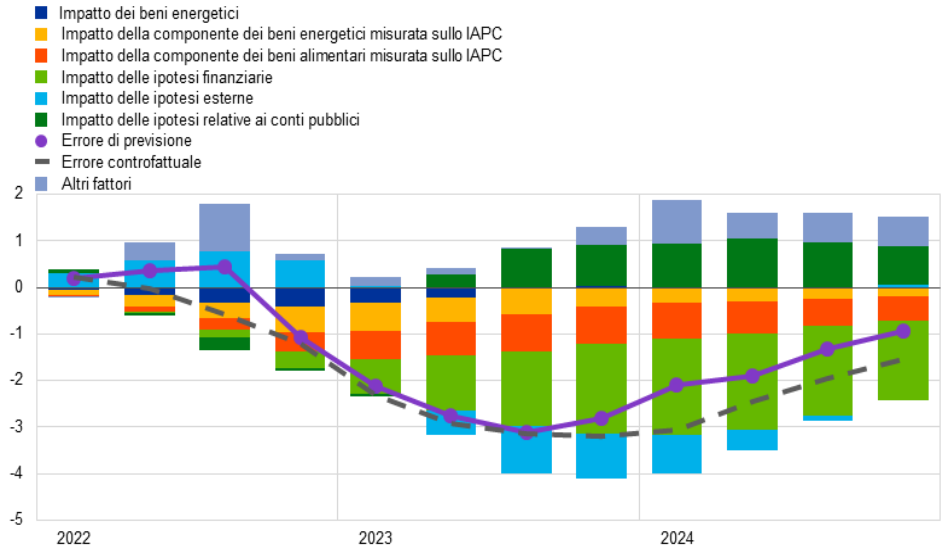
a) Inflazione misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, punti percentuali)



b) PIL in termini reali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE e simulazioni basate sul modello ECB-BASE.
Nota: la voce "Errore di previsione" si riferisce all'errore di previsione complessivo derivante dall'utilizzo del modello ECB-BASE; la voce "Errore controfattuale" si riferisce all'errore spiegato dalla simulazione del modello.

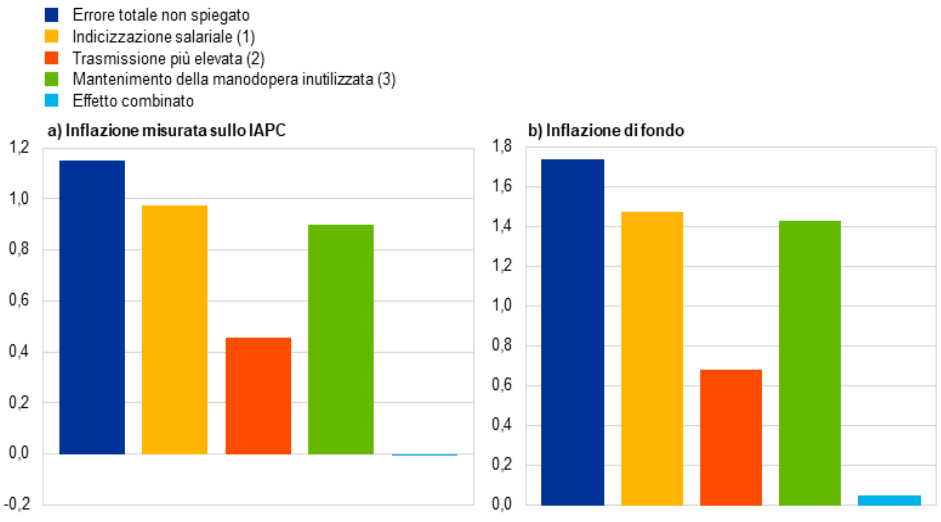
Gli errori di previsione dell'inflazione di fondo possono essere ridotti al meglio cogliendo effetti di secondo impatto più forti di quelli stimati nel modello. Gli errori residui nelle previsioni dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC

derivano da una sottostima dei prezzi della componente di fondo. Tale sottostima potrebbe essere spiegata dalla limitata trasmissione dei prezzi dell'energia agli altri prezzi nel modello e potrebbe riflettere non linearità, in particolare una variazione della trasmissione storica agli altri prezzi data l'entità considerevole degli shock ai prezzi dei beni energetici e alimentari. Il grafico C (barre rosse dell'istogramma) mostra come l'errore di previsione medio per l'inflazione di fondo si riduca di circa il 60 per cento quando la trasmissione relativa ai beni energetici è aumentata. Inoltre, parte dell'errore dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC può essere spiegato da errori di previsione della crescita dei salari e dell'occupazione. Il modello avrebbe previsto un calo dei salari e dell'occupazione a causa del sostanziale rallentamento dell'economia reale a seguito del deterioramento delle ragioni di scambio dovuto all'aumento dei prezzi dell'energia e dei beni alimentari e all'impatto dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento; ciononostante, i salari nominali e l'occupazione hanno registrato un incremento piuttosto consistente. Inoltre, tenere conto della stretta relazione tra salari e prezzi e di un maggiore mantenimento della manodopera inutilizzata migliora significativamente la performance delle previsioni del modello (cfr. le barre celesti dell'istogramma nel grafico C).

Grafico C

Illustrazione della parte non spiegata degli errori di previsione

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



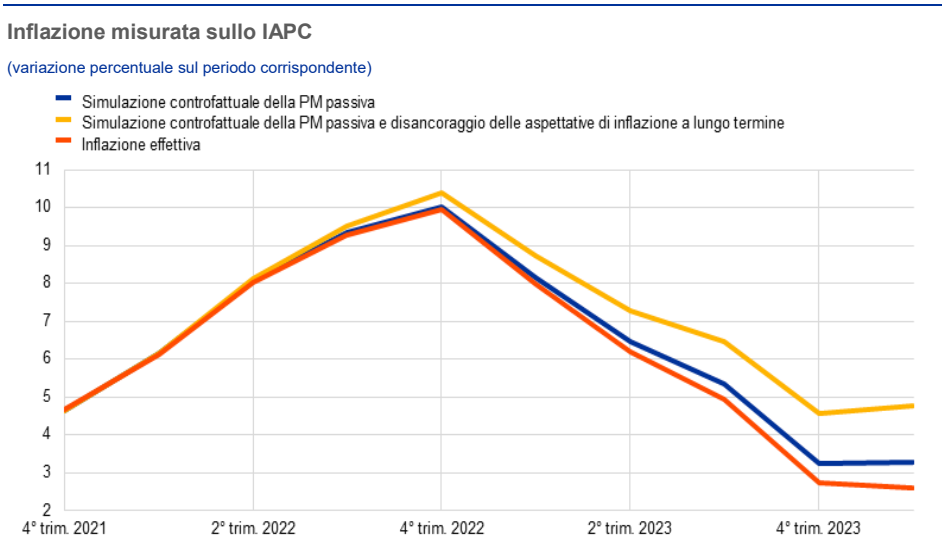
Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE e simulazioni basate sul modello ECB-BASE.
Note: tra le modifiche tecniche esaminate nel modello per affrontare gli errori residui nel grafico B figurano: 1) l'adeguamento dell'indicizzazione salariale: il coefficiente che determina l'impatto della passata inflazione al consumo sui salari è stato corretto al rialzo del 25 per cento, per rispecchiare meglio il forte legame osservato tra l'inflazione passata e gli adeguamenti salariali in tale periodo; 2) la trasmissione più elevata: all'interno del modello è stata effettuata una ricalibrazione dei parametri della curva di Phillips per migliorare la trasmissione dai prezzi dell'energia ai costi marginali e al deflatore del PIL, con l'obiettivo di conseguire un meccanismo di trasmissione più reattivo; e 3) il mantenimento della manodopera inutilizzata: è stato incorporato uno shock dal lato della domanda per eludere la legge di Okun e disaccoppiare la domanda di lavoro dal calo di prodotto osservato, di riflesso all'inattesa capacità di tenuta del mercato del lavoro. Tali aggiustamenti migliorano l'adeguatezza del modello rispetto ai comportamenti economici osservati nel periodo in esame, in particolare per quanto riguarda la reazione dei prezzi della componente di fondo, dei salari e dell'occupazione alle pressioni inflazionistiche. Se si considerano tutti questi fattori aggiuntivi, la dimensione delle barre grigie nel grafico B ("Altri fattori") diminuisce significativamente.

Nel considerare un insieme più completo di meccanismi di propagazione, compreso il possibile disancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, la politica monetaria svolge un ruolo cruciale nella stabilizzazione dell'inflazione nel medio periodo. Dal grafico B sembra emergere che le variazioni delle sole ipotesi finanziarie non contribuiscono in misura significativa a ridurre

l'inflazione. Tuttavia, questa analisi considera solo gli effetti meccanici delle variazioni di ipotesi finanziarie quali i tassi di interesse. Essa non tiene conto di tutti i canali di propagazione endogeni della politica monetaria, ad esempio l'impatto delle variazioni dei tassi di interesse sul tasso di cambio, poiché tale tasso è considerato, in questo tipo di analisi, un'ipotesi esterna. È stata condotta una simulazione controfattuale della politica monetaria standard, ipotizzando che i tassi a breve termine rimanessero sui livelli previsti nel BMPE di dicembre 2021, a causa di shock di politica monetaria, e che tutte le altre risposte siano determinate dai meccanismi endogeni del modello[5]. Come osservato nel grafico D, in assenza di un intervento di politica monetaria l'inflazione avrebbe potuto essere superiore di 0,7 punti percentuali alla fine del 2024. Inoltre, la risposta vigorosa della politica monetaria ha svolto un ruolo fondamentale nell'ancorare le aspettative di inflazione. Utilizzando aspettative disancorate, più influenzate dall'inflazione passata che dall'obiettivo della banca centrale, l'inflazione sarebbe stata superiore di 2 punti percentuali nel 2024 (cfr. il grafico D), trasformando uno shock transitorio in uno più persistente[6].

Grafico D

Simulazioni controfattuali del modello ECB-BASE finalizzate a valutare l'impatto della politica monetaria



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE e simulazioni basate sul modello ECB-BASE.
Note: "PM" sta per politica monetaria. La linea rossa rappresenta l'inflazione effettiva. La linea blu mostra l'inflazione controfattuale nell'ipotesi che i tassi di interesse si mantenessero sui livelli previsti dal BMPE di dicembre 2021, rispecchiando una politica monetaria passiva. La linea gialla indica l'inflazione controfattuale in uno scenario in cui le aspettative di inflazione a lungo termine diventano disancorate, come nell'episodio di elevata inflazione dopo gli shock energetici negli Stati Uniti negli anni '70.

5 Il modello ECB-BASE è caratterizzato da una trasmissione degli shock di politica monetaria più debole rispetto ad altri modelli di tipo DSGE. Per un confronto dell'intervallo delle risposte a un periodo di inasprimento della politica monetaria, cfr. il riquadro 6 *L'impatto macroeconomico dell'inasprimento della politica monetaria della BCE avviato a dicembre 2021: una valutazione basata su modelli* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

6 Il disancoraggio dell'inflazione è colto modificando il processo di formazione delle aspettative all'interno del modello, con aspettative a lungo termine dipendenti più dall'inflazione passata che dall'obiettivo della banca centrale. Si utilizzano i dati statunitensi relativi allo shock energetico degli anni '70 per stimare il processo, nonché parametri che, nella simulazione, implicano aspettative molto più disancorate.

7 Introduzione dei sistemi statistici sviluppati internamente dalle BCN (statistical in-house credit assessment systems, S-ICAS) come ulteriore fonte di valutazione della qualità creditizia nell'ambito del sistema di garanzie ordinario

a cura di Cláudia Duarte, Janina Engel, Oleg Reichmann e Tomislav Džaja

La valutazione della qualità creditizia delle attività stanziate come garanzia per le operazioni di credito dell'Eurosistema si basa sul quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (Eurosystem credit assessment framework, ECAF)[1]**.** Le operazioni di credito costituiscono un elemento fondamentale della politica monetaria dell'Eurosistema. Per obbligo statutario, infatti, l'Eurosistema può erogare prestiti a enti creditizi e altre controparti soltanto sulla base di adeguate garanzie[2]. Attualmente l'ECAF si basa su informazioni relative alla qualità creditizia provenienti da tre fonti di valutazione: i sistemi di valutazione della qualità creditizia sviluppati internamente (in-house credit assessment system, ICAS) dalle banche centrali nazionali (BCN), le istituzioni esterne specializzate nella valutazione del merito di credito (external credit assessment institutions, ECAI) e i sistemi basati sui rating interni (internal ratings-based, IRB) delle controparti dell'Eurosistema[3].

L'introduzione, a partire dal 2026, dei sistemi statistici di valutazione della qualità creditizia sviluppati internamente dalle banche centrali nazionali (statistical in-house credit assessment systems, S-ICAS) come ulteriore fonte accettata dall'ECAF nell'ambito del sistema di garanzie ordinario potenzierà le capacità di valutazione interna del merito creditizio dell'Eurosistema e amplierà la gamma disponibile di garanzie potenziali[4,5]. Le fonti interne dell'Eurosistema (ICAS e S-ICAS) valutano il merito creditizio delle società non finanziarie come debitori/garanti di crediti per le operazioni garantite. Nello specifico, gli S-ICAS riguardano imprese micro, piccole e medie (PMI), alcune delle quali potrebbero non essere valutate con nessuna delle altre fonti dell'ECAF.

I sistemi statistici delle BCN sono stati accettati nell'ambito del sistema di riferimento temporaneo delle garanzie al fine di ampliare la gamma di garanzie

---

1 Cfr. la pagina "Eurosystem credit assessment framework (ECAF)" sul sito Internet della BCE.

2 Cfr. l'articolo 18.1 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea.

3 Cfr. Auria, L. et al., "Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 284, BCE, ottobre 2021.

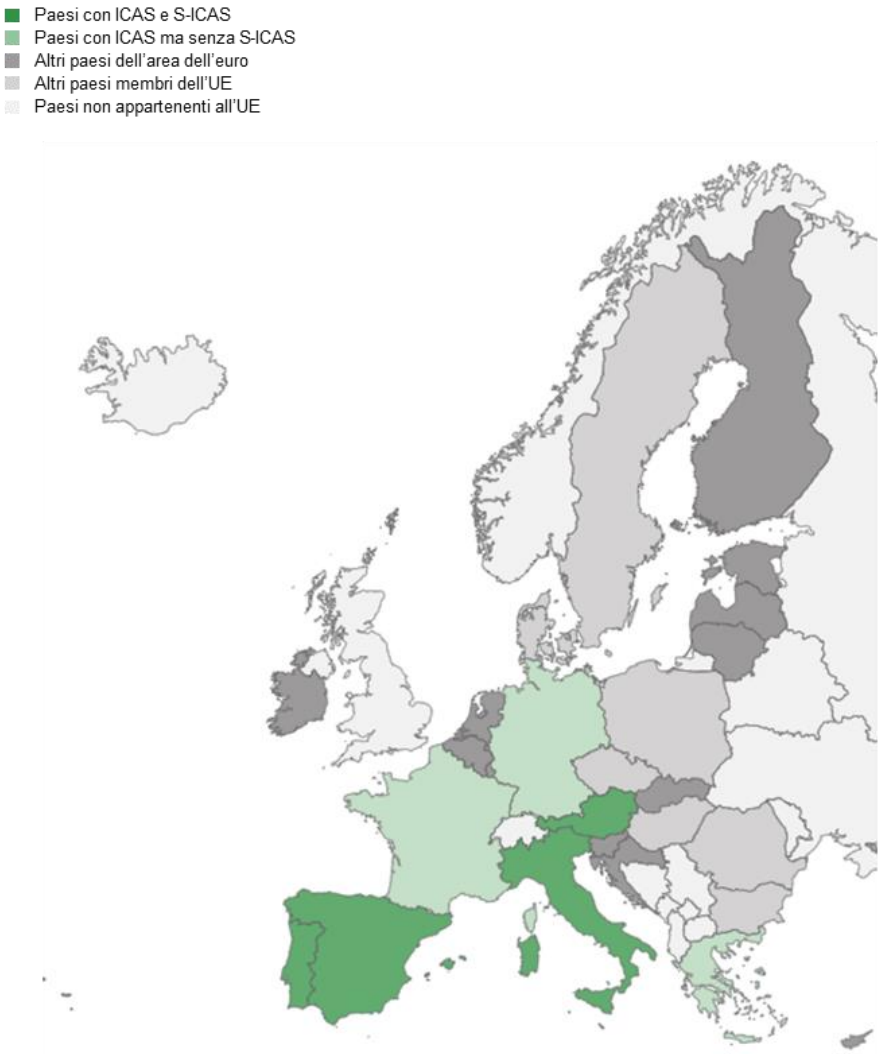
4 Il sistema di garanzie ordinario è disciplinato dall'Indirizzo (UE) 2015/510 della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2014, sull'attuazione del quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema (Indirizzo sulle caratteristiche generali) (BCE/2014/60) (rifusione) (GU L 91 del 2.4.2015, pag. 3).

5 Cfr. il comunicato stampa della BCE *ECB announces changes to the Eurosystem collateral framework to foster greater harmonisation* del 29 novembre 2024, nonché le *Decisioni assunte dal Consiglio direttivo della BCE (in aggiunta a quelle che fissano i tassi di interesse) – gennaio 2025*, BCE, 31 gennaio 2025.

disponibili in risposta alla pandemia di COVID-19[6]**.** Durante l'emergenza sanitaria le BCN gestivano a questo scopo cinque sistemi statistici, di cui quattro di nuova introduzione. L'ammissione e l'ampliamento dei sistemi statistici delle BCN si sono rivelati efficaci nell'aumentare la disponibilità di garanzie per le operazioni di politica monetaria durante la pandemia. Allo stato attuale quattro BCN gestiscono sistemi statistici nell'ambito del sistema temporaneo: la Banca d'Italia, il Banco de España, il Banco de Portugal e l'Oesterreichische Nationalbank (cfr. la figura A). Al fine di evitare malfunzionamenti e assicurare una transizione ordinata verso il nuovo sistema, le BCN potranno continuare a utilizzare i sistemi statistici esistenti alle condizioni attuali, fino a conclusione del processo di ammissione nel sistema di garanzie ordinario.

Figura A

Paesi con ICAS e S-ICAS sviluppati dalle BCN attualmente in uso



6 Il sistema di garanzie temporaneo è disciplinato dall'Indirizzo della Banca centrale europea, del 9 luglio 2014, relativo a misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie, e che modifica l'indirizzo BCE/2007/9 (BCE/2014/31) (2014/528/UE) (GU L 240 del 13.8.2014, pag. 28).

L’ammissione nel quadro di riferimento generale degli S-ICAS si basa su un sistema armonizzato di recente sviluppo, che migliorerà la gestione efficiente del rischio, terrà conto delle considerazioni in materia di condizioni di parità concorrenziale e migliorerà la preparazione delle banche alle crisi. Il quadro di riferimento armonizzato si fonda sul sistema esistente per gli ICAS, con delle integrazioni di requisiti e tutele necessari per garantire delle buone prestazioni dei sistemi quantitativi caratterizzati da una ridotta o assente valutazione da parte di esperti[7]. Le informazioni quantitative di cui ci si avvale normalmente nella valutazione includono coefficienti finanziari basati su dati di bilancio, indicatori legati alla struttura del gruppo e abitudini di pagamento. La valutazione da parte di esperti includerebbe, ad esempio, l’analisi delle informazioni pubbliche e di relazioni dettagliate fornite dalle imprese. Gli aspetti principali del quadro di riferimento armonizzato includono: a) l’ambito delle imprese da valutare (PMI, tranne quelle con grandi esposizioni); b) requisiti metodologici per la valutazione delle imprese (compresi quelli relativi alle considerazioni in merito al cambiamento climatico); c) governo solido dei sistemi di rating in linea con le migliori prassi del settore; d) monitoraggio dettagliato dei sistemi di rating da parte delle BCN; e) procedure di convalida solide[8]. Inoltre, al fine di garantire la disponibilità di informazioni sufficienti e armonizzate per le valutazioni del merito di credito, solo le imprese domestiche che hanno esposizioni segnalate su AnaCredit possono essere valutate con un S-ICAS[9]. Per la condivisione di tali sistemi tra le BCN sono state stabilite delle linee guida, che potrebbero rappresentare un modo efficiente per ampliarne l’uso nell’Eurosistema e per contribuire a evitare carenze di garanzie in situazioni di crisi.

7 Gli S-ICAS si basano per lo più su approcci quantitativi, mentre gli ICAS si avvalgono anche di una valutazione qualitativa condotta da un analista esperto. Pertanto, gli S-ICAS prevedono un impiego di risorse inferiore a quello degli ICAS nell’operatività quotidiana.

8 Per dettagli sulle migliori prassi relative a governo e convalida, cfr., ad esempio, il Supervisory handbook on the validation of rating systems under the internal ratings based approach (EBA/REP/2023/29) dell’Autorità bancaria europea.

9 AnaCredit è un insieme di dati che contiene informazioni dettagliate sui singoli prestiti bancari nell’area dell’euro. Cfr. Regolamento (UE) 2016/867 della Banca centrale europea, del 18 maggio 2016, sulla raccolta di dati granulari sul credito e sul rischio di credito (BCE/2016/13) (GU L 144 del 1.6.2016, pag. 44).

8 L’impatto macroeconomico delle misure discrezionali di bilancio adottate nell’area dell’euro dall’inizio della pandemia

a cura di Elena Angelini, Krzysztof Bańkowski, Cristina Checherita-Westphal, Philip Muggenthaler-Gerathewohl e Srečko Zimic

Il presente riquadro fornisce un’analisi basata su modelli dell’impatto macroeconomico delle misure discrezionali di bilancio adottate dai governi dell’area dell’euro dall’inizio della pandemia di COVID-19, come emerge dalle proiezioni formulate dagli esperti della BCE per l’area dell’euro a marzo 2025[1]**.** L’analisi esamina gli effetti di tali misure sulla crescita del PIL in termini reali e sull’inflazione, rispetto a uno scenario controfattuale in cui non vi è stato alcun sostegno della politica di bilancio a partire dal 2020. Si avvale di due strumenti quantitativi utilizzati regolarmente dalla BCE per le proiezioni e le simulazioni di politiche: le elasticità del modello base (Basic Model Elasticities, BMEs) e il modello ECB-BASE[2]. L’attenzione è incentrata sull’impatto macroeconomico delle misure discrezionali di bilancio, approssimate dalla variazione dell’impulso discrezionale di bilancio rispetto al 2019, anno precedente la pandemia[3]. Il riquadro valuta inoltre l’impatto delle misure di sostegno introdotte dai governi dell’area dell’euro a partire dalla fine del 2021, in risposta alla crisi energetica e all’inflazione elevata[4].

Le misure di bilancio hanno fornito un sostegno sostanziale all’economia dell’area dell’euro nell’attenuazione dell’impatto della pandemia e della crisi energetica. Nel 2020 e nel 2021 le misure di sostegno in risposta alla pandemia sono state particolarmente significative (cfr. il pannello a) del grafico A). A partire dal 2022, i governi hanno iniziato a revocare parzialmente tali misure il che, a parità di altre condizioni, avrebbe determinato un inasprimento della politica di bilancio. Allo stesso tempo, tuttavia, i governi hanno fornito ulteriore sostegno di bilancio, a

1 Per maggiori dettagli, cfr. *Proiezioni macroeconomiche per l’area dell’euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2025*. Le proiezioni macroeconomiche per l’area dell’euro, comprese quelle sull’orientamento delle politiche di bilancio, sono state ultimate il 19 febbraio 2025. Pertanto lo scenario di base non include i recenti annunci di bilancio da parte dei governi dell’area dell’euro, o a livello dell’area, in relazione a un aumento della spesa per la difesa e altre spese pubbliche. Per precedenti analisi dell’impatto delle misure discrezionali di bilancio sulla crescita e sull’inflazione cfr. l’articolo 1 *Politiche di bilancio e inflazione elevata* nel numero 2/2023 di questo Bollettino, e il riquadro 2 “L’impatto delle misure discrezionali di bilancio sulla crescita del PIL in termini reali dal 2020 al 2022” all’interno dell’articolo 1 *Il ruolo dell’offerta e della domanda nella ripresa successiva alla pandemia nell’area dell’euro* nel numero 4/2023 di questo Bollettino.

2 Per maggiori dettagli sulle BME, cfr. la sezione 3.4 di *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2016, pagg. 26-27. Per ulteriori informazioni su ECB-BASE, cfr. Angelini, E. et al., “Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area”, *Working Paper Series,* n. 2315, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2019; e Bańkowski, K., “Fiscal policy in the semi-structural model ECB-BASE”, *Working Paper Series,* n. 2802, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2023.

3 L’indicatore delle “misure discrezionali di bilancio” per un dato anno è calcolato tenendo conto delle misure dal lato sia delle entrate sia della spesa. Dal lato delle entrate, tiene conto dei cambiamenti derivanti da una nuova legislazione (o da una revisione della stessa). Dal lato della spesa, le misure discrezionali vengono calcolate come deviazione tra la crescita della spesa primaria e la crescita del prodotto potenziale nominale.

4 Per una descrizione dettagliata di tali misure e dei potenziali canali attraverso cui influiscono sull’inflazione, cfr. il riquadro 9 *Aggiornamento sulle risposte delle politiche di bilancio nell’area dell’euro alla crisi energetica e all’inflazione elevata* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

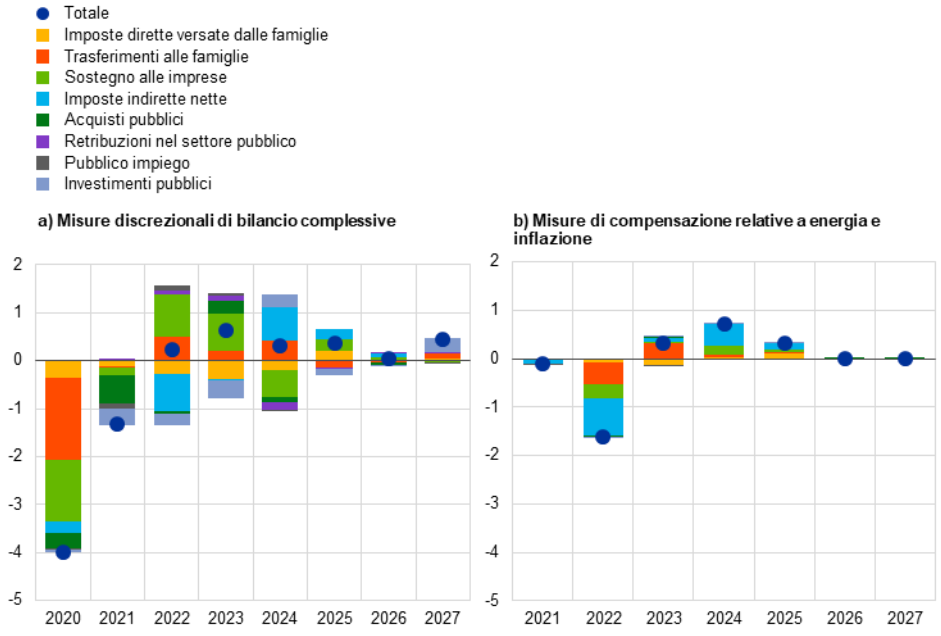
seguito dell'inizio della guerra in Ucraina e dell'emergere della crisi energetica (cfr. il pannello b) del grafico A). Inoltre, ulteriori spese sono state destinate ai rifugiati, alla difesa e agli aiuti all'Ucraina. Di conseguenza, nel 2022 le politiche discrezionali di bilancio, valutate sulla base delle misure adottate, sono state sostanzialmente neutre. Nel 2023 vi è stato un inasprimento fiscale, con l'ulteriore riassorbimento del sostegno offerto a causa della pandemia e di parte delle misure di contrasto alla crisi energetica. Ciò ha più che compensato il costante aumento degli investimenti pubblici, finanziati per lo più attraverso il programma Next Generation EU (NGEU), e la riduzione delle imposte sui redditi, compresi i contributi previdenziali. Un ulteriore inasprimento fiscale, nel 2024, può essere attribuito principalmente al più consistente venire meno delle misure di mitigazione dei rincari energetici nel corso dell'anno, che ha controbilanciato la rinnovata espansione dei consumi pubblici (principalmente attraverso acquisti di beni e servizi e trasferimenti in natura). Dopo un aumento significativo, nel periodo tra il 2020 e il 2021, per affrontare la crisi sanitaria legata alla pandemia, i consumi pubblici sono in realtà leggermente diminuiti nel biennio 2022-2023 prima di aumentare nuovamente nel 2024[5].

[5] Il contributo del pubblico impiego e delle retribuzioni del settore pubblico al sostegno di bilancio complessivo è limitato durante tutto il periodo.

Grafico A

Le misure discrezionali di bilancio adottate dall'inizio della pandemia e la loro composizione per categoria economica

(variazioni annue; in percentuale del PIL)



Fonte: stime della BCE/dell'Eurosistema rilevate nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2025.
Note: i valori negativi (positivi) indicano un allentamento (inasprimento) delle politiche di bilancio. Le misure discrezionali di bilancio seguono il concetto di "orientamento delle politiche di bilancio" e sono espresse come variazioni annue. Le misure annue sono espresse in percentuale del PIL potenziale nominale dell'anno precedente. Il grafico mostra la composizione delle misure secondo i canali economici utilizzati nelle simulazioni basate su modelli, come di seguito illustrate.
a) Simulazione di sussidi registrati dagli esperti dell'Eurosistema nell'ambito del sostegno a energia e inflazione affinché abbiano un impatto diretto sull'inflazione dei beni energetici. Gli altri sussidi sono classificati come "sostegno alle imprese" e tenuti in conto per migliorare il margine operativo delle imprese.
b) Trasferimenti in conto capitale, classificati principalmente come "sostegno alle imprese", sono tenuti in conto per migliorare il margine operativo delle imprese, tranne: a) i (grandi) trasferimenti in conto capitale finanziati dal programma Next Generation EU, che sostengono gli investimenti a livello dell'intera economia e sono trattati come investimenti pubblici (cfr. Bańkowski, K. et al., "Four years into NextGenerationEU: what impact on the euro area economy?", *Occasional Paper Series*, n. 362, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2024); (b) il "Superbonus" italiano simulato per riprodurre gli effetti positivi consistenti, ma ciclici (temporanei), sulla crescita, derivanti dagli investimenti in edilizia residenziale rilevati in altri studi (cfr., ad esempio, Accetturo, A. et al., "Incentives for dwelling renovations: evidence from a large fiscal programme", *Occasional Papers*, n. 860, Banca d'Italia, Roma, giugno 2024, che calcola un moltiplicatore di bilancio compreso tra 0,7 (con soli effetti diretti) e 0,9 (inclusi gli effetti indiretti)).

Si prevede che l'orientamento complessivo della politica di bilancio rimarrà espansivo nel periodo tra il 2020 e il 2027, nonostante il ridimensionamento delle misure discrezionali di bilancio previsto nei prossimi anni. Le misure discrezionali ipotizzate nell'orizzonte temporale di proiezione indicano un ulteriore inasprimento della politica di bilancio (0,9 per cento per il periodo 2025-2027). Tuttavia, se si considera l'intero periodo tra il 2020 e il 2027, le stime indicano ancora un significativo allentamento della politica di bilancio (3,3 punti percentuali del PIL), che riflette il solo parziale venire meno del considerevole sostegno fornito dall'inizio della pandemia. La prolungata espansione è riconducibile principalmente a molteplici sgravi fiscali per le imposte sul reddito e ad aumenti generalizzati della spesa. Tale sostegno di bilancio ha contribuito all'incremento dei rapporti tra il disavanzo e il PIL e tra il debito e il PIL dell'area dell'euro, che nel 2027 dovrebbero mantenersi ben al di sopra dei livelli precedenti la pandemia[6].

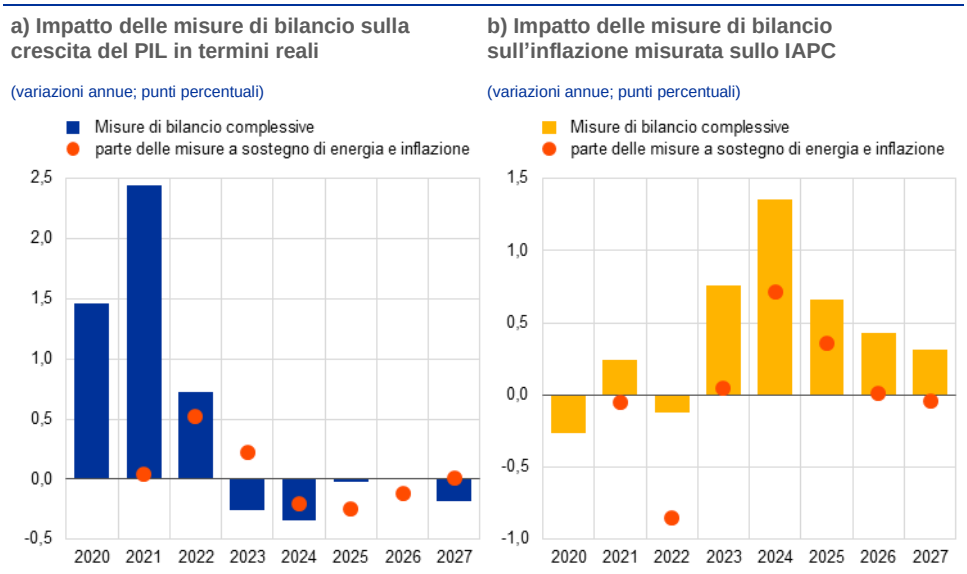
Le simulazioni basate su modelli indicano notevoli effetti macroeconomici delle misure discrezionali di bilancio dall'inizio della pandemia, rispetto a uno scenario controfattuale in cui tali misure non sono state introdotte. Si stima che l'insieme delle misure discrezionali di bilancio attuate a partire dal 2020 abbia sostenuto considerevolmente la crescita del PIL in termini reali nel periodo dal 2020 al 2022 e sia stato sostanzialmente neutro o abbia avuto un effetto in qualche misura moderatamente negativo sulla crescita nel periodo successivo (cfr. il pannello a) del grafico B). Per quanto riguarda l'inflazione misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), le simulazioni indicano un effetto frenante nel 2022, principalmente a causa delle misure di compensazione, che hanno contribuito ad attenuare l'impatto massimo dello shock energetico. Tuttavia, esse indicano un successivo impatto complessivo al rialzo (cfr. il pannello b) del grafico B), in particolare negli anni 2023-2024, quando i governi hanno iniziato a sospendere le misure di sostegno per fronteggiare i rincari dell'energia attuate nel 2022 e si sono accumulate pressioni inflazionistiche derivanti dallo stimolo di bilancio degli anni precedenti[7].

6 Secondo le proiezioni formulate a marzo 2025 dagli esperti della BCE, il disavanzo dell'area dell'euro è stimato al 3,3 per cento del PIL nel 2027 rispetto allo 0,5 per cento del 2019, mentre il debito pubblico è stimato all'89,8 per cento nel 2027, rispetto all'83,6 per cento del 2019.

7 A partire dal 2022, data la natura e la composizione dello shock di bilancio, il suo impatto sull'inflazione misurata dallo IAPC si è manifestato dapprima attraverso la componente energetica, mentre la stabilizzazione della domanda derivante dallo stimolo ha avuto un effetto parzialmente compensativo.

Grafico B

Impatto delle misure discrezionali di bilancio sulla crescita e sull'inflazione dell'area dell'euro rispetto a uno scenario controfattuale di assenza di sostegno fornito dalle politiche di bilancio nel periodo 2020-2027



Fonte: elaborazioni della BCE.
Note: gli "shock" di bilancio utilizzati nelle simulazioni sono riportati nel grafico A. Gli effetti sulla crescita del PIL e sull'inflazione sono medie dei risultati delle simulazioni condotte utilizzando i modelli ECB-BASE e BME. Altre politiche (in particolare la politica monetaria) e fattori sono stati mantenuti invariati nelle simulazioni. Più nello specifico, il modello ECB-BASE è stato simulato con politiche monetarie esogene, tassi di cambio e differenziali finanziari. Le simulazioni BME sono state condotte a livello di singoli paesi, con risultati macroeconomici aggregati a livello dell'area dell'euro. L'orizzonte di simulazione standard per le BME è quattro anni dopo uno shock iniziale (T+4). Nessuna persistenza (degli effetti sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione) viene considerata nelle simulazioni BME dopo l'anno T+4 per uno shock originato nell'anno T.

I risultati della simulazione sono soggetti all'incertezza dei modelli e dei dati, comprese le risposte comportamentali non lineari ed eterogenee di famiglie e imprese alla gamma di misure di sostegno di bilancio. Le analisi di sensibilità mostrano che gli effetti stimati sull'inflazione dipendono in misura maggiore dalle ipotesi circa la propagazione di vari strumenti di bilancio, in particolare i sussidi, alla macroeconomia e dalla misura in cui essi influiscono sui prezzi (direttamente o attraverso i margini di profitto delle imprese). Infine, i risultati riportati nel presente riquadro omettono qualsiasi reazione di politica monetaria endogena alle misure di bilancio in esame, al fine di isolare gli effetti della politica di bilancio.

Articolo

1 I piani strutturali di bilancio di medio termine nell'ambito del nuovo Patto di stabilità e crescita

a cura di Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Roberta De Stefani, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier, Christian Huber, Daphne Momferatou, Philip Muggenthaler-Gerathewohl, Ralph Setzer e Nico Zorell

1 Introduzione

Il nuovo quadro di riferimento per la governance economica dell'UE parte dal presupposto che la sostenibilità dei conti pubblici, le riforme e gli investimenti si rafforzino a vicenda e dovrebbero essere perseguiti nel contesto di un approccio integrato[1]. A seguito di una riforma di ampio respiro, il quadro di riferimento rivisto, compreso in particolare il nuovo Patto di stabilità e crescita (PSC), è entrato in vigore il 30 aprile 2024, consentendone l'applicazione a partire dal 2025. Il PSC rivisto mira ad assicurare posizioni di bilancio sostenibili, fondamentali per la stabilità dei prezzi e la crescita sostenibile in un'Unione economica e monetaria regolarmente funzionante, nonché a trovare un equilibrio tra le esigenze legate agli aggiustamenti di bilancio e la necessità di stimolare l'attuazione di investimenti produttivi e riforme, con particolare attenzione ai settori strategicamente rilevanti come le transizioni verde e digitale e la difesa.

La trasmissione e l'approvazione del primo insieme di piani strutturali di bilancio di medio termine (medium-term fiscal-structural plans, MFSP) nazionali ha rappresentato una tappa fondamentale nell'attuazione del quadro di governance economica europea rivisto. Lo scorso anno gli Stati membri dell'UE hanno elaborato il primo insieme di MFSP come previsto dal nuovo assetto di governance economica. Di norma, tali piani coprono un periodo di quattro o cinque anni, a seconda della durata del ciclo elettorale nazionale. In essi, gli Stati membri dell'UE si impegnano a seguire un percorso pluriennale di spesa pubblica netta e illustrano come saranno realizzati investimenti e riforme in risposta alle principali sfide individuate nel contesto del Semestre europeo[2]. Il 21 gennaio 2025 il Consiglio per gli affari economici e finanziari dell'UE (Consiglio Ecofin) ha approvato gli MFSP della maggior parte degli Stati membri, formulando le relative raccomandazioni[3].

---

1 Cfr. il Parere della Banca centrale europea, del 5 luglio 2023, su una proposta di riforma della governance economica nell'Unione (CON/2023/20) (GU C 290 del 18.8.2023, pagg. 17-25).

2 Il Semestre europeo è un esercizio annuale di coordinamento delle politiche economiche e sociali dell'UE, nel corso del quale gli Stati membri allineano le proprie politiche di bilancio ed economiche agli obiettivi e alle norme concordate a livello dell'UE.

3 Il Belgio e la Bulgaria hanno trasmesso i propri piani strutturali di bilancio di medio termine alla Commissione europea, rispettivamente, il 19 marzo e il 27 febbraio 2025. L'Austria, la Germania e la Lituania non hanno ancora presentato i propri piani.

Alla luce delle accresciute tensioni geopolitiche e dell'esigenza di rafforzare le capacità di difesa in Europa, il 19 marzo 2025 la Commissione europea ha proposto l'attivazione coordinata della "clausola di salvaguardia nazionale". La clausola, introdotta nell'ambito della riforma del PSC, consentirà agli Stati membri di deviare dai percorsi di spesa pubblica netta stabiliti nei propri MFSP o dal relativo percorso correttivo previsto dalla procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) per motivi legati all'aumento della spesa per la difesa. Se già approvati dal Consiglio Ecofin, non sarà necessario rettificare gli MFSP degli Stati membri per tener conto della spesa aggiuntiva per la difesa. Per tale spesa è prevista una flessibilità, fino a un limite di 1,5 punti percentuali del PIL all'anno nel periodo 2025-2028 rispetto agli impegni di bilancio in essere, nei paesi che scelgono di richiedere l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale. Tuttavia, il quadro del PSC richiede che le deviazioni dai percorsi di spesa netta approvati non compromettano la sostenibilità del bilancio nel medio termine. I paesi che non hanno ancora trasmesso i propri piani, o i cui MFSP non sono ancora stati approvati, dovrebbero ricevere un trattamento equivalente a quello degli altri Stati membri, qualora richiedessero l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale.

Il presente articolo passa in rassegna gli MFSP per fornire una prima valutazione delle implicazioni economiche e di bilancio del nuovo PSC nel breve e nel medio termine, nonché delle conseguenze dell'attivazione coordinata della clausola di salvaguardia nazionale. Nella sezione 2 i requisiti delle norme di bilancio riviste sono messi a confronto con il regime precedente. La sezione 3 esamina i percorsi di bilancio definiti negli MFSP e valuta i rischi per le prospettive del debito pubblico (riquadro 1), nonché per la crescita e l'inflazione. La sezione 4 analizza la proposta della Commissione europea di consentire flessibilità alla spesa per la difesa nell'ambito del PSC. La sezione 5 mira a stabilire se il PSC rivisto darà luogo a ulteriori riforme e investimenti e la sezione 6 espone le osservazioni conclusive.

2 Le nuove regole di bilancio e il regime precedente a confronto

Il nuovo approccio di sorveglianza basato sul rischio nell'ambito del PSC rivisto si basa sull'analisi della sostenibilità del debito (Debt Sustainability Analysis, DSA) per orientare i percorsi di consolidamento di bilancio in modo che il debito pubblico sia portato su una traiettoria di riduzione plausibile entro il termine del periodo di aggiustamento. La durata di tale periodo può essere di quattro anni o estesa fino a un massimo di sette qualora venga concessa una proroga[4]. Tale approccio è integrato dalle cosiddette salvaguardie numeriche per la riduzione del disavanzo e del debito, nonché da requisiti minimi nel caso in cui

[4] Il nuovo quadro del PSC distingue tra a) il *periodo di aggiustamento* di quattro anni o, in caso di proroga, quattro anni più un ulteriore periodo di massimo tre anni e b) il *periodo di programmazione*, che copre un periodo di quattro o cinque anni a seconda della normale durata della legislatura di tale Stato membro. Il Regolamento (UE) 2024/1263 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 29 aprile 2024, relativo al coordinamento efficace delle politiche economiche e alla sorveglianza di bilancio multilaterale (GU L 2024/1263, 30.4.2024) prevede una proroga del periodo di aggiustamento fino a un massimo di tre anni. Nella pratica, tuttavia, sono state scelte solo estensioni del periodo di aggiustamento a sette anni.

un paese sia sottoposto a una PDE[5]. A giugno dello scorso anno la Commissione europea ha inviato una "traiettoria di riferimento" come orientamento preliminare agli Stati membri con un rapporto debito pubblico/PIL superiore al 60 per cento del PIL e/o un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL nel 2024. Agli Stati membri con bassi livelli di disavanzo e indebitamento sono state inviate, su loro richiesta, informazioni tecniche. La traiettoria di riferimento definisce i requisiti di aggiustamento di bilancio in termini di tassi di crescita massimi per la spesa netta[6], ricavati dalle variazioni del saldo primario strutturale alla base dell'analisi della sostenibilità del debito. Il concetto di spesa netta rappresenta l'indicatore operativo unico del nuovo quadro di governance di bilancio e sostituisce l'approccio di sorveglianza precedente basato sul saldo strutturale di bilancio, ovvero il saldo corretto per gli effetti del ciclo al netto di misure temporanee. Un conto di controllo terrà traccia delle deviazioni dai percorsi di spesa netta, eventualmente attivando una PDE basata sul debito nel caso in cui le deviazioni cumulate superino determinate soglie numeriche[7].

L'approccio di sorveglianza basato sul rischio, rispetto al regime precedente, comporta requisiti di aggiustamento di bilancio maggiormente differenziati (cfr. il grafico 1). Nell'ambito del precedente quadro del PSC, agli Stati membri era richiesto di convergere verso obiettivi di bilancio di medio termine, ovvero posizioni di bilancio sottostanti prossime al pareggio. I requisiti di aggiustamento annuali erano calibrati sulla base di un "approccio a matrice", tenendo conto delle condizioni cicliche e del livello di indebitamento. Di fatto, nonostante l'ampia eterogeneità nei livelli del debito pubblico, la differenziazione tra paesi era limitata. Il nuovo approccio poggia sull'andamento previsto del debito pubblico; pertanto, riconosce che la disciplina di bilancio è una questione intertemporale, che comporta requisiti di aggiustamento maggiori laddove le sfide legate al debito sono più pronunciate e/o le posizioni di bilancio iniziali sono meno favorevoli. Il grafico 1 mette in evidenza il fatto che diversi Stati membri con un basso livello di indebitamento, in base al quadro di bilancio aggiornato, sono soggetti a requisiti di aggiustamento molto limitati o hanno addirittura margini di stimolo. Ciò vale per i requisiti previsti dal periodo di aggiustamento della durata standard di quattro anni rispetto ai requisiti che sarebbero stati applicati se fosse rimasto in vigore il precedente PSC. Tuttavia, per diversi paesi con un rapporto debito pubblico/PIL elevato i requisiti si collocano perlopiù ben al di sopra degli aggiustamenti storici osservati prima della pandemia. Nella maggior parte dei casi gli aggiustamenti realizzati sono stati significativamente inferiori alla media di quelli richiesti, pari a circa lo 0,5 per cento del PIL.

L'opzione che consente di estendere il periodo di aggiustamento da quattro a sette anni, a fronte dell'impegno a realizzare riforme strutturali e investimenti

5 Per ulteriori dettagli sul quadro del Patto di stabilità e crescita rivisto, cfr. Haroutunian, S. et al, "The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary policy perspective", *Occasional Paper Series*, n. 349, BCE, maggio 2024.

6 La spesa netta corrisponde alla spesa pubblica al netto: della spesa per interessi; delle misure discrezionali dal lato delle entrate; della spesa per i programmi dell'UE interamente finanziata dai fondi dell'Unione; della spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dall'UE; della componente ciclica della spesa per i sussidi di disoccupazione; delle misure una tantum e di altre misure temporanee.

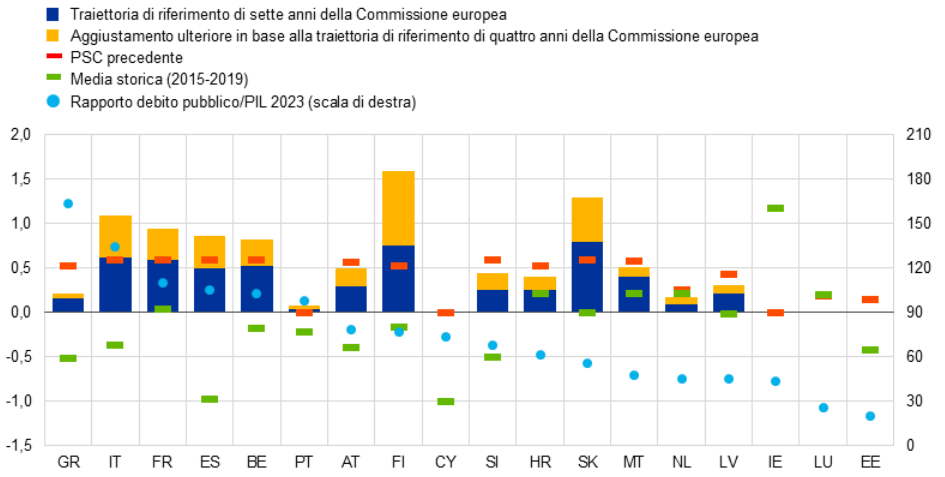
7 Ai sensi del Regolamento (UE) 2024/1263 per "conto di controllo" si intende un rendiconto delle deviazioni cumulate in eccesso o in difetto della spesa netta rilevata di uno Stato membro rispetto al percorso della spesa netta stabilito dal Consiglio.

pubblici, fornisce potenzialmente un ampio margine di manovra per interventi di bilancio[8]**.** Il nuovo quadro riconosce i benefici degli investimenti pubblici produttivi e delle riforme strutturali volte a migliorare la produttività per la sostenibilità di bilancio nel medio termine. Tali effetti benefici si concretizzano attraverso l'effetto denominatore: una crescita economica più elevata si traduce in una riduzione del rapporto debito pubblico/PIL. Pertanto, gli Stati membri possono scegliere un periodo di aggiustamento di sette anni se tale scelta è sostenuta da rispettivi impegni politici. Il grafico 1 mostra che i requisiti di aggiustamento possono essere significativamente ridotti scegliendo un periodo di aggiustamento esteso (le porzioni blu indicano l'aggiustamento annuo medio in caso di periodo esteso, mentre quelle arancioni quantificano l'aggiustamento annuo ulteriore che sarebbe necessario nello scenario dei quattro anni standard).

Grafico 1

Aggiustamento di bilancio medio durante il periodo di programmazione: confronto tra il nuovo PSC e quello precedente

(variazione del saldo primario strutturale in percentuale del PIL potenziale e in percentuale del PIL)



Fonti: banca dati AMECO (banca di dati macroeconomici annuali della Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea), elaborazioni degli esperti della BCE, traiettorie di riferimento a quattro e sette anni ricavate dalle schede di calcolo degli orientamenti preliminari della Commissione europea pubblicate sul sito Internet della Commissione, previsioni economiche dell'autunno 2024 formulate dalla Commissione europea e dati provenienti dal Ministero federale delle finanze austriaco. Le traiettorie di riferimento sono rese pubbliche solo al momento della diffusione degli MFSP. Nel caso dell'Austria, i dati sono stati diffusi dallo Stato membro stesso (per la Germania e la Lituania, assenti nel grafico, tali dati non sono disponibili al pubblico).
Note: i requisiti previsti nell'ambito del quadro precedente sono stati calcolati per il periodo 2025-2028 sulla base delle ultime previsioni della Commissione europea (autunno 2024) e indicano quale sarebbe stato l'aggiustamento di bilancio richiesto in base al quadro precedente. I calcoli ipotizzano che gli Stati membri sottoposti a una PDE basata sul debito realizzeranno uno sforzo di risanamento annuo pari allo 0,6 per cento del PIL fino a raggiungere la rettifica del disavanzo eccessivo. Per gli Stati membri soggetti al braccio preventivo del PSC, le esigenze di risanamento sono calcolate utilizzando la matrice dei requisiti di aggiustamento che tiene conto del livello del debito (superiore o inferiore al 60 per cento del PIL) e delle condizioni cicliche (il livello dell'output gap e la relativa variazione). Si ipotizza che il risanamento continui fino al raggiungimento dell'obiettivo di medio periodo, in termini di saldo strutturale di bilancio. Per ulteriori dettagli, cfr. il "codice di condotta" del precedente PSC.

3 I percorsi fiscali contenuti nei piani strutturali di bilancio di medio termine

Il 21 gennaio 2025 il Consiglio Ecofin ha adottato le raccomandazioni della Commissione per approvare 15 dei 16 piani strutturali di bilancio di medio

8 Cfr. Bouabdallah, O., Dorrucci, E., Hoendervangers, L. e Nerlich, C., "Mind the gap: Europe's strategic investment needs and how to support them", *Il Blog della BCE*, BCE, 27 giugno 2024.

termine presentati dagli Stati membri dell'area dell'euro[9]**.** Il Belgio ha presentato il suo MFSP il 19 marzo e non sono ancora disponibili né una valutazione della Commissione né una decisione del Consiglio Ecofin. Tre paesi dell'area dell'euro (Germania, Lituania e Austria) devono ancora presentare i propri piani.

Dei 17 paesi che hanno presentato i propri MFSP, finora solo cinque (che comunque rappresentano la metà dell'economia dell'area dell'euro) hanno optato per un periodo di aggiustamento prolungato, impegnandosi a favore di riforme e investimenti. Nello specifico, Belgio, Spagna, Francia, Italia e Finlandia hanno scelto di estendere di tre anni il periodo di aggiustamento e si sono impegnati a realizzare una serie di riforme e investimenti rilevanti (cfr. il pannello a) del grafico 2).

Diversi paesi, che rappresentano oltre due quinti del PIL dell'area dell'euro, non hanno presentato un piano oppure sono ritenuti privi del sostegno politico necessario per quello presentato, ponendo rischi per le prospettive di bilancio a breve termine (cfr. il pannello b) del grafico 2). La Spagna ha presentato un MFSP, ma il suo Parlamento non è stato in grado di approvare il progetto di bilancio per il 2025. Germania, Lituania e Austria non hanno ancora presentato i propri piani.

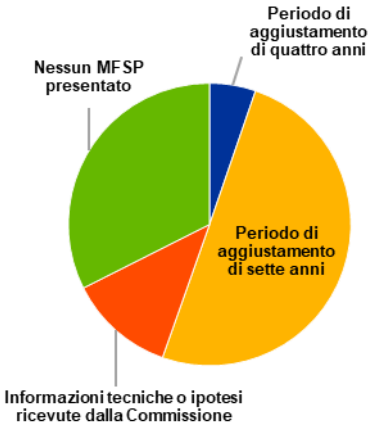
9 Nel pacchetto d'autunno del semestre europeo per il 2025, pubblicato il 26 novembre 2024, la Commissione europea ha raccomandato di approvare 15 dei 16 piani ricevuti fino a quel momento dai paesi dell'area dell'euro. In merito a tali piani, la Commissione europea ha ritenuto che la crescita della spesa netta pianificata per i Paesi Bassi non fosse in linea con i requisiti del nuovo quadro di riferimento per le politiche di bilancio, in quanto si prevedeva che essa avrebbe determinato violazioni dei valori di riferimento del Trattato: un rapporto fra disavanzo pubblico e PIL superiore al 3 per cento nel 2029 e un rapporto fra debito e PIL superiore al 60 per cento nel 2033. Di conseguenza, la Commissione ha proposto al Consiglio di raccomandare un percorso di spesa netta coerente con le informazioni tecniche che essa aveva fornito a giugno 2024.

Grafico 2

Panoramica degli MFSP dell'area dell'euro

a) Presentazione degli MFSP

(in percentuale del PIL dell'area dell'euro)



b) Sostegno politico agli MFSP

(in percentuale del PIL dell'area dell'euro)

Fonti: banca dati AMECO, informazioni estrapolate dagli MFSP pubblicati sul sito Internet della Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: le quote del PIL dell'area dell'euro si basano sui dati del PIL nominale per il 2023. Tra i 17 paesi dell'area che hanno presentato i propri MFSP, quelli elencati di seguito hanno ricevuto traiettorie di riferimento che richiedono loro di migliorare le posizioni dei rispettivi saldi primari strutturali nel periodo 2025-2028: Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Malta, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia. Anche Estonia e Cipro hanno ricevuto traiettorie di riferimento dalla Commissione europea, che tuttavia non rendevano necessario tale miglioramento. Croazia, Lettonia e Paesi Bassi hanno ricevuto "informazioni tecniche" dalla Commissione europea che invitavano altresì a un miglioramento delle posizioni dei rispettivi saldi primari strutturali. Si è trattato di "informazioni tecniche" e non di una "traiettoria di riferimento" perché i rapporti disavanzo/PIL e debito/PIL di questi paesi non superavano i valori di riferimento previsti dal Trattato, rispettivamente pari al 3 e al 60 per cento. Poiché neanche il disavanzo e il debito di Irlanda e Lussemburgo risultavano superiori ai valori di riferimento del Trattato, tali paesi non hanno richiesto informazioni tecniche alla Commissione europea. L'unico paese che si ritiene privo del necessario sostegno politico al proprio piano è la Spagna, mentre Germania, Lituania e Austria devono ancora presentare i loro MFSP.

Diversi MFSP si discostano dai precedenti orientamenti di bilancio della Commissione europea, riflettendo per lo più informazioni macroeconomiche e di bilancio aggiornate. Nella maggior parte degli Stati membri i tassi di crescita della spesa netta cumulata previsti sono superiori a quelli delle traiettorie di riferimento della Commissione, come indicato dai valori al di sopra della bisettrice nel pannello a) del grafico 3. Le differenze dipendono principalmente dal fatto che gli orientamenti preliminari della Commissione erano stati forniti agli Stati membri il 21 giugno 2024, mentre gli MFSP sono stati presentati solo più tardi, in autunno. A quel punto erano disponibili informazioni più recenti sulle posizioni di bilancio del 2024, che hanno costituito il punto di partenza per i requisiti di aggiustamento basati sull'analisi di sostenibilità del debito. La Commissione ha ritenuto per lo più debitamente giustificate le ipotesi macroeconomiche aggiornate; tuttavia esse evidenziano quanto il nuovo quadro di bilancio sia sensibile alle ipotesi formulate (cfr. il riquadro 1).

Tutti gli Stati membri che si trovano ad affrontare rischi elevati per la sostenibilità del debito devono pianificare tassi di crescita della spesa netta in media inferiori, anche perché i loro rapporti tra spesa primaria e PIL sono relativamente elevati. Come illustrato nel pannello c) del grafico 3, alcuni di questi paesi registrano rapporti fra spesa primaria e PIL pari o superiori a circa il 40 per cento. Poiché i tassi di crescita della spesa netta derivano da questi rapporti, quanto più elevati essi sono, tanto più bassi devono essere i massimali di crescita della spesa a parità di aggiustamento di bilancio da conseguire. Analogamente, laddove gli sforzi di bilancio richiesti sono più elevati in termini di miglioramento del

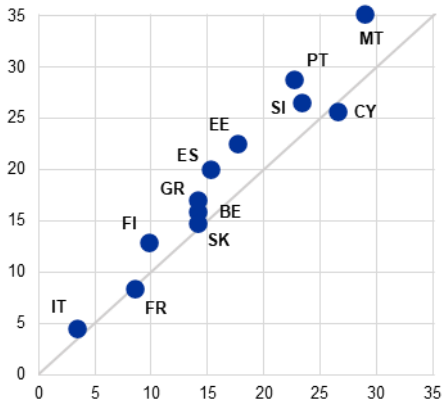
rapporto tra saldo primario strutturale e PIL, la crescita della spesa netta è, in media, minore negli MFSP.

Grafico 3

Percorsi di crescita della spesa netta secondo gli MFSP degli Stati membri

a) Crescita cumulata della spesa netta 2024-2028: MFSP (asse delle ordinate) rispetto alle traiettorie di riferimento della Commissione europea (asse delle ascisse)

(valori percentuali)



b) Differenze nelle ipotesi tra MFSP e traiettorie di riferimento della Commissione europea

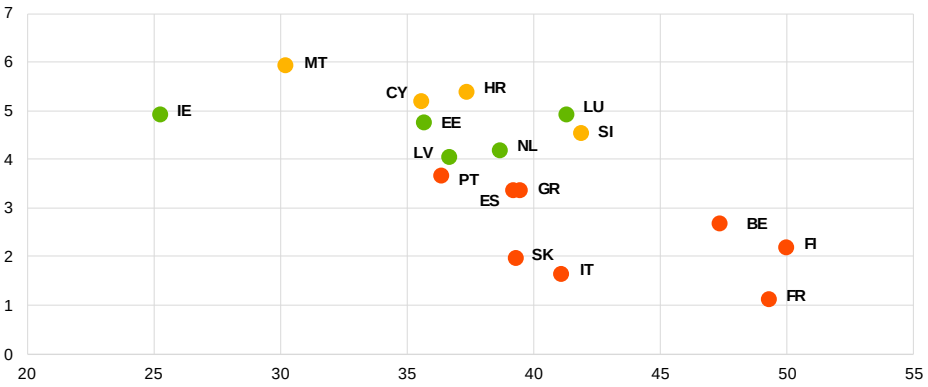
✓/x coerente/non coerente

+/-/≈ più (meno) favorevole/simile

	Crescita potenziale	Posizione iniziale nel 2024
EE	✓	+
GR	x	+
ES	✓	+
FR	x	–
IT	✓	+
CY	x	+
MT	✓	+
PT	✓	≈
SK	✓	≈
SI	✓	≈
FI	✓	+

c) Crescita media della spesa netta per il periodo 2025-2028 negli MFSP e rischi per la sostenibilità del debito

(asse delle ascisse: rapporto spesa primaria/PIL per il 2023; asse delle ordinate: crescita media della spesa netta in percentuale)



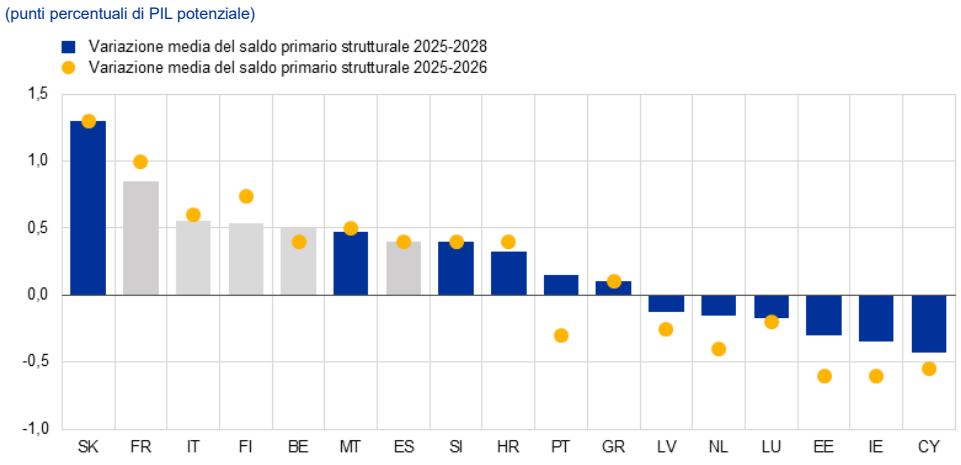
Fonti: banca dati AMECO, MFSP e relativi orientamenti preliminari e valutazioni della Commissione europea, pubblicati sul suo sito Internet, e Debt Sustainability Monitor 2023 della Commissione europea.
Note: il pannello a) mostra gli Stati membri che hanno ricevuto una traiettoria di riferimento dalla Commissione. I punti sopra (sotto) la bisettrice indicano i paesi in cui la crescita cumulata della spesa netta (dall'anno di riferimento 2023) negli MFSP è maggiore (minore) del corrispondente cumulo della traiettoria di riferimento della Commissione. Il pannello b) mostra le differenze nelle ipotesi sul tasso di crescita del PIL potenziale, sul tasso di crescita del deflatore del PIL e sulla posizione iniziale di bilancio per il 2024. Un segno di spunta indica che la Commissione conclude che le ipotesi incluse negli MFSP sono coerenti con le proprie, mentre una croce indica che la valutazione della Commissione ritiene che vi siano incongruenze. I simboli "+", "-" e "≈" indicano se la posizione di bilancio iniziale per il 2024 sia stata più o meno favorevole negli MFSP rispetto alle traiettorie di riferimento della Commissione, oppure sostanzialmente in linea con esse. Al momento della pubblicazione non era disponibile alcuna valutazione della Commissione sull'MFSP del Belgio. Il pannello c) mostra i paesi dell'area dell'euro che hanno presentato un MFSP. Il colore indica il rischio per la sostenibilità dei conti pubblici a medio termine secondo il Debt Sustainability Monitor 2023 della Commissione: il rosso indica un rischio di sostenibilità "elevato", il giallo un rischio "medio" e il verde un rischio "basso". Per l'Irlanda, la spesa primaria è calcolata sulla base del reddito nazionale lordo, che riflette meglio lo stato dell'economia irlandese.

Gli sforzi di aggiustamento di bilancio nell'ambito degli MFSP appaiono in linea con il requisito del divieto di rinvio ("no backloading") previsto dal nuovo quadro di governance economica. Il grafico 4 mostra che, in media, nei primi due

anni dei piani (2025 e 2026) il miglioramento della posizione del saldo primario strutturale è, nella grande maggioranza dei casi, pari o superiore all'aggiustamento medio previsto per il 2025-2028. Ciò suggerisce che gli Stati membri non prevedano di rinviare i propri aggiustamenti di bilancio agli ultimi anni del periodo di programmazione.

Grafico 4

Variazioni medie dei saldi primari strutturali negli MFSP



Fonte: MFSP pubblicati sul sito Internet della Commissione europea.
Note: il grafico mostra i 17 paesi dell'area dell'euro che hanno presentato un MFSP. Le barre grigie indicano gli Stati membri con un periodo di aggiustamento di sette anni.

I pareri della Commissione europea sui documenti programmatici di bilancio per il 2025 dei paesi dell'area dell'euro suggeriscono, in alcuni casi, divari di bilancio rispetto ai percorsi di spesa netta contenuti negli MFSP, che si traducono in debiti sul conto di controllo. Il riquadro 1 evidenzia che tali debiti, se combinati con un azzeramento del conto da parte di un governo di nuova nomina, possono ridurre significativamente lo sforzo di risanamento nell'orizzonte temporale dei piani di bilancio. Come precedentemente illustrato, tali sforzi tendono già a essere inferiori ai valori ricavati dalle traiettorie di riferimento della Commissione e dalle relative ipotesi sottostanti. Queste deviazioni dalla traiettoria di riferimento possono avere effetti negativi tangibili sulla traiettoria del debito, in particolare nei paesi con un elevato rapporto debito/PIL.

Infine, prima degli annunci sulla flessibilità della spesa per la difesa, gli esperti dell'Eurosistema hanno valutato che gli sforzi di risanamento nell'ambito del nuovo Patto di stabilità e crescita avrebbero, nel complesso, limitati effetti macroeconomici avversi, soprattutto se gli investimenti pubblici produttivi fossero mantenuti quanto meno al livello previsto. Le implicazioni macroeconomiche delle esigenze di risanamento nell'ambito del nuovo quadro di riferimento dell'UE sono rilevanti per una valutazione approfondita delle nuove regole del PSC. Un esame preliminare agli inizi del 2024, prima che i paesi iniziassero a presentare gli MFSP, ha rilevato che il pieno rispetto dei requisiti di risanamento del PSC comporterebbe alcuni rischi al ribasso per la crescita a breve

termine a livello dell'area dell'euro, nonché effetti contenuti sull'inflazione[10]. Un'analisi aggiornata per il periodo 2025-2027, integrata nelle proiezioni formulate a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, tiene conto delle nuove informazioni contenute negli MFSP e nei documenti programmatici di bilancio per il 2025, in particolare dei periodi di aggiustamento scelti e degli sforzi strutturali pianificati. Essa conferma sostanzialmente la precedente valutazione di limitati effetti macroeconomici avversi[11]. Alcune delle misure delineate nei piani del governo, ossia quelle ben specificate, sono state incluse nello scenario di base delle proiezioni di dicembre, comportando, nel complesso, lievi revisioni in relazione a crescita e inflazione[12]. Gli effetti macroeconomici e di bilancio stimati sono caratterizzati da incertezza, soprattutto in quei paesi che non hanno ancora presentato un MFSP o in cui il piano è già obsoleto. Un'altra fonte di incertezza è rappresentata dalla composizione potenzialmente diversa del risanamento attuato in definitiva dai governi. Inoltre, in assenza di un aggiustamento di bilancio, gli effetti sul clima di fiducia possono svolgere un ruolo importante, soprattutto nei paesi con un debito elevato. Infine, la potenziale ulteriore spesa per la difesa consentita dalle norme nel contesto di accresciute tensioni geopolitiche ha incrementato l'incertezza circa le prospettive di crescita economica e di inflazione nell'area dell'euro. Un incremento della spesa per la difesa e le infrastrutture potrebbe contribuire alla crescita e far anche aumentare l'inflazione tramite gli effetti sulla domanda aggregata[13].

4 Flessibilità della spesa per la difesa

Dopo l'approvazione degli MFSP della maggior parte degli Stati membri dell'UE da parte del Consiglio Ecofin e alla luce degli sviluppi geopolitici, a marzo 2025 la Commissione europea ha proposto l'attivazione coordinata della clausola di salvaguardia nazionale nell'ambito del PSC. Ciò rientrava nel piano ReArm Europe/Preparati per il 2030 della Commissione europea, come annunciato il 19 marzo 2025[14]. All'inizio di marzo i leader dell'UE hanno accolto con favore l'intenzione, espressa dalla Commissione, di raccomandare al Consiglio di attivare in

10 Cfr. il riquadro 8 *Il nuovo quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell'UE: potenziali implicazioni macroeconomiche per l'area dell'euro* nel numero 3/2024 di questo Bollettino. All'epoca l'analisi ipotizzava diversi scenari. A seconda della durata del periodo di aggiustamento (ipotizzato di quattro o sette anni per tutti i paesi), gli scenari basati sul pieno rispetto dei nuovi requisiti del PSC prospettavano esigenze di risanamento aggiuntive di 0,4-0,6 punti percentuali del PIL, in media, nel periodo 2025-2026 (e di 0,3-0,5 punti percentuali negli scenari corretti per le misure già incluse nello scenario di base della BCE in quel momento, ossia nelle proiezioni di marzo 2024 degli esperti della BCE).

11 La nuova analisi considera due scenari al fine di misurare i rischi di bilancio rispetto allo scenario di base delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2024. Uno è basato sulle valutazioni degli esperti e indica, a livello dell'area dell'euro, probabili ulteriori misure di risanamento pari a 0,07 punti percentuali del PIL all'anno, in media, nel periodo 2025-2027. Al contempo, uno scenario standardizzato, che tiene conto del pieno sforzo di risanamento nell'ambito degli MFSP dei governi, suggerirebbe ulteriori 0,13 punti percentuali del PIL. L'impatto sulla crescita del PIL in questi due casi sarebbe pari a -0,03 e -0,07 punti percentuali del PIL all'anno, in media, nel periodo 2025-2027. L'impatto sull'inflazione sarebbe prossimo allo zero in entrambi gli scenari.

12 Le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2024* incorporano un aggiustamento di bilancio complessivo a livello dell'area dell'euro, approssimato dalla variazione del saldo primario strutturale, di 0,16 punti percentuali del PIL all'anno, in media, nel periodo 2025-2027.

13 Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2025* e la dichiarazione di politica monetaria pubblicata sul sito Internet della BCE il 6 marzo 2025.

14 Cfr. il comunicato stampa della Commissione europea *La Commissione presenta il Libro bianco sulla difesa europea e il piano ReArm Europe/Preparati per il 2030* del 19 marzo 2025.

modo coordinato la clausola di salvaguardia nazionale prevista dal PSC. La Commissione è stata inoltre invitata a valutare ulteriori misure per agevolare una spesa significativa per la difesa a livello nazionale in tutti gli Stati membri, garantendo nel contempo la sostenibilità del debito[15]. Ha fornito maggiori dettagli sull'attuazione della clausola di salvaguardia nazionale in una comunicazione pubblicata il 19 marzo.

La Commissione attiverà la clausola di salvaguardia nazionale nel Patto di stabilità e crescita a causa di circostanze eccezionali al di fuori del controllo degli Stati membri, il che ha importanti implicazioni per l'attuazione degli MFSP. In particolare, agli Stati membri è richiesto di presentare le proprie domande entro la fine di aprile. L'attivazione della clausola consente a uno Stato membro di discostarsi dal percorso di spesa netta stabilito dal Consiglio Ecofin o dal percorso correttivo nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi (PDE), *a condizione che tale deviazione non comprometta la sostenibilità di bilancio nel medio termine*. La flessibilità di bilancio per gli Stati membri che attivano questa clausola sarà concessa a due condizioni. In primo luogo, a prescindere dalla distanza rispetto all'obiettivo del 2 per cento del PIL fissato dalla NATO per la spesa per la difesa, vi sarà un tetto dell'1,5 per cento del PIL per la spesa supplementare annua nel periodo 2025-2028. Eventuali aumenti superiori a tale massimale saranno soggetti alle consuete valutazioni di conformità. In secondo luogo, il margine di bilancio aggiuntivo deve essere utilizzato per spese aggiuntive per la difesa e deve includere sia gli investimenti sia la spesa corrente[16]. L'aumento delle spese per la difesa coperte da flessibilità nell'ambito della clausola di salvaguardia nazionale sarà calcolato rispetto al 2021, che è l'anno di riferimento. Dopo il 2028 gli Stati membri dovranno sostenere l'aumento del livello di spesa attraverso una graduale ridefinizione delle priorità nell'ambito dei rispettivi bilanci nazionali al fine di salvaguardarne la sostenibilità.

A eccezione della flessibilità concessa sulla spesa per la difesa, il quadro di bilancio dovrebbe continuare a funzionare normalmente. Concretamente, i massimali di crescita della spesa netta degli Stati membri stabiliti nei rispettivi MFSP restano validi. Ciò implica che la sorveglianza sui conti pubblici nell'UE verificherà il rispetto, da parte dei paesi, dei profili di spesa netta inclusi nei piani nazionali e, se del caso, delle raccomandazioni formulate nell'ambito della PDE. La valutazione del rispetto dei massimali di spesa concordati deve tuttavia essere effettuata in modo da scorporare l'importo della spesa per la difesa, soggetto alla clausola di salvaguardia. Pertanto, in assenza di misure compensative, le traiettorie del debito si scosterebbero da quelle previste al momento dell'approvazione. Nel riquadro 1 si analizzano le implicazioni dell'attivazione di clausole di salvaguardia nazionali per ulteriori spese per la difesa.

15 Cfr. il comunicato stampa del Consiglio europeo *European Council conclusions on European defence* del 6 marzo 2025.

16 L'applicazione della clausola di salvaguardia nazionale corrisponderà all'intera categoria statistica della divisione 02 – Difesa secondo la classificazione COFOG, che è un concetto vicino all'aggregato utilizzato dalla NATO.

Riquadro 1
Flessibilità nel nuovo quadro di governance economica dell'UE: implicazioni per il debito pubblico

Il presente riquadro effettua un'analisi di sensibilità delle diverse fonti di flessibilità nell'ambito del nuovo quadro di governance economica. Esso quantifica i rischi connessi all'evoluzione del debito pubblico che possono derivare da: a) deviazioni delle ipotesi macroeconomiche su cui si basano i piani strutturali di bilancio di medio termine (Medium-term Fiscal Structural Plan, MFSP) rispetto alle ipotesi concordate e riportate negli orientamenti preliminari forniti dalla Commissione europea; b) deviazioni dal percorso di bilancio derivanti dagli "addebiti" accumulati nel conto di controllo; c) possibilità che un conto di controllo possa essere azzerato in caso di nomina di un nuovo governo.

Poiché le uniche traiettorie di riferimento pubblicamente disponibili presso la Commissione europea si basano sulle sue previsioni di primavera 2024, la presente analisi include innanzitutto il ricalcolo degli aggiustamenti di bilancio, effettuato dagli esperti della BCE sulla scorta delle previsioni della Commissione dell'autunno 2024. L'obiettivo è avviare l'analisi a partire dalle ultime proiezioni e valutare l'impatto dell'aggiornamento della posizione di bilancio iniziale (2024) e del contesto macrofinanziario. Lo scenario 1 (S1) evidenzia le implicazioni, con riguardo al debito, del pieno soddisfacimento di questi requisiti aggiornati. Lo scenario 2 (S2) mostra le traiettorie del debito basate sul percorso di bilancio delineato negli MFSP, utilizzando tuttavia le ipotesi macroeconomiche e finanziarie di cui allo scenario 1. Dato che il percorso di bilancio definito nei piani della maggior parte dei paesi deriva da una differente serie di ipotesi (cfr. la sezione 3), la differenza tra S1 e S2 evidenzia le implicazioni per il debito di tali deviazioni. Un terzo scenario (S3) ipotizza che il paese si discosti dalla traiettoria iniziale stabilita negli MFSP senza superare cumulativamente un massimo di 0,6 punti percentuali del PIL nel periodo previsto per ciascun governo. La violazione di tale massimale è indicata nel regolamento aggiornato come presupposto per le azioni esecutive[17]. Pur non incorporando alcuna valutazione della probabilità di tali azioni, lo scenario mira a cogliere un limite inferiore nel percorso di aggiustamento e le sue implicazioni per il debito. Rispetto a quello di base (S1), i due scenari alternativi esaminano i diversi percorsi di bilancio nello specifico periodo di aggiustamento, al fine di quantificare l'impatto degli scostamenti dalla piena conformità alle ipotesi aggiornate. Per garantire un confronto significativo, tutti e tre gli scenari incorporano un aggiornamento del piano di aggiustamento dopo quattro anni, come previsto dal regolamento.

Le simulazioni mostrano che le ipotesi più ottimistiche adottate da alcuni governi nei rispettivi MFSP hanno un impatto complessivo limitato sulla dinamica del debito (cfr. le linee blu e gialle del grafico A). Da un esame più attento dei fattori sottostanti emerge che i presidi previsti dal nuovo quadro, che integrano i requisiti di bilancio desunti dall'analisi della sostenibilità del debito, impediscono in genere riduzioni significative dei requisiti di bilancio rispetto alla traiettoria di riferimento iniziale. Tuttavia, i debiti accumulati sul conto di controllo e/o un azzeramento di tale conto ogni volta che viene nominato un nuovo governo potrebbero ridurre significativamente lo sforzo di risanamento cumulato nell'orizzonte temporale dell'MFSP (cfr. la linea rossa del

17 Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi (GU L 209 del 2.8.1997, pag. 6), articolo 2, paragrafo 2, e Regolamento (UE) 2024/1263, articolo 15, paragrafo 2 e articolo 22, paragrafo 2.

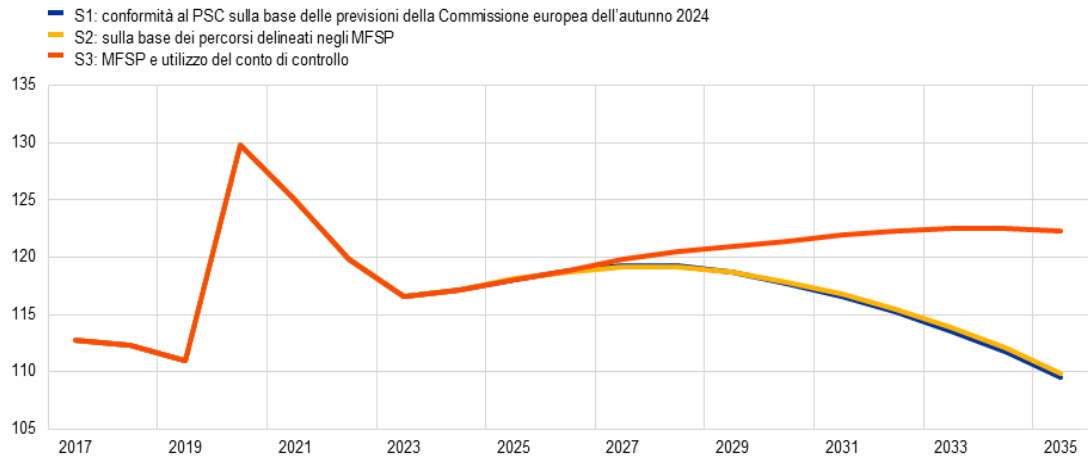
grafico A)[18]. Per le economie dell'area dell'euro con un elevato livello di debito, gli effetti avversi di una deviazione dalla traiettoria di riferimento potrebbero essere considerevoli. Ipotizzando che i piani di aggiustamento siano aggiornati in tutti e tre gli scenari dopo quattro anni, le simulazioni mostrano che lo scostamento potrebbe determinare dinamiche meno favorevoli e rapporti debito/PIL più elevati (in aumento di oltre dieci punti percentuali in dieci anni in S3) e potenzialmente anche costi di finanziamento più elevati. L'impatto sui paesi con un basso livello di debito è lievemente inferiore, e il rapporto debito/PIL aggregato rimarrebbe al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento fissato dal Trattato, nell'ambito di S3. Il quadro sembra impedire l'accumulo di debito sovrano aggiuntivo. Tuttavia, la possibilità di deviazioni persistenti previste dal regolamento lascia intendere che la mancata attuazione tempestiva dei requisiti iniziali non richiederà necessariamente misure di risanamento più sostanziali in futuro. Piuttosto, essa faciliterebbe semplicemente la stabilizzazione del debito all'attuale livello elevato, impedendo una riduzione più significativa del rapporto debito/PIL.

Grafico A

Prospettive per il debito in diversi scenari di bilancio

a) Aggregato per i paesi con un elevato livello di debito

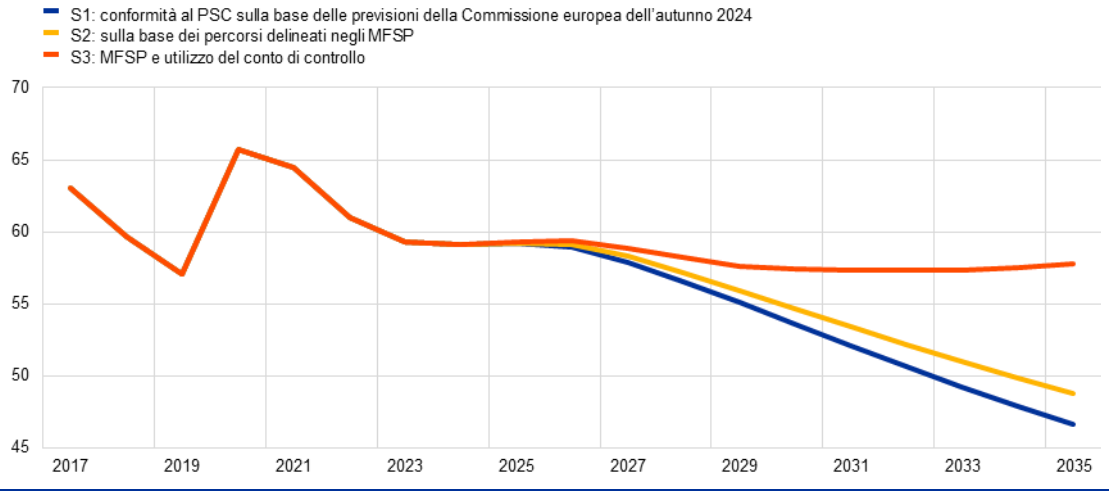
(in percentuale del PIL)



[18] Nel caso di un MFSP aggiornato, i requisiti di risanamento saranno influenzati da due fattori contrapposti: un *aumento* dovuto allo scostamento dal piano iniziale e una *diminuzione* dovuta a una migliore posizione di partenza per il saldo strutturale di bilancio e a un ritardo nell'orizzonte temporale in cui è richiesta la stabilizzazione del debito. L'impatto complessivo dipenderà dalle circostanze specifiche di un paese.

b) Aggregato per i paesi con un basso livello di debito

(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sulle previsioni della Commissione europea dell'autunno 2024.
Note: i paesi con un rapporto debito pubblico/PIL superiore al 90 per cento nel 2023 sono inclusi nel gruppo "con un elevato livello di debito" (Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Italia e Portogallo). Le traiettorie di riferimento aggiornate ipotizzano per ciascuno Stato membro un periodo di aggiustamento allineato a quello scelto nel proprio MFSP. Per i Paesi Bassi, in linea con la raccomandazione della Commissione, è utilizzato il percorso di risanamento richiesto come indicato nella traiettoria di riferimento di giugno 2024. Tra i paesi che non avevano presentato un MFSP al momento della stesura definitiva del presente articolo (Germania, Lituania e Austria), si ipotizza un periodo di aggiustamento di sette anni per la Germania. Le revisioni di riferimento dei conti nazionali hanno reso in media i requisiti leggermente più rigorosi rispetto alle traiettorie di giugno 2024 basate sulle previsioni di primavera della Commissione.
S2 utilizza i percorsi di aggiustamento di bilancio delineati negli MFSP, unitamente alle ipotesi macroeconomiche e finanziarie di cui a S1. S3 ipotizza, cumulativamente, una deviazione (da S2) di 0,6 punti percentuali di PIL per due anni consecutivi all'inizio del periodo di aggiustamento (2025 e 2026), nonché una deviazione aggiuntiva se è prevista una nuova elezione durante tale periodo. Dopo quattro anni, le traiettorie di riferimento sono aggiornate ipotizzando la piena conformità nel secondo ciclo per S1 e S2 e una deviazione continua per S3.

Quanto all'impatto dell'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale sulle prospettive per il debito, se ne ipotizza un'attivazione coordinata. Ciò consente a ciascuno Stato membro di aumentare gradualmente la spesa per la difesa dell'1,5 per cento del PIL, il massimo consentito, su un periodo di quattro anni. Inoltre, gli Stati membri per i quali le misure di salvaguardia del debito e del disavanzo erano vincolanti al momento della definizione dei requisiti di risanamento saranno esentati da tale clausola e potranno quindi aumentare ulteriormente la loro spesa oltre il tetto standard dell'1,5 per cento. Sebbene la flessibilità nella spesa per la difesa operi parallelamente al conto di controllo ed entrambi i meccanismi possano contribuire a un ulteriore margine di bilancio, la presente analisi si concentra esclusivamente sull'impatto della clausola di salvaguardia nazionale sull'accumulo di debito. Come per la valutazione del conto di controllo, questa vuole essere una riflessione sull'aggiornamento dei requisiti di bilancio effettuato dalla Commissione alla fine del primo periodo di programmazione. Si quantifica pertanto il probabile aumento degli obblighi di risanamento per compensare l'aumento iniziale della spesa.

Il grafico B evidenzia l'impatto aggregato sui paesi con un elevato livello di debito, mostrando come la clausola di salvaguardia nazionale potrebbe incidere sulla loro traiettoria del debito. Nello scenario 4 (S4) si ipotizza che tutti i paesi attivino la clausola di salvaguardia nazionale per quattro anni, programmando una spesa aggiuntiva graduale e lineare fino a raggiungere il massimale dell'1,5 per cento del PIL entro la fine del periodo. Ciò ridurrebbe il risanamento complessivo dei conti pubblici per i paesi con un elevato livello di debito di circa 1,7 punti percentuali rispetto ai piani di bilancio di medio termine concordati. Ciò comporterebbe, inizialmente, un peggioramento della dinamica del debito. Anche se la clausola di salvaguardia fosse pienamente utilizzata, la prevista piena conformità ai requisiti del Patto di stabilità e crescita nel secondo periodo di pianificazione, a partire dal 2029, assicurerebbe il ritorno del debito su un percorso discendente (cfr. il pannello a) del grafico B). Ciò sposterebbe i consistenti aggiustamenti di bilancio dal primo al secondo periodo di pianificazione (cfr. il pannello b) del grafico B). È importante sottolineare che questo scenario e le

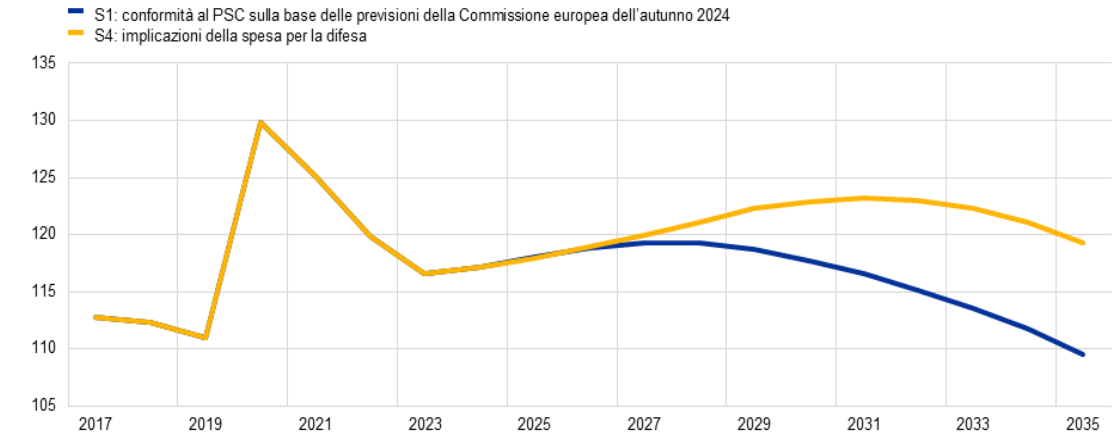
sue implicazioni per il debito restano puramente indicativi, poiché poggiano su due forti supposizioni. In primo luogo, si ipotizza un'attivazione coordinata della clausola di salvaguardia nazionale e il graduale e lineare finanziamento di spese supplementari per la difesa pari all'1,5 per cento del PIL nel periodo 2025-2028. In secondo luogo, si suppone che tutto il finanziamento avvenga mediante l'emissione di debito pubblico nazionale[19].

Grafico B

Implicazioni della massima flessibilità nell'ambito del PSC sulla spesa per la difesa nei paesi con un elevato livello di debito

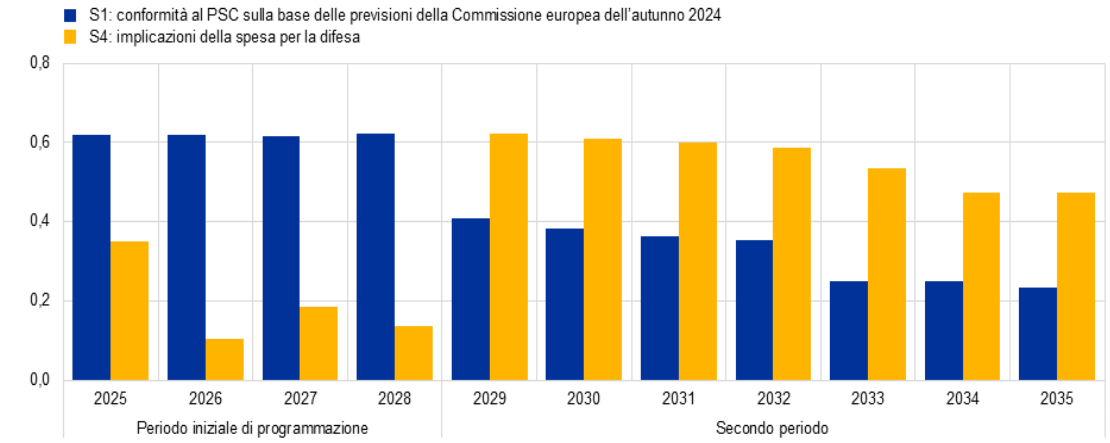
a) Evoluzione del debito

(in percentuale del PIL)



b) Adeguamento dei conti pubblici richiesto

(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sulle previsioni della Commissione europea dell'autunno 2024.
Note: i paesi con un rapporto debito pubblico/PIL superiore al 90 per cento nel 2023 sono inclusi nel gruppo "con un elevato livello di debito" (Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Italia e Portogallo). Le traiettorie di riferimento aggiornate ipotizzano un periodo di aggiustamento per ciascuno Stato membro allineato a quello scelto nel proprio MFSP. Per i Paesi Bassi, in linea con la raccomandazione della Commissione, è utilizzato il percorso di risanamento richiesto come indicato nella traiettoria di riferimento di giugno 2024. Tra i paesi che non hanno ancora presentato un MFSP (Germania, Lituania e Austria), si ipotizza un periodo di aggiustamento di sette anni per la Germania. S4 ipotizza, cumulativamente, uno scostamento (da S1) dell'1,5 per cento del PIL per quattro anni

[19] L'eventuale utilizzo della linea di prestito offerta dallo strumento SAFE (Security Action for Europe), fino a un importo di 150 miliardi di euro a livello dell'UE, non è preso in considerazione in questa simulazione. Sono inoltre esaminate altre opzioni: riallocazione dei fondi di coesione, rafforzamento del ruolo della Banca europea per gli investimenti (BEI) o mobilitazione di capitale privato tramite un più intenso utilizzo dell'Unione dei risparmi e degli investimenti. Come indicato nella sezione precedente, vi è anche molta incertezza riguardo agli effetti macroeconomici della spesa per la difesa.
Nelle simulazioni sul debito illustrate si utilizza un moltiplicatore di bilancio standard pari a 0,75, secondo il quadro per la sostenibilità del debito della Commissione, per l'impatto positivo di questo ulteriore stimolo fiscale sulla crescita.

consecutivi (2025-2028) e un'ulteriore deviazione derivante dall'esenzione per la salvaguardia del debito e del disavanzo. Dopo quattro anni, le traiettorie di riferimento sono aggiornate, ipotizzando la piena conformità nel secondo ciclo sia per S1 sia per S4.

5 Investimenti pubblici e impegni di riforma strutturale

Un'altra caratteristica fondamentale del nuovo quadro di governance consiste nell'obiettivo di promuovere gli investimenti produttivi e le riforme a favore della crescita[20]**.** Gli Stati membri che optano per una proroga devono garantire che il livello programmato degli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale durante il periodo coperto dagli MFSP non sia inferiore al livello di medio termine precedente. La Commissione europea rende operativa tale situazione confrontando il rapporto medio sul PIL degli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale nel periodo di programmazione con il livello medio nel periodo coperto dal rispettivo piano per la ripresa e la resilienza, ossia dal 2021-2022 al 2026. Nelle sue valutazioni degli MFSP, la Commissione rileva che quattro paesi dell'area dell'euro, che finora hanno optato per una proroga del periodo di aggiustamento, soddisfano le condizioni (Spagna, Francia, Italia e Finlandia)[21]. Le nuove regole presuppongono che i paesi che richiedono una proroga del periodo di aggiustamento di bilancio si impegnino a realizzare una serie di riforme adeguate, aumentando così gli incentivi alle riforme. Tali riforme dovrebbero fornire risposte alle principali sfide politiche individuate nel contesto del Semestre europeo. In ultima istanza, le riforme contenute nei piani nazionali dovrebbero portare a una maggiore crescita del prodotto potenziale e pertanto ridurre le esigenze di risanamento dei conti pubblici.

Gli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale dovrebbero rimanere sui livelli medi pre-pandemia o al di sopra di essi in tutti e cinque i paesi dell'area dell'euro che hanno optato per una proroga del periodo di aggiustamento. Il grafico 5 mette a confronto gli investimenti delle amministrazioni pubbliche finanziati a livello nazionale in percentuale del PIL nel periodo dal 2025 al 2028 con la media del periodo dal 2014 al 2019. Tale media può fornire ulteriori indicazioni in merito all'operatività della Commissione, giacché il periodo in questione non è stato influenzato dai grandi investimenti previsti nei piani per la ripresa e la resilienza. I piani nazionali di Belgio, Spagna, Italia e Finlandia mirano a raggiungere, in media, una quota di investimenti pubblici finanziati a livello nazionale che è notevolmente superiore alla media del periodo dal 2014 al 2019. Solo il piano francese mantiene gli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale sostanzialmente intorno alle quote osservate nel periodo dal 2014 al 2019. Gli impegni di investimento pubblico negli MFSP sembrano in gran parte sovrapporsi alle misure esistenti incluse nei piani per la ripresa e la resilienza o integrarle. In linea con il nuovo quadro di

20 Le stime prodotte dagli studi empirici tendono a rintracciare una relazione positiva fra investimenti pubblici e crescita, ma i risultati sono eterogenei. Una meta-analisi (cfr. Bom, P.R.D. e Ligthart, J.E., "What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?", *Journal of Economic Surveys*, vol. 28, n. 5, 2014, pagg. 889-916) mostra che la maggior parte degli studi empirici riscontra un effetto positivo della quota di investimenti pubblici produttivi sulla crescita economica. Ciò vale in particolare se gli investimenti delle amministrazioni pubbliche generano capitale pubblico che integri quello privato o che sarebbe altrimenti sottodimensionato in un'economia.

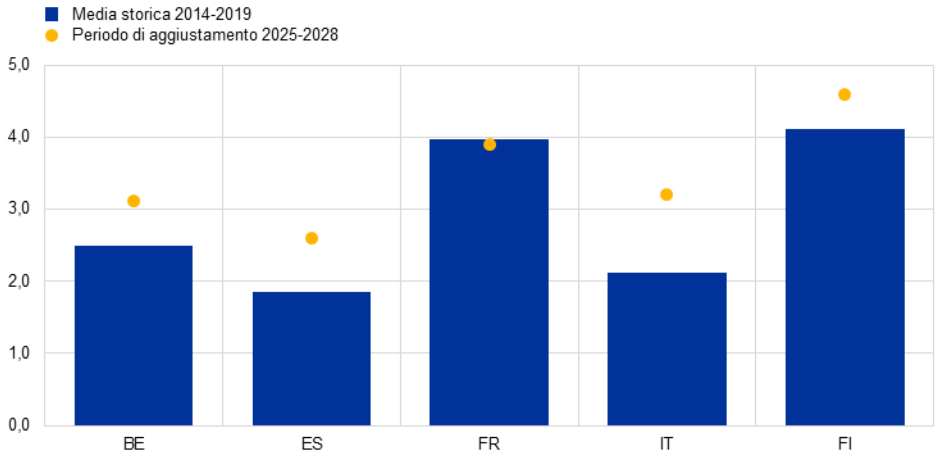
21 Nel caso del Belgio, che ha presentato il proprio MFSP a marzo 2025 e ha anche optato per una proroga del periodo di aggiustamento, è ancora in sospeso una valutazione della Commissione.

governance economica, la Commissione ritiene che affrontino le priorità comuni dell'UE, incluse le transizioni verde e digitale.

Grafico 5

Media degli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale secondo gli MFSP per il periodo 2025-2028 rispetto al periodo 2014-2019

(in percentuale del PIL)



Fonti: banca dati AMECO e valutazioni degli MFSP da parte della Commissione europea, pubblicate sul suo sito Internet.
La valutazione degli MFSP del Belgio effettuata dalla Commissione europea non era ancora disponibile, pertanto il dato medio relativo agli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale è quello riportato nell'MFSP.
Note: il grafico si concentra sui quattro paesi dell'area dell'euro che hanno richiesto una proroga del periodo di aggiustamento da quattro a sette anni. Per il periodo dal 2014 al 2019 gli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale sono definiti come la serie relativa agli investimenti fissi lordi da cui vengono detratti i trasferimenti in conto capitale dell'UE.

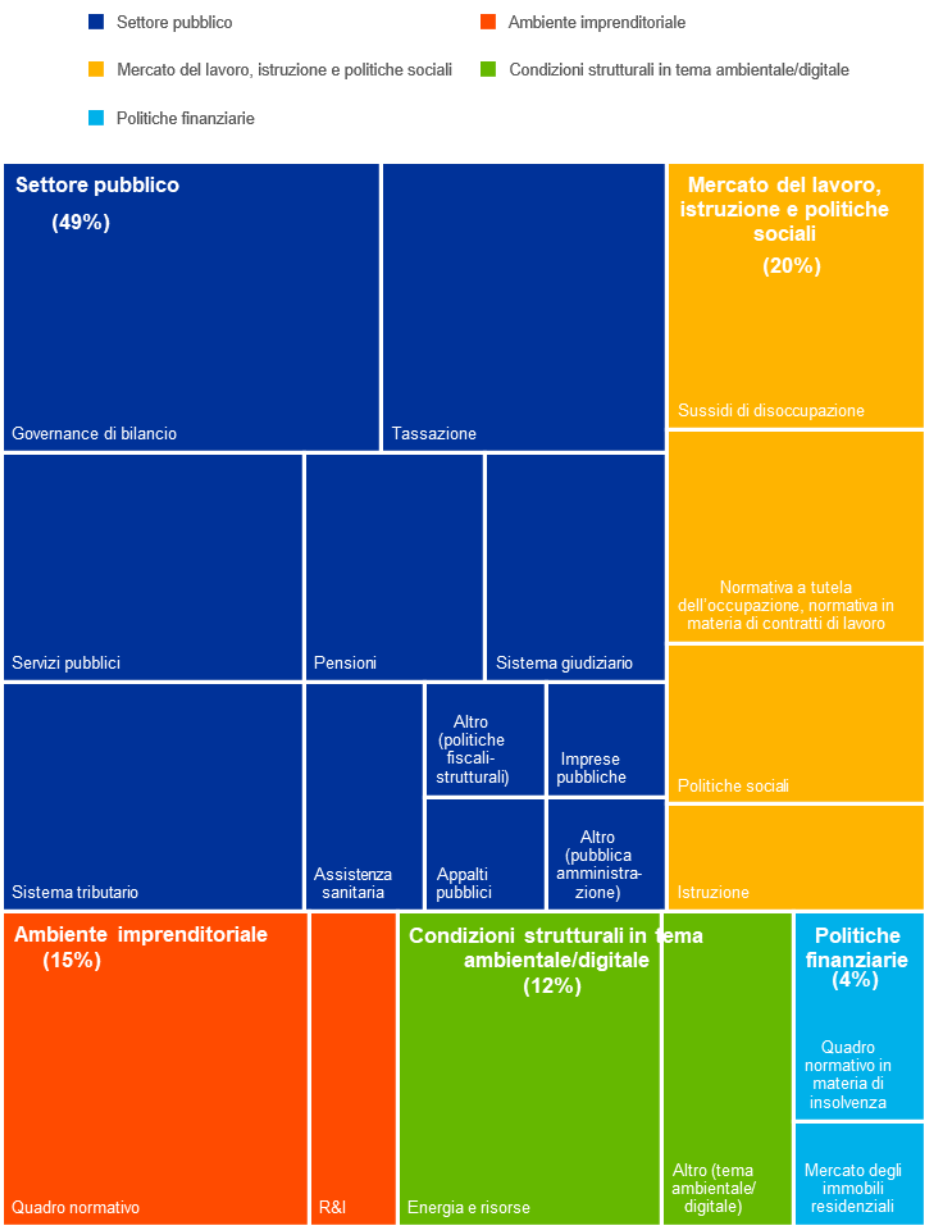
Le riforme a sostegno di una proroga del periodo di aggiustamento si concentrano principalmente sul settore pubblico. I documenti programmatici dei cinque paesi dell'area dell'euro che richiedono un'estensione del periodo di aggiustamento includono 71 riforme a essa legate. Metà può essere generalmente ricompresa nella categoria delle riforme del settore pubblico, ad esempio quelle che mirano a migliorare il sistema tributario o quello giudiziario (cfr. il grafico 6).
Il mercato del lavoro, l'istruzione e le politiche sociali rappresentano circa un quinto di tutte le riforme programmate. Le categorie "ambiente imprenditoriale" e "condizioni strutturali in tema ambientale/digitale" rappresentano rispettivamente il 15 e il 12 per cento. Le restanti riforme riguardano le politiche finanziarie (4 per cento), in particolare la normativa di riferimento in materia di insolvenza e il mercato immobiliare. Ponendo l'accento sulle riforme del settore pubblico, la combinazione di riforme nei piani strutturali di bilancio è pertanto paragonabile a quella prevista dai piani per la ripresa e la resilienza[22].

[22] Cfr. l'articolo 3 *Quattro anni del programma Next Generation EU: una valutazione preliminare aggiornata del suo impatto economico* nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

Grafico 6

Riforme nei paesi che richiedono una proroga del periodo di aggiustamento: aree di intervento

(in percentuale del numero complessivo di riforme)



Fonte: aggregazione della BCE basata sugli MFSP.
Note: comprende i cinque paesi dell'area dell'euro che richiedono una proroga del periodo di aggiustamento (Belgio, Spagna, Francia, Italia e Finlandia). La classificazione si basa su una valutazione degli esperti della BCE e riguarda esclusivamente le riforme su cui si basa la richiesta di estensione. "R&I" indica ricerca e innovazione.

La maggior parte delle riforme previste è già inclusa nei piani per la ripresa e la resilienza o è stata progettata per integrarli. Sebbene il dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) sia operativo, il nuovo quadro di governance consente agli Stati membri di includere nei rispettivi MFSP riforme già attuate o pianificate nel contesto dei piani per la ripresa e la resilienza. Circa il 37 per cento delle riforme alla base di una proroga del periodo di

aggiustamento rientra in tale categoria (cfr. il grafico 7). Un altro 37 per cento delle riforme pertinenti è concepito per integrare o ampliare quelle stabilite nei piani per la ripresa e la resilienza. Il restante 26 per cento può essere considerato come nuovo e autonomo, senza un collegamento diretto con i piani per la ripresa e la resilienza, come la prevista razionalizzazione e il miglioramento dell'efficienza delle imprese pubbliche in Italia.

Grafico 7

Riforme nei paesi che richiedono una proroga del periodo di aggiustamento: collegamenti ai piani per la ripresa e la resilienza

(in percentuale del numero complessivo di riforme)

Fonte: aggregazione della BCE basata sugli MFSP.
Note: la classificazione si basa sulla valutazione della Commissione europea e riguarda esclusivamente le riforme in ragione delle quali viene richiesta la proroga. Comprende i paesi dell'area dell'euro che richiedono una proroga del periodo di aggiustamento, ad eccezione del Belgio, per il quale non era disponibile la valutazione della Commissione europea alla data di chiusura della presente pubblicazione.

L'impatto delle riforme proposte sulla crescita è difficile da valutare. In primo luogo, non esiste una metodologia concordata per determinare il potenziale impatto quantitativo delle riforme sull'aggiustamento di bilancio richiesto dalle nuove norme[23]. Tra i cinque paesi dell'area dell'euro che richiedono una proroga del periodo di aggiustamento, solo la Spagna e l'Italia forniscono stime esaustive dell'impatto atteso sulla crescita che, sebbene non confrontabili, si basano su modelli specifici o su un confronto con gli scenari di base. In secondo luogo, finora le riforme sono solo impegni pubblici, ma devono ancora essere decisi parametri importanti riguardanti la loro elaborazione e attuazione. Pertanto, l'impatto complessivo sulla crescita del prodotto potenziale è difficile da quantificare.

6 Osservazioni conclusive

L'attuazione del nuovo quadro di governance economica è caratterizzata da notevole incertezza. Sebbene si preveda che la sorveglianza di bilancio nel quadro del PSC continui a operare normalmente, essa deve tenere conto di un'attivazione coordinata della clausola di salvaguardia nazionale del PSC. Tale attivazione fa seguito anche a un periodo prolungato (dal 2020 al 2023) in cui la clausola di

23 Cfr. Darvas, Z., Welslau, L. e Zettelmeyer, J., "Incorporating the impact of social investments and reforms in the European Union's new fiscal framework", *Working Papers*, n. 7, 2024, Bruegel.

salvaguardia generale del PSC era già stata attivata, comportando di fatto una sospensione delle regole di bilancio europee. Oltre alle sfide legate alla clausola di salvaguardia, l'incertezza è legata al fatto che alcuni paesi devono ancora presentare un piano, oppure tale piano è privo di sostegno politico. Inoltre, i piani futuri dovranno basarsi sugli orientamenti preliminari forniti dalla Commissione europea sulla base delle previsioni più aggiornate, tenendo conto dei recenti cambiamenti nel contesto politico ed economico. Nel complesso, l'evoluzione della politica di bilancio nell'area dell'euro nel 2025 e oltre rimane caratterizzata da un'elevata incertezza, non da ultimo perché gli Stati membri devono ancora definire i loro piani in materia di difesa.

Data l'elevata incertezza, la piena attuazione degli impegni assunti negli MFSP degli Stati membri è fondamentale. Poiché le norme del PSC continuano a essere applicate, gli Stati membri dovrebbero dare piena attuazione ai loro impegni strutturali e di bilancio, in quanto ciò contribuirà anche a limitare il disavanzo e gli effetti al rialzo prodotti sul debito dalla spesa aggiuntiva per la difesa. Le misure di risanamento dei conti pubblici devono essere ben concepite e accompagnate da riforme favorevoli alla crescita e da investimenti pubblici, per limitare gli effetti macroeconomici negativi attraverso la domanda aggregata. Questi ultimi sarebbero in parte compensati dagli effetti sul clima di fiducia, in particolare nei paesi con un debito elevato.

La clausola di salvaguardia nazionale deve essere attuata in modo mirato, per garantire un aumento della spesa per la difesa, preservando nel contempo la sostenibilità di bilancio a medio termine, in linea con i requisiti del Patto di stabilità e crescita. In tale contesto, è essenziale che la flessibilità necessaria per discostarsi da un percorso di spesa netta approvato sia utilizzata solo per la spesa aggiuntiva necessaria per la difesa, come previsto dalla Commissione nel suo comunicato. Ciò risulterà importante per preservare la credibilità del nuovo quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell'UE, conseguendo in tal modo gli obiettivi di spesa per la difesa senza compromettere la sostenibilità di bilancio a medio termine. Occorre continuare a registrare le deviazioni dai percorsi di spesa netta, al fine di assicurare la normale sorveglianza del rispetto degli impegni contenuti nei piani.

Una sorveglianza e un monitoraggio adeguati degli impegni in materia di aggiustamento di bilancio, riforme e investimenti saranno fondamentali per garantire il conseguimento degli obiettivi del nuovo quadro di governance economica e di bilancio. Il quadro di riferimento parte dal presupposto che la sostenibilità dei conti pubblici, le riforme e gli investimenti si rafforzino a vicenda e pertanto dovrebbero essere sostenuti nel contesto di un approccio integrato.
Le stime degli esperti della BCE suggeriscono che, nel breve periodo, potrebbero emergere divari nell'aggiustamento di bilancio rispetto ai massimali di spesa netti degli MFSP. Tali divari, se considerevoli e persistenti, possono interferire con l'obiettivo del nuovo quadro di riferimento, ovvero porre il debito su una traiettoria di riduzione plausibile nel medio periodo, soprattutto in considerazione della necessità di ulteriori spese per la difesa. È importante che gli Stati membri non utilizzino ex ante la flessibilità offerta dal conto di controllo, dato che quest'ultimo deve essere usato per monitorare le deviazioni dai percorsi di risanamento concordati, piuttosto che per fornire un ulteriore margine di bilancio. In futuro, un'adeguata sorveglianza

dell’attuazione dei piani sarà fondamentale per garantire che il nuovo quadro di governance estesa acquisisca credibilità e consegua fin dall’inizio gli obiettivi dichiarati.

Infine, le iniziative di riforma e investimento del piano dovranno essere attuate in modo efficace. Sarà essenziale sostenere gli investimenti pubblici nazionali, in linea con gli impegni contenuti negli MFSP, al fine di affrontare anche le sfide in settori strategici diversi dalla difesa, quali le transizioni verde e digitale. I piani degli Stati membri contengono inoltre importanti iniziative di riforma, che si sovrappongono o integrano in modo significativo gli impegni esistenti nell’ambito del programma Next Generation EU. Le riforme e gli investimenti, se attuati correttamente, possono aumentare la crescita potenziale, fornendo in tal modo un importante contributo alla sostenibilità dei conti pubblici. Semmai, le sfide più recenti che l’Europa si è trovata ad affrontare hanno rafforzato la necessità di intensificare l’impegno a conseguire una crescita economica più elevata in modo duraturo.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

Fonti: Eurostat (col. 6, 13); BRI (col. 9, 10, 11, 12); OCSE (col. 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).
1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.
2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

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

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

Fonti: Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (col. 10-12).
1) Le economie mondiali e avanzate escludono l'area dell'euro. I dati annuali e trimestrali sono percentuali sul periodo corrispondente; i dati mensili sono variazioni sui tre mesi precedenti. Tutti i dati sono destagionalizzati.
2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Attività economica

2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero[1]		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte [2]	Totale	Esportazioni [1]	Importazioni [1]
						Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	A prezzi correnti (miliardi di euro)											
2022	13.724,4	13.448,1	7.232,5	2.943,7	3.015,6	1.557,3	867,7	584,2	256,4	-276,2	7.403,4	7.127,1
2023	14.599,7	14.077,2	7.730,5	3.092,9	3.195,1	1.643,5	923,9	621,4	58,8	-522,5	7.382,0	6.859,5
2024	15.155,6	14.481,3	8.007,3	3.272,2	3.197,8	1.652,0	910,9	628,2	3,9	-674,3	7.513,9	6.839,6
2024 1° trim.	3.740,6	3.568,6	1.982,3	799,5	801,3	413,8	227,5	158,4	-14,4	-172,0	1.854,6	1.682,6
2° trim.	3.765,8	3.581,1	1.990,9	813,4	783,2	410,6	229,1	141,8	-6,4	-184,7	1.897,0	1.712,3
3° trim.	3.802,3	3.643,3	2.008,3	825,8	801,7	411,0	225,9	163,1	7,5	-159,0	1.875,7	1.716,7
4° trim.	3.844,9	3.687,8	2.026,4	833,6	812,8	416,8	229,4	164,9	14,9	-157,2	1.889,7	1.732,5
	in percentuale del PIL											
2024	100,0	95,6	52,8	21,6	21,1	10,9	6,0	4,1	0,0	-4,4	-	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)											
	variazioni percentuali sul trimestre precedente											
2024 1° trim.	0,3	-0,3	0,5	0,3	-1,9	-0,2	-0,5	-7,9	-	-	1,1	-0,2
2° trim.	0,2	-0,1	0,0	1,1	-2,5	-0,8	0,5	-11,3	-	-	1,5	1,1
3° trim.	0,4	1,4	0,6	0,9	1,8	-0,4	-2,2	14,8	-	-	-1,3	0,5
4° trim.	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	1,0	-0,1	-	-	0,0	0,1
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
2022	3,5	3,8	5,0	1,1	2,0	-0,1	3,5	5,1	-	-	7,4	8,4
2023	0,4	0,1	0,5	1,4	1,7	0,7	2,2	3,6	-	-	-0,8	-1,4
2024	0,9	0,5	1,1	2,7	-1,8	-1,4	-2,6	-1,8	-	-	1,1	0,3
2024 1° trim.	0,5	0,0	1,0	2,1	-0,9	-2,0	-2,6	4,4	-	-	-0,6	-1,6
2° trim.	0,5	-0,6	0,6	2,9	-3,2	-2,0	-1,8	-8,7	-	-	1,9	-0,4
3° trim.	1,0	1,0	1,1	3,0	-1,5	-1,9	-4,4	3,8	-	-	1,6	1,7
4° trim.	1,2	1,3	1,5	2,7	-2,0	-0,6	-1,3	-6,3	-	-	1,3	1,5
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali											
2024 1° trim.	0,3	-0,3	0,3	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,2	0,6	-	-
2° trim.	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,5	0,2	0,2	-	-
3° trim.	0,4	1,3	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,5	-0,9	-	-
4° trim.	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-	-
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali											
2022	3,5	3,8	2,6	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2024	0,9	0,4	0,6	0,6	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	0,4	-	-
2024 1° trim.	0,5	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-0,7	0,4	-	-
2° trim.	0,5	-0,6	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	-0,8	1,1	-	-
3° trim.	1,0	1,0	0,6	0,6	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,0	-	-
4° trim.	1,2	1,2	0,8	0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	0,3	0,0	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono gli scambi tra i paesi dell' area dell'euro.
2) Incluse le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2 Attività economica

2.3 Occupazione [1)]

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
percentuale sul totale delle persone occupate													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,8	6,6
2024	100,0	86,1	13,9	2,8	14,0	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,2	25,0	6,5
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2022	2,4	2,5	1,9	-0,7	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,3	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,7	-2,1	0,9	1,3	2,0	3,6	0,5	1,8	1,7	1,3	1,4
2024	1,0	1,0	0,6	0,0	0,2	1,1	1,0	1,7	0,7	-0,8	0,5	1,7	0,5
2024 1° trim.	1,1	1,2	0,9	0,5	0,2	1,6	1,4	2,6	0,7	0,5	0,8	1,6	0,5
2° trim.	1,0	1,0	0,7	0,5	0,5	1,2	0,7	1,7	0,7	-1,3	0,6	1,9	0,7
3° trim.	1,0	1,0	0,8	0,2	0,3	0,8	1,0	1,4	0,8	-1,9	0,8	1,8	0,7
4° trim.	0,7	0,8	0,1	-1,0	0,0	0,8	1,1	1,3	0,8	-0,3	-0,1	1,6	0,0
Ore lavorate													
percentuale sul totale delle ore lavorate													
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,6	14,5	7,3	25,2	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	5,9
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2022	3,6	3,6	3,3	-1,3	1,2	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,3	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-2,2	0,6	0,9	1,8	3,4	0,1	1,4	1,7	1,5	1,8
2024	1,0	1,2	0,4	-0,5	0,3	1,1	1,0	2,0	0,5	-1,2	1,2	1,8	0,8
2024 1° trim.	0,8	0,8	0,5	-1,3	-0,4	1,1	1,0	2,2	0,1	-1,1	1,2	1,3	0,1
2° trim.	0,9	1,0	0,4	0,0	0,4	0,7	0,4	1,8	0,4	-2,1	1,0	1,8	1,0
3° trim.	0,6	0,8	-0,1	-0,7	-0,1	0,3	0,6	1,2	0,5	-2,4	0,9	1,3	0,5
4° trim.	1,0	1,3	0,0	-0,9	0,2	1,1	1,2	1,7	0,2	0,1	0,8	1,9	0,9
Ore lavorate per persona occupata													
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,6	4,0	0,3	-0,8	1,9	0,6	-0,7	3,5
2023	-0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,2	0,4
2024	0,1	0,2	-0,2	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,3	-0,2	-0,5	0,6	0,0	0,3
2024 1° trim.	-0,4	-0,3	-0,4	-1,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,6	-1,5	0,4	-0,3	-0,4
2° trim.	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	-0,5	-0,2	0,0	-0,3	-0,9	0,4	-0,1	0,3
3° trim.	-0,4	-0,3	-0,9	-1,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,2
4° trim.	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,1	0,4	-0,6	0,4	0,9	0,3	0,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) I dati sull'occupazione si basano sul SEC 2010.

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione [1]												Tasso di posti vacanti [3]
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro [2]	Per età				Per genere					
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine			
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2022	167,966	3,1	11,400	6,8	2,7	9,148	6,0	2,252	14,6	5,734	6,4	5,666	7,2	3,2
2023	170,280	2,9	11,183	6,6	2,4	8,886	5,8	2,297	14,5	5,651	6,2	5,531	6,9	3,0
2024	171,876	2,8	10,938	6,4	2,1	8,610	5,5	2,328	14,6	5,605	6,1	5,334	6,6	2,6
2024 1° trim.	171,641	2,9	11,251	6,6	2,3	8,914	5,7	2,336	14,6	5,686	6,2	5,565	6,9	2,9
2° trim.	171,794	2,8	11,034	6,4	2,1	8,691	5,6	2,342	14,7	5,619	6,2	5,415	6,7	2,6
3° trim.	171,945	2,8	10,865	6,3	1,9	8,499	5,4	2,366	14,8	5,654	6,2	5,211	6,5	2,5
4° trim.	172,125	2,8	10,605	6,2	2,0	8,335	5,4	2,269	14,4	5,461	6,0	5,144	6,4	2,5
2024 set.	-	-	10,837	6,3	-	8,485	5,4	2,352	14,7	5,607	6,1	5,230	6,5	-
ott.	-	-	10,730	6,2	-	8,421	5,4	2,309	14,5	5,526	6,0	5,204	6,5	-
nov.	-	-	10,631	6,2	-	8,344	5,3	2,287	14,4	5,477	6,0	5,154	6,4	-
dic.	-	-	10,680	6,2	-	8,427	5,4	2,253	14,2	5,492	6,0	5,187	6,4	-
2025 gen.	-	-	10,650	6,2	-	8,390	5,3	2,259	14,2	5,482	6,0	5,168	6,4	-
feb.	-	-	10,580	6,1	-	8,308	5,3	2,272	14,2	5,440	5,9	5,140	6,4	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Non destagionalizzati.

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

2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

2 Attività economica

2.6 Indagini qualitative
(dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2020	99,7	-4,2	80,1	-11,0	-12,6	-6,7	6,4	.	-	-	-	-
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	-
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4	-	-	-	-
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 2° trim.	95,8	-10,7	78,9	-14,2	-5,2	-7,2	6,8	89,9	46,2	47,6	53,1	51,6
3° trim.	96,1	-11,0	78,2	-13,0	-5,0	-8,7	6,1	90,2	45,5	45,4	52,1	50,3
4° trim.	95,2	-12,6	77,4	-13,4	-3,7	-5,6	5,8	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 1° trim.	95,6	-11,3	77,2	-14,1	-3,2	-5,7	4,4	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
2024 ott.	96,2	-12,5	77,4	-12,3	-3,8	-7,6	7,0	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
nov.	95,9	-11,1	.	-13,6	-3,7	-4,8	5,0	.	45,2	45,1	49,5	48,3
dic.	93,6	-14,2	.	-14,3	-3,8	-4,6	5,4	.	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 gen.	95,3	-12,3	77,2	-14,1	-2,9	-5,2	5,7	90,3	46,6	47,1	51,3	50,2
feb.	96,3	-11,0	.	-13,6	-3,3	-5,1	5,1	.	47,6	48,9	50,6	50,2
mar.	95,2	-10,6	.	-14,5	-3,4	-6,8	2,4	.	48,6	50,5	51,0	50,9

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 risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto [2]	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto [3]	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento [4]	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) [1]		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo		Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	13,6	91,1	0,5	2,2	12,5	2,1	7,7	37,5	5,0	72,9	4,9	9,7	3,4
2023	14,2	85,0	1,2	1,8	3,5	3,9	1,6	35,7	5,1	68,8	1,7	2,2	0,8
2024	15,4	81,9	2,3	2,4	-1,8	4,4	3,4	33,3	3,0	67,3	1,8	-2,7	0,9
2024 1° trim.	14,6	83,8	2,6	1,9	-3,1	3,7	1,7	34,9	4,5	68,0	1,9	-5,9	0,9
2° trim.	15,0	83,2	1,8	2,2	-1,7	3,8	2,4	34,2	3,9	68,0	2,0	-8,4	1,0
3° trim.	15,2	82,6	2,3	2,3	-0,9	5,7	2,9	33,7	3,6	67,7	2,2	2,8	1,1
4° trim.	15,4	81,9	2,4	2,4	-1,5	4,4	3,4	33,3	3,0	67,3	1,8	1,0	0,9

Fonti: BCE ed Eurostat.
1) Basato sulle somme cumulate di quattro trimestri del risparmio e del reddito disponibile lordo (corrette per le variazioni dei diritti pensionistici).
2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni). Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.
3) Il tasso di profitto è dato dal reddito imprenditoriale lordo (sostanzialmente equivalente al flusso di cassa) diviso per il valore aggiunto lordo.
4) Definito come debito consolidato e passività costituite da titoli di debito.

2 Attività economica

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

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

		Conto corrente											Conto capitale [1]	
		Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari			
		Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2024	1° trim.	1.442,4	1.333,5	108,9	705,9	600,7	369,6	335,3	320,7	316,8	46,2	80,7	20,4	32,5
	2° trim.	1.491,9	1.358,5	133,4	713,8	616,3	390,5	338,5	341,2	313,1	46,4	90,6	24,4	22,2
	3° trim.	1.470,6	1.380,5	90,1	704,4	620,3	376,9	341,4	339,1	325,9	50,1	92,9	21,3	16,5
	4° trim.	1.488,3	1.405,1	83,2	708,7	624,4	384,8	338,8	341,7	338,4	53,1	103,4	34,4	23,0
2024	set.	486,7	454,4	32,3	233,8	206,3	122,8	112,3	113,8	105,3	16,4	30,5	5,2	5,7
	ott.	488,4	463,0	25,4	231,0	204,8	125,4	110,3	114,8	114,9	17,1	32,9	7,5	4,7
	nov.	495,7	474,1	21,6	239,2	209,4	126,8	114,9	112,7	117,5	17,1	32,3	6,6	5,2
	dic.	504,3	468,0	36,2	238,5	210,2	132,6	113,6	114,3	106,0	18,9	38,2	20,3	13,1
2025	gen.	506,6	466,3	40,3	248,0	206,3	132,3	120,5	111,1	110,8	15,2	28,7	12,4	11,9
	feb.	515,4	481,1	34,3	253,5	219,7	136,1	122,0	110,1	113,4	15,7	26,0	11,5	10,3
		transazioni cumulate su 12 mesi												
2025	feb.	5.952,5	5.541,5	411,0	2.864,4	2.493,7	1.542,2	1.372,8	1.350,0	1.304,8	195,9	370,1	114,7	94,7
		transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL												
2025	feb.	39,3	36,6	2,7	18,9	16,5	10,2	9,1	8,9	8,6	1,3	2,4	0,8	0,6

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

		Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
				Totale				Per memoria:	Totale				Per memoria:	
		Esportazioni	Importazioni		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	industria manifatturiera		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
		Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2024	1° trim.	-2,8	-11,8	712,5	336,6	143,1	219,4	588,7	655,1	371,3	106,6	159,0	468,1	75,7
	2° trim.	1,7	-4,4	716,8	338,5	137,4	224,2	592,7	672,4	384,9	109,7	162,8	481,1	78,9
	3° trim.	2,2	0,4	711,2	338,7	136,8	218,8	590,2	675,8	381,3	112,1	165,2	490,9	75,0
	4° trim.	1,1	2,1	715,3	335,8	138,7	223,3	593,5	683,0	379,7	111,1	170,7	492,8	70,3
2024	ago.	-2,7	-1,6	237,4	113,4	45,3	73,8	197,0	228,2	128,3	37,4	55,8	165,0	26,0
	set.	0,2	-1,0	236,8	112,4	46,2	71,6	197,5	223,4	125,4	37,1	55,0	163,9	22,3
	ott.	2,4	3,3	233,7	110,9	44,4	73,4	195,3	227,4	127,4	36,4	57,1	165,3	23,9
	nov.	-1,7	-0,4	241,0	112,5	47,5	74,5	199,2	229,2	127,5	37,6	56,8	165,1	23,3
	dic.	2,9	3,6	240,6	112,4	46,8	75,4	199,0	226,4	124,8	37,1	56,9	162,4	23,1
2025	gen.	3,0	7,6	245,6	.	.	.	200,1	231,6	.	.	.	162,3	
		Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2024	1° trim.	-3,6	-6,6	97,1	90,6	97,1	107,4	97,0	97,6	94,3	94,0	103,7	96,9	129,6
	2° trim.	-1,1	-4,2	95,7	89,7	92,1	108,2	95,5	98,6	95,0	96,9	104,7	98,2	133,2
	3° trim.	-0,5	-0,9	94,5	88,8	90,6	106,2	94,6	98,8	94,8	99,0	105,5	99,8	129,8
	4° trim.	-2,4	1,4	93,7	86,9	89,9	107,5	94,0	99,7	94,9	96,1	109,3	99,9	133,2
2024	lug.	5,4	0,9	93,8	89,0	89,4	105,3	93,5	97,9	94,1	98,3	103,5	98,4	127,5
	ago.	-5,1	-3,5	95,7	89,1	90,5	109,4	96,0	99,8	95,6	99,9	107,3	100,9	132,8
	set.	-2,1	-0,1	94,0	88,3	91,9	104,0	94,3	98,9	94,8	98,7	105,7	100,2	129,2
	ott.	-0,5	4,2	92,5	87,0	88,1	104,9	93,2	100,0	95,9	94,8	109,2	100,8	132,1
	nov.	-4,9	-0,9	95,0	87,4	92,2	108,4	95,1	100,2	95,5	97,0	108,0	99,7	134,6
	dic.	-1,7	0,8	93,6	86,4	89,4	109,4	93,7	99,0	93,2	96,5	110,8	99,3	132,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

3 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) [2]						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
	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 2° trim.	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,5	0,4	-0,4	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
3° trim.	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,9	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
4° trim.	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,7	0,1	-0,6	0,7	2,0	4,3
2025 1° trim.	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,5	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7
2024 ott.	127,0	2,0	2,7	0,4	4,0	0,3	0,4	1,3	0,0	0,4	0,3	1,7	4,1
nov.	126,6	2,2	2,7	0,9	3,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,1	2,0	4,3
dic.	127,1	2,4	2,7	1,2	4,0	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,6	0,3	2,2	4,4
2025 gen.	126,7	2,5	2,7	1,4	3,9	0,5	0,2	0,1	0,1	3,0	0,3	2,3	4,4
feb.	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,2	0,2	0,4	0,1	-0,3	0,3	2,2	3,3
mar.	128,0	2,2	2,4	1,1	3,5	0,1	0,1	0,8	0,0	-1,4	0,3	2,0	3,5

	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 2° trim.	2,6	2,9	1,4	0,6	0,7	0,0	3,3	2,8	3,7	-0,5	5,1	4,0
3° trim.	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0
4° trim.	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0
2025 1° trim.	2,6	2,6	2,9	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,9	4,2	4,1
2024 ott.	2,9	2,8	3,0	-0,9	0,5	-4,6	3,3	3,0	4,8	-2,2	4,7	4,0
nov.	2,7	2,8	2,3	-0,1	0,6	-2,0	3,4	3,1	5,0	-1,9	4,5	4,0
dic.	2,6	2,9	1,6	0,4	0,5	0,1	3,3	3,0	5,1	-2,4	4,7	4,0
2025 gen.	2,3	2,6	1,4	0,9	0,5	1,9	3,3	2,9	4,4	-1,9	4,6	4,1
feb.	2,7	2,6	3,0	0,4	0,6	0,2	3,3	2,9	3,9	-2,2	4,3	4,1
mar.	2,9	2,6	4,2	0,2	0,6	-1,0	3,3	2,9	3,4	-1,7	3,8	4,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

3 Prezzi e costi

3.2 Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni[1]										Prezzi delle costruzioni[2]	Prezzi degli immobili residenziali[3]	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali[3]
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
			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	7,1	0,6
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,2	2,0	.
2024 1° trim.	124,9	-7,9	-1,6	-1,3	-5,3	2,1	1,6	-0,2	1,5	-20,5	3,6	-0,3	-8,0
2° trim.	122,8	-4,4	-0,2	-0,4	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,1	-12,2	2,5	1,4	-6,5
3° trim.	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,8	2,7	-8,0
4° trim.	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,1	1,5	1,2	-6,0	0,8	4,2	.
2024 set.	124,1	-3,5	-1,5	0,6	-0,8	1,3	1,7	0,9	1,1	-11,6	-	-	-
ott.	124,6	-3,3	-0,9	0,8	-0,5	1,3	2,1	1,3	1,3	-11,2	-	-	-
nov.	126,7	-1,2	-0,1	0,9	-0,3	1,4	2,1	1,6	1,1	-5,0	-	-	-
dic.	127,3	0,1	0,5	1,0	0,0	1,5	2,1	1,5	1,2	-1,6	-	-	-
2025 gen.	128,2	1,7	1,0	1,3	0,5	1,7	2,2	1,4	1,6	3,4	-	-	-
feb.	128,5	3,0	0,8	1,4	0,9	1,6	2,1	1,5	1,5	7,4	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati MSCI e fonti nazionali (col. 13).
1) Solo vendite interne.
2) Prezzi del prodotto per gli immobili residenziali.
3) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. l'indirizzo https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni[1]	Importazioni[1]		Ponderati in base alle importazioni[2]			Ponderati in base all'utilizzo[2]		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
in perc. del totale										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9
2023	113,7	6,0	4,6	6,4	3,6	4,2	0,6	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	117,1	2,9	2,4	2,5	3,0	1,9	0,7	-0,6	77,8	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5
2024 2° trim.	116,6	2,9	2,7	2,7	3,2	1,8	0,8	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
3° trim.	117,3	2,7	2,2	2,1	2,9	1,9	1,3	0,1	.	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1
4° trim.	118,3	2,5	2,0	1,9	2,4	2,0	1,6	0,5	.	17,7	23,5	11,8	17,8	22,0	12,8
2025 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19,5	27,2	11,4	18,9	24,3	12,2
2024 ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,5	14,7	12,2	13,0	13,1	12,9
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	17,6	23,2	12,0	17,9	21,8	13,2
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22,0	32,7	11,2	22,6	31,3	12,3
2025 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23,8	36,6	10,7	24,1	34,6	11,6
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22,4	31,2	13,0	21,0	26,8	13,8
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,7	14,9	10,3	12,0	12,5	11,3

Fonti: Eurostat, eleborazioni della BCE e Bloomberg (col. 9).
1) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.
2) Ponderati in base alle importazioni: sulla base della composizione media delle importazioni nel biennio 2009-2011; ponderati in base all'utilizzo: sulla base della composizione media della domanda interna nel periodo 2009-2011.

3 Prezzi e costi

3.4 Indagini qualitative sui prezzi
(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					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
1999-2020	4,7	5,8	4,0	-3,3	29,0	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,1	28,8	19,6	14,8	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,5	15,2	4,5	55,1	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 2° trim.	5,9	14,1	15,0	4,3	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
3° trim.	6,5	13,5	13,8	2,8	50,4	52,0	57,9	50,1	53,0
4° trim.	7,4	13,9	14,7	4,9	48,8	49,1	58,0	48,2	53,3
2025 1° trim.	10,6	16,9	14,7	4,7	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
2024 ott.	6,9	12,8	15,0	2,9	46,8	48,2	56,5	48,2	52,8
nov.	7,4	14,5	13,8	5,1	49,4	49,3	57,9	47,9	53,3
dic.	7,9	14,3	15,4	6,6	50,3	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 gen.	10,1	17,3	16,7	6,8	51,6	52,0	60,8	50,0	53,9
feb.	10,2	16,6	13,9	4,1	49,8	52,2	60,8	49,8	54,7
mar.	11,4	16,7	13,6	3,2	49,5	52,4	58,7	50,4	53,6

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali [1]
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,7	4,5	3,7	7,0	5,1	3,3	2,9
2023	110,7	4,7	4,6	4,9	5,0	4,0	4,4
2024	115,8	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5
2024 1° trim.	108,4	5,2	5,4	4,9	5,0	5,7	4,8
2° trim.	119,9	5,1	4,9	5,6	5,0	5,3	3,6
3° trim.	112,1	4,5	4,3	5,1	4,7	4,2	5,4
4° trim.	122,8	3,7	4,1	2,6	3,9	3,3	4,1

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

3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2020 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2022	103,0	3,4	4,2	4,6	8,1	1,4	2,9	5,1	5,7	3,3	2,1	-5,7
2023	109,6	6,4	3,8	7,7	4,9	7,9	4,0	7,4	4,0	6,4	5,0	2,5
2024	114,7	4,7	5,0	5,7	6,7	4,6	2,0	5,2	0,9	3,4	4,9	4,1
2024 1° trim.	113,2	5,5	4,2	6,5	7,1	5,0	2,4	5,6	2,7	3,9	5,8	5,2
2° trim.	114,1	5,2	6,1	6,6	6,9	4,9	2,5	6,3	0,2	3,1	5,4	4,6
3° trim.	114,9	4,5	5,5	4,6	7,2	4,9	1,7	5,2	-0,5	3,5	4,8	3,7
4° trim.	115,9	3,7	4,6	5,7	6,1	3,8	1,8	4,0	1,3	3,2	3,8	2,9
Redditi per occupato												
2022	109,0	4,5	4,0	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,4	8,1
2023	114,8	5,3	6,4	5,4	4,8	5,7	5,0	5,4	3,8	6,3	4,8	5,0
2024	120,0	4,5	4,4	4,4	3,9	4,4	4,2	4,9	3,6	4,8	4,8	4,8
2024 1° trim.	118,4	4,8	4,3	4,8	3,7	4,1	3,9	5,2	4,0	5,2	5,3	6,1
2° trim.	119,5	4,8	4,0	4,7	3,5	4,9	4,0	5,9	3,5	4,8	5,0	5,0
3° trim.	120,6	4,5	4,4	4,1	4,2	4,5	4,1	5,0	3,4	4,7	4,8	4,1
4° trim.	121,8	4,1	4,9	4,0	3,9	4,0	4,6	3,5	3,4	4,6	4,1	4,3
Produttività del lavoro per occupato												
2022	105,8	1,1	-0,2	-0,7	-3,6	4,6	-0,4	-1,9	-0,5	2,4	1,4	14,7
2023	104,8	-1,0	2,5	-2,1	0,0	-2,1	1,0	-1,8	-0,1	-0,2	-0,2	2,4
2024	104,6	-0,1	-0,6	-1,2	-2,6	-0,2	2,1	-0,3	2,6	1,4	-0,2	0,7
2024 1° trim.	104,6	-0,7	0,1	-1,6	-3,1	-0,8	1,5	-0,4	1,3	1,2	-0,5	0,9
2° trim.	104,6	-0,4	-2,0	-1,8	-3,2	0,0	1,5	-0,4	3,3	1,7	-0,4	0,4
3° trim.	104,8	0,0	-1,1	-0,5	-2,8	-0,3	2,4	-0,1	3,9	1,2	-0,1	0,3
4° trim.	105,0	0,4	0,3	-1,6	-2,1	0,2	2,8	-0,5	2,0	1,3	0,2	1,3
Redditi per ora lavorata												
2022	103,6	3,4	5,4	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	6,0	5,7	5,1	5,7	5,1	5,8	4,6	6,0	4,6	4,3
2024	113,8	4,4	3,9	4,3	4,0	4,2	3,8	4,9	3,5	4,0	4,8	4,6
2024 1° trim.	112,1	5,1	5,8	5,4	4,2	4,5	4,3	5,6	4,5	4,8	5,6	6,7
2° trim.	113,0	4,8	3,4	4,7	4,2	5,1	3,8	6,0	4,0	4,2	5,1	4,7
3° trim.	114,1	4,7	3,6	4,6	4,5	4,7	4,2	5,1	2,7	4,5	5,3	4,2
4° trim.	114,7	3,7	3,3	3,7	3,7	3,5	4,1	3,7	3,6	3,6	3,7	3,7
Produttività per ora lavorata												
2022	100,1	0,0	0,4	-0,6	-4,1	0,6	-0,7	-1,1	-2,4	1,8	2,1	10,8
2023	99,2	-0,9	2,5	-1,9	0,4	-1,9	1,2	-1,4	0,2	-0,2	-0,4	2,0
2024	99,0	-0,2	0,0	-1,3	-2,6	-0,2	1,8	-0,1	3,1	0,7	-0,2	0,4
2024 1° trim.	98,8	-0,3	1,8	-1,0	-2,7	-0,5	1,9	0,2	2,9	0,9	-0,2	1,3
2° trim.	98,8	-0,3	-1,6	-1,7	-2,8	0,2	1,4	-0,1	4,2	1,3	-0,3	0,1
3° trim.	99,1	0,4	-0,1	-0,1	-2,3	0,0	2,6	0,1	4,4	1,1	0,5	0,5
4° trim.	98,8	0,1	0,2	-1,9	-2,3	0,1	2,4	0,1	1,6	0,4	-0,1	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro [1]					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2024 ott.	3,34	3,21	3,17	3,00	2,69	4,85	0,23
nov.	3,16	3,07	3,01	2,79	2,51	4,66	0,23
dic.	3,06	2,89	2,82	2,63	2,44	4,53	0,23
2025 gen.	2,92	2,80	2,70	2,61	2,52	4,32	0,29
feb.	2,69	2,61	2,52	2,46	2,41	4,34	0,48
mar.	2,50	2,40	2,44	2,39	2,40	4,33	0,48

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

4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro [1), 2)]					Area dell'euro [1), 2)]	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro [1), 2)]			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2024 ott.	2,88	2,47	2,24	2,25	2,52	0,05	0,00	-0,19	2,10	2,00	2,52	2,96
nov.	2,73	2,18	1,91	1,92	2,19	0,00	-0,12	-0,26	1,72	1,65	2,20	2,59
dic.	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2025 gen.	2,45	2,17	2,06	2,21	2,53	0,37	0,38	0,11	1,94	2,00	2,59	3,01
feb.	2,24	2,06	1,97	2,11	2,47	0,41	0,11	0,53	1,90	1,91	2,50	3,03
mar.	2,18	2,03	1,99	2,27	2,78	0,75	0,18	0,61	1,92	2,03	2,88	3,52

Fonte: elaborazioni della BCE.
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da Euro MTS Ltd e rating forniti da Fitch Ratings.

4.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomu-nicazioni	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
2024 ott.	511,2	4.948,4	1.000,1	285,2	164,7	123,6	244,9	977,8	1.036,0	402,4	327,0	840,7	5.792,3	38.843,8
nov.	497,5	4.795,1	939,9	271,5	155,5	121,6	241,8	975,3	997,8	386,1	328,9	816,8	5.929,9	38.617,4
dic.	507,4	4.918,3	932,6	283,1	151,7	118,8	245,5	996,6	1.065,8	381,4	331,4	816,9	6.012,2	39.297,0
2025 gen.	523,1	5.098,1	939,9	292,0	149,6	123,8	258,2	1.024,4	1.103,1	380,9	334,7	859,5	5.979,5	39.298,0
feb.	553,7	5.420,0	1.008,0	305,6	155,4	128,1	282,1	1.084,2	1.154,8	387,0	364,1	901,7	6.038,7	38.735,3
mar.	559,1	5.417,7	1.028,5	283,6	160,4	127,6	306,0	1.133,6	1.078,3	407,9	372,4	885,3	5.684,0	37.311,8

Fonte: LSEG.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni					
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita:				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG [3)]		Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG [3)]	Indicatore composito del costo del finanziamento
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2024 mar.	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,96	8,03	7,79	8,53	5,15	4,80	3,99	3,57	3,44	4,05	3,80
apr.	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	16,98	8,03	7,85	8,57	5,20	4,84	3,98	3,59	3,42	4,05	3,81
mag.	0,39	1,73	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,96	3,62	3,42	4,04	3,81
giu.	0,38	1,74	3,03	2,84	8,18	17,01	7,41	7,71	8,45	5,15	4,80	3,95	3,63	3,39	4,03	3,78
lug.	0,38	1,74	3,01	2,77	8,15	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,75	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
ago.	0,38	1,75	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,03	4,69	3,87	3,62	3,37	3,99	3,73
set.	0,37	1,75	3,00	2,73	8,23	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
ott.	0,36	1,74	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	1,74	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	1,74	2,45	2,51	7,91	16,84	6,77	7,48	8,26	4,36	4,16	3,57	3,36	3,09	3,65	3,39
2025 gen.	0,34	1,72	2,33	2,42	7,80	16,76	7,15	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,41	3,25
feb.	0,32	1,53	2,20	2,36	7,74	16,34	6,70	7,66	8,38	4,45	4,00	3,53	3,37	3,09	3,61	3,33

Fonte: BCE.
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Incluse le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.
3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composito del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita:			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2024 mar.	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,73	5,52	5,44	5,18	4,33	5,18	5,17	4,15	5,20
apr.	0,91	3,67	3,34	5,37	5,31	5,64	5,62	5,38	5,11	4,30	5,20	5,01	4,14	5,20
mag.	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,19	5,12
giu.	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,22	5,02	5,05	4,14	5,08
lug.	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	4,99	4,12	5,07
ago.	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,47	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01
set.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,79
ott.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67
nov.	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52
dic.	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,79	5,08	4,48	4,14	3,76	4,31	4,06	3,62	4,36
2025 gen.	0,76	2,66	2,60	4,48	4,35	4,60	4,82	4,34	4,02	3,75	4,19	3,88	3,65	4,25
feb.	0,72	2,50	2,74	4,34	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,70	3,92	3,77	3,58	4,10

Fonte: BCE.
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro per settore dell'emittente e scadenza all'emissione

(miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze in essere a fine periodo; valori di mercato)

	Consistenze							Emissioni lorde [1]						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF						Totale	SVF			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	A breve termine													
2022	1.386,4	483,3	141,1	51,0	95,1	667,0	621,7	480,2	179,9	115,8	48,3	50,6	133,9	97,1
2023	1.570,4	619,7	162,4	65,1	86,6	701,8	659,1	502,5	211,8	114,1	39,4	49,1	127,5	103,8
2024	1.561,9	564,5	185,0	68,8	71,0	741,4	674,7	470,4	179,7	116,7	44,3	39,3	134,7	108,2
2024 ott.	1.560,5	573,2	184,1	63,7	84,8	718,3	656,0	472,3	157,2	128,4	43,6	39,6	147,0	126,5
nov.	1.567,3	573,6	188,8	67,5	80,1	724,8	665,7	490,9	187,1	132,1	48,1	31,9	139,8	125,8
dic.	1.561,9	564,5	185,0	68,8	71,0	741,4	674,7	449,6	173,2	127,8	51,2	28,9	119,8	91,5
2025 gen.	1.545,3	582,1	179,0	67,1	79,4	704,8	636,1	596,0	266,5	145,4	54,9	41,7	142,5	116,6
feb.	1.538,8	577,9	184,5	66,8	83,5	692,8	628,8	523,8	231,4	138,1	53,8	36,7	117,7	97,0
mar.	1.546,2	595,5	179,0	64,5	77,3	694,4	630,7	517,7	221,5	130,2	51,3	35,3	130,7	108,8
	A lungo termine													
2022	17.690,6	3.895,6	3.101,3	1.320,5	1.420,8	9.272,9	8.560,9	292,0	76,5	68,0	28,1	17,1	130,4	121,0
2023	19.322,0	4.438,0	3.241,8	1.315,5	1.536,0	10.106,1	9.366,3	320,3	92,9	67,6	25,6	21,4	138,4	129,9
2024	20.466,1	4.768,6	3.545,4	1.349,4	1.640,7	10.511,5	9.739,7	349,0	89,4	87,0	24,3	26,8	145,9	135,2
2024 ott.	20.334,0	4.746,6	3.464,2	1.324,3	1.623,6	10.499,7	9.722,4	364,9	88,4	95,7	27,0	25,0	155,8	145,6
nov.	20.669,9	4.793,1	3.526,3	1.339,7	1.654,3	10.696,2	9.915,5	317,2	68,2	94,9	32,4	27,5	126,6	119,9
dic.	20.466,1	4.768,6	3.545,4	1.349,4	1.640,7	10.511,5	9.739,7	253,2	69,0	96,5	31,4	16,9	70,8	64,7
2025 gen.	20.675,5	4.834,0	3.553,0	1.337,8	1.653,1	10.635,5	9.853,1	488,4	163,8	80,7	20,7	29,5	214,4	190,7
feb.	20.887,2	4.865,3	3.589,5	1.341,2	1.662,7	10.769,7	9.976,4	395,1	97,4	83,6	21,0	23,0	191,1	175,3
mar.	20.655,7	4.819,6	3.588,8	1.352,9	1.645,6	10.601,6	9.816,6	390,8	97,0	94,9	38,1	31,1	167,8	151,5

Fonte: BCE.

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

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale				
			Totale	SVF							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2022	19.077,0	4.378,8	3.242,4	1.371,5	1.515,9	9.939,9	9.182,6	8.703,4	525,2	1.288,3	6.889,2
2023	20.892,4	5.057,7	3.404,2	1.380,6	1.622,6	10.807,9	10.025,4	9.684,2	619,8	1.416,2	7.647,7
2024	22.027,9	5.333,1	3.730,3	1.418,1	1.711,6	11.252,9	10.414,4	10.179,5	751,3	1.590,7	7.837,0
2024 ott.	21.894,5	5.319,8	3.648,3	1.388,0	1.708,4	11.218,0	10.378,4	10.104,6	750,1	1.555,1	7.799,0
nov.	22.237,2	5.366,7	3.715,1	1.407,2	1.734,3	11.421,1	10.581,2	10.183,6	722,0	1.587,3	7.873,9
dic.	22.027,9	5.333,1	3.730,3	1.418,1	1.711,6	11.252,9	10.414,4	10.179,5	751,3	1.590,7	7.837,0
2025 gen.	22.220,9	5.416,1	3.732,0	1.404,9	1.732,5	11.340,3	10.489,2	10.864,7	829,9	1.684,5	8.349,9
feb.	22.426,0	5.443,2	3.774,0	1.408,0	1.746,2	11.462,6	10.605,2	11.126,3	934,1	1.745,4	8.446,4
mar.	22.201,8	5.415,1	3.767,7	1.417,3	1.722,9	11.296,0	10.447,4	10.633,4	937,1	1.721,7	7.974,2
	Tasso di crescita [1]										
2024 ago.	4,6	5,1	4,3	-1,7	3,5	4,5	4,4	-0,2	-3,4	-0,7	0,1
set.	4,6	6,0	4,4	-1,2	3,6	4,2	4,0	-0,1	-2,1	-0,6	0,2
ott.	4,7	5,5	3,9	-1,6	3,7	4,7	4,5	0,3	-2,2	-0,6	0,7
nov.	4,5	4,3	5,2	0,3	3,4	4,5	4,4	0,2	-1,9	-0,7	0,6
dic.	4,3	3,8	5,9	0,8	2,8	4,2	4,1	0,1	-2,5	-0,6	0,5
2025 gen.	4,2	3,3	4,3	-0,8	3,2	4,8	4,6	0,1	-2,3	-0,6	0,5
feb.	4,1	2,8	4,8	-0,1	3,2	4,6	4,6	0,1	-2,0	-0,6	0,4
mar.	3,8	2,2	5,7	0,8	3,1	4,1	4,0	0,0	-1,8	-0,7	0,2

Fonte: BCE.

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.8 Tassi di cambio effettivi [1)]

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

	TCE-19						TCE-42	
	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	84,3	64,4	82,8	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	97,8	89,0	66,9	86,6	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,9	89,6	67,4	87,7	124,1	95,1
2024 2° trim.	98,7	94,6	98,2	89,7	67,9	88,0	124,1	95,2
3° trim.	99,0	95,0	98,5	90,1	67,3	88,2	125,1	95,6
4° trim.	97,6	93,7	97,0	89,1	66,1	87,0	123,6	94,2
2025 1° trim.	97,1	93,2	96,2	.	.	.	122,9	93,5
2024 ott.	98,2	94,3	97,7	-	-	-	124,4	95,0
nov.	97,5	93,6	96,9	-	-	-	123,5	94,2
dic.	96,9	93,0	96,4	-	-	-	122,7	93,5
2025 gen.	96,7	92,9	95,8	-	-	-	122,3	93,2
feb.	96,3	92,4	95,4	-	-	-	121,8	92,7
mar.	98,3	94,3	97,3	-	-	-	124,5	94,6
	Variazione percentuale sul mese precedente							
2025 mar.	2,0	2,0	2,0	-	-	-	2,2	2,1
	Variazione percentuale sull'anno precedente							
2025 mar.	-0,5	-0,6	-1,1	-	-	-	0,2	-1,0

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 croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	.	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 2° trim.	7,797	.	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
3° trim.	7,870	.	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
4° trim.	7,675	.	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2025 1° trim.	7,655	.	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
2024 ott.	7,728	.	25,298	7,459	401,901	163,197	4,317	0,835	4,9750	11,405	0,939	1,090
nov.	7,662	.	25,301	7,458	409,251	163,234	4,332	0,834	4,9762	11,583	0,936	1,063
dic.	7,630	.	25,136	7,459	411,986	161,083	4,270	0,828	4,9749	11,504	0,934	1,048
2025 gen.	7,556	.	25,163	7,461	411,725	161,921	4,247	0,839	4,9752	11,480	0,941	1,035
feb.	7,575	.	25,077	7,459	403,128	158,087	4,172	0,831	4,9770	11,247	0,941	1,041
mar.	7,835	.	25,001	7,460	399,805	161,167	4,182	0,837	4,9768	10,968	0,955	1,081
	Variazione percentuale sul mese precedente											
2025 mar.	3,4	.	-0,3	0,0	-0,8	1,9	0,2	0,8	0,0	-2,5	1,4	3,8
	Variazione percentuale sull'anno precedente											
2025 mar.	0,1	.	-1,1	0,0	1,2	-1,0	-2,9	-2,1	0,1	-3,0	-1,1	-0,6

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 [1]			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
		Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
2024	1° trim.	33.779,6	33.098,8	680,8	12.402,7	9.938,6	13.176,7	15.307,8	-19,9	7.005,0	7.852,3	1.215,1	16.680,2
	2° trim.	34.353,6	33.249,9	1.103,7	12.418,9	9.849,1	13.599,4	15.603,0	-12,8	7.080,5	7.797,9	1.267,7	16.629,3
	3° trim.	34.680,1	33.430,0	1.250,1	12.222,3	9.681,6	13.913,4	15.953,4	-22,3	7.247,6	7.795,1	1.319,1	16.698,1
	4° trim.	35.826,3	34.169,3	1.656,9	12.620,2	9.956,9	14.652,6	16.504,8	-20,3	7.179,7	7.707,7	1.394,2	16.699,0
		Consistenze (in percentuale del PIL)											
2024	4° trim.	236,4	225,5	10,9	83,3	65,7	96,7	108,9	-0,1	47,4	50,9	9,2	110,2
		Transazioni											
2024	1° trim.	575,4	459,1	116,3	135,4	35,5	173,7	191,4	16,3	248,8	232,2	1,2	-
	2° trim.	184,8	54,0	130,8	-26,1	-124,3	175,6	276,7	16,7	14,8	-98,3	3,7	-
	3° trim.	451,4	301,3	150,0	21,1	-9,0	177,2	231,5	-4,6	261,7	78,9	-4,0	-
	4° trim.	22,2	-72,4	94,7	66,1	48,8	207,5	148,8	18,9	-274,0	-270,1	3,7	-
2024	set.	210,6	131,0	79,6	6,0	1,1	79,6	99,4	4,6	118,3	30,6	2,2	-
	ott.	47,2	24,3	22,9	18,6	-16,6	67,4	40,1	16,9	-55,4	0,9	-0,3	-
	nov.	163,5	129,0	34,6	13,0	-12,8	73,2	65,1	-3,4	79,4	76,7	1,3	-
	dic.	-188,5	-225,7	37,2	34,5	78,3	66,9	43,6	5,5	-298,1	-347,6	2,7	-
2025	gen.	303,4	295,0	8,4	23,5	-8,7	79,5	62,2	6,2	195,7	241,4	-1,5	-
	feb.	213,0	162,2	50,8	11,9	8,8	42,5	38,2	-0,2	157,4	115,3	1,3	-
		Transazioni cumulate sui 12 mesi											
2025	feb.	1.366,0	861,1	505,0	171,9	-48,3	737,6	799,8	26,3	427,4	109,5	2,8	-
		Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL											
2025	feb.	9,0	5,7	3,3	1,1	-0,3	4,9	5,3	0,2	2,8	0,7	0,0	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari [1)]

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

	M3											
	M2							M3-M2				Totale
	M1			M2-M1			Totale					
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale		Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	Totale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2022	1.538,9	9.758,1	11.297,0	1.366,9	2.565,3	3.932,2	15.229,2	123,0	646,6	49,4	819,0	16.048,2
2023	1.536,2	8.809,4	10.345,6	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.100,2	184,9	740,0	70,5	995,3	16.095,5
2024	1.556,9	9.021,5	10.578,4	2.528,2	2.469,1	4.997,3	15.575,7	253,4	885,5	27,9	1.166,7	16.742,4
2024 1° trim.	1.526,2	8.740,0	10.266,3	2.440,0	2.427,5	4.867,6	15.133,8	193,9	786,0	73,8	1.053,8	16.187,6
2° trim.	1.533,9	8.796,3	10.330,3	2.536,0	2.422,7	4.958,7	15.288,9	211,2	814,9	60,3	1.086,3	16.375,2
3° trim.	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,8	238,1	858,4	47,6	1.144,2	16.543,9
4° trim. [(p)]	1.556,9	9.021,5	10.578,4	2.528,2	2.469,1	4.997,3	15.575,7	253,4	885,5	27,9	1.166,7	16.742,4
2024 set.	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,8	238,1	858,4	47,6	1.144,2	16.543,9
ott.	1.545,6	8.892,8	10.438,3	2.555,8	2.427,7	4.983,5	15.421,8	249,7	857,9	47,9	1.155,5	16.577,4
nov.	1.550,9	8.996,8	10.547,7	2.560,0	2.433,8	4.993,7	15.541,4	245,6	867,7	37,1	1.150,4	16.691,8
dic.	1.556,9	9.021,5	10.578,4	2.528,2	2.469,1	4.997,3	15.575,7	253,4	885,5	27,9	1.166,7	16.742,4
2025 gen.	1.555,8	9.040,8	10.596,6	2.511,5	2.472,0	4.983,6	15.580,2	267,7	887,7	47,1	1.202,5	16.782,7
feb. [(p)]	1.559,5	9.101,6	10.661,2	2.491,2	2.475,0	4.966,1	15.627,3	275,2	922,8	33,4	1.231,4	16.858,7
	Transazioni											
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,5	76,7	82,8	576,5
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5
2024	21,3	167,9	189,2	201,1	9,0	210,1	399,2	75,7	136,4	-38,2	174,0	573,3
2024 1° trim.	-9,3	-75,0	-84,3	144,2	-32,4	111,8	27,4	11,0	45,8	8,5	65,3	92,8
2° trim.	7,7	55,5	63,2	71,5	-4,8	66,8	130,0	16,9	25,8	-13,3	29,4	159,3
3° trim.	7,8	24,5	32,3	59,4	2,1	61,5	93,8	28,2	39,6	-11,7	56,1	149,9
4° trim. [(p)]	15,2	162,8	178,0	-74,0	44,0	-29,9	148,0	19,7	25,2	-21,7	23,2	171,2
2024 set.	3,0	50,7	53,7	33,3	1,0	34,3	88,0	-4,7	18,1	-4,1	9,3	97,3
ott.	3,9	44,4	48,3	-38,5	2,8	-35,7	12,6	10,6	-1,6	0,5	9,5	22,1
nov.	5,3	97,6	102,9	-1,6	6,0	4,3	107,2	-5,4	8,9	-13,7	-10,1	97,1
dic.	6,0	20,8	26,8	-33,9	35,3	1,4	28,2	14,5	17,9	-8,5	23,8	52,0
2025 gen.	-1,1	20,2	19,1	-16,4	1,9	-14,5	4,6	18,8	1,0	13,7	33,5	38,2
feb. [(p)]	3,7	60,8	64,5	-20,5	2,9	-17,6	47,0	7,5	32,6	-13,5	26,6	73,6
	Variazioni percentuali											
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	459,5	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,7	19,3	0,0
2024	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	18,4	-58,5	17,5	3,6
2024 1° trim.	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,7	16,6	-0,3	69,6	18,1	-16,3	20,8	0,9
2° trim.	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,6	12,7	1,2	62,8	17,0	-28,9	18,9	2,3
3° trim.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,0	21,8	3,2
4° trim. [(p)]	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	18,4	-58,5	17,5	3,6
2024 set.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,0	21,8	3,2
ott.	0,7	0,1	0,2	16,8	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,8	-39,1	20,2	3,4
nov.	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,3	18,7	-50,1	17,7	3,8
dic.	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	18,4	-58,5	17,5	3,6
2025 gen.	1,5	2,9	2,7	5,7	1,1	3,3	2,9	51,3	16,1	-49,4	17,3	3,8
feb. [(p)]	1,7	3,8	3,5	2,3	1,7	2,0	3,0	57,8	18,7	-60,3	19,8	4,0

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3 [1]

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

	Società non finanziarie [2]					Famiglie [3]					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione [2]	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche [4]
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2022	3.361,5	2.721,2	499,5	134,7	6,2	8.374,2	5.542,6	437,9	2.392,9	0,9	1.282,8	231,5	563,3
2023	3.334,1	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.223,9	227,0	542,3
2024	3.430,7	2.500,8	791,9	133,7	4,3	8.756,4	5.199,1	1.254,3	2.301,5	1,5	1.304,8	232,1	548,2
2024 1° trim.	3.337,5	2.381,4	817,7	127,5	10,9	8.455,8	5.056,9	1.133,0	2.264,9	1,0	1.244,8	223,0	540,4
2° trim.	3.381,9	2.410,2	833,8	127,1	10,8	8.529,1	5.062,8	1.203,4	2.261,6	1,3	1.299,7	221,8	533,8
3° trim.	3.364,9	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,7	5.091,3	1.260,2	2.266,2	1,0	1.331,7	230,1	550,8
4° trim. [p]	3.430,7	2.500,8	791,9	133,7	4,3	8.756,4	5.199,1	1.254,3	2.301,5	1,5	1.304,8	232,1	548,2
2024 set.	3.364,9	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,7	5.091,3	1.260,2	2.266,2	1,0	1.331,7	230,1	550,8
ott.	3.378,3	2.422,3	815,9	127,5	12,7	8.658,5	5.122,5	1.267,6	2.267,3	0,9	1.319,9	220,5	548,7
nov.	3.408,8	2.453,8	812,1	129,8	13,2	8.699,3	5.165,8	1.261,5	2.271,2	0,8	1.335,1	229,4	563,5
dic.	3.430,7	2.500,8	791,9	133,7	4,3	8.756,4	5.199,1	1.254,3	2.301,5	1,5	1.304,8	232,1	548,2
2025 gen.	3.430,8	2.472,9	809,0	136,0	12,8	8.751,7	5.203,1	1.245,4	2.301,9	1,3	1.330,8	230,0	548,8
feb. [p]	3.447,1	2.479,5	811,0	136,3	20,3	8.772,0	5.235,7	1.230,3	2.304,9	1,2	1.347,9	232,8	543,3
Transazioni													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,6	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2024	94,5	75,9	15,6	2,9	0,1	297,5	55,7	233,6	8,2	0,1	54,5	4,0	3,2
2024 1° trim.	2,1	-40,1	45,1	-3,2	0,3	31,5	-54,8	115,1	-28,4	-0,4	20,6	-4,6	-1,9
2° trim.	42,0	28,9	13,6	-0,3	-0,2	72,6	5,6	70,0	-3,3	0,2	34,0	-1,5	-8,0
3° trim.	-11,0	-1,7	-8,1	-1,7	0,4	60,5	-1,9	57,9	4,7	-0,3	38,9	9,3	16,5
4° trim. [p]	61,4	88,9	-35,1	8,1	-0,5	132,9	106,7	-9,6	35,2	0,5	-39,0	0,7	-3,4
2024 set.	1,8	9,0	-8,0	-0,5	1,3	30,5	1,0	27,7	1,8	0,0	28,5	12,6	6,8
ott.	9,5	15,0	-9,0	1,9	1,6	37,5	29,7	6,8	1,1	0,0	-14,9	-10,0	-2,6
nov.	26,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	38,7	43,7	-8,7	3,8	-0,2	8,7	8,3	14,5
dic.	25,6	44,9	-20,9	3,9	-2,3	56,8	33,4	-7,7	30,3	0,8	-32,7	2,3	-15,3
2025 gen.	0,2	-27,8	17,1	2,3	8,5	-5,7	4,0	-8,9	-0,6	-0,2	31,4	-2,1	0,7
feb. [p]	16,3	6,6	1,9	0,3	7,4	20,0	32,3	-15,1	3,0	-0,2	17,4	2,9	-5,8
Variazioni percentuali													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 1° trim.	0,1	-8,3	36,4	-3,4	38,9	0,8	-7,1	101,7	-4,7	11,9	1,3	-2,2	-6,0
2° trim.	1,8	-3,3	21,4	-3,0	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
3° trim.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
4° trim. [p]	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 set.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
ott.	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,3	-1,2	39,1	-0,9	25,2	7,9	3,6	0,2
nov.	2,3	1,8	4,5	-1,0	-4,1	3,5	0,2	30,1	-0,4	-3,1	7,8	1,6	4,6
dic.	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 gen.	3,0	3,5	0,3	6,2	188,4	3,3	1,7	16,4	0,8	19,1	8,1	3,0	3,0
feb. [p]	3,5	4,1	-0,6	6,6	323,5	3,4	2,7	10,8	1,4	15,7	9,3	4,3	-0,1

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
					Prestiti							
					Totale						Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Totale	Prestiti corretti [2)]	A società non finanziarie [3)]	A famiglie [4)]	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione [3)]	A imprese di assicurazione e fondi pensione		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2022	6.352,0	1.001,3	5.325,7	15.389,8	12.987,5	13.174,9	5.126,5	6.631,8	1.082,5	146,7	1.565,9	836,4
2023	6.305,3	990,6	5.289,3	15.492,9	13.033,8	13.253,1	5.123,2	6.648,1	1.124,5	138,0	1.560,7	898,4
2024	6.259,1	988,5	5.244,7	15.778,6	13.246,4	13.501,8	5.183,1	6.677,1	1.246,2	140,0	1.578,5	953,7
2024 1° trim.	6.219,2	976,6	5.217,1	15.546,1	13.046,8	13.278,2	5.116,5	6.641,9	1.151,2	137,2	1.569,2	930,1
2° trim.	6.195,6	978,6	5.191,2	15.572,4	13.101,2	13.339,7	5.130,7	6.644,8	1.194,9	130,9	1.553,8	917,3
3° trim.	6.255,2	975,4	5.254,1	15.633,3	13.143,6	13.377,8	5.140,2	6.661,4	1.209,2	132,8	1.561,0	928,7
4° trim.	6.259,1	988,5	5.244,7	15.778,6	13.246,4	13.501,8	5.183,1	6.677,1	1.246,2	140,0	1.578,5	953,7
2024 set.	6.255,2	975,4	5.254,1	15.633,3	13.143,6	13.377,8	5.140,2	6.661,4	1.209,2	132,8	1.561,0	928,7
ott.	6.246,0	986,6	5.233,6	15.669,3	13.166,0	13.415,8	5.144,3	6.660,6	1.225,4	135,7	1.573,0	930,4
nov.	6.276,4	990,4	5.260,2	15.693,9	13.179,3	13.419,7	5.149,8	6.673,8	1.221,2	134,5	1.576,0	938,6
dic.	6.259,1	988,5	5.244,7	15.778,6	13.246,4	13.501,8	5.183,1	6.677,1	1.246,2	140,0	1.578,5	953,7
2025 gen.	6.305,4	996,4	5.283,1	15.832,4	13.280,8	13.526,6	5.192,9	6.696,5	1.254,5	136,8	1.576,4	975,3
feb.	6.299,6	1.001,5	5.272,1	15.892,4	13.338,1	13.575,8	5.205,7	6.711,1	1.284,9	136,3	1.572,7	981,7
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	65,2	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-4,6	45,4
2024	-63,1	-1,4	-62,2	285,7	228,7	271,0	76,6	44,7	105,6	1,8	9,1	47,9
2024 1° trim.	-61,8	-11,6	-50,4	61,6	31,1	44,6	-2,2	-2,7	36,8	-0,8	8,6	22,0
2° trim.	-2,8	2,4	-5,4	18,2	37,6	47,8	16,3	5,2	22,5	-6,5	-15,1	-4,3
3° trim.	-4,4	-3,2	-1,2	68,3	59,8	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8
4° trim.	5,9	11,0	-5,2	137,7	100,3	125,2	43,8	22,3	27,3	6,9	12,0	25,4
2024 set.	-5,1	-1,6	-3,6	21,3	15,5	14,6	5,4	7,7	2,8	-0,4	3,7	2,0
ott.	6,9	8,6	-1,7	37,3	22,2	41,1	5,9	-0,1	13,6	2,8	11,5	3,6
nov.	-6,5	4,8	-11,3	12,4	6,3	-3,1	3,4	14,0	-9,9	-1,2	-1,5	7,6
dic.	5,6	-2,4	7,9	87,9	71,9	87,2	34,5	8,4	23,5	5,4	2,0	14,1
2025 gen.	50,1	7,9	42,2	49,8	39,7	29,9	13,9	21,1	7,9	-3,2	-2,7	12,8
feb.	-14,5	5,1	-19,6	62,1	58,2	51,4	15,4	14,4	29,4	-1,0	-5,1	9,0
Variazioni percentuali												
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-0,3	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,8	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	5,3
2024 1° trim.	-2,6	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,6	-1,3	1,1	7,0
2° trim.	-1,4	-0,4	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,3	0,3	8,4	-8,5	-1,1	4,6
3° trim.	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
4° trim.	-1,0	-0,1	-1,2	1,8	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	5,3
2024 set.	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
ott.	-0,8	-0,1	-1,0	1,2	1,2	1,7	0,8	0,5	7,9	0,2	-0,1	3,8
nov.	-0,7	0,6	-1,0	1,3	1,2	1,5	1,0	0,5	6,3	0,0	0,2	5,6
dic.	-1,0	-0,1	-1,2	1,8	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	5,3
2025 gen.	0,3	1,2	0,2	2,1	2,2	2,3	2,0	1,2	9,5	1,7	-1,0	5,9
feb.	0,4	1,9	0,1	2,3	2,4	2,5	2,2	1,4	9,9	-0,2	-1,2	6,3

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Correzione effettuata per cessioni e cartolarizzazioni (che implicano la cancellazione dal bilancio statistico delle IFM) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IFM.
3) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci dell IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.
4) Incluse le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie [2)]					Famiglie [3)]				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
		Prestiti corretti [4)]					Prestiti corretti [4)]			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2022	5.126,5	5.126,4	960,0	1.076,9	3.089,6	6.631,8	6.832,5	715,1	5.214,2	702,6
2023	5.123,2	5.138,3	907,2	1.090,3	3.125,8	6.648,1	6.866,2	731,3	5.228,8	688,0
2024	5.183,1	5.203,9	921,7	1.099,0	3.162,3	6.677,1	6.928,6	745,0	5.255,2	676,8
2024 1° trim.	5.116,5	5.132,7	885,4	1.089,6	3.141,5	6.641,9	6.873,4	738,9	5.221,4	681,6
2° trim.	5.130,7	5.148,1	902,5	1.088,0	3.140,2	6.644,8	6.880,6	737,5	5.227,1	680,1
3° trim.	5.140,2	5.162,3	912,5	1.090,1	3.137,7	6.661,4	6.899,1	742,3	5.245,1	674,0
4° trim.	5.183,1	5.203,9	921,7	1.099,0	3.162,3	6.677,1	6.928,6	745,0	5.255,2	676,8
2024 set.	5.140,2	5.162,3	912,5	1.090,1	3.137,7	6.661,4	6.899,1	742,3	5.245,1	674,0
ott.	5.144,3	5.162,7	920,8	1.088,3	3.135,3	6.660,6	6.907,1	741,8	5.240,6	678,2
nov.	5.149,8	5.166,1	919,2	1.087,3	3.143,3	6.673,8	6.918,6	741,3	5.250,4	682,1
dic.	5.183,1	5.203,9	921,7	1.099,0	3.162,3	6.677,1	6.928,6	745,0	5.255,2	676,8
2025 gen.	5.192,9	5.206,3	924,6	1.102,0	3.166,3	6.696,5	6.941,8	747,5	5.272,3	676,8
feb.	5.205,7	5.217,0	929,4	1.104,6	3.171,7	6.711,1	6.956,1	747,5	5.285,8	677,8
Transazioni										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,1	-21,3
2024	76,6	87,8	21,1	14,3	41,1	44,7	77,0	26,6	28,3	-10,1
2024 1° trim.	-2,2	0,9	-16,6	-0,6	14,9	-2,7	9,2	8,4	-6,1	-5,0
2° trim.	16,3	19,0	17,1	-0,6	-0,2	5,2	10,9	0,4	5,9	-1,1
3° trim.	18,7	22,7	13,6	4,5	0,6	20,0	20,7	7,1	17,9	-5,1
4° trim.	43,8	45,2	7,0	11,0	25,8	22,3	36,3	10,7	10,5	1,0
2024 set.	5,4	19,1	6,5	4,5	-5,6	7,7	9,1	1,8	5,9	0,0
ott.	5,9	4,8	6,5	-1,2	0,7	-0,1	9,3	3,4	-3,1	-0,4
nov.	3,4	1,0	-2,7	-1,0	7,1	14,0	12,2	1,9	9,1	3,0
dic.	34,5	39,3	3,2	13,3	18,0	8,4	14,7	5,4	4,6	-1,6
2025 gen.	13,9	5,8	2,8	4,8	6,3	21,1	15,2	3,0	17,5	0,7
feb.	15,4	13,6	4,9	3,8	6,6	14,4	15,0	1,0	13,6	-0,2
Variazioni percentuali										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 1° trim.	-0,2	0,3	-4,1	-0,2	1,0	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,1
2° trim.	0,3	0,7	-0,8	0,0	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
3° trim.	0,8	1,3	2,0	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
4° trim.	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 set.	0,8	1,3	2,0	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
ott.	0,8	1,4	2,7	0,3	0,4	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,9
nov.	1,0	1,2	2,4	0,4	0,7	0,5	0,9	3,2	0,4	-1,5
dic.	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2025 gen.	2,0	2,0	4,3	1,6	1,4	1,2	1,3	3,9	1,1	-1,1
feb.	2,2	2,2	4,9	2,1	1,5	1,4	1,5	3,7	1,3	-0,8

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci delle IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.
3) Incluse le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.
4) Correzione effettuata per cessioni e cartolarizzazioni (che implicano la cancellazione dal bilancio statistico delle IFM) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IFM.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali [2)]	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali [3)]	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali [3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
					Consistenze					
2022	639,4	6.731,2	1.783,0	45,7	2.109,0	2.793,4	1.332,5	344,5	137,2	147,2
2023	447,4	7.327,2	1.827,5	90,2	2.413,8	2.995,6	1.858,1	213,8	152,1	152,6
2024	377,9	7.836,6	1.843,9	116,5	2.588,3	3.288,0	2.688,6	230,7	140,4	135,9
2024 1° trim.	395,4	7.457,0	1.829,0	103,9	2.488,6	3.035,6	2.051,2	223,5	178,0	174,2
2° trim.	410,5	7.526,1	1.828,2	109,9	2.526,1	3.061,9	2.243,8	300,1	182,6	176,5
3° trim.	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.490,4	247,2	184,9	188,5
4° trim. (p)	377,9	7.836,6	1.843,9	116,5	2.588,3	3.288,0	2.688,6	230,7	140,4	135,9
2024 set.	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.490,4	247,2	184,9	188,5
ott.	445,4	7.753,4	1.832,3	115,7	2.561,1	3.244,3	2.599,6	261,2	169,6	172,2
nov.	424,2	7.805,9	1.839,8	115,9	2.575,6	3.274,6	2.641,7	309,9	176,8	164,0
dic.	377,9	7.836,6	1.843,9	116,5	2.588,3	3.288,0	2.688,6	230,7	140,4	135,9
2025 gen.	404,5	7.924,8	1.839,9	117,4	2.592,0	3.375,6	2.764,0	210,3	163,2	146,6
feb. (p)	425,5	7.954,0	1.841,5	118,5	2.599,6	3.394,4	2.828,6	217,6	196,1	159,7
					Transazioni					
2022	-93,4	51,9	-88,8	-4,6	13,2	132,2	-69,0	-206,2	10,4	18,0
2023	198,2	324,3	25,2	40,0	227,0	32,1	457,2	-229,7	17,1	9,0
2024	-69,1	286,8	16,3	26,2	164,2	80,1	564,8	3,6	-11,7	-16,7
2024 1° trim.	-51,7	109,9	4,1	13,6	88,4	3,7	137,2	13,9	25,9	21,5
2° trim.	15,7	42,8	-0,8	6,0	31,8	5,8	149,4	53,0	4,6	2,3
3° trim.	-7,7	64,1	7,5	4,4	38,2	14,0	173,8	-31,3	2,4	12,0
4° trim. (p)	-25,4	70,1	5,5	2,2	5,7	56,7	104,3	-32,0	-44,5	-52,6
2024 set.	-16,4	31,9	11,1	1,6	12,8	6,4	61,6	35,0	-8,3	17,8
ott.	42,5	11,3	-3,0	1,4	5,2	7,6	42,1	-10,4	-15,3	-16,3
nov.	-21,5	5,4	5,5	0,2	-0,5	0,2	10,5	64,6	7,2	-8,2
dic.	-46,5	53,5	3,0	0,6	1,0	48,8	51,7	-86,2	-36,3	-28,1
2025 gen.	26,5	22,7	-3,9	1,8	5,7	19,1	1,1	-13,6	22,8	10,6
feb. (p)	21,2	7,7	1,4	1,1	6,4	-1,3	33,8	21,1	32,9	13,2
					Variazioni percentuali					
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,5	-	-	-7,7	-10,9
2024 1° trim.	-31,8	5,0	1,4	89,7	11,7	0,6	-	-	18,6	7,1
2° trim.	-16,1	4,4	0,7	78,5	9,8	0,9	-	-	9,6	4,3
3° trim.	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,6	-	-	20,5	15,4
4° trim. (p)	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,5	-	-	-7,7	-10,9
2024 set.	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,6	-	-	20,5	15,4
ott.	0,6	3,6	0,1	47,0	8,3	0,8	-	-	5,5	13,7
nov.	0,2	3,4	0,7	37,4	7,6	0,8	-	-	5,7	1,2
dic.	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,5	-	-	-7,7	-10,9
2025 gen.	-10,0	3,2	0,6	23,5	5,4	2,3	-	-	0,0	-8,2
feb. (p)	-1,0	3,1	0,6	19,0	5,0	2,5	-	-	18,5	-7,9

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
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 4° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 1° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2° trim.	-3,5	.	.	.	.	-1,6
3° trim.	-3,2	.	.	.	.	-1,4

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
2020	46,6	46,1	12,7	12,9	15,4	0,5	53,6	48,9	10,7	6,0	1,5	25,1	4,7
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2023 4° trim.	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2024 1° trim.	46,0	45,2	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,8	22,4	5,3
2° trim.	46,2	45,4	13,3	12,3	14,7	0,8	49,6	44,4	9,9	5,9	1,8	22,6	5,3
3° trim.	46,4	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,6	44,5	9,9	6,0	1,9	22,7	5,1

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
2020	96,5	3,1	14,5	78,8	53,9	38,8	42,6	11,1	85,4	18,7	30,7	47,1	94,8	1,6
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,5	2,6	13,1	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,8	16,0	28,4	45,2	88,5	1,0
2023	87,4	2,4	12,2	72,8	49,3	35,9	38,1	7,9	79,5	15,0	28,1	44,3	86,6	0,8
2023 4° trim.	87,4	2,4	12,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 1° trim.	87,9	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	88,2	2,2	11,9	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,2	2,2	11,8	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL [2)]	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	12,9	5,5	2,2	2,5	2,0	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,2	9,5
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,2	5,0
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7
2023	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2023 4° trim.	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2024 1° trim.	-1,4	1,8	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	-2,6	2,6
2° trim.	-0,6	1,6	-0,3	-0,5	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	-0,1	-2,0	2,8
3° trim.	-0,2	1,4	0,0	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-1,6	3,0

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

6.5 Titoli del debito pubblico [1)]

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

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

Fonte: BCE.
1) Dati registrati al valore nominale e non consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.
2) Esclusi pagamenti futuri su titoli di debito non ancora in essere e rimborsi anticipati.
3) Vita residua a fine periodo.
4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Croazia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2020	-9,0	-4,4	-5,4	-4,9	-9,6	-9,9	-8,9	-7,2	-9,4	-5,6
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-6,9	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,6
2023	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2023 4° trim.	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2024 1° trim.	-4,1	-2,7	-3,0	1,4	-0,6	-3,7	-5,6	-0,8	-6,6	3,7
2° trim.	-4,2	-2,6	-3,5	1,9	0,3	-3,3	-5,7	-1,7	-6,1	4,3
3° trim.	-4,5	-2,6	-3,1	5,0	1,1	-3,2	-6,0	-2,0	-5,1	4,2
	Debito pubblico									
2020	111,2	68,0	19,1	57,0	209,4	119,3	114,8	86,5	154,3	113,6
2021	108,4	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,7	78,2	145,7	96,5
2022	102,6	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,2	68,5	138,3	81,0
2023	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2023 4° trim.	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	110,0	61,8	134,8	73,6
2024 1° trim.	106,6	62,6	24,1	42,5	161,8	106,3	110,8	62,0	135,2	72,6
2° trim.	106,6	61,9	23,8	42,7	160,0	105,3	112,4	60,0	136,9	70,5
3° trim.	105,6	62,4	24,0	42,2	158,2	104,3	113,8	59,7	136,3	69,7

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
	Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2020	-4,1	-6,3	-3,1	-8,7	-3,6	-8,2	-5,8	-7,7	-5,3	-5,5
2021	-7,2	-1,1	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2023 4° trim.	-2,4	-0,7	-0,8	-4,6	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024 1° trim.	-1,9	-0,6	-0,1	-3,8	-0,3	-2,8	0,9	-2,0	-5,1	-3,5
2° trim.	-1,8	-0,9	-0,1	-3,5	-0,4	-3,3	1,2	-2,0	-5,5	-4,1
3° trim.	-1,1	-1,4	0,0	-2,9	-0,3	-3,7	1,0	-1,8	-4,6	-4,7
	Debito pubblico									
2020	44,0	45,9	24,5	48,7	53,3	83,2	134,1	80,2	58,4	75,4
2021	45,9	43,3	24,4	49,6	50,4	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,6	49,4	48,3	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	78,6	97,9	68,4	56,1	77,1
2023 4° trim.	45,0	37,3	25,6	47,7	45,2	78,6	97,9	68,4	56,1	77,3
2024 1° trim.	46,3	39,1	27,1	47,3	44,0	80,9	99,4	70,0	60,6	78,1
2° trim.	46,4	37,4	26,8	46,4	43,3	82,9	100,7	69,5	60,4	80,1
3° trim.	47,7	38,4	26,6	45,3	42,2	83,2	97,5	66,9	60,3	81,5

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2025

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 16 aprile 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-01-25-045-IT-N (online)