



BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 2 / 2025



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Quadro generale	3
1 Contesto esterno	9
2 Attività economica	16
3 Prezzi e costi	23
4 Andamenti del mercato finanziario	30
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	36
6 Andamenti della finanza pubblica	42
Riquadri	46
1 Investimenti delle imprese: le ragioni alla base del ritardo dell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti	46
2 Le esportazioni dell'area dell'euro hanno perso il treno della tecnologia?	52
3 La crescente domanda di energia per l'intelligenza artificiale e il suo impatto sui prezzi delle materie prime	58
4 Usare gli annunci degli utili agli investitori per prevedere la domanda di lavoro nell'area dell'euro	62
5 Dinamica delle locazioni nell'area dell'euro: informazioni desunte dall'indagine CES	66
6 Analisi dell'andamento relativo dell'inflazione dei beni e dei servizi	73
7 Indicazioni fornite da banche e imprese sulle condizioni creditizie nell'area dell'euro: un confronto basato sulle indagini della BCE	78
8 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 23 ottobre 2024 al 4 febbraio 2025	83
Articolo	89
1 Andamenti del recente ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro	89
Riquadro 1 Determinanti fondamentali dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro	102

Riquadro 2 Relazione tra i prezzi delle abitazioni e i canoni di
locazione: indicazioni per l'area dell'euro

104

Statistiche

S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

Nella riunione del 6 marzo 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, ossia 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 sostanzialmente le aspettative degli esperti, e le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2025 dagli esperti della BCE sono strettamente in linea con le prospettive di inflazione precedenti. Attualmente gli esperti collocano l'inflazione complessiva, in media, al 2,3 per cento nel 2025, all'1,9 nel 2026 e al 2,0 nel 2027. La revisione al rialzo dell'inflazione complessiva per il 2025 riflette una più vigorosa dinamica dei prezzi dei beni energetici. Per l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare gli esperti anticipano una media del 2,2 per cento nel 2025, del 2,0 nel 2026 e dell'1,9 nel 2027.

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. L'inflazione interna rimane elevata, principalmente perché salari e prezzi in determinati settori si stanno ancora adeguando con considerevole ritardo al passato incremento dell'inflazione. La crescita delle retribuzioni è in fase di moderazione, in linea con le attese, e i profitti ne stanno parzialmente attenuando l'impatto sull'inflazione.

La politica monetaria risulta essere sensibilmente meno restrittiva, poiché le riduzioni dei tassi di interesse rendono meno onerosi i nuovi prestiti a imprese e famiglie e il credito accelera. Al tempo stesso, l'allentamento delle condizioni di finanziamento è contrastato dai passati rialzi dei tassi di interesse, che si stanno ancora trasmettendo ai crediti in essere, e il volume dei prestiti resta nel complesso contenuto. L'economia fronteggia persistenti difficoltà e gli esperti hanno nuovamente corretto al ribasso le proiezioni di crescita: allo 0,9 per cento per il 2025, all'1,2 per il 2026 e all'1,3 per il 2027. Le revisioni al ribasso per il 2025 e per il 2026 riflettono la diminuzione delle esportazioni e la perdurante debolezza degli investimenti, che risentono in parte dell'elevata incertezza sulle politiche commerciali e su quelle economiche più in generale. L'aumento dei redditi reali e il graduale venir meno degli effetti dei rialzi passati dei tassi di interesse si confermano le principali determinanti alla base dell'atteso incremento della domanda nel corso del tempo.

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 crescente incertezza, per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, il Consiglio seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite 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

L'economia dell'area dell'euro avrebbe registrato un'espansione modesta nel quarto trimestre del 2024. Nei primi due mesi del 2025 sono proseguiti molti degli andamenti osservati lo scorso anno. Il settore manifatturiero continua a frenare la crescita sebbene gli indicatori basati sulle indagini congiunturali segnalino un miglioramento. L'elevata incertezza, sia interna sia internazionale, limita gli investimenti e le sfide per la competitività gravano sulle esportazioni. Al tempo stesso, il settore dei servizi mostra capacità di tenuta. Inoltre, la crescita dei redditi delle famiglie e il vigore del mercato del lavoro sostengono la graduale ripresa dei consumi, nonostante il clima di fiducia dei consumatori si confermi fragile e i tassi di risparmio elevati.

A gennaio 2025 il tasso di disoccupazione si è mantenuto sul minimo storico del 6,2 per cento e si stima che l'occupazione sia cresciuta dello 0,1 per cento nell'ultimo trimestre del 2024. La domanda di manodopera è tuttavia diminuita e i risultati delle indagini recenti segnalano un incremento dell'occupazione moderato nei primi due mesi del 2025.

Livelli persistentemente elevati di incertezza sul piano geopolitico e delle politiche economiche e commerciali dovrebbero incidere negativamente sull'economia dell'area dell'euro, in particolare su investimenti ed esportazioni, rallentandone la prevista ripresa dopo una crescita lievemente inferiore alle attese alla fine del 2024. Vi è forte incertezza sulle politiche sia interne sia commerciali. Anche se lo scenario di base delle proiezioni include unicamente l'impatto dei nuovi dazi sugli scambi tra gli Stati Uniti e la Cina, si ipotizza che gli effetti negativi dell'incertezza in merito alla possibilità di ulteriori variazioni delle politiche commerciali a livello mondiale, specialmente nei confronti dell'Unione europea, pesino sulle esportazioni e sugli investimenti dell'area dell'euro. Ciò, unitamente alle persistenti sfide per la competitività, determinerebbe un ulteriore calo della quota di mercato delle esportazioni dell'area. Nonostante tali circostanze sfavorevoli, permangono i presupposti per un nuovo rafforzamento della crescita del PIL dell'area nell'orizzonte temporale di proiezione. L'aumento dei salari reali e dell'occupazione in un contesto caratterizzato da un mercato del lavoro vigoroso, seppur in via di indebolimento, sosterebbe una ripresa in cui i consumi continuano a fornire un contributo fondamentale alla crescita. La domanda interna sarebbe altresì sorretta

dall'allentarsi delle condizioni di finanziamento, come suggeriscono le aspettative di mercato circa il profilo futuro dei tassi di interesse. Il mercato del lavoro continuerebbe a evidenziare una buona tenuta, con il tasso di disoccupazione che si collocherebbe in media al 6,3 per cento nel 2025 e scenderebbe lievemente al 6,2 per cento nel 2027. La produttività accelererebbe nell'orizzonte temporale di proiezione, in un contesto in cui iniziano a venir meno alcuni dei fattori ciclici che hanno portato a una riduzione nel recente passato, benché permangano sfide strutturali. Si prevede che, complessivamente, il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali sia pari allo 0,9 per cento nel 2025, per poi salire all'1,2 nel 2026 e all'1,3 nel 2027. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste al ribasso di 0,2 punti percentuali sia per il 2025 sia per il 2026, mentre sono rimaste invariate per il 2027. L'indebolimento delle prospettive è dovuto soprattutto a correzioni al ribasso dei dati relativi alle esportazioni e, in misura minore, agli investimenti, che riflettono l'impatto maggiore del previsto esercitato dall'incertezza, nonché l'aspettativa che le sfide in termini di competitività saranno verosimilmente più persistenti di quanto anticipato.

Le politiche strutturali e di bilancio accrescerebbero la produttività, la competitività e la capacità di tenuta dell'economia. L'iniziativa della Commissione europea denominata Bussola per la competitività fornisce un piano di azione concreto e le proposte in essa contenute andrebbero adottate prontamente. I governi dovrebbero assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche in linea con il quadro della governance economica dell'UE, nonché dare priorità alle riforme fondamentali e agli investimenti strategici volti a favorire la crescita.

Inflazione

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi si è collocata al 2,4 per cento a febbraio 2025, rispetto al 2,5 di gennaio e il 2,4 di dicembre 2024. L'inflazione della componente energetica si è ridotta allo 0,2 per cento, dopo il forte aumento all'1,9 di gennaio, dallo 0,1 di dicembre. Per contro, l'inflazione dei beni alimentari è aumentata al 2,7 per cento, rispetto al 2,3 di gennaio e il 2,6 di dicembre. L'inflazione dei beni è salita allo 0,6 per cento, mentre quella dei servizi è diminuita al 3,7 per cento, a fronte del 3,9 di gennaio e del 4,0 di dicembre.

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, che segue da vicino l'andamento della componente dei servizi, è diminuita a gennaio 2025. Resta però elevata, poiché i salari e i prezzi di alcuni servizi si stanno ancora adeguando con considerevole ritardo al passato incremento dell'inflazione. Allo stesso tempo, le recenti contrattazioni salariali indicano una perdurante moderazione delle pressioni sul costo del lavoro.

L'inflazione complessiva misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è aumentata negli ultimi mesi ma dovrebbe moderarsi lievemente nel corso

del 2025, per poi diminuire e attestarsi a partire dal primo trimestre del 2026 intorno all'obiettivo del 2 per cento previsto dal Consiglio direttivo. All'inizio dell'orizzonte di proiezione, effetti base al rialzo nella componente energetica e un aumento della componente relativa ai beni alimentari compenserebbero sostanzialmente l'impatto al ribasso esercitato dal calo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX). Il rincaro delle materie prime energetiche al volgere dell'anno eserciterà un effetto di trascinamento sul tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia nel 2025. Pur assumendo che i corsi del petrolio e del gas diminuiscano in linea con le quotazioni dei contratti future, l'inflazione dei beni energetici rimarrà verosimilmente positiva, seppur inferiore alla media storica, nell'intero orizzonte temporale di proiezione. Essa aumenterebbe nel 2027 per effetto dell'introduzione di nuove misure di mitigazione del cambiamento climatico. L'inflazione della componente alimentare aumenterebbe fino alla metà del 2025, sospinta principalmente dai recenti forti rincari delle materie prime alimentari, per poi scendere a una media del 2,2 per cento nel 2027. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari comincerebbe a diminuire agli inizi del 2025, in un contesto in cui si esaurirebbero gli effetti del ritardo nella revisione dei prezzi, si attenuerebbero le pressioni salariali e l'impatto del passato inasprimento della politica monetaria continuerebbe a trasmettersi ai prezzi al consumo. Tale diminuzione sarebbe da ricondurre principalmente al calo dell'inflazione dei servizi, che finora è stata relativamente persistente. Complessivamente, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari scenderebbe dal 2,2 per cento nel 2025 all'1,9 nel 2027. La crescita salariale continuerebbe a diminuire rispetto ai valori attualmente ancora elevati con l'attenuarsi delle pressioni indotte dalla compensazione dell'inflazione. Unitamente alla prevista ripresa della crescita della produttività, ciò determinerebbe un rallentamento significativo del costo del lavoro per unità di prodotto. Di conseguenza, ci si attende che le spinte interne sui prezzi continuino a ridursi, in presenza di una ripresa dei margini di profitto nel periodo in esame. Le pressioni esterne sui prezzi, riflesse nei prezzi all'importazione, rimarrebbero moderate nell'ipotesi che l'UE mantenga invariate le proprie politiche in materia di dazi commerciali. Rispetto alle proiezioni dello scorso dicembre, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2025, a causa di ipotesi di prezzi più elevati delle materie prime energetiche e del deprezzamento dell'euro, mentre sono state corrette lievemente al ribasso per il 2027 in ragione delle prospettive leggermente meno favorevoli per la componente energetica alla fine dell'orizzonte temporale considerato.

In sintesi, l'ipotesi di un maggiore incremento dei prezzi dell'energia ha indotto gli esperti a rivedere al rialzo le proiezioni dell'inflazione complessiva per il 2025. Allo stesso tempo, gli esperti si attendono che l'inflazione di fondo continui a diminuire, in un contesto in cui le pressioni sul costo del lavoro si allentano ulteriormente e il passato inasprimento della politica monetaria seguita a incidere sui prezzi. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continuano a collocarsi prevalentemente intorno al 2 per cento. Tutti questi fattori sosterranno il ritorno durevole dell'inflazione all'obiettivo fissato dal Consiglio direttivo.

Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica restano orientati al ribasso. L'acuirsi delle tensioni commerciali ridurrebbe la crescita dell'area dell'euro frenando le esportazioni e indebolendo l'economia mondiale. Le perduranti incertezze sulle politiche commerciali a livello mondiale potrebbero comprimere gli investimenti. Le tensioni geopolitiche, come la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente, rimangono inoltre fra le principali fonti di incertezza. La crescita potrebbe risultare inferiore se gli effetti ritardati dell'inasprimento della politica monetaria durassero più a lungo delle attese. Allo stesso tempo, essa potrebbe rivelarsi superiore se le migliori condizioni di finanziamento e il calo dell'inflazione consentissero un più rapido recupero dei consumi e degli investimenti interni. Un incremento della spesa per la difesa e le infrastrutture potrebbe inoltre contribuire alla crescita.

L'aumento delle frizioni nel commercio internazionale accentua l'incertezza sulle prospettive di inflazione nell'area dell'euro. Il generale inasprirsi delle tensioni commerciali potrebbe determinare un deprezzamento dell'euro e un incremento dei costi delle importazioni, esercitando spinte al rialzo sull'inflazione. Allo stesso tempo, la minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro per effetto di dazi più elevati e un reindirizzamento verso l'area di esportazioni provenienti da paesi con eccesso di capacità produttiva imprimerebbero pressioni al ribasso sull'inflazione. Le tensioni geopolitiche danno luogo a rischi di inflazione nelle due direzioni per quanto riguarda i mercati dell'energia, la fiducia dei consumatori e gli investimenti delle imprese. I fenomeni meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica, potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari oltre le aspettative. L'inflazione potrebbe collocarsi su livelli più elevati se i salari o i profitti aumentassero più di quanto anticipato. Un rialzo della spesa per la difesa e le infrastrutture potrebbe far aumentare l'inflazione tramite gli effetti sulla domanda aggregata. Tuttavia l'inflazione potrebbe sorprendere al ribasso se la politica monetaria frenasse la domanda in misura superiore alle attese.

Condizioni finanziarie e monetarie

Nell'area dell'euro i tassi di interesse di mercato sono diminuiti dopo la riunione del 30 gennaio 2025 del Consiglio direttivo, per poi aumentare nel periodo precedente la riunione del 6 marzo, di riflesso alla revisione delle prospettive per le politiche di bilancio. Le riduzioni dei tassi di interesse stanno gradualmente rendendo meno oneroso l'indebitamento per imprese e famiglie e i prestiti stanno accelerando. Al tempo stesso, l'allentamento delle condizioni di finanziamento è contrastato dai passati rialzi dei tassi di interesse, che si stanno ancora trasmettendo ai crediti in essere, e il volume dei prestiti resta nel complesso contenuto.

Il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti alle imprese è sceso al 4,2 per cento a gennaio 2025, dal 4,4 di dicembre 2024. Per contro, il costo del debito emesso sul mercato per le imprese è salito al 3,7 per cento, superando di 0,2 punti percentuali il

livello di dicembre. Nello stesso periodo il tasso di interesse medio sui nuovi mutui è diminuito al 3,3 per cento, dal 3,4.

La crescita dei prestiti bancari alle imprese è salita al 2,0 per cento a gennaio, dall'1,7 di dicembre, sulla scorta di un moderato flusso mensile dei nuovi prestiti. Il tasso di incremento dei titoli di debito emessi dalle imprese è aumentato al 3,4 per cento sul periodo corrispondente. L'erogazione di mutui ha continuato ad aumentare gradualmente, ma è rimasta nel complesso contenuta, registrando un tasso di crescita sui dodici mesi dell'1,3 per cento.

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 2,50, al 2,65 e al 2,90 per cento, con effetto dal 12 marzo 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 6 marzo 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, ossia 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 crescente incertezza, per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, il Consiglio seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite 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.

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.

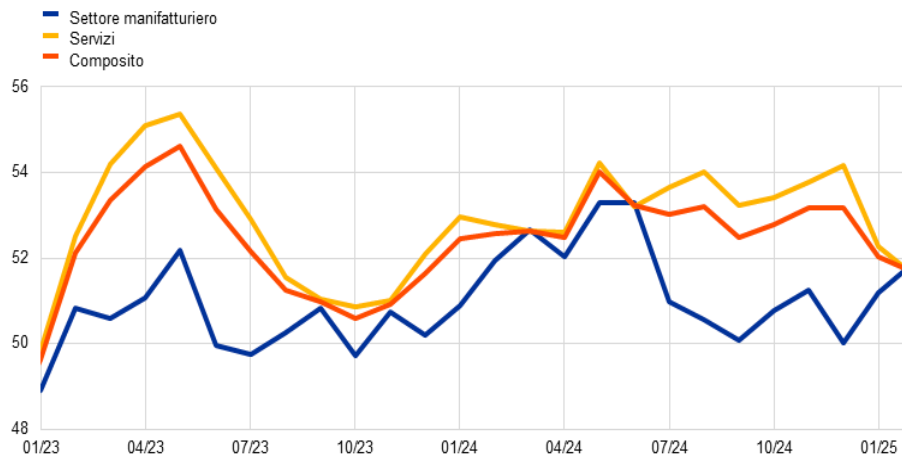
Nel periodo in esame, compreso tra il 30 gennaio e il 5 marzo, l'attività economica mondiale ha continuato a espandersi a un ritmo stabile, anche se le recenti politiche commerciali statunitensi lasciano presagire circostanze sfavorevoli in futuro. La crescita del commercio mondiale si è attenuata alla fine del 2024, mentre i dazi statunitensi stanno mettendo a rischio le reti commerciali esistenti. Le prospettive per la crescita e il commercio mondiali, rispecchiate nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2025, sono state riviste al ribasso a causa dei dazi introdotti di recente negli Stati Uniti e dell'elevata incertezza sulle politiche commerciali. L'inflazione complessiva nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è lievemente aumentata a causa del rincaro dei beni energetici e alimentari, mentre l'inflazione di fondo ha continuato a diminuire. Se da un lato nelle principali economie avanzate ed emergenti ci si attende una diminuzione graduale dell'inflazione complessiva nell'orizzonte temporale di proiezione (2025-2027), dall'altro le proiezioni sull'inflazione complessiva sono state riviste al rialzo per il 2025 per tenere conto della trasmissione dei dazi ai prezzi al consumo negli Stati Uniti e, in misura minore, in Cina. Nel complesso, i recenti annunci di policy negli Stati Uniti accrescono significativamente l'incertezza delle prospettive.

La crescita dell'attività mondiale è rimasta stabile al volgere dell'anno, ma i recenti cambiamenti nell'orientamento delle politiche commerciali degli Stati Uniti potrebbero comportare maggiori fattori avversi in futuro. Sebbene ancora in territorio espansivo, a febbraio 2025 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) è diminuito a causa di un rallentamento nel settore dei servizi (cfr. il grafico 1), che aveva rappresentato il principale fattore di crescita nella seconda metà del 2024. Il calo del clima di fiducia in tale settore è stato generalizzato nelle principali economie, ma più pronunciato negli Stati Uniti. Nel complesso, l'ultimo modello elaborato dagli esperti della BCE per la stima a brevissimo termine del PIL mondiale, che incorpora un'ampia gamma di indicatori macroeconomici oltre agli indici PMI, continua a segnalare, per il primo trimestre del 2025, una crescita stabile di circa l'1,0 per cento sul trimestre precedente. Tuttavia, le prospettive di crescita a breve termine sono offuscate dai recenti cambiamenti nella politica commerciale degli Stati Uniti, che hanno determinato non solo l'imposizione di nuovi dazi alla Cina, ma anche un aumento dell'incertezza sulle politiche commerciali, che dovrebbe frenare gli investimenti a livello mondiale.

Grafico 1

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

(indici di diffusione)



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

Le prospettive per la crescita dell'attività mondiale rimangono in previsione moderate, con un lieve calo nell'orizzonte temporale di proiezione. Le proiezioni indicano che il PIL mondiale in termini reali crescerà del 3,4 per cento nel 2025, per poi scendere al 3,2 nel 2026-2027. Sebbene la tempistica e la portata precise dei recenti annunci di politica commerciale negli Stati Uniti non siano ancora chiare, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2025 incorporano i dazi imposti dagli Stati Uniti sulle importazioni dalla Cina, entrati in vigore il 4 febbraio (ossia prima della data limite per l'aggiornamento delle proiezioni, il 19 febbraio 2025), e misure ritorsive da parte del paese asiatico¹. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, la crescita mondiale è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2025 e il 2026, poiché si prevede che i dazi imposti di recente e la maggiore incertezza sulle politiche commerciali pesino sull'attività. Nel periodo 2026-2027 il lieve calo della crescita del PIL mondiale riflette l'analogo rallentamento in Cina, in un contesto di dinamiche demografiche sfavorevoli, e negli Stati Uniti, a causa dell'impatto negativo a medio termine delle politiche interne (ad esempio, la minore immigrazione)². Per le prospettive mondiali prevalgono rischi al ribasso dovuti alla minaccia di ulteriori dazi statunitensi (ad esempio, tariffe su acciaio e alluminio e dazi sulle importazioni da Canada, Messico e Unione europea) e alle tensioni geopolitiche in atto.

¹ Il 1° febbraio 2025 gli Stati Uniti hanno annunciato un dazio aggiuntivo di 10 punti percentuali su tutte le merci cinesi, segnando una tappa significativa nella controversia commerciale in corso. Come ritorsione, la Cina ha imposto dazi su 80 prodotti statunitensi, tra cui gas naturale liquefatto (GNL), carbone e attrezzature agricole, aumentando di fatto di un punto percentuale il dazio sulle importazioni statunitensi. I dazi statunitensi sulle importazioni cinesi sono entrati in vigore il 4 febbraio e quelli ritorsivi cinesi il 10 febbraio. Inoltre, la Cina ha introdotto divieti di esportazione su metalli critici come il tellurio e il tungsteno, anch'essi entrati in vigore il 4 febbraio.

² Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2025*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 6 marzo 2025.

La crescita del commercio mondiale si è moderata alla fine del 2024 e, secondo le proiezioni, rallenterà in un contesto caratterizzato dall'impatto dei dazi, dall'elevata incertezza sulle politiche commerciali, da una composizione meno favorevole della domanda e dal venir meno della precedente

anticipazione delle importazioni. Sebbene nel primo trimestre del 2025 il lieve miglioramento del clima di fiducia nel settore manifatturiero e della produzione industriale possa sostenere la dinamica del commercio internazionale, la crescita dell'attività mondiale al volgere dell'anno è stata trainata principalmente da componenti a bassa intensità di scambi, ossia i consumi pubblici e privati. Inoltre, l'elevata incertezza sulla politica commerciale e l'allentamento più graduale della politica monetaria negli Stati Uniti dovrebbero in futuro pesare sugli investimenti, incidendo in misura sproporzionata sul commercio, in quanto gli investimenti tendono a essere ad alta intensità di scambi. L'anticipazione del commercio, che nel 2024 ha sostenuto l'interscambio mondiale in quanto le imprese, soprattutto negli Stati Uniti, hanno accumulato le importazioni di input esteri in vista di possibili turbative commerciali, dovrebbe, peraltro, gradualmente venir meno nel 2025 con l'entrata in vigore di nuovi dazi. Anche il parziale riassorbimento dell'anticipazione delle importazioni dovrebbe pesare sulla domanda per tutto il 2025, principalmente tra le economie avanzate che hanno anticipato le importazioni dai mercati emergenti nel 2024. Infine, ci si attende che nell'orizzonte temporale di proiezione i flussi commerciali risentano in misura significativa dei dazi, sulla base delle proiezioni di marzo 2025 che comportano ampie revisioni al ribasso delle importazioni e delle esportazioni negli Stati Uniti e in Cina, per un valore cumulato in ciascuno dei paesi di 1,0-1,5 punti percentuali nel periodo 2025-2027. In tale contesto, secondo le previsioni la crescita della domanda estera nell'area dell'euro dovrebbe scendere dal 3,4 per cento nel 2024 al 3,2 nel 2025 e al 3,1 nel 2026 e 2027, con significative revisioni al ribasso rispetto alle proiezioni di dicembre 2024.

L'attuale inasprimento delle tensioni commerciali comporta rischi per l'ordinato funzionamento delle reti commerciali esistenti. Le prospettive per il commercio sono offuscate dall'incertezza, in quanto il protezionismo potrebbe ostacolare significativamente i flussi transfrontalieri. I dazi statunitensi su Canada e Messico interesserebbero circa un terzo delle importazioni statunitensi totali di beni e circa tre quarti del totale dei beni esportati da Canada e Messico, con un impatto probabilmente amplificato dalla natura interconnessa delle catene di approvvigionamento in tutto il Nord America³. Il 10 febbraio l'amministrazione statunitense ha annunciato un dazio del 25 per cento sull'acciaio e sull'alluminio che entrano negli Stati Uniti, con effetto dal 12 marzo⁴. Nonostante l'esigua quota di tali beni nelle importazioni statunitensi (2 per cento), si prevedono conseguenze

³ Il 1° febbraio il Presidente degli Stati Uniti ha firmato ordini esecutivi che impongono dazi su Canada e Messico, con effetto dal 4 febbraio. L'attuazione è stata successivamente sospesa per un mese (fino al 4 marzo). Il 6 marzo l'amministrazione statunitense ha annunciato una sospensione temporanea dei dazi sui beni conformi all'accordo tra Stati Uniti, Messico e Canada (United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA), in vigore fino al 2 aprile.

⁴ I due nuovi annunci prevedono il ripristino dell'intera tariffa del 25 per cento sull'acciaio e un aumento dei dazi sull'alluminio dal 10 al 25 per cento. A tal fine, l'amministrazione statunitense ha revocato tutte le esenzioni approvate che erano state concesse durante il primo mandato presidenziale di Trump. Ciò significa che i paesi che avevano negoziato esenzioni saranno probabilmente i più colpiti da questi nuovi dazi statunitensi. Inoltre, il dazio del 25 per cento è stato esteso ai prodotti derivati in acciaio e alluminio.

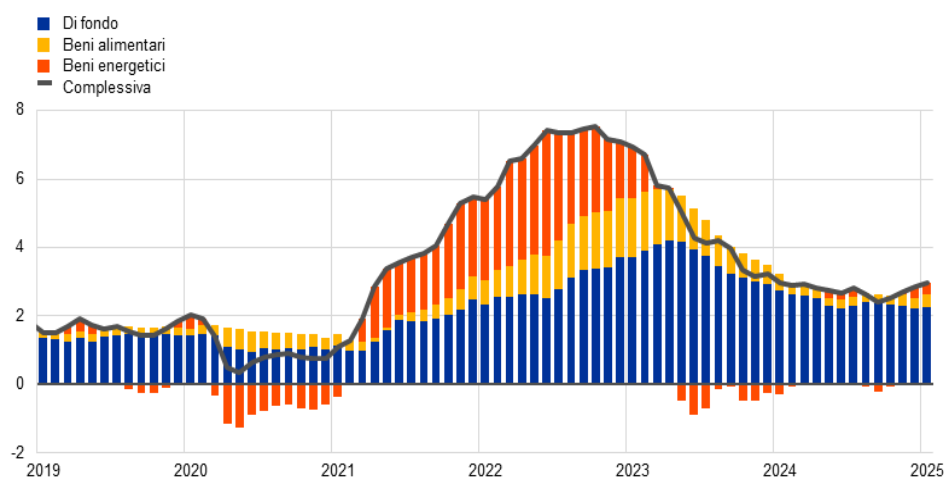
negative per i consumatori e le industrie statunitensi situate a valle nelle catene di approvvigionamento (ad esempio l'industria automobilistica). Inoltre, il 12 febbraio il Presidente Trump ha incaricato i suoi consulenti di elaborare un articolato piano di dazi reciproci e il 18 febbraio ha annunciato dazi globali su autovetture, prodotti farmaceutici e semiconduttori. Il 21 febbraio si è pronunciato a favore di una revisione dei dazi dei partner commerciali sui servizi digitali statunitensi, il 26 febbraio ha annunciato un dazio del 25 per cento sulle importazioni europee e il 27 febbraio un ulteriore aumento tariffario del 10 per cento nei confronti della Cina.

L'inflazione complessiva nei paesi membri dell'OCSE è aumentata, in un contesto caratterizzato da un lieve aumento dell'inflazione di fondo. A gennaio 2025 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) è salito al 3,0 per cento, in rialzo rispetto al 2,9 del mese precedente (cfr. il grafico 2). L'aumento dell'inflazione complessiva misurata sull'IPC è in parte riconducibile ai rincari dei beni energetici, mentre i prezzi dei beni alimentari hanno fornito un contributo sostanzialmente stabile. L'inflazione di fondo misurata sull'IPC, che esclude i prezzi dei beni energetici e alimentari, è lievemente aumentata, collocandosi al 3,1 per cento.

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 gennaio 2025.

Nonostante il recente aumento nei paesi dell'OCSE, l'inflazione misurata sull'IPC in un gruppo più ampio di paesi avanzati ed emergenti dovrebbe mantenersi su una traiettoria discendente nell'orizzonte temporale di proiezione. Sebbene il processo di disinflazione nei paesi dell'OCSE sembri essersi arrestato alla fine del 2024, l'inflazione misurata sull'IPC in un gruppo più ampio di paesi avanzati ed emergenti, secondo le proiezioni di marzo 2025, dovrebbe diminuire gradualmente, passando dal 4,2 per cento nel 2024 al 2,5 nel 2027⁵.

⁵ Le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE comprendono un insieme più ampio di paesi, in particolare i grandi mercati emergenti (ad esempio Cina, India, Brasile e Russia) di cui non si tiene conto nel calcolo dell'inflazione misurata sull'IPC nei paesi dell'OCSE.

L'indebolimento dei mercati del lavoro nei vari paesi dell'OCSE dovrebbe ridurre l'inflazione dei salari nominali, consentendo all'inflazione complessiva misurata sull'IPC di convergere gradualmente verso gli obiettivi delle banche centrali. Rispetto alle proiezioni di dicembre 2024, l'inflazione complessiva misurata sull'IPC in un gruppo più ampio di paesi avanzati ed emergenti dovrebbe aumentare nel 2025, di riflesso alla trasmissione dei dazi ai prezzi al consumo negli Stati Uniti e, in misura minore, in Cina. Per il 2026 e il 2027 l'inflazione misurata sull'IPC nelle economie mondiali è stata rivista al ribasso, poiché l'impatto al rialzo dei dazi è più che compensato da altri fattori, principalmente le revisioni verso il basso dell'inflazione misurata sull'IPC in Cina, che ha riflesso la deflazione radicata dei prezzi alla produzione in un contesto di persistente eccesso di offerta.

Nel periodo in esame le quotazioni del greggio di qualità Brent sono diminuite del 5 per cento, mentre quelle del gas in Europa hanno subito ribassi del 12 per cento. I timori circa l'impatto delle controversie commerciali sull'attività mondiale hanno esercitato pressioni al ribasso sui corsi petroliferi, ulteriormente acuite da un

accumulo inatteso di scorte di greggio statunitensi, a indicare una domanda di petrolio più debole del previsto negli Stati Uniti. I prezzi del gas in Europa hanno registrato una forte volatilità, in quanto temperature più rigide e una bassa produzione di energia rinnovabile hanno inizialmente determinato un incremento dei prezzi dovuto all'aumento della quantità di gas consumata per il riscaldamento e per generare energia elettrica. Tuttavia, i prezzi a pronti del gas sono diminuiti a seguito degli annunci sui negoziati di pace per l'Ucraina. Le pressioni al ribasso sui prezzi sono state inoltre corroborate dalle condizioni meteorologiche più miti e dal reindirizzamento delle petroliere che trasportano gas non liquefatto verso l'Europa. I prezzi dei metalli sono aumentati del 2 per cento, principalmente per effetto degli acquisti precauzionali effettuati dagli operatori con sede negli Stati Uniti a seguito degli annunci del 10 febbraio relativi ai dazi sull'acciaio e sull'alluminio, nonché delle minacce di imporre tariffe sulle importazioni di rame mosse il 25 febbraio. Infine, i prezzi dei prodotti alimentari sono diminuiti del 2 per cento, con una lieve correzione al ribasso dei prezzi del cacao dopo l'impennata alla fine del 2024 e all'inizio del 2025.

Le proiezioni formulate dagli esperti della BCE del 25 marzo prevedono che l'attività economica negli Stati Uniti si confermi solida nel breve periodo, trainata da una forte crescita dei consumi, anche se si accumulano rischi derivanti dalle politiche statunitensi. La crescita del PIL in termini reali nel quarto

trimestre del 2024 (0,6 per cento sul trimestre precedente) è stata trainata principalmente dai consumi privati grazie all'aumento del reddito disponibile reale, mentre gli investimenti delle imprese sono diminuiti. Per il primo trimestre del 2025 le ultime previsioni a brevissimo termine formulate dagli esperti della BCE indicano che la crescita del PIL statunitense dovrebbe rimanere robusta e collocarsi allo 0,6 per cento sul trimestre precedente. I vincoli finanziari che colpiscono i consumatori statunitensi paiono aumentare, anche se gli effetti a catena sui consumi sembrano limitati. Sebbene i casi di insolvenza delle carte di credito siano saliti al di sopra della media pre pandemica, il numero di procedure esecutive immobiliari e fallimenti dei consumatori rimane basso in termini storici e l'incidenza del servizio del debito delle famiglie rimane prossima ai livelli precedenti la pandemia. Inoltre, l'aumento

maggior parte dei casi di insolvenza delle carte di credito riguarda le famiglie a più basso reddito, che rappresentano solo il 12 per cento della spesa totale per consumi. In termini nominali, sebbene la pubblicazione dell'IPC di gennaio sia stata superiore alle attese, essa suggerisce, nel breve periodo, un calo dell'inflazione sia complessiva sia di fondo relativa alle spese per consumi personali (SPC), sostenuto anche dal recente rallentamento dell'indice dei prezzi alla produzione (IPP). Nel complesso, le principali fonti di inflazione si stanno riducendo negli Stati Uniti, dove gli indicatori del grado di tensione sul mercato del lavoro sono costantemente diminuiti, ritornando sui livelli precedenti la pandemia. Tuttavia, le prospettive per l'inflazione restano soggette a notevoli incertezze e le politiche statunitensi potrebbero rallentare ulteriormente la graduale disinflazione, poiché ci si attende che i dazi sulle importazioni statunitensi si trasferiscano ai prezzi al consumo, mentre la stretta sulle politiche di immigrazione e i rimpatri rischiano di dare nuova linfa a condizioni di tensione nel mercato del lavoro. In tale contesto, i consumatori statunitensi hanno iniziato a innalzare le proprie aspettative di inflazione a breve e a lungo termine, il che a sua volta potrebbe rallentare ulteriormente il processo disinflazionistico. Infine, nella riunione di gennaio il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere invariato il tasso sui Federal Funds, segnalando che l'adeguamento del tasso di interesse non ha carattere di urgenza, data la perdurante solidità dell'economia.

Le prospettive per la Cina stanno peggiorando, in quanto la domanda interna rimane debole e le esportazioni risentono dell'aumento dei dazi statunitensi.

Dopo la ripresa della crescita del PIL in termini reali nel quarto trimestre del 2024, gli indicatori più recenti segnalano un rallentamento dell'attività sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. A gennaio 2025 un indicatore ad alta frequenza dei consumi privati è diminuito, a indicare che lo stimolo derivante dalle precedenti misure di sostegno di bilancio è stato di breve respiro. Il clima di fiducia dei consumatori rimane persistentemente negativo, gravando quindi su una più ampia ripresa della spesa, e anche i principali indicatori del mercato immobiliare restano deboli. Sebbene si stimi che i nuovi dazi statunitensi abbiano un impatto negativo piuttosto modesto sulla crescita del PIL, un ulteriore inasprimento del conflitto tra Stati Uniti e Cina comporta rischi al ribasso, anche se ulteriori misure di stimolo fiscale, già segnalate dalle autorità cinesi a dicembre 2024, potrebbero attenuare tale impatto. Nel contempo, a gennaio l'inflazione cinese misurata sull'IPC è salita allo 0,5 per cento, mentre quella calcolata sull'IPP è rimasta in territorio negativo (-2,3 per cento). L'inflazione di fondo misurata sull'IPC (al netto della componente alimentare ed energetica) è salita lievemente, allo 0,6 per cento a gennaio, in rialzo dallo 0,4 del mese precedente, principalmente a causa di un temporaneo aumento dei prezzi dei servizi a seguito della ripresa dell'attività, coadiuvata dal maggiore sostegno fiscale ai consumi. Nel complesso, il ristagno della domanda interna e la sovrapproduzione stanno alimentando una forte concorrenza sui prezzi tra le imprese, che implica pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo.

L'attività nel Regno Unito rimane modesta in un contesto di inflazione persistente.

Nel quarto trimestre del 2024 il PIL in termini reali è cresciuto in misura modesta (0,1 per cento sul trimestre precedente), in un contesto in cui la domanda

privata e l'interscambio netto hanno fornito contributi negativi, in parte compensati dall'impatto positivo delle scorte e dall'aumento della spesa pubblica. La debolezza degli indicatori di breve periodo relativi alla domanda privata suggerisce che la crescita potrebbe continuare a essere modesta anche nel 2025. A gennaio 2025 l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è salita al 3,0 per cento, in rialzo dal 2,5 di dicembre 2024, trainata principalmente dall'inflazione dei beni alimentari. L'inflazione complessiva misurata sull'IPC dovrebbe rimanere elevata per tutto il 2025, sostenuta dagli aumenti dei prezzi dell'energia e dalle variazioni dei prezzi regolamentati, nonché dall'impatto delle politiche governative annunciate nel bilancio d'autunno 2024 (ad esempio, un aumento del tasso dei contributi previdenziali nazionali a carico dei datori di lavoro). Nella riunione di febbraio la Bank of England ha abbassato il tasso di riferimento di 25 punti base, ritenendo che le pressioni interne sui prezzi siano rimaste stabili e che il recente aumento dell'inflazione complessiva misurata sull'IPC non indurrà ulteriori effetti di secondo impatto sulle pressioni inflazionistiche di fondo interne.

Le informazioni disponibili alla data di ultimo aggiornamento dei dati indicano che, nel quarto trimestre del 2024, l'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,1 per cento, dopo un'espansione dello 0,4 per cento nel terzo trimestre, in un contesto caratterizzato da una crescente domanda interna e da una contrazione delle esportazioni. L'occupazione è aumentata dello 0,1 per cento nel quarto trimestre, allo stesso ritmo del PIL. Si stima che l'attività industriale abbia continuato a diminuire nei vari settori, riflettendo l'indebolimento della domanda di beni, le perdite di competitività e l'elevata incertezza. Per contro, il settore terziario ha continuato a crescere, sospinto principalmente dai servizi non di mercato. I dati delle indagini indicano una crescita moderata all'inizio dell'anno. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per i servizi è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al quarto trimestre, continuando a segnalare una crescita. Al contempo, quello relativo al settore manifatturiero è recentemente migliorato, pur indicando ancora un calo della produzione. Ulteriori difficoltà potrebbero derivare da un crescente protezionismo e da misure distorsive per gli scambi commerciali, che potrebbero incidere in modo sproporzionato sul comparto manifatturiero rispetto ad altri settori dell'economia. Malgrado l'indebolimento registrato negli ultimi mesi, il mercato del lavoro continua a mostrarsi robusto. In prospettiva, l'elevato livello di incertezza e le perduranti perdite di competitività probabilmente limiteranno in qualche misura la velocità della ripresa dell'economia dell'area dell'euro. Tuttavia, la ripresa prevista dovrebbe essere sostenuta da redditi più elevati e costi di indebitamento inferiori.

Questo scenario si riflette sostanzialmente nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2025 dagli esperti della BCE, che prevedono una crescita del PIL in termini reali dello 0,9 per cento nel 2025, dell'1,2 per cento nel 2026 e dell'1,3 per cento nel 2027⁶.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nel quarto trimestre del 2024 il PIL reale è aumentato lievemente dello 0,1 per cento in termini congiunturali (cfr. il grafico 3)⁷. Ciò significa che il prodotto è aumentato in tutti i trimestri dell'anno.

Di conseguenza, si stima che nel 2024 il PIL sia aumentato dello 0,7 per cento, un miglioramento rispetto al 2023, durante il quale era cresciuto dello 0,4 per cento⁸. Gli indicatori di breve periodo e i dati nazionali disponibili segnalano contributi positivi da parte dei consumi privati e degli investimenti, compensati dal calo delle esportazioni nette, mentre il contributo delle variazioni nelle scorte è stato sostanzialmente nullo. Allo stesso tempo, è probabile che il settore industriale sia rimasto debole, mentre quello dei servizi abbia mostrato una maggiore capacità di tenuta. I dati del quarto

⁶ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2025*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 6 marzo 2025.

⁷ La crescita trimestrale del PIL è stata rivista al rialzo allo 0,2 per cento nelle previsioni pubblicate il 7 marzo 2025, ossia due giorni dopo la data ultima di aggiornamento dei dati inclusi in questo numero del Bollettino.

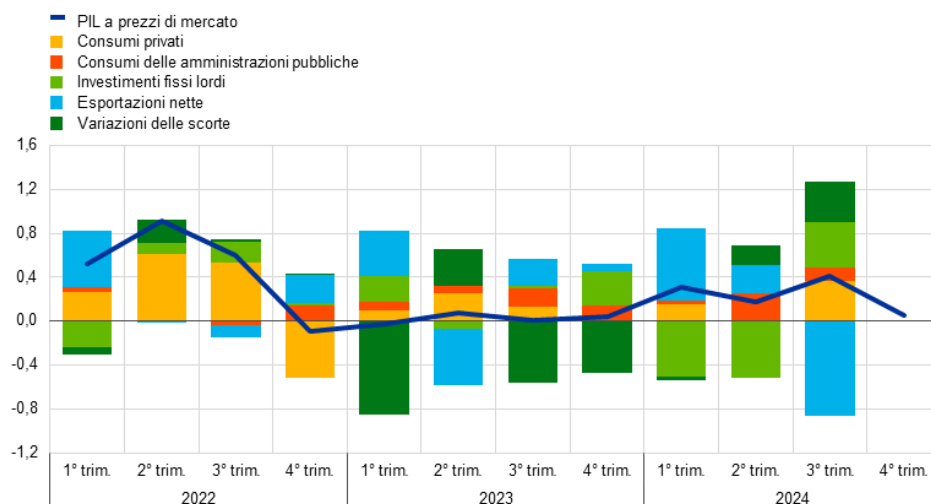
⁸ Il tasso di crescita sui dodici mesi per il 2024 si basa su dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario. I dati non corretti non sono disponibili per tutti gli Stati membri inclusi nelle stime rapide del PIL.

trimestre relativi al prodotto per l'area dell'euro determinano un effetto di trascinamento positivo sulla crescita annua del 2025⁹.

Grafico 3

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

I dati delle indagini indicano il protrarsi, nel primo trimestre del 2025, di una moderata crescita trainata dai servizi, in un contesto di elevata incertezza.

L'incertezza che caratterizza le politiche economiche, comprese quelle relative al commercio, grava sulle prospettive a breve termine. La principale fonte di incertezza sulla scena mondiale riguarda le politiche statunitensi, in particolare nei settori della sicurezza e del commercio. Un crescente protezionismo potrebbe incidere in modo sproporzionato sul comparto manifatturiero rispetto ad altri settori dell'economia. Tuttavia, l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è salito, in media, a 50,2 a gennaio e febbraio (dal 49,3 nel quarto trimestre), principalmente derivato da un incremento nel settore manifatturiero. Nonostante il recente miglioramento, l'indice del manifatturiero continua a segnalare una contrazione dell'attività, essendosi collocato al di sotto di 50 per quasi due anni (cfr. il grafico 4). Anche il PMI relativo ai nuovi ordinativi è recentemente migliorato, ma rimane al di sotto di 50, segnalando prospettive deboli per il settore dell'industria nel medio periodo. Nel settore dei servizi, il PMI rimane al di sopra della soglia di stabilità, sebbene i dati più recenti si siano collocati al di sotto della media di lungo periodo. Gli indicatori della Commissione europea relativi al clima di fiducia delle imprese mostrano un quadro sostanzialmente analogo.

⁹ Ciò implica che nel 2025 il PIL crescerebbe dello 0,3 per cento se tutti i tassi di crescita trimestrali nell'anno in corso fossero uguali a zero (ossia se il PIL trimestrale si mantenesse allo stesso livello del quarto trimestre del 2024).

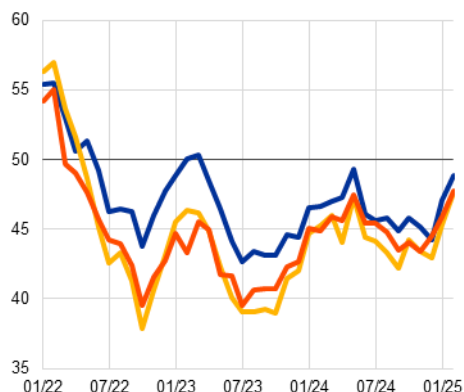
Grafico 4

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia

a) Settore manifatturiero

(indici di diffusione)

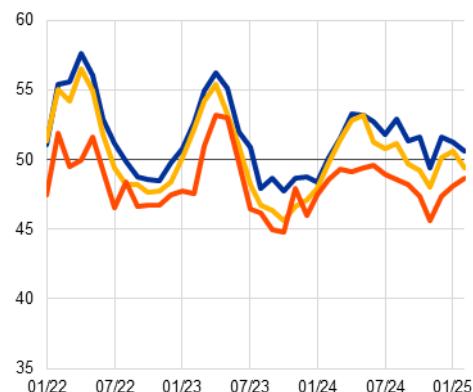
■ Prodotto
■ Nuovi ordinativi
■ Nuovi ordinativi dall'estero



b) Settore dei servizi

(indici di diffusione)

■ Attività
■ Nuovi volumi di attività
■ Nuovi ordinativi dall'estero



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2025.

Nel quarto trimestre del 2024 l'occupazione è aumentata dello 0,1 per cento.

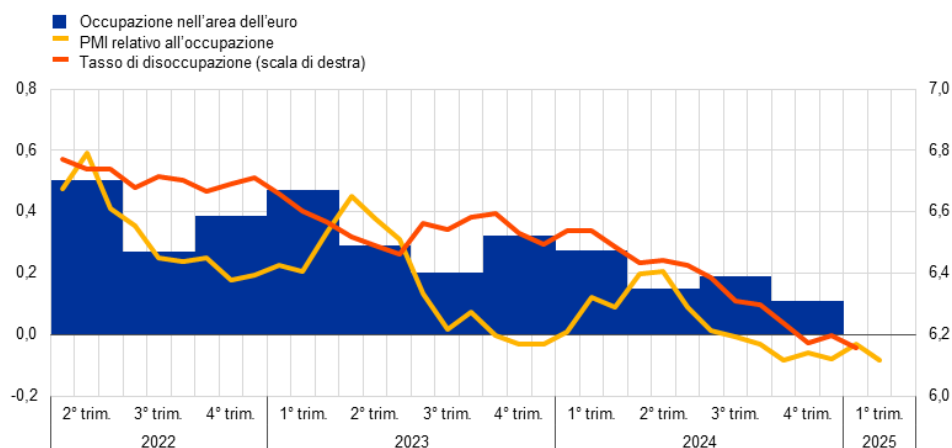
Il tasso osservato è stato inferiore a quelli registrati negli altri trimestri dell'anno (cfr. il grafico 5). Tuttavia, la crescita dell'occupazione ha mostrato una buona tenuta in relazione alla crescita del PIL, determinando un calo della produttività dello 0,1 per cento. A dicembre il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,3 per cento, 0,1 punti percentuali in più rispetto a novembre, confermandosi vicino al livello più basso dall'introduzione dell'euro. La domanda di lavoro ha registrato un lieve calo rispetto ai livelli elevati osservati dopo la pandemia, con un tasso di posti vacanti che è rimasto invariato al 2,5 per cento nel quarto trimestre, valore inferiore di 0,8 punti percentuali rispetto al massimo segnato nel secondo trimestre del 2022¹⁰.

¹⁰ Cfr. il riquadro 4 *Usare gli annunci degli utili agli investitori per prevedere la domanda di lavoro nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Grafico 5

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50, poi diviso per 10 per misurare la crescita dell'occupazione sul trimestre precedente. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024 per l'occupazione, a febbraio 2025 per il PMI relativo all'occupazione e a gennaio 2025 per il tasso di disoccupazione.

Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro suggeriscono che

l'occupazione sia rimasta stabile nel primo trimestre del 2025.

Il PMI composito mensile relativo all'occupazione è sceso da 49,7 a 49,3 tra gennaio e febbraio, suggerendo che nel primo trimestre l'occupazione sia probabilmente rimasta pressoché invariata rispetto al quarto trimestre del 2024. A febbraio l'indice PMI relativo all'occupazione per il settore dei servizi è diminuito a 50,8, dal 50,9 di gennaio, mentre per i settori manifatturiero e delle costruzioni è rimasto in territorio di contrazione.

Nel quarto trimestre del 2024 la crescita dei consumi privati si è attenuata.

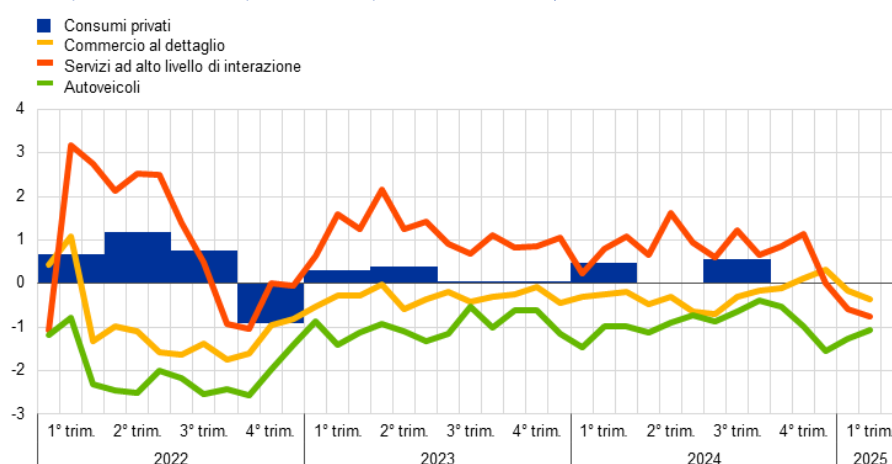
Dopo essere aumentata dello 0,7 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre del 2024 (cfr. il grafico 6), la crescita dei consumi privati si è attenuata, nel quarto, per motivi parzialmente riconducibili al venir meno dei fattori temporanei che l'avevano sorretta nel trimestre precedente, come ad esempio i giochi olimpici e paralimpici di Parigi 2024. Ciò è confermato dagli incrementi delle vendite al dettaglio e della produzione nel settore dei servizi, rispettivamente dello 0,4 e dello 0,5 per cento sul periodo precedente. I dati più recenti indicano anche una moderazione della crescita della spesa delle famiglie nel breve periodo, come si evince dalle ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE. L'indice del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è aumentato ulteriormente a febbraio, ma è rimasto nel complesso contenuto, in un contesto di incertezza ancora elevata. A febbraio gli indicatori elaborati dalla Commissione europea relativi alle aspettative espresse dalle imprese sulla domanda di servizi ad alto livello di interazione hanno continuato a diminuire, mentre l'ultima indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE mostra che gli acquisti attesi per i servizi turistici rimangono su livelli robusti, nonostante il lieve indebolimento osservato di recente. Nel contempo, le aspettative dei consumatori in

merito agli acquisti di importo rilevante nei successivi dodici mesi sono aumentate, dopo il peggioramento del mese precedente. In prospettiva, la persistente incertezza sulle politiche economiche, in particolare nel contesto degli andamenti 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 la costante crescita dei redditi da lavoro in termini reali dovrebbero sostenere i consumi nei prossimi trimestri.

Grafico 6

Consumi privati e aspettative delle imprese relative a commercio al dettaglio, servizi ad alto livello di interazione e autoveicoli

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

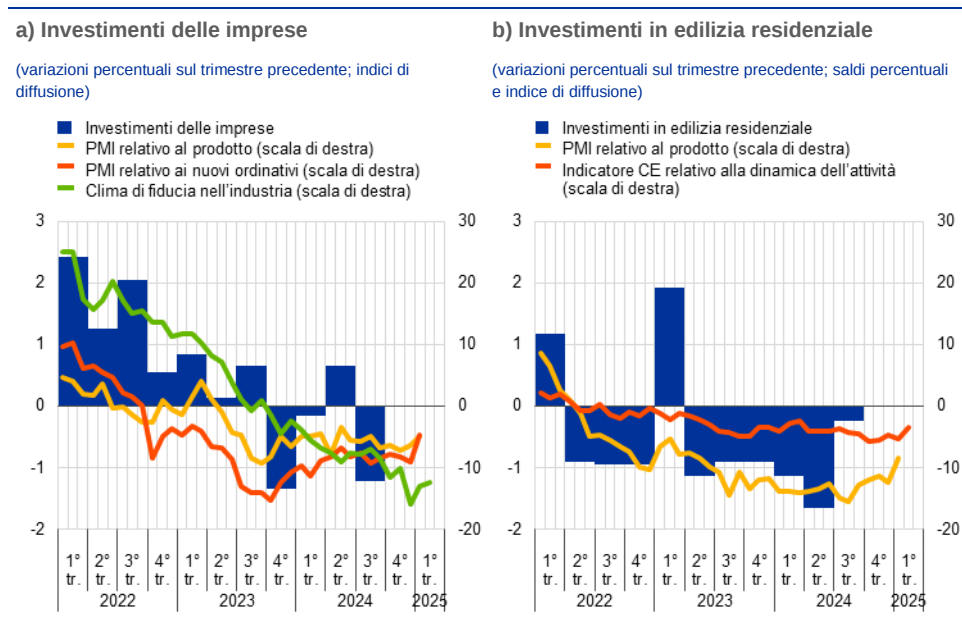
Note: le aspettative delle imprese relative al commercio al dettaglio (esclusi gli autoveicoli), alla domanda attesa di servizi ad alto livello di interazione e alle aspettative di vendita di autoveicoli si riferiscono ai tre mesi successivi; per "servizi ad alto livello di interazione" si intendono i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Per motivi legati alla disponibilità dei dati, la prima serie relativa ai servizi ad alta intensità di interazione è standardizzata sul periodo gennaio 2005-2019, mentre le altre due sul periodo 1999-2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per i consumi privati e a febbraio 2025 per le aspettative delle imprese sul commercio al dettaglio, sui servizi a elevata intensità di contatti e sugli autoveicoli.

È probabile che gli investimenti delle imprese siano rimasti contenuti intorno al volgere dell'anno, in un contesto di elevata incertezza. Dopo la marcata contrazione nel terzo trimestre del 2024, gli investimenti delle imprese (approssimati nelle contabilità nazionali dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi), dovrebbero essere lievemente aumentati nel quarto trimestre. Tuttavia, gli investimenti in attività materiali sono stati particolarmente deboli negli ultimi trimestri. Nel quarto trimestre la produzione industriale nel settore dei beni di investimento è diminuita dell'1,2 per cento sul periodo precedente, come anticipato dall'ingresso in territorio negativo degli indicatori PMI relativi al prodotto nel corso dello scorso anno e dall'indicatore del clima di fiducia nell'industria collocato su livelli osservati per l'ultima volta durante il lockdown del 2020 (cfr. il pannello a) del grafico 7). Gli investimenti immateriali continuano a crescere, anche se ben al di sotto dei tassi osservati negli Stati Uniti (cfr. il riquadro 1). I dati più recenti suggeriscono una debolezza agli inizi del 2025, in un contesto caratterizzato da elevata incertezza su un piano di geopolitica e di politica economica e commerciale. L'ultima indagine telefonica presso le imprese, l'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro e l'indagine sul credito bancario anticipano una dinamica modesta degli investimenti all'inizio

dell'anno; quest'ultima indagine ha poi anticipato un ulteriore calo nel primo trimestre della domanda per i prestiti a più lungo termine tipicamente associati agli investimenti fissi¹¹. Tali fattori combinati potrebbero incidere negativamente sugli investimenti all'inizio dell'anno. In un orizzonte di più lungo periodo, a meno di forti turbative all'interscambio, la graduale ripresa dell'economia in generale, l'allentamento delle condizioni di finanziamento e la risoluzione di alcune fonti di incertezza dovrebbero sostenere gli investimenti. Inoltre, l'impiego in corso dei fondi di Next Generation EU contribuirà a "creare ulteriore spazio" agli investimenti delle imprese.

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini



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

Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi. Gli indicatori di breve periodo si riferiscono al settore dei beni di investimento. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per gli investimenti delle imprese, a gennaio 2025 per gli indici PMI e a febbraio 2025 per il clima di fiducia nell'industria. Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla media ponderata della valutazione dell'andamento dell'attività nei settori delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione, in confronto ai tre mesi precedenti, riscalata per avere la stessa deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per gli investimenti in edilizia residenziale, a gennaio 2025 per il PMI relativo al prodotto e a febbraio 2025 per l'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono rimasti

sostanzialmente stabili nel quarto trimestre del 2024. Dopo un calo significativo a partire dal 2022, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sembrano aver raggiunto il punto di svolta nel quarto trimestre del 2024, giacché i dati nazionali disponibili ne suggeriscono un lieve aumento in tale periodo, mentre la produzione nelle costruzioni e nei lavori specializzati di costruzione è rimasta invariata rispetto al terzo trimestre. Gli indicatori dell'attività economica basati sulle indagini sono migliorati all'inizio dell'anno, pur continuando, nel complesso, a segnalare un

¹¹ Cfr. il riquadro 5 [Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie](#) nel numero 1/2025 di questo Bollettino, l'ultima [indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro](#) pubblicata a gennaio 2025 e l'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) di gennaio 2025.

andamento contenuto degli investimenti in acquisto di abitazioni nel primo trimestre del 2025: l'indice PMI per la produzione nell'edilizia residenziale e l'indicatore della Commissione europea per le costruzioni e i lavori specializzati di costruzione relativi agli ultimi tre mesi hanno continuato a evidenziare una contrazione (cfr. il pannello b) del grafico 7). Tuttavia, gli investimenti in edilizia residenziale dovrebbero gradualmente acquisire slancio nel corso del 2025. Secondo l'indagine della Commissione europea, nel primo trimestre le intenzioni delle famiglie riguardo all'acquisto o alla costruzione di un'abitazione nel breve periodo sono aumentate ulteriormente. Il miglioramento del clima di fiducia è sostenuto dal calo dei tassi sui mutui ipotecari e riflette una graduale ripresa dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, a suggerire che la domanda di abitazioni stia lentamente aumentando.

Nel quarto trimestre del 2024 il calo delle esportazioni dell'area dell'euro si è attenuato. Nel quarto trimestre la crescita delle esportazioni totali al di fuori dell'area dell'euro è scesa dello 0,1 per cento sul periodo precedente. Tale rallentamento conferma il perdurare delle sfide in termini di competitività che gli esportatori dell'area dell'euro stanno affrontando (cfr. il riquadro 2), nonostante la ripresa della domanda internazionale. In prospettiva, le indagini suggeriscono che la dinamica delle esportazioni si confermerà modesta nel breve periodo. A febbraio gli indici PMI più recenti relativi ai nuovi ordinativi dall'estero sono rimasti ben al di sotto della soglia di espansione per i settori manifatturiero e dei servizi. Allo stesso tempo, i dati mensili sull'interscambio di beni suggeriscono che la crescita trimestrale delle importazioni sia rallentata nel quarto trimestre, a indicare un contributo complessivamente negativo delle esportazioni nette al PIL.

La ripresa economica attesa secondo le proiezioni di marzo 2025 dovrebbe essere più lenta di quanto previsto in quelle formulate a dicembre 2024, mentre l'incertezza è aumentata. Secondo le proiezioni di marzo 2025 degli esperti della BCE, l'economia dovrebbe crescere dello 0,9 per cento nel 2025, dell'1,2 nel 2026 e dell'1,3 nel 2027. Le revisioni al ribasso per il 2025 e il 2026 riflettono la diminuzione delle esportazioni e la persistente debolezza degli investimenti, in parte a seguito dell'elevata incertezza sulle politiche commerciali e su quelle economiche più in generale. L'aumento dei redditi reali e il graduale venir meno degli effetti dei rialzi passati dei tassi di interesse restano le principali determinanti alla base dell'atteso incremento della domanda nel corso del tempo.

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro è scesa al 2,4 per cento a febbraio 2025, dal 2,5 di gennaio, principalmente per effetto di un calo dell'inflazione della componente energetica. L'inflazione dei beni alimentari è aumentata, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è lievemente diminuita a febbraio, celando un'inflazione dei servizi più bassa e un'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) più alta. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo suggerisce che essa si collocherà stabilmente intorno all'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Salari e prezzi in determinati settori si stanno ancora adeguando con considerevole ritardo al passato incremento dell'inflazione, tuttavia, la crescita delle retribuzioni si sta moderando, in linea con le attese, e la crescita dei profitti per unità di prodotto continua ad attenuare in parte l'impatto sull'inflazione delle pressioni ancora elevate sul costo del lavoro. La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continua a collocarsi intorno al 2 per cento. L'andamento dell'inflazione ha continuato a riflettere sostanzialmente le aspettative degli esperti e le ultime proiezioni sono strettamente in linea con le precedenti prospettive di inflazione. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2025 dagli esperti della BCE prevedono che l'inflazione complessiva si collochi in media al 2,3 per cento nel 2025, all'1,9 nel 2026 e al 2,0 nel 2027. La revisione al rialzo dell'inflazione complessiva per il 2025 riflette una più vigorosa dinamica dei prezzi dei beni energetici¹².

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è scesa al 2,4 per cento a febbraio, dal 2,5 di gennaio (cfr. il grafico 8). Ciò è principalmente riconducibile a un calo previsto

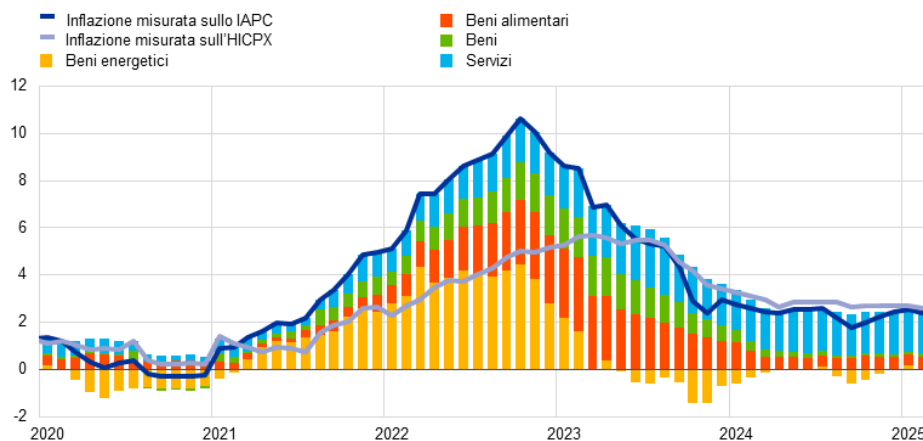
dell'inflazione dei beni energetici, che è scesa allo 0,2 per cento a febbraio, dall'1,9 di gennaio, soprattutto a causa di un effetto base al ribasso e di una flessione dei prezzi dei beni energetici rispetto al mese precedente. Per contro, l'inflazione dei beni alimentari si è collocata al 2,7 per cento a febbraio, in aumento dal 2,3 di gennaio, di riflesso a un più elevato tasso sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati, mentre il tasso di crescita dei prezzi dei beni alimentari trasformati è rimasto invariato. A febbraio l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è lievemente scesa al 2,6 per cento, dal 2,7 di gennaio: il primo calo registrato da settembre 2024. Ciò riflette un'inflazione dei servizi più contenuta (3,7 per cento a febbraio, in calo rispetto al 3,9 di gennaio) e nasconde un lieve aumento dell'inflazione dei beni industriali non energetici (dallo 0,5 per cento di gennaio allo 0,6 a febbraio). Il calo dell'inflazione dei servizi a febbraio è in linea con le precedenti aspettative di una moderazione iniziale, dovuta sia al graduale rallentamento della crescita salariale sia a effetti di riprezzamento più deboli nei primi mesi del 2025 rispetto al 2024.

¹² Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2025](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 6 marzo 2025.

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 febbraio 2025 (stima preliminare dell'Eurostat).

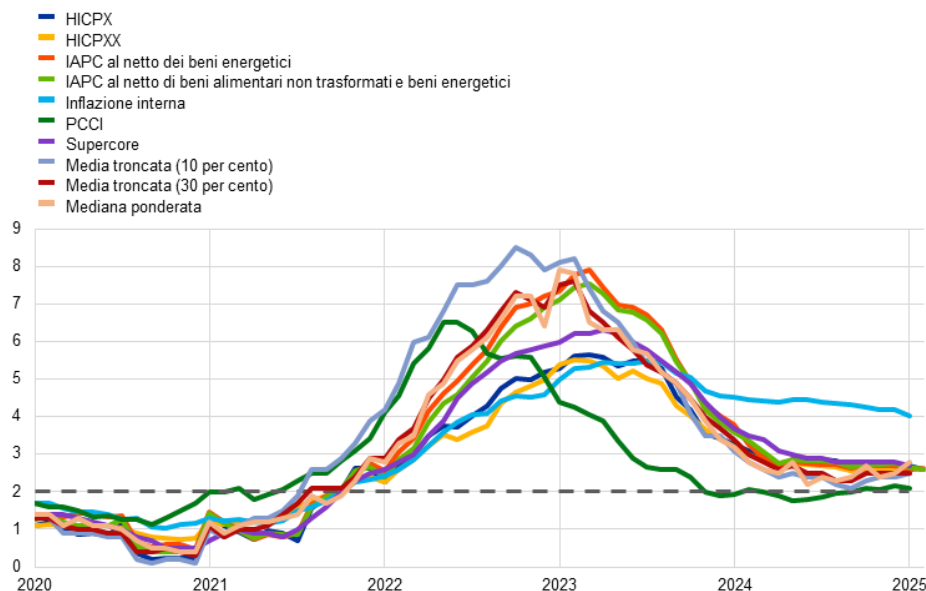
La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è coerente con le aspettative secondo cui l'inflazione si collocherà stabilmente intorno all'obiettivo del 2 per cento a medio termine (cfr. il grafico 9). A gennaio 2025

(ultimo mese per il quale sono disponibili i dati) la maggior parte dei valori variava tra il 2,1 e il 2,8 per cento. La componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI), che tende a mostrare la migliore capacità previsiva dell'inflazione complessiva futura, si è mantenuta al livello più basso di tale intervallo, mentre l'indicatore della mediana ponderata è aumentato al 2,8 per cento. L'inflazione misurata sull'HICPX al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è rimasta invariata al 2,6 per cento, mentre l'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è sceso al 2,7 per cento. Pur rimanendo su un livello persistentemente elevato, la misura dell'inflazione interna è lievemente scesa al 4,0 per cento a gennaio, dal 4,2 di dicembre 2024: il primo calo registrato da ottobre 2024. La variazione è dovuta principalmente ai minori contributi dei prezzi della ristorazione, nonché dei costi assicurativi nei settori della sanità e dei trasporti.

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 febbraio 2025 (stima preliminare dell'Eurostat) per l'HICPX, lo IAPC al netto dei beni energetici e lo IAPC al netto dei beni alimentari non trasformati e dei beni energetici, e a gennaio 2025 per tutte le altre misure.

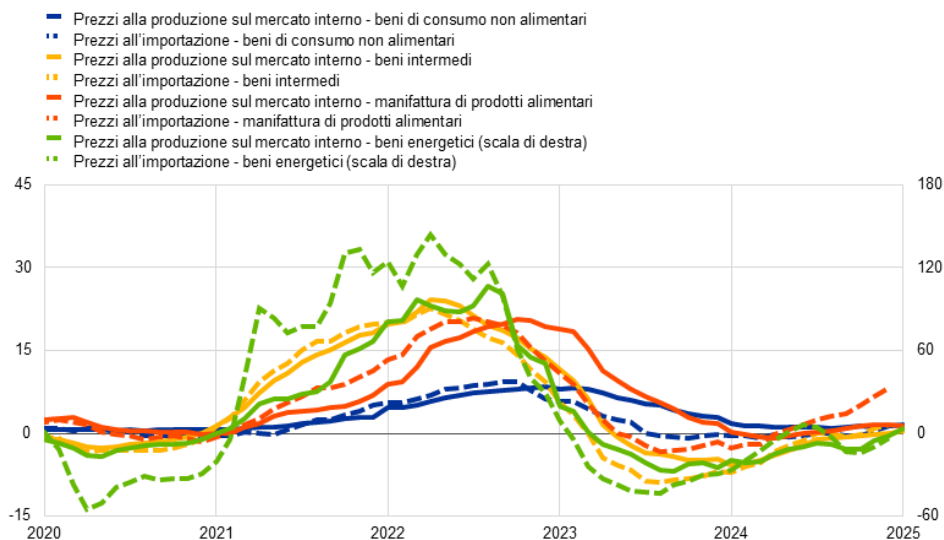
La maggior parte delle misure relative alle pressioni inflazionistiche sui beni è aumentata, benché a tassi ancora moderati (cfr. il grafico 10).

Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi l'inflazione alla produzione dei beni energetici, negativa da aprile 2023, è tornata positiva, salendo al 3,5 per cento a gennaio 2025 dal -1,6 di dicembre 2024. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi venduti sul mercato interno è aumentato (0,5 per cento a gennaio, dallo 0,0 di dicembre). Nelle fasi successive della catena di formazione dei prezzi l'inflazione alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non alimentari è salita all'1,6 per cento a gennaio, dall'1,2 del mese precedente, mentre i prezzi alla produzione per la manifattura di prodotti alimentari sono lievemente diminuiti dall'1,5 per cento di dicembre all'1,4 a gennaio. Gli ultimi dati disponibili per i prezzi all'importazione alla data limite di aggiornamento della presente pubblicazione si riferiscono a dicembre 2024. Per i beni intermedi, il tasso di crescita sui dodici mesi ha continuato ad aumentare (dallo 0,9 per cento di novembre all'1,5 a dicembre). Nel contempo, l'inflazione all'importazione dei prodotti alimentari manufatti è salita all'8,2 per cento a dicembre, probabilmente a causa dei tassi di crescita a due cifre delle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari. La crescita dell'inflazione all'importazione riflette inoltre il deprezzamento dell'euro. Nel complesso, i dati più recenti sui prezzi alla produzione e all'importazione confermano che il graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche accumulate sui beni di consumo si è attenuato, senza tuttavia dar luogo a una ripresa evidente.

Grafico 10

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

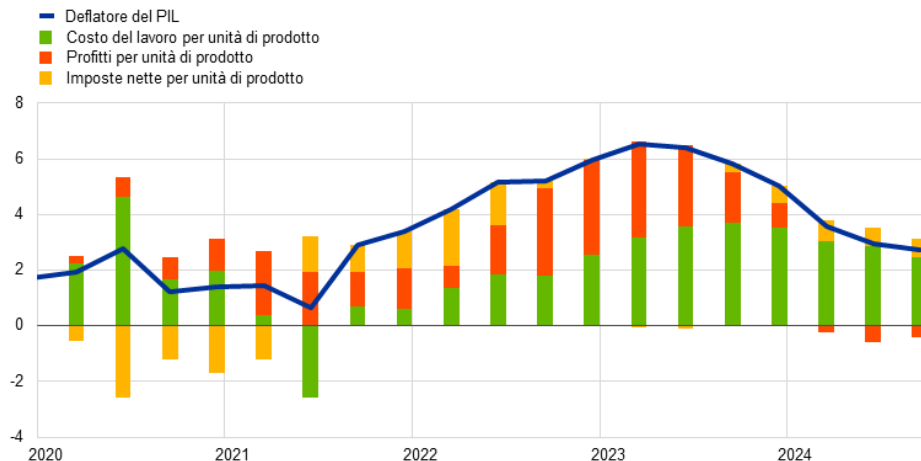
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2025 per i prezzi alla produzione sul mercato interno e a dicembre 2024 per i prezzi all'importazione.

Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono ulteriormente diminuite nel terzo trimestre del 2024, pur mantenendosi a un livello elevato (cfr. il grafico 11). I più recenti dati di contabilità nazionale disponibili relativi alle pressioni derivanti dai costi interni nell'area dell'euro continuano a riferirsi al terzo trimestre del 2024. Il tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL è diminuito al 2,7 per cento, dal 2,9 del trimestre precedente, per effetto di un minore contributo dei salari e del costo del lavoro per unità di prodotto. La crescita dei profitti per unità di prodotto è rimasta in territorio negativo, a segnalare il fatto che essa continua ad attenuare le pressioni ancora elevate sul costo del lavoro. I dati di contabilità nazionale disponibili per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro suggeriscono che la moderazione della crescita del costo del lavoro e dei margini di profitto sia proseguita nel quarto trimestre. Inoltre, altri indicatori per l'area dell'euro relativi al quarto trimestre, quali l'indice del costo del lavoro e l'indicatore delle retribuzioni contrattuali, confermano l'ulteriore allentamento delle pressioni sul costo del lavoro. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, la crescita delle retribuzioni orarie e della componente salariale dell'indice del costo del lavoro è scesa al 4,1 per cento, dal 4,4 del terzo trimestre. La crescita dell'indicatore delle retribuzioni contrattuali si è collocata al 4,1 per cento nel quarto trimestre, in calo dal 5,4 del terzo. Inoltre, gli indici prospettici delle retribuzioni elaborati dalla BCE, che comprendono i dati sulle retribuzioni contrattuali negoziate fino alla metà di febbraio, continuano a segnalare un allentamento delle pressioni sulla crescita delle retribuzioni all'inizio di quest'anno. In prospettiva, secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2025 dagli esperti della BCE, la crescita del costo del lavoro per dipendente dovrebbe collocarsi al 3,4 per cento in media per il 2025 e continuare a diminuire fino al 2,6 per cento nel 2027.

Grafico 11

Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini hanno subito lievi variazioni, mentre le misure di compensazione dell'inflazione a medio-lungo termine ricavate dai mercati sono aumentate marginalmente, mantenendosi per la maggior parte intorno al 2 per cento (cfr. il grafico 12). Sia nell'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il primo trimestre del 2025, sia nell'edizione di marzo 2025 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), la media e la mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono mantenute sul 2 per cento. Anche le aspettative a più breve termine, basate sulle indagini, per il 2025 si sono collocate intorno al 2 per cento, ma hanno evidenziato variazioni contenute che dipendono dall'incorporazione dei dati più recenti e dalle variazioni dei prezzi delle materie prime energetiche. Le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati, misurate dal tasso swap a termine a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale, sono aumentate di recente, collocandosi intorno all'1,8 per cento. Le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati sono aumentate anche su un orizzonte di medio e lungo periodo.

In particolare, il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si colloca intorno al 2,2 per cento, essendo aumentato di circa 20 punti base dalla riunione del Consiglio direttivo di dicembre, riflettendo in gran parte movimenti susseguiti ai programmi di espansione di bilancio recentemente annunciati in Europa. Tale incremento è principalmente attribuibile a maggiori premi per il rischio di inflazione. Di conseguenza, le stime delle aspettative di inflazione effettive basate su modelli, al netto dei premi per il rischio di inflazione, indicano che gli operatori di mercato continuano ad attendersi che l'inflazione si collochi intorno al 2 per cento nel più lungo periodo. Dal lato dei consumatori, le aspettative di inflazione hanno per lo più ripreso a scendere. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta

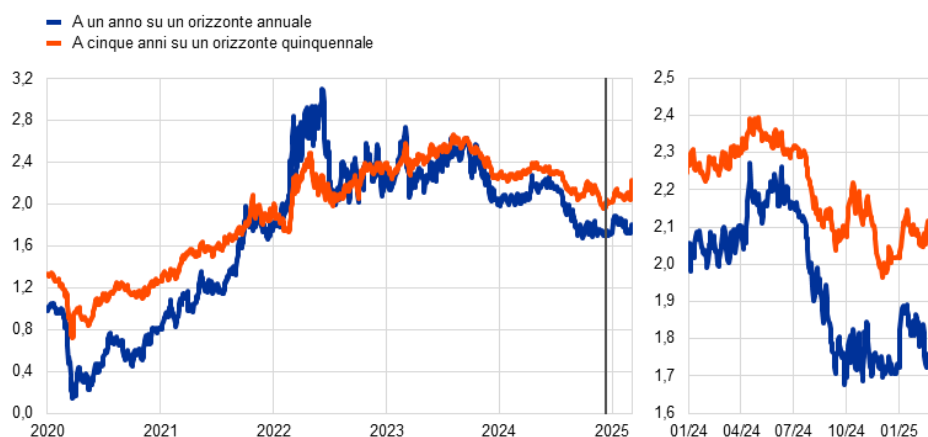
dalla BCE a gennaio 2025, le aspettative mediane per l'inflazione complessiva nei prossimi dodici mesi sono diminuite al 2,6 per cento, dal 2,8 di dicembre, mentre quelle su un orizzonte di tre anni sono rimaste invariate al 2,4 per cento. A gennaio la mediana dell'inflazione percepita nei dodici mesi precedenti è diminuita lievemente al 3,4 per cento.

Grafico 12

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

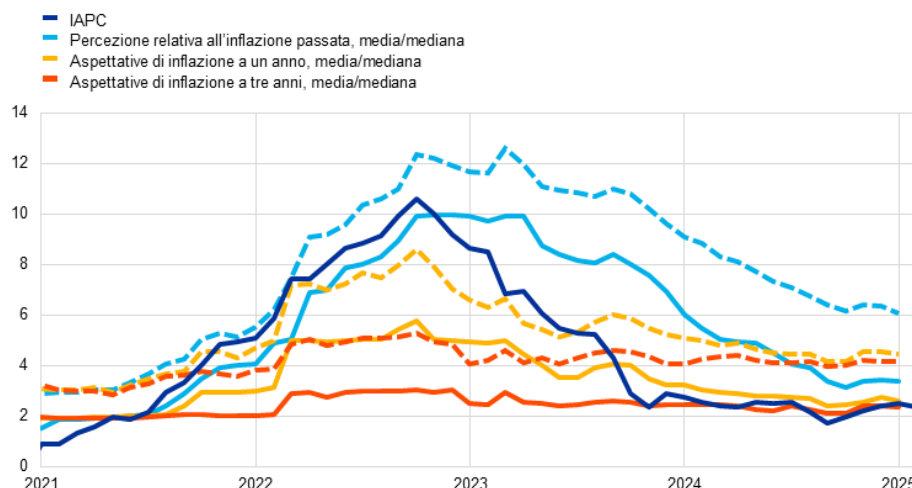
a) Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il pannello a) mostra i tassi swap a termine indicizzati all'inflazione su diversi orizzonti per l'area dell'euro. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 dicembre 2024). Nel pannello b) le linee tratteggiate indicano il tasso medio e le linee continue quello mediano. Le ultime osservazioni si riferiscono al 6 marzo 2025 per i tassi a termine, a febbraio 2025 (stima preliminare dell'Eurostat) per lo IAPC e a gennaio 2025 per le altre misure.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2025 dagli esperti della BCE, l'inflazione complessiva si collocherà, in media, al 2,3 per cento nel 2025, per poi scendere all'1,9 nel 2026 e al 2,0 nel 2027 (cfr. il grafico 13).

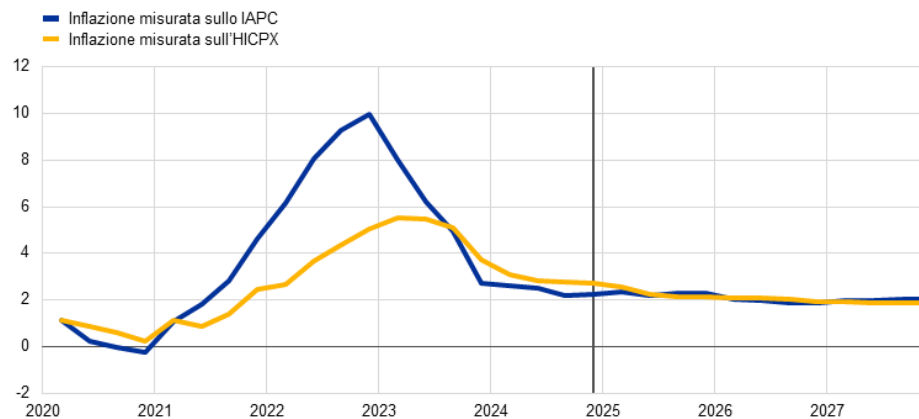
L'inflazione complessiva dovrebbe rimanere relativamente stabile nel 2025,

principalmente a causa dell'aumento dell'inflazione dei beni alimentari e degli effetti base sui prezzi dei beni energetici, a sostanziale compensazione del calo dell'inflazione di fondo. Ci si attende pertanto un'ulteriore graduale moderazione all'inizio del 2026, con il venir meno degli effetti base dell'inflazione dei beni energetici. Il previsto aumento dell'inflazione complessiva nel 2027 riflette principalmente un temporaneo impatto al rialzo dell'inflazione dei beni energetici dovuto alle misure di bilancio connesse alla transizione ecologica e ai cambiamenti climatici, in particolare l'introduzione di un nuovo sistema di scambio di quote di emissione (ETS2). Da un confronto con l'esercizio previsivo dello scorso dicembre emerge che le prospettive per l'inflazione complessiva sono state riviste verso l'alto di 0,2 punti percentuali per il 2025, sono invariate per il 2026 e sono state corrette al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2027. La revisione al rialzo per il 2025 è principalmente riconducibile a dati superiori alle attese sull'inflazione dei beni energetici e sulle ipotesi di aumento dei prezzi del petrolio e dell'elettricità. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe scendere dal 2,8 per cento nel 2024 al 2,2 nel 2025, al 2,0 nel 2026 e all'1,9 nel 2027, principalmente grazie a un calo dell'inflazione dei servizi. Rispetto alle proiezioni di dicembre, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici è stata rivista verso il basso di 0,1 punti percentuali per il 2024, mantenuta invariata per il 2025 e corretta verso l'alto di 0,1 punti percentuali per il 2026.

Grafico 13

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: la linea verticale grigia indica l'ultimo trimestre prima dell'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2027 (proiezioni). Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2025 dagli esperti della BCE sono state finalizzate il 19 febbraio 2025 mentre la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 6 febbraio 2025. Le serie storiche e i dati relativi alle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX sono registrati con frequenza trimestrale.

Durante il periodo in esame, compreso tra il 12 dicembre 2024 e il 5 marzo 2025, la curva a termine del tasso privo di rischio a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) ha registrato una variazione di prezzo al rialzo, con significative oscillazioni intermittenti. Dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre, i tassi di interesse a breve termine sono aumentati nelle principali economie avanzate, a fronte dei timori per i progressi compiuti nella disinflazione statunitense, più lenti del previsto. Dopo il picco raggiunto a metà gennaio, la curva dell'area dell'euro si è abbassata, in quanto i mercati hanno previsto il proseguimento del processo di disinflazione e le prospettive di crescita più deboli. Tuttavia, essa è successivamente cresciuta, in un contesto di programmi di spesa per la difesa e le infrastrutture nei paesi europei. Alla fine del periodo in esame, la curva a termine dell'area dell'euro incorporava circa 65 punti base di riduzioni cumulate dei tassi di interesse entro la fine del 2025. Gli andamenti dei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno sostanzialmente seguito quelli dei tassi privi di rischio, con un lieve ampliamento dei differenziali di rendimento rispetto ai tassi OIS (overnight index swap). Nonostante le deboli prospettive macroeconomiche e gli annunci sui dazi da parte del governo statunitense, i corsi azionari dell'area dell'euro sono stati sostenuti da un periodo di utili elevati, registrando risultati migliori delle loro controparti statunitensi. Nel contempo, nei mercati delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro i differenziali si sono ridotti per gli emittenti sia di qualità elevata (investment grade) sia ad alto rendimento (high yield). Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato su base ponderata per l'interscambio e, in modo più marcato, nei confronti del dollaro statunitense.

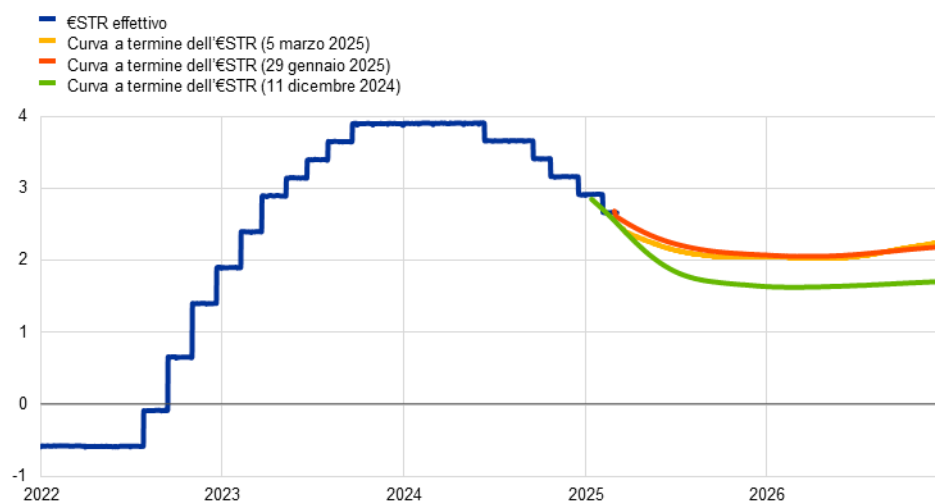
A partire dalla riunione del Consiglio direttivo di dicembre, la curva a termine del tasso OIS ha registrato una variazione di prezzo al rialzo, con significative oscillazioni intermittenti (cfr. il grafico 14). Nel corso del periodo in esame il tasso di riferimento €STR è stato pari, in media, al 2,8 per cento, in seguito alle ampiamente previste decisioni, adottate nelle riunioni di dicembre e gennaio del Consiglio direttivo, di ridurre di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 75 miliardi di euro, scendendo a 2.826 miliardi. Ciò ha rispecchiato principalmente i rimborsi avvenuti, a dicembre, dei fondi presi in prestito nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e 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. Il segmento a breve della curva a termine degli OIS basati sull'€STR ha registrato una variazione di prezzo al rialzo durante il periodo in esame, indicando un andamento più elevato per i tassi di riferimento, con significative oscillazioni intermittenti. Dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre, i tassi di interesse a breve termine sono aumentati nelle principali economie avanzate a fronte dei timori per i progressi compiuti nella disinflazione statunitense, più lenti rispetto alle attese. Dopo il picco raggiunto a metà gennaio, la curva dell'area dell'euro si è abbassata in quanto gli operatori di mercato si attendevano il proseguimento della disinflazione interna e un indebolimento delle prospettive di crescita, quest'ultimo imputabile, in parte, all'acuirsi dell'incertezza commerciale. Tuttavia, in prossimità della riunione del Consiglio direttivo di marzo, la curva

dell'area dell'euro è cresciuta, in un contesto di programmi di spesa per la difesa e le infrastrutture nei paesi europei. Alla fine del periodo in esame, la curva a termine incorporava per intero una riduzione dei tassi pari a 25 punti base nella riunione del Consiglio direttivo di marzo e ribassi cumulati di 65 punti base entro la fine del 2025.

Grafico 14

Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

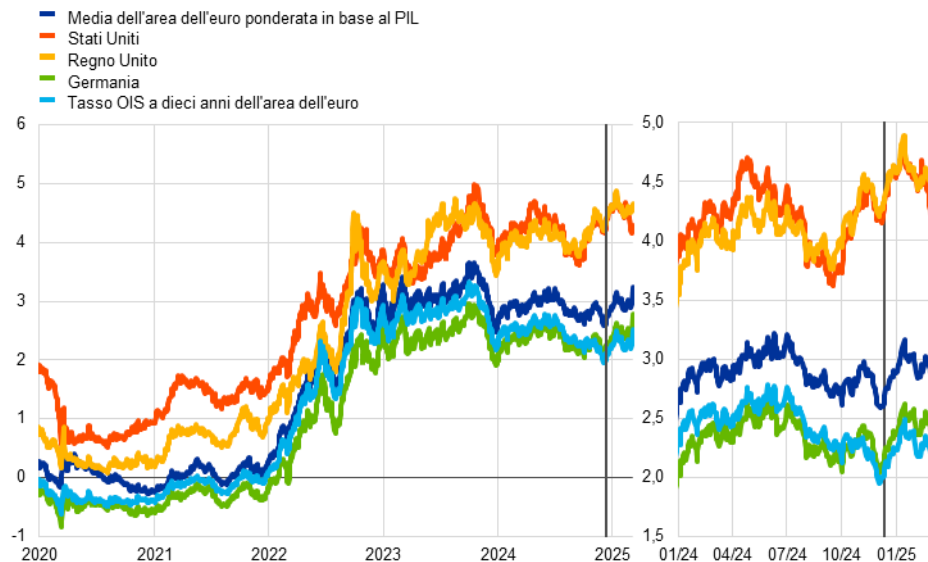
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

Nel periodo in esame i tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro hanno subito oscillazioni, aumentando nel complesso (cfr. il grafico 15). Alla fine del periodo in esame, il tasso OIS a dieci anni dell'area dell'euro era aumentato di circa 45 punti base, fino a circa il 2,5 per cento, nonostante significative oscillazioni nel corso dell'intero periodo. Il tasso OIS a dieci anni è aumentato di circa 40 punti base dall'inizio del periodo in esame fino a metà gennaio, a causa delle forti pressioni al rialzo provenienti dagli Stati Uniti. In seguito, tuttavia, è diminuito allorché gli operatori di mercato hanno spostato l'attenzione sulle prospettive per l'inflazione e l'economia reale nell'area dell'euro. Infine, al termine del periodo in esame, un aumento dei piani di spesa di bilancio in Europa ha provocato una crescita di circa 25 punti base dei tassi a lungo termine privi di rischio. Negli Stati Uniti i tassi a lungo termine privi di rischio sono inizialmente aumentati di circa 45 punti base, raggiungendo il picco a metà gennaio, per poi diminuire a partire dalla metà di febbraio. Tale inversione di tendenza, di recente rafforzata da segnali di un possibile rallentamento della crescita dell'economia degli Stati Uniti, ha portato i tassi statunitensi a scendere intorno al 4,3 per cento, lievemente al di sotto dei livelli dell'inizio del periodo in esame. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi a dieci anni privi di rischio dell'area dell'euro e degli Stati Uniti si è ridotto di 49 punti base. Nel Regno Unito i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono aumentati di 31 punti base, raggiungendo il 4,7 per cento, circa, alla fine del periodo in esame.

Grafico 15

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

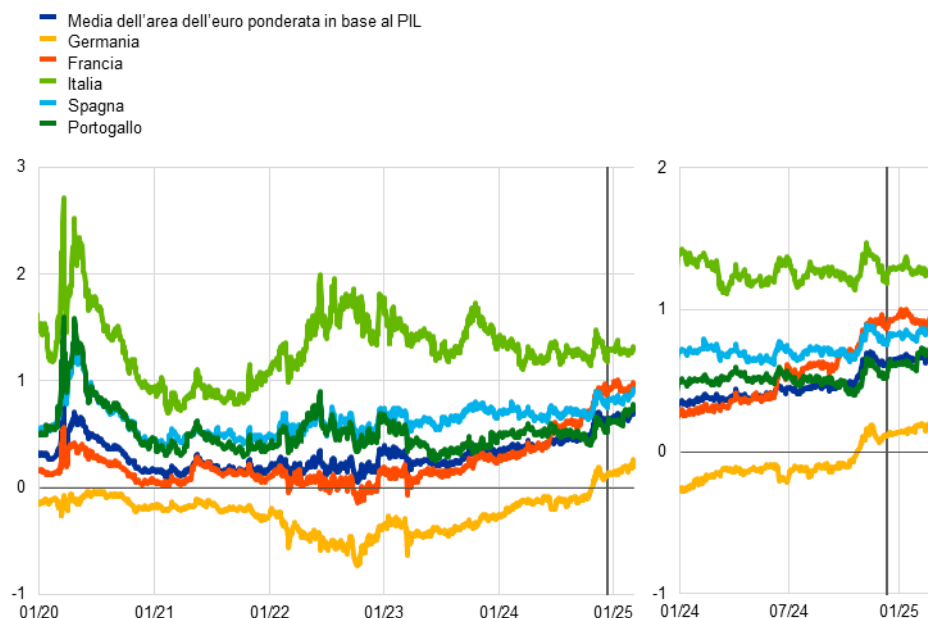
Note: le linee verticali grigie indicano l'inizio del periodo in esame (12 dicembre 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 5 marzo 2025.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro hanno generalmente seguito le variazioni dei tassi privi di rischio, con alcuni ampliamenti dei differenziali di rendimento (cfr. il grafico 16). Alla fine del periodo in esame il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro si è collocato attorno al 3,2 per cento, un livello superiore di circa 55 punti base rispetto a quello dell'inizio del periodo. Tale incremento ha determinato un ampliamento di circa 10 punti base del differenziale rispetto al tasso OIS basato sull'€STR. I rendimenti dei titoli di Stato francesi hanno registrato risultati simili a quelli dei titoli di Stato dell'area dell'euro ponderati per il PIL, nonostante la recente percezione di un miglioramento della situazione politica del paese a seguito dell'approvazione del bilancio 2025 da parte del parlamento francese. Il differenziale sui titoli di Stato tedeschi si è ampliato di 16 punti base, mantenendosi saldamente in territorio positivo. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato sono aumentati anche in altri paesi dell'area dell'euro; in Spagna e Portogallo si sono ampliati rispettivamente di 16 e 24 punti base.

Grafico 16

Differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro e il tasso OIS a dieci anni basato sull'€STR

(in punti percentuali)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee verticali grigie indicano l'inizio del periodo in esame (12 dicembre 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 5 marzo 2025.

I corsi azionari dell'area dell'euro si sono rafforzati, sospinti da un periodo di utili elevati nonostante le deboli prospettive macroeconomiche e la crescente incertezza commerciale (cfr. il grafico 17). Nel periodo in esame i corsi azionari nell'area dell'euro sono aumentati complessivamente del 10,1 per cento.

Le quotazioni azionarie delle banche hanno registrato risultati migliori rispetto a quelle delle società non finanziarie (SNF), con aumenti rispettivamente del 28,8 e del 7,5 per cento. Nell'area dell'euro i corsi azionari sono stati sostenuti da un prolungato periodo di utili elevati e da programmi di espansione di bilancio recentemente annunciati in Europa. Le imprese dei settori finanziario e industriale hanno segnalato utili particolarmente elevati rispetto alle attese e, di conseguenza, hanno registrato alcuni dei maggiori rialzi dei corsi azionari. Negli Stati Uniti l'indice azionario generale è sceso del 3,8 per cento, in presenza di alcuni recenti timori per le prospettive economiche del paese e di una flessione delle valutazioni dei titoli azionari del settore informatico, dovuta ai notevoli progressi percepiti nell'intelligenza artificiale in Cina. In particolare, le quotazioni azionarie delle SNF statunitensi sono scese del 4,4 per cento, mentre quelle bancarie sono scese dell'1,2 per cento.

Grafico 17

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

(indice: 1° gennaio 2020 = 100)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee verticali grigie indicano l'inizio del periodo in esame (12 dicembre 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 5 marzo 2025.

I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti per le società ad alto rendimento (high yield) e quelle di qualità più elevata (investment grade), seguendo l'andamento dei mercati azionari. Il periodo di utili elevati si è riflesso anche nei differenziali sulle obbligazioni societarie, che sono diminuiti sia nel segmento investment grade sia in quello ad alto rendimento, in presenza di una certa volatilità. I differenziali sui rendimenti delle obbligazioni investment grade si sono ridotti di circa 15 punti base e quelli sui titoli emessi da società finanziarie hanno registrato una riduzione inferiore rispetto a quelli delle società non finanziarie. Nel segmento ad alto rendimento si è registrato un assottigliamento più pronunciato, di circa 30 punti base, per effetto di riduzioni dei differenziali sulle obbligazioni delle società non finanziarie e finanziarie rispettivamente di circa 35 e 20 punti base.

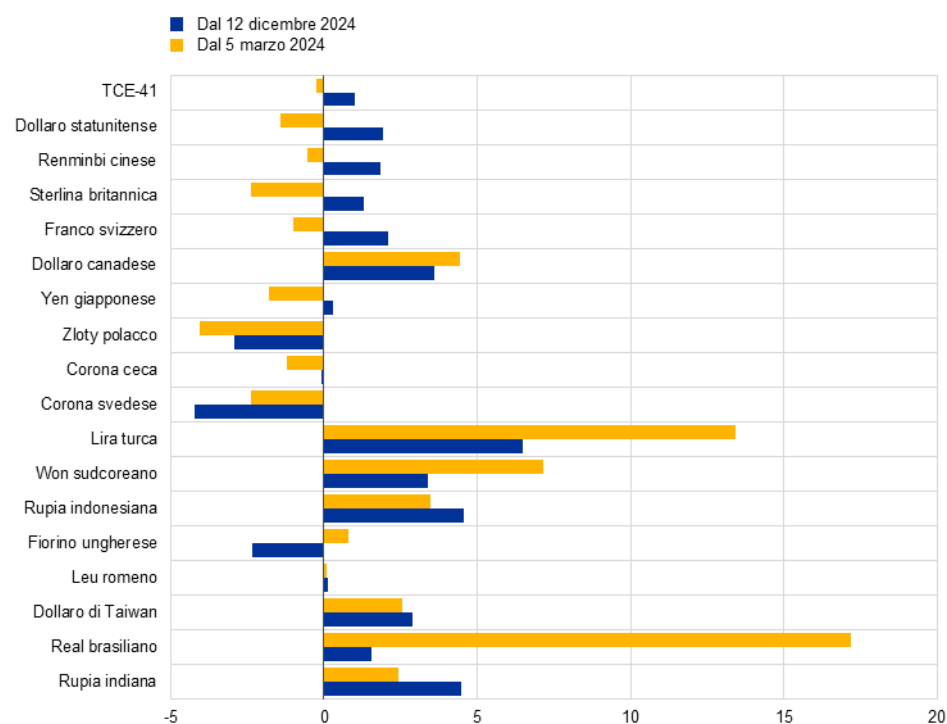
Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato su base ponderata per l'interscambio e si è rafforzato in misura maggiore nei confronti del dollaro statunitense (cfr. il grafico 18). Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è rafforzato dell'1 per cento. Verso la fine del periodo in esame, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense di un notevole 1,9 per cento a seguito di aggiornamenti relativi all'orientamento delle politiche di bilancio europee. L'euro è stato altresì sostenuto, sebbene in misura più modesta, da un aumento complessivo della propensione al rischio a livello mondiale, nonostante gli annunci dei dazi e alcuni timori per le prospettive macroeconomiche statunitensi, che si sono riflessi in un calo del differenziale del tasso di interesse tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro. L'apprezzamento dell'euro è stato piuttosto generalizzato tra le diverse valute, nonostante significative oscillazioni. Fra i maggiori partner commerciali dell'area, l'euro si è apprezzato nei confronti di sterlina britannica, rupia indiana e lira turca (rispettivamente dell'1,3, del 4,5 e del 6,5 per cento). Si è deprezzato sullo

zloty polacco (del 2,9 per cento), riflettendo le attese degli operatori di un orientamento di politica monetaria relativamente più restrittivo in Polonia, e nei confronti della corona svedese (del 4,2 per cento), in parte per effetto della riduzione dei differenziali sui tassi di interesse attesi. L'euro è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti dello yen giapponese (+0,3 per cento), in quanto l'impatto dell'orientamento più restrittivo della politica monetaria della Banca del Giappone nel periodo in esame è stato compensato dall'aumento dei rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro.

Grafico 18

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 12 dicembre 2024.

Le riduzioni dei tassi di interesse della BCE stanno gradualmente rendendo meno oneroso l'indebitamento per imprese e famiglie e la crescita dei prestiti sta accelerando. Al tempo stesso, l'allentamento delle condizioni di finanziamento è contrastato dai passati rialzi dei tassi di interesse, che si stanno ancora trasmettendo ai crediti in essere, e il volume dei prestiti resta nel complesso contenuto. A gennaio 2025 i costi della provvista bancaria sono rimasti sostanzialmente invariati, su alti livelli, mentre i tassi sui prestiti concessi dalle banche hanno continuato a scendere gradualmente dai massimi raggiunti. Nello stesso mese i tassi di interesse medi sui nuovi prestiti alle imprese e sui nuovi mutui ipotecari sono scesi rispettivamente al 4,2 e al 3,3 per cento. La crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie è aumentata a gennaio, pur rimanendo debole e ben al di sotto della sua media storica, riflettendo la domanda ancora modesta e la rigidità dei criteri per la concessione del credito. Nel periodo compreso tra il 12 dicembre 2024 e il 5 marzo 2025 è aumentato il costo a carico delle imprese per il finanziamento sia tramite capitale di rischio sia tramite emissione di debito sul mercato, a causa del più elevato tasso di interesse a lungo termine privo di rischio. A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) si è rafforzato lievemente, al 3,6 per cento.

I costi di finanziamento delle banche dell'area dell'euro a gennaio 2025 sono rimasti sostanzialmente invariati, nonostante i passati tagli dei tassi di riferimento.

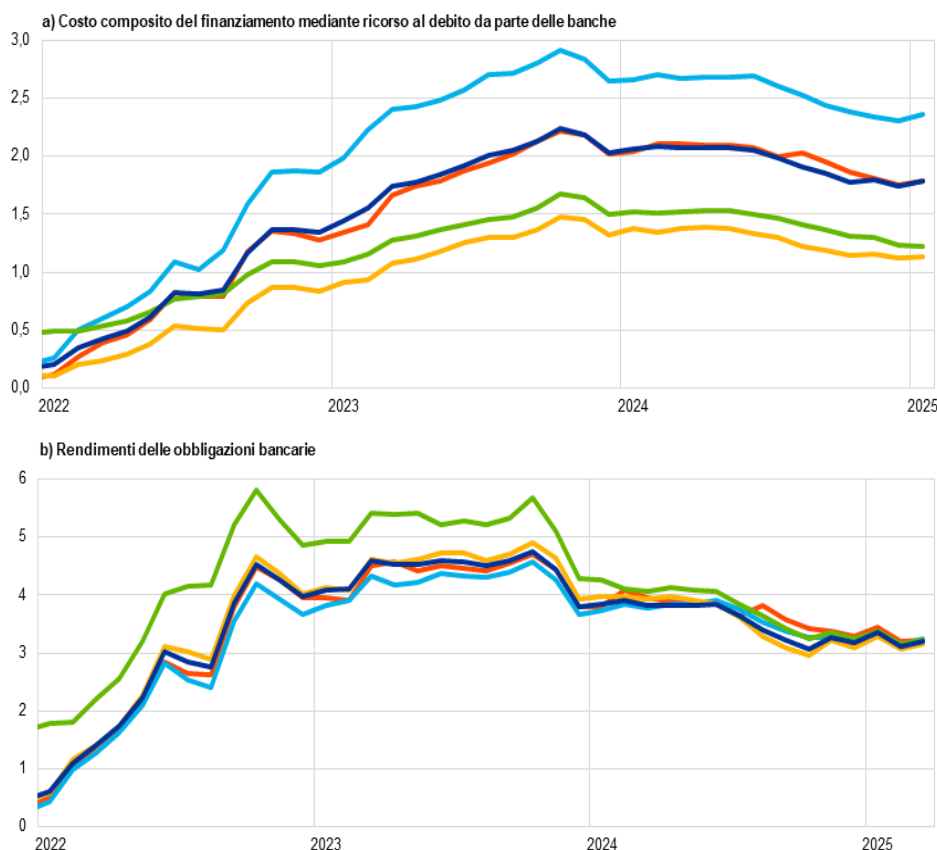
A gennaio il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro è variato in misura relativamente contenuta (cfr. il pannello a) del grafico 19). La pressione al rialzo sui costi della provvista bancaria è derivata principalmente dai maggiori rendimenti delle obbligazioni bancarie (cfr. il pannello b) del grafico 19), determinati dalle variazioni del tasso a lungo termine privo di rischio, come indicato dai dati disponibili fino al 5 marzo. I tassi medi sui depositi sono rimasti piuttosto stabili, a gennaio il tasso composito sui depositi era pari all'1,2 per cento. A fronte di un'ulteriore flessione dei tassi di interesse sui depositi a termine per le imprese e le famiglie, i tassi sui depositi a vista e quelli rimborsabili con preavviso sono rimasti nel complesso invariati.

Grafico 19

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



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 ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, di depositi con scadenza prestabilita e di depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2025 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche (pannello a) e al 5 marzo 2025 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b).

I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie sono ulteriormente diminuiti.

I tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie sono scesi a partire dall'estate del 2024, di riflesso al calo dei tassi di riferimento (cfr. il grafico 20). A gennaio 2025 i tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie (SNF) sono diminuiti di 12 punti base, collocandosi al 4,24 per cento, circa 1 punto percentuale al di sotto del picco di ottobre 2023 (cfr. il pannello a) del grafico 20). Tale calo è stato generalizzato per tutti i paesi dell'area dell'euro e concentrato nei prestiti con scadenze fino a cinque anni. Al contrario, i tassi sui prestiti con scadenze superiori sono aumentati di 11 punti base, di riflesso all'aumento dei tassi a più lungo termine privi di rischio. Per quanto riguarda le imprese, a gennaio il costo di emissione del debito mediante ricorso al mercato è salito al 3,7 per cento, superando di 0,2 punti percentuali il livello di dicembre. Il differenziale tra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese si è ridotto a 0,31 punti percentuali, portandosi

vicino al minimo storico, in un contesto di eterogeneità tra paesi. I tassi sui prestiti di nuova emissione alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono lievemente diminuiti, di 14 punti base, collocandosi al 3,25 per cento a novembre, cioè circa 80 punti base al di sotto del picco di novembre 2023 (cfr. il pannello b) del grafico 20), pur con alcune differenze tra paesi. La riduzione è da attribuire esclusivamente al calo dei tassi sui prestiti oggetto di rinegoziazione, mentre i tassi relativi ai prestiti di nuova emissione, escluse le rinegoziazioni, sono rimasti sostanzialmente invariati.

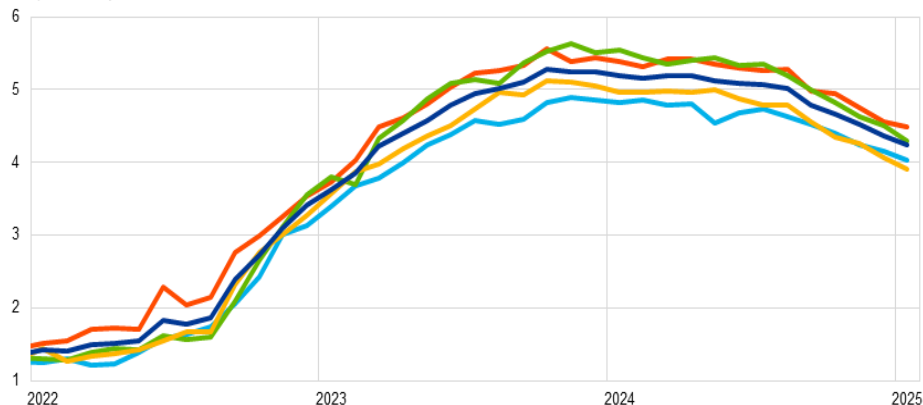
Grafico 20

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

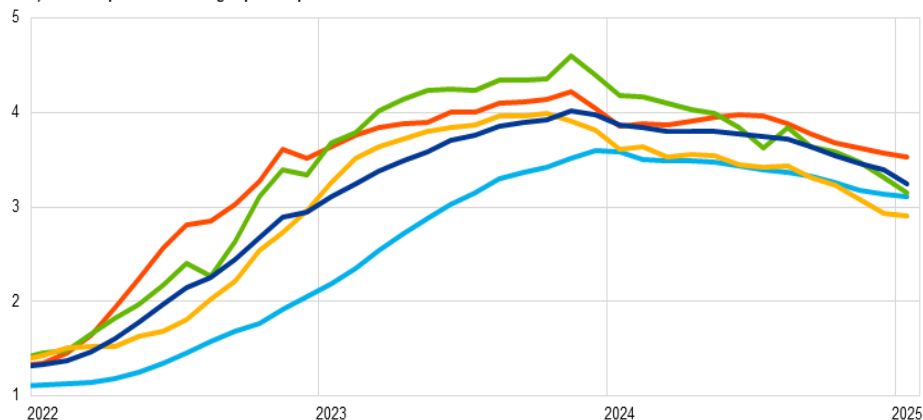
(valori percentuali sui dodici mesi)

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

a) Tassi sui prestiti alle SNF



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



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 gennaio 2025.

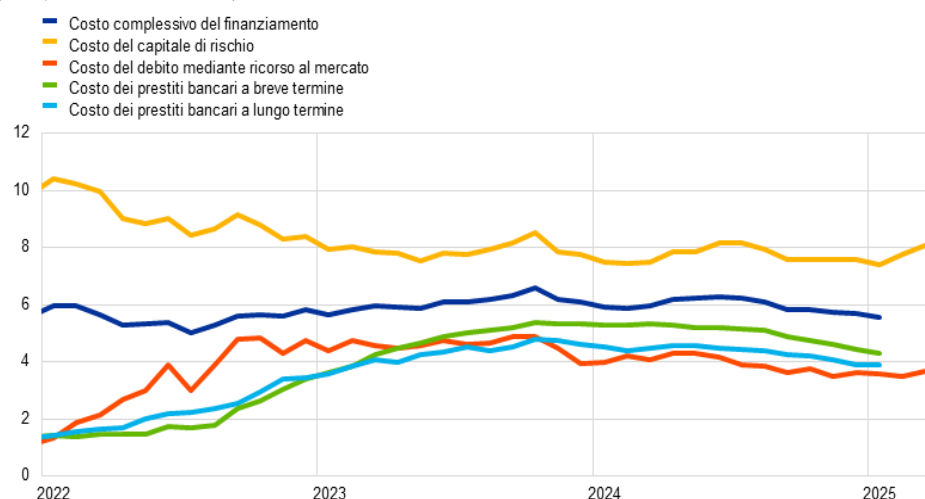
Nel periodo compreso tra il 12 dicembre 2024 e il 5 marzo 2025 è aumentato il costo a carico delle imprese per il finanziamento sia tramite capitale di rischio sia tramite emissione di debito sul mercato. Sulla base dei dati mensili, disponibili fino a gennaio 2025, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il

costo composito dei prestiti bancari, del debito mediante ricorso al mercato e del capitale di rischio, a gennaio è sceso rispetto al mese precedente, collocandosi al 5,6 per cento, al di sotto del massimo pluriennale raggiunto a ottobre 2023 (cfr. il grafico 21)¹³. I dati giornalieri relativi al periodo compreso tra il 12 dicembre 2024 e il 5 marzo 2025 mostrano che il costo del finanziamento mediante ricorso al debito sul mercato è aumentato per effetto di uno spostamento verso l'alto della curva a termine del tasso OIS (overnight index swap) per le scadenze a medio e lungo termine, solo in parte controbilanciato da una compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie associata a un periodo di utili robusti (cfr. la sezione 4), più apprezzabile nel segmento ad alto rendimento. Il costo del finanziamento mediante capitale di rischio è aumentato per effetto del rafforzamento del premio per il rischio azionario e, in particolare, del più elevato tasso privo di rischio a lungo termine, approssimato dal tasso OIS a dieci anni.

Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili), di quello del debito mediante ricorso al mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni del costo del debito mediante ricorso al mercato e di quello del capitale di rischio si riferiscono al 5 marzo 2025 (dati giornalieri); i dati sul costo totale del finanziamento e su quello dei prestiti bancari si riferiscono a gennaio 2025 (dati mensili).

A gennaio la crescita dei prestiti a imprese e famiglie è aumentata, pur rimanendo debole e ben al di sotto della sua media storica, di riflesso a una domanda ancora modesta e a criteri di concessione del credito restrittivi.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è salito al 2,0 per cento a gennaio 2025, in un contesto caratterizzato da flussi mensili volatili, in aumento dall'1,7 per cento di dicembre 2024, ma ben al di sotto della sua media storica del 4,8 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 22). L'aumento si è verificato nonostante un flusso mensile relativamente debole a gennaio ed è principalmente riconducibile a effetti base, dato che il flusso negativo di gennaio 2024 non è più

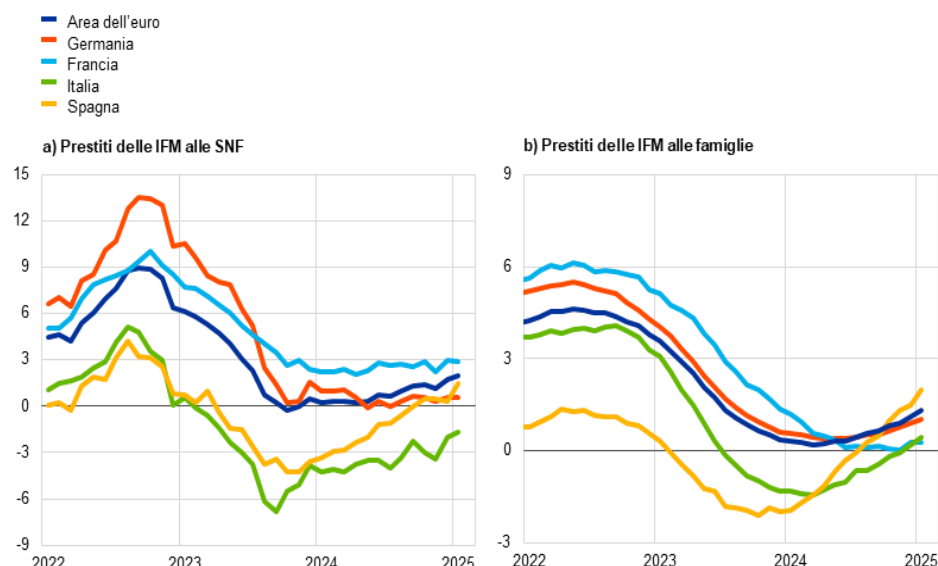
¹³ A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a gennaio 2025.

incluso nel dato annuale. La crescita dei titoli di debito emessi dalle imprese è salita al 3,4 per cento sui dodici mesi. È proseguita la costante ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie, che a gennaio è salito all'1,3 per cento, dall'1,1 di dicembre, pur rimanendo ben al di sotto della sua media storica del 4,1 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 22). I mutui hanno continuato a essere la principale determinante di questa tendenza al rialzo, sebbene il credito al consumo abbia continuato a rafforzarsi e la sua crescita sui dodici mesi sia salita, a gennaio, al 4,0 per cento. Per contro, le altre tipologie di prestiti alle famiglie, inclusi quelli alle imprese individuali, sono rimaste deboli. L'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) (Consumer Expectation Survey, CES) condotta della BCE a gennaio ha mostrato che la percentuale di famiglie che hanno percepito un accesso al credito più restrittivo è ancora superiore a quella che ha percepito un accesso più facile.

Grafico 22

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

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

A gennaio la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) è rimasta relativamente stabile, sostenuta dagli acquisti di titoli di Stato da parte delle banche, mentre gli afflussi netti dall'estero hanno continuato a indebolirsi.

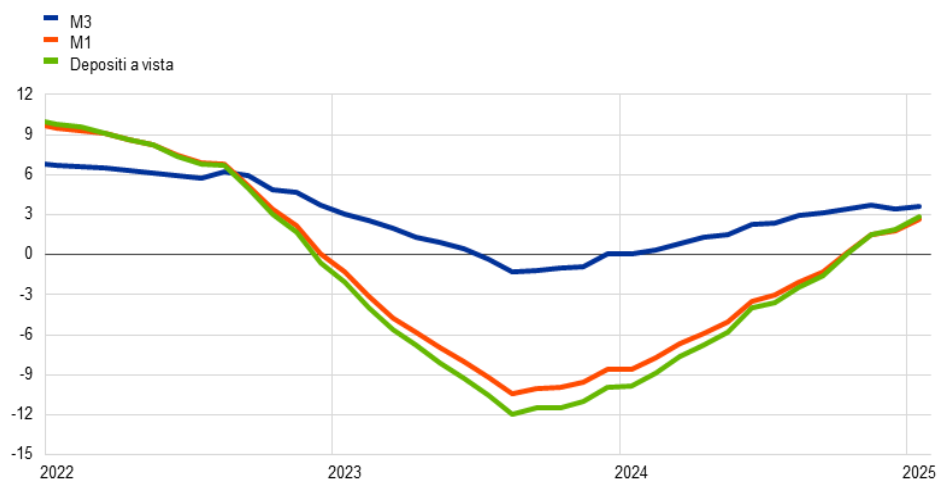
A gennaio 2025 la crescita sui dodici mesi di M3 si è collocata al 3,6 per cento, in rialzo dal 3,4 di dicembre 2024, ma in calo dal 3,8 di novembre (cfr. il grafico 23), mentre la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è aumentata al 2,7 per cento, dall'1,8 registrato a dicembre. L'incremento è stato determinato dall'impennata del tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista, salito al 2,9 per cento a gennaio dall'1,8 di dicembre, di riflesso alla maggiore preferenza degli investitori per la liquidità. La composizione della creazione di moneta ha continuato a modificarsi. Mentre il contributo dei flussi netti dall'estero si è ulteriormente indebolito, a gennaio gli

acquisti netti di titoli di Stato da parte delle banche sono aumentati e il contributo dei prestiti alle imprese e alle famiglie ha guadagnato peso, pur rimanendo modesto. Allo stesso tempo, la contrazione in atto del bilancio dell'Eurosistema e l'aumento delle emissioni di obbligazioni bancarie a lungo termine (che non sono comprese in M3) hanno continuato a fornire un contributo negativo alla crescita di M3.

Grafico 23

M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2025.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2025 dagli esperti della BCE, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro è sceso al 3,2 per cento del PIL nel 2024 e dovrebbe mantenersi sostanzialmente invariato fino alla fine dell'orizzonte temporale di proiezione nel 2027. Si stima che l'orientamento delle politiche di bilancio dell'area dell'euro sia stato significativamente più restrittivo nel 2024; un inasprimento più contenuto è previsto anche nel 2025, principalmente a causa di aumenti delle imposte. Nel 2026 l'orientamento dovrebbe essere neutrale, ma si prevede una restrizione relativamente marcata nel 2027, quando giungerà a scadenza il programma Next Generation EU (NGEU). Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro, secondo le proiezioni, dovrebbe lentamente aumentare da un livello già elevato e approssimarsi al 90 per cento nel 2027. 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. Il 4 marzo 2025 la Commissione europea ha annunciato il piano ReArm Europe, che definisce un insieme di proposte finalizzate all'utilizzo delle leve finanziarie disponibili per aiutare gli Stati membri dell'UE ad aumentare in modo rapido e significativo la spesa per la difesa¹⁴. Il piano prevede anche di sfruttare la flessibilità del nuovo quadro di governance economica, consentendo agli Stati membri di agire con celerità, come necessario nell'attuale situazione¹⁵.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2025 dagli esperti della BCE, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe mantenersi al 3,2 per cento del PIL nel 2025 e rimanere sostanzialmente invariato fino al 2027 (cfr. il grafico 24)¹⁶. Si stima che il disavanzo dell'area dell'euro sia sceso dal 3,6 per cento del PIL nel 2023 al 3,2 nel 2024, per l'effetto congiunto di rilevanti fattori non discrezionali e della revoca della maggior parte delle misure di sostegno, precedentemente in vigore, legate all'energia e all'inflazione. Il disavanzo dovrebbe mantenersi al 3,2 per cento nel 2025 e rimanere sostanzialmente invariato anche nel biennio successivo, collocandosi al 3,3 per cento sia nel 2026 sia nel 2027. Le prospettive relativamente stabili riflettono un lento miglioramento dei saldi primari corretti per gli effetti del ciclo, in gran parte compensato da un graduale aumento della spesa per interessi. Tale incremento riflette gli effetti dei precedenti aumenti dei tassi di interesse, che tuttavia impattano lentamente sulla spesa date le lunghe vite residue dei debiti sovrani. Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio è stato rivisto al ribasso in misura molto marginale per il 2025 e in misura più consistente fino alla fine dell'orizzonte di proiezione (di 0,4 punti percentuali nel 2027). Tali revisioni riflettono principalmente

¹⁴ Cfr. ["Press statement by President von der Leyen on the defence package"](#), Commissione europea, Bruxelles, 4 marzo 2025.

¹⁵ Dopo la riunione del Consiglio direttivo del 6 marzo 2025, il 18 marzo il legislatore tedesco ha introdotto modifiche al freno costituzionale al debito, per consentire, in particolare, una maggiore spesa per la difesa. Ha inoltre approvato la creazione di un fondo speciale per investimenti aggiuntivi fino a 500 miliardi di euro in progetti legati alle infrastrutture e al clima.

¹⁶ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2025](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 6 marzo 2025.

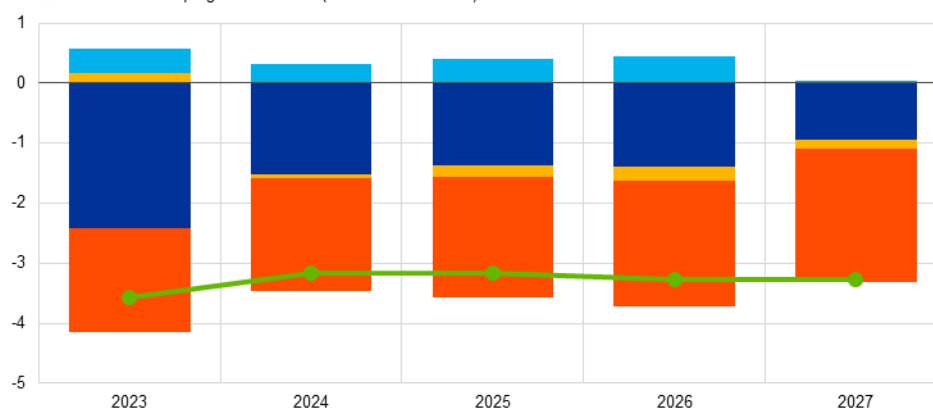
un peggioramento delle prospettive macroeconomiche, ma anche un qualche allentamento delle misure discrezionali.

Grafico 24

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)

- Saldo primario corretto per gli effetti del ciclo (al netto delle sovvenzioni del Next Generation EU dal lato delle entrate)
- Componente ciclica
- Spesa per interessi
- Saldo di bilancio
- Sovvenzioni del programma NGEU (dal lato delle entrate)



Fonti: elaborazioni della BCE e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2025*.
 Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 20 paesi dell'area dell'euro.

L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro ha subito un notevole inasprimento nel 2024; dovrebbe essere in qualche misura più restrittivo nel 2025 e tornare a inasprirsi significativamente nel 2027¹⁷. La stima della variazione annua del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, al netto delle sovvenzioni concesse ai paesi nell'ambito del programma Next Generation EU, mostra una significativa restrizione delle politiche di bilancio nell'area dell'euro nel 2024 (pari a 0,9 punti percentuali di PIL). Ciò riflette principalmente la revoca di gran parte delle misure di sostegno pubblico legate all'energia e all'inflazione, nonché rilevanti fattori non discrezionali legati ad andamenti sostenuti delle entrate in alcuni paesi. Per il 2025 ci si attende un inasprimento di 0,2 punti percentuali, dovuto principalmente a un aumento delle imposte, in parte compensato da un contributo negativo dei fattori non discrezionali. L'orientamento dovrebbe rimanere sostanzialmente neutrale nel 2026, prima di subire una notevole restrizione (pari a 0,5 punti percentuali di PIL) nel 2027, quando terminerà il programma Next Generation EU. Pertanto, l'inasprimento cumulato dell'orientamento delle politiche di bilancio nell'orizzonte previsivo 2024-2027 sarebbe pari a 1,6 punti percentuali di PIL.

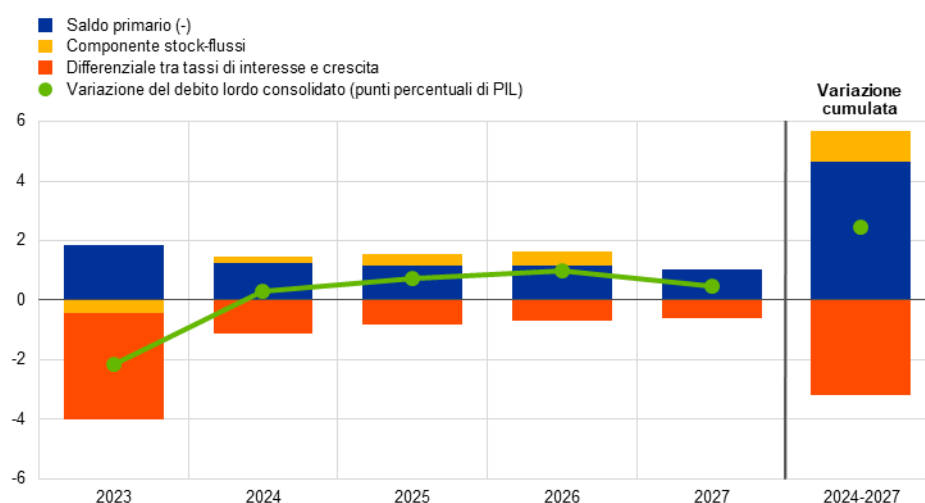
¹⁷ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche di bilancio all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non esercitano una contrazione della domanda, tale componente delle entrate è esclusa dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro dovrebbe lentamente aumentare lungo l'orizzonte di previsione a partire da un livello già elevato (cfr. il grafico 25). Durante la pandemia il rapporto debito pubblico/PIL è aumentato in misura significativa, fino a raggiungere circa il 97 per cento nel 2020, per poi diminuire gradualmente a partire dal 2021. Le proiezioni di marzo 2025, tuttavia, indicano un'inversione di tale miglioramento: il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe gradualmente salire da circa l'87 per cento del PIL nel 2023 a circa il 90 nel 2027. L'aumento previsto è determinato dai perduranti disavanzi primari e dai valori positivi attesi della componente stock-flussi, compensati solo in parte dai differenziali favorevoli (negativi) tra tassi di interesse e crescita.

Grafico 25

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

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: elaborazioni della BCE e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2025*.
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 20 paesi dell'area dell'euro.

Il 21 gennaio 2025 il Consiglio per gli affari economici e finanziari dell'UE (Ecofin) ha approvato le raccomandazioni relative al primo insieme di piani strutturali di bilancio di medio termine. Quattro paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Lituania e Austria) non hanno ancora presentato i propri piani. Per quanto riguarda le procedure per i disavanzi eccessivi, il Consiglio Ecofin ha adottato raccomandazioni ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 7, del [Trattato sul funzionamento dell'Unione europea](#) (TFUE) che specificano i percorsi e le scadenze per la correzione dei disavanzi eccessivi¹⁸. L'Italia e l'Ungheria sono state invitate a portare i rispettivi disavanzi al di sotto del 3 per cento del PIL entro il 2026, il Belgio, Malta e la Slovacchia entro il 2027, la Polonia entro il 2028, la Francia entro il 2029 e la Romania entro il 2030. Le raccomandazioni hanno fissato al 30 aprile 2025 il termine entro il quale ciascun paese deve dare seguito effettivo alle raccomandazioni stesse e presentare le misure necessarie a porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo.

¹⁸ Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (GU C, 202, 7.6.2016, p. 13).

Il 4 marzo la Commissione europea ha annunciato il piano ReArm Europe, che definisce un insieme di cinque proposte su come le leve finanziarie disponibili possano essere utilizzate per aiutare gli Stati membri ad aumentare in modo rapido e consistente la spesa nelle capacità di difesa. La prima proposta

prevede che, a livello di ciascun paese, possano essere stanziati fondi pubblici per la difesa mediante l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale del Patto di stabilità e crescita, a condizione che sia preservata la sostenibilità dei conti pubblici. Ciò consentirebbe agli Stati membri di innalzare la propria spesa per la difesa, dell'1,5 per cento del PIL ad esempio, senza l'attivazione della procedura per i disavanzi eccessivi, agendo quindi rapidamente, come necessario nell'attuale situazione. Secondo la valutazione della Commissione, ciò equivarrebbe a una spesa aggiuntiva fino a 650 miliardi di euro nel periodo 2025-2028. La seconda proposta riguarda un nuovo strumento che concederebbe prestiti agli Stati membri per 150 miliardi per investimenti nel settore della difesa, al fine di migliorare le capacità di difesa paneuropee. La terza proposta si basa sull'utilizzo del bilancio dell'UE per indirizzare fondi verso investimenti nel settore della difesa. Infine, le ultime due aree di intervento puntano a mobilitare capitali privati accelerando la realizzazione dell'Unione dei risparmi e degli investimenti e attraverso la Banca europea per gli investimenti.

Riquadri

1

Investimenti delle imprese: le ragioni alla base del ritardo dell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti

a cura di Malin Andersson, Valerie Jarvis e Michel Soudan

Nell'area dell'euro la crescita degli investimenti delle imprese è stata meno dinamica rispetto agli Stati Uniti e le prospettive si confermano meno favorevoli¹. Nel periodo successivo alla pandemia, tra il quarto trimestre del 2021 e il quarto trimestre del 2024, gli investimenti delle imprese sono aumentati del 15,4 per cento negli Stati Uniti, più del doppio rispetto all'incremento cumulato pari al 6,8 per cento registrato nello stesso periodo nell'area dell'euro (cfr. il grafico A)². Tra le componenti, gli investimenti immateriali, vale a dire i prodotti di proprietà intellettuale (PPI), hanno contribuito al differenziale in misura maggiore, con una crescita dei beni immateriali nell'area dell'euro (esclusi i volatili PPI irlandesi) pari a solo la metà di quella statunitense. Per quanto riguarda le altre classi di attività principali, nell'area dell'euro il contributo delle attrezzature per il trasporto agli investimenti è stato solo lievemente inferiore rispetto a quanto osservato negli Stati Uniti. Allo stesso tempo, gli investimenti in macchinari e attrezzature sono diminuiti nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti si sono confermati lievemente positivi.

¹ Per un'analisi precedente, cfr. il riquadro 1 [La ripresa dopo la pandemia: perché nell'area dell'euro la crescita è più lenta rispetto agli Stati Uniti?](#) nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

² I dati di contabilità nazionale dettagliati sono stati resi disponibili poco dopo la data limite di aggiornamento dei dati per questo numero del Bollettino. Gli investimenti delle imprese sono approssimati dagli investimenti diversi dalle costruzioni nell'intera economia dell'area dell'euro (esclusi i PPI irlandesi volatili) e dagli investimenti fissi privati non strutturali in settori diversi dall'edilizia residenziale negli Stati Uniti. Per l'area dell'euro, cfr. ["Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity"](#), *Occasional Paper Series*, n. 350, BCE, 2024.

Grafico A

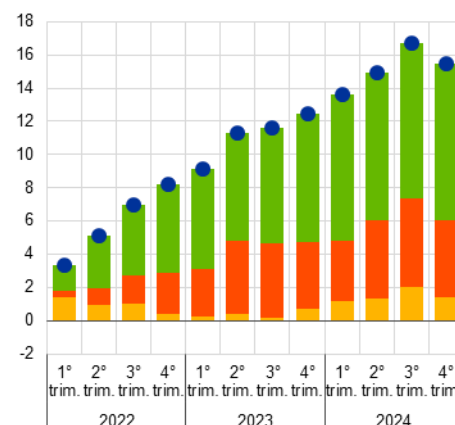
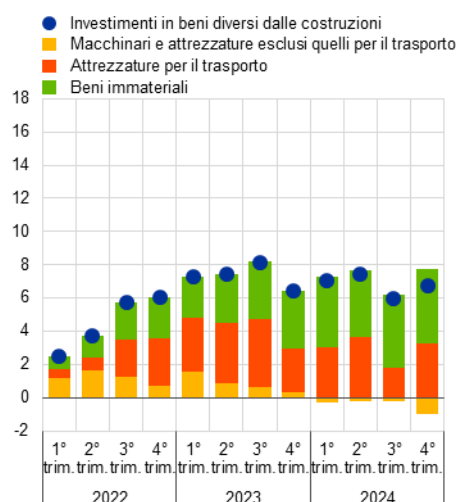
Investimenti delle imprese e scomposizione per attività

a) Area dell'euro

b) Stati Uniti

(variazioni percentuali cumulate e contributi in punti percentuali)

(variazioni percentuali cumulate e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Bureau of Economic Analysis statunitense ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: gli investimenti dell'area dell'euro in beni diversi dalle costruzioni e in beni immateriali non comprendono i prodotti di proprietà intellettuale (PPI) irlandesi. Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni negli Stati Uniti si riferiscono agli investimenti fissi privati in settori diversi dall'edilizia residenziale escluse le strutture. La voce "Beni immateriali" si riferisce ai PPI. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024.

L'indebolimento degli investimenti in beni materiali nell'area dell'euro può essere in parte riconducibile al calo della domanda.

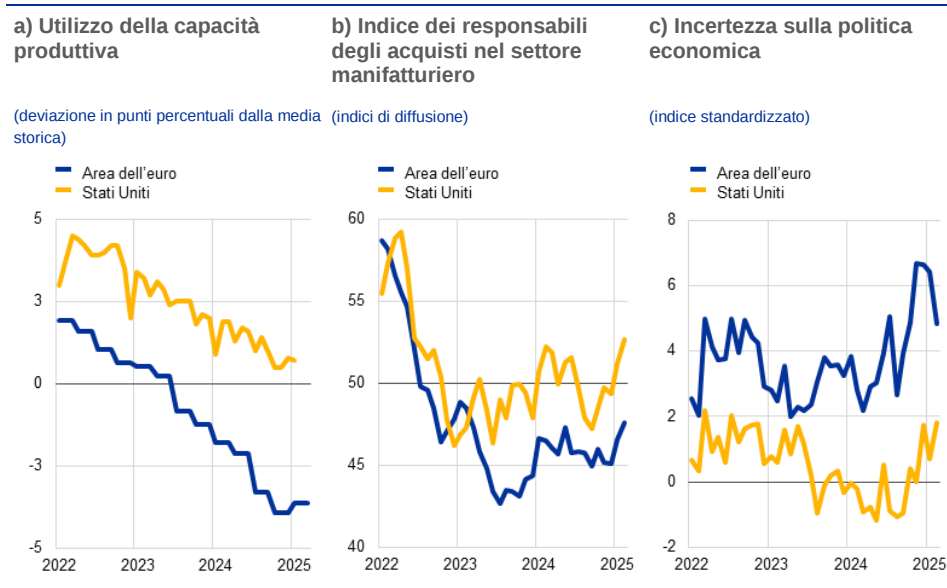
Dall'inizio del 2022 la domanda interna di beni, una determinante fondamentale degli investimenti materiali in macchinari e attrezzature inclusi i trasporti, è stata notevolmente più modesta nell'area dell'euro. Ciò ha determinato un calo pronunciato dell'utilizzo della capacità produttiva al di sotto della sua media storica dalla metà del 2023 (cfr. il pannello a) del grafico B). Il rafforzamento della domanda aggregata negli Stati Uniti, sostenuto dalla rapida attuazione di misure politiche volte a stimolare gli investimenti, ha mantenuto l'utilizzo della capacità produttiva al di sopra della media precedente la pandemia. Inoltre, è probabile che i rincari più marcati dei beni energetici nell'area dell'euro, unitamente all'accresciuta incertezza geopolitica in seguito all'invasione russa dell'Ucraina, abbiano frenato la domanda di investimenti nell'area in misura maggiore rispetto agli Stati Uniti, considerate la maggiore dipendenza dell'UE dal gas proveniente dalla Russia come fonte di energia e la prossimità alla zona di guerra. L'impatto sarebbe stato sia diretto, attraverso costi di produzione più elevati e un livello di fiducia più basso, sia indiretto, attraverso perdite di competitività sui mercati delle esportazioni³. A partire dal 2022 si è registrato un calo particolarmente forte e prolungato della fiducia nell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico B). Il fatto che in tale periodo l'incertezza sulla politica economica sia stata più elevata nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti ha inoltre esercitato un maggior effetto

³ Cfr. l'articolo 1 *Sfide passate e future per la concorrenza esterna dell'area dell'euro* nel numero 6/2024 di questo Bollettino.

frenante sulla domanda dell'area rispetto a quella statunitense (cfr. il pannello c) del grafico B)⁴.

Grafico B

Utilizzo della capacità produttiva, indice dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero e incertezza sulla politica economica



Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea; S&P Global Market Intelligence; Baker et al. "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n. 4, novembre 2016, pagg. 1593-1636; ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'utilizzo della capacità produttiva è mostrato come deviazione dalla media del periodo 1999-2019 e l'incertezza sulla politica economica nell'area dell'euro è la media ponderata per il PIL delle quattro maggiori economie dell'area (standardizzata sul periodo 1999-2019). Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2025 per l'utilizzo della capacità produttiva negli Stati Uniti, a febbraio 2025 per l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) e per l'incertezza sulla politica economica, e al primo trimestre del 2025 per l'utilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro.

Inoltre, un significativo differenziale di investimenti immateriali, relativo alla spesa per innovazione e per ricerca e sviluppo (R&S), contribuisce ad ampliare il divario di produttività tra l'UE e gli Stati Uniti. In base all'[indagine sugli investimenti del 2024](#) condotta dalla Banca europea per gli investimenti (BEI), che fornisce dati comparativi provenienti da un'indagine ampia delle imprese negli Stati Uniti e nell'UE, l'espansione della capacità produttiva è stata un fattore determinante per gli investimenti in misura maggiore negli Stati Uniti rispetto all'UE. Per contro, l'obiettivo principale degli investimenti nell'UE è stata la sostituzione (cfr. il pannello a) del grafico C)⁵. Gli investimenti delle imprese statunitensi tendono inoltre a concentrarsi maggiormente sull'innovazione rispetto a quelli delle imprese dell'UE (cfr. il pannello b) del grafico C). Il quadro di valutazione [dell'UE per la R&S del 2024](#) mostra che gli investimenti in R&S dell'area dell'euro si concentrano su settori maturi, quali autoveicoli e attrezzature, mentre negli Stati Uniti si concentrano in misura crescente su attività basate sulle TIC, compresi centri di elaborazione dati e servizi collegati all'intelligenza artificiale. Gli investimenti immateriali sono

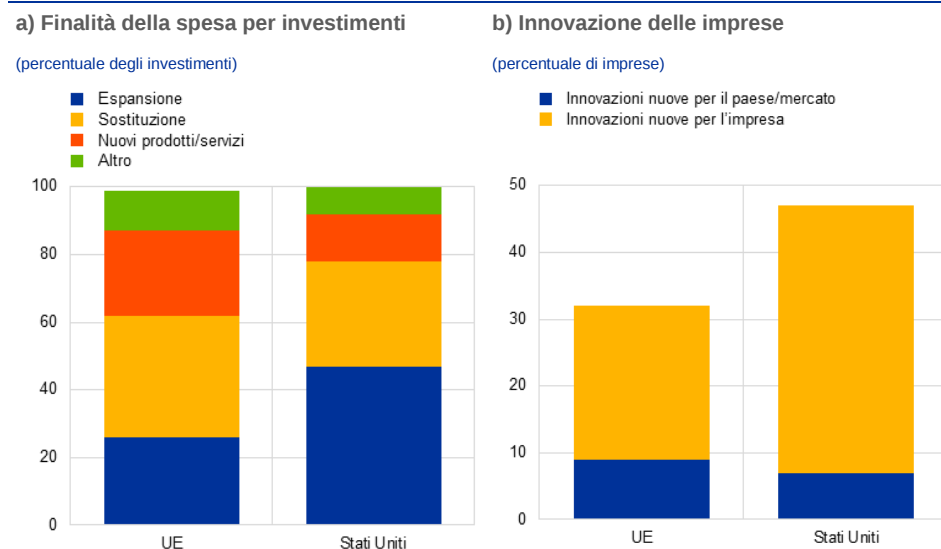
⁴ Cfr., ad esempio, il riquadro 3 [Quali segnali economici possono essere desunti misurando l'incertezza?](#) nel numero 8/2024 di questo Bollettino e Chen et al., "Economic policy uncertainty and firm investment: evidence from the U.S. market" *Applied Economics*, vol. 51, n. 31, 2019, pagg. 3423-3435, per una valutazione dell'impatto negativo dell'incertezza politica sugli investimenti.

⁵ La scomposizione per l'area dell'euro non è ancora disponibile.

fondamentali per la crescita a più lungo termine ed è probabile che stiano contribuendo al crescente divario di produttività tra le due economie⁶.

Grafico C

Investimenti e innovazione



Fonte: indagine sugli investimenti della Banca europea per gli investimenti (BEI) 2024.

Note: nel pannello a) le somme potrebbero non essere pari a 100 a causa di arrotondamenti. Nel pannello b) i dati si basano sulle risposte a due quesiti sulla proporzione degli investimenti totali destinati allo sviluppo o all'introduzione di nuovi prodotti, processi o servizi, con una scomposizione in innovazioni nuove per l'impresa, per il paese o per il mercato mondiale. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2024.

Le imprese segnalano ostacoli maggiori agli investimenti nell'UE rispetto agli Stati Uniti.

In base all'indagine sugli investimenti condotta dalla BEI, nell'UE i principali ostacoli segnalati dalle imprese riguardano la mancanza di personale qualificato, costi energetici alti, elevata incertezza e regolamentazione onerosa (cfr. il grafico D). Sia i costi energetici sia l'incertezza sembrano essere in qualche misura più rilevanti nell'UE rispetto agli Stati Uniti, in parte di riflesso alla maggiore esposizione delle imprese dell'UE all'impatto della guerra russa in Ucraina. Se l'incertezza può essere considerata un fattore temporaneo, le ampie e annose differenze tra costi energetici, regolamentazioni dei mercati del lavoro e dei beni, e aspetti legati ai differenziali di produttività potrebbero essere più persistenti⁷. Inoltre, una regolamentazione più stringente sta contribuendo a rendere meno dinamico il panorama delle imprese nell'area dell'euro, con un minor numero di imprese che entrano o escono dal mercato e in genere una crescita più debole delle stesse. Ciò potrebbe frenare gli investimenti, in particolare in beni immateriali⁸.

⁶ Cfr. McKinsey & Company, "Getting tangible about intangibles: The future of growth and productivity?", 2021; il riquadro 1 *Crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: andamenti a breve e lungo termine* nel numero 6/2024 di questo Bollettino; e Herzog, Stein e Horn, "The Productivity Puzzle: It's the Lack of Investment, Stupid!", *Intereconomics*, n. 2, 2018.

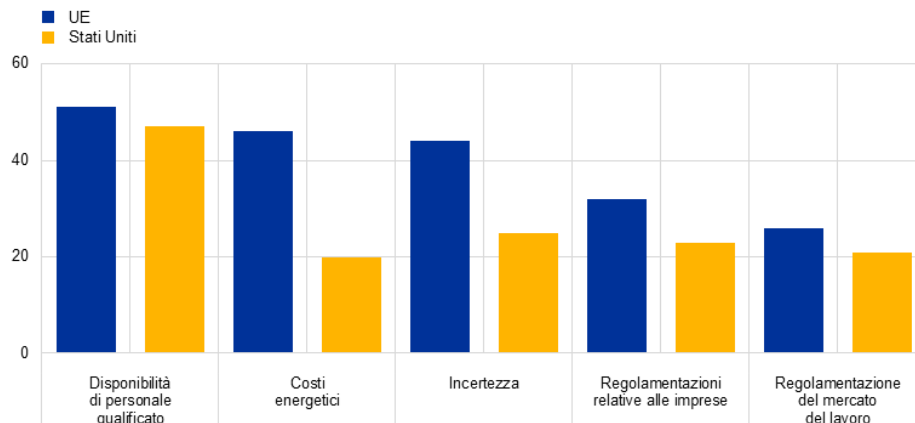
⁷ Cfr. l'articolo 1 *Competitività europea: il ruolo delle istituzioni e le motivazioni per le riforme strutturali* nel numero 1/2025 di questo Bollettino.

⁸ Cfr. Thum-Thysen et al., "Investment dynamics in Europe: Distinct drivers and barriers for investing in intangible versus tangible assets?", vol. 51, dicembre 2019, pagg. 77-88.

Grafico D

Percezione dei principali ostacoli agli investimenti

(contributi in punti percentuali)



Fonte: indagine della BEI sugli investimenti 2024.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 2024.

Un'attuazione più rapida delle politiche di stimolo degli investimenti ha inoltre contribuito a determinare una ripresa più veloce e più forte degli investimenti statunitensi. Se da un lato i fondi del programma Next Generation EU (NGEU), pari a 750 miliardi di euro, dovrebbero stimolare gli investimenti delle imprese dell'UE nelle transizioni digitale e verde, il loro utilizzo è stato molto graduale e ritardato. Anche l'entità dei moltiplicatori fiscali a essi associati è incerta⁹. Negli Stati Uniti, l'*Inflation Reduction Act* (IRA) e il *CHIPS and Science Act* ammontano a circa 835 miliardi di dollari di spesa per l'energia pulita e la produzione di microprocessori. Si tratta di un valore, in termini assoluti, lievemente superiore a quello del programma NGEU dell'UE, tuttavia, rappresenta una quota inferiore del PIL. Tali programmi hanno già fornito una grande spinta agli investimenti statunitensi privati in strutture nei settori diversi dall'edilizia residenziale, che non è mostrata nel grafico A. L'impatto è particolarmente visibile negli investimenti per il settore manifatturiero, specialmente gli investimenti nelle fabbriche, che sono aumentati in misura maggiore rispetto a quanto osservato nell'UE¹⁰. L'utilizzo più rapido dei fondi previsti dall'IRA rispetto a quelli del programma NGEU potrebbe in parte riflettere il grado di maturità più elevato del mercato unico negli Stati Uniti. Inoltre, l'IRA si concentra sui crediti d'imposta diretta federali alle imprese e alle famiglie, mentre nell'UE le politiche fiscali si attuano a livello nazionale¹¹.

Le recenti iniziative politiche dell'UE per migliorare l'ambiente degli investimenti nell'area dell'euro dovrebbero contribuire a colmare il divario con

⁹ Per quanto riguarda l'impatto economico, 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, e "The real effects of Next Generation EU", *Recovery Watch*, 2024, per i moltiplicatori fiscali.

¹⁰ L'IRA ha stimolato gli investimenti nelle fabbriche e in altri impianti di produzione, in particolare la costruzione di centri di elaborazione dati, una dinamica molto meno pronunciata nell'UE, ad eccezione dell'Irlanda. Poiché il presidente Trump ha interrotto tutte le erogazioni legate all'IRA a partire dal 20 gennaio 2025, i potenziali benefici a lungo termine sono in dubbio. Negli Stati Uniti gli investimenti in strutture manifatturiere non residenziali sono aumentati del 112 per cento tra la fine del 2021 e il terzo trimestre del 2024, sebbene ammontassero a solo lo 0,5 per cento del PIL e a meno del 4 per cento degli investimenti fissi privati non residenziali.

¹¹ Cfr. Cahen et al., "Is Next Generation EU a game changer? A Comparison with IRA and ways to respond", *Eurofi Regulatory Update*, febbraio 2024.

gli Stati Uniti. L'iniziativa Bussola per la competitività, recentemente annunciata dalla Commissione europea, costituisce un apprezzabile passo in avanti. In particolare, tale iniziativa mira a stimolare la competitività e l'innovazione attraverso le seguenti misure: semplificazione e riduzione dell'onere regolamentare, rimozione delle barriere per beneficiare appieno del Mercato unico, miglioramento delle politiche di coordinamento a livello nazionale e dell'UE e potenziamento dell'accesso ai finanziamenti e della relativa convenienza economica. È pertanto essenziale portare avanti l'agenda dei mercati dei capitali, in particolare in quanto mercati di venture capital più sofisticati agevolerebbero l'accesso al capitale di rischio per le imprese innovative dell'UE e la loro crescita. La rapida attuazione di tali misure è della massima importanza.

Le esportazioni dell'area dell'euro hanno perso il treno della tecnologia?

a cura di Mattia Banin, Virginia Di Nino, Laura Lebastard, Noémie Lecourt e Stefan Schaefer

Le quote di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro sono diminuite a partire dalla pandemia. La quota delle imprese dell'area dell'euro nelle esportazioni mondiali di beni è scesa di circa due punti percentuali dal 2019¹. La crescita debole delle esportazioni dell'area segnala che gli incrementi di produttività delle imprese europee sono inferiori rispetto a quelli delle altre principali economie. Sebbene i fattori alla base delle sfide in termini di competitività dell'area dell'euro siano diversi, il rapporto Draghi ha indicato la mancanza di competitività dell'Europa nei settori ad alta tecnologia tra i fattori principali della modesta performance economica dell'area dell'euro². Il presente riquadro valuta la composizione settoriale del recente andamento dell'area dell'euro sui mercati mondiali, classificando le esportazioni in base all'intensità del loro contenuto tecnologico, come si evince dal livello della spesa per la ricerca e lo sviluppo in rapporto al valore aggiunto. Ciò contribuisce a identificare le determinanti settoriali della perdita di quote di mercato. Nello specifico, il riquadro esamina se la perdita di quote di mercato delle esportazioni aggregate dell'area dell'euro rifletta una presenza limitata nei settori ad alta tecnologia in rapida espansione o un deterioramento della performance in settori consolidati.

Comprendere il ruolo della composizione settoriale nella dinamica delle esportazioni è importante per l'analisi dell'impatto degli strumenti politici utilizzati negli ultimi anni per stimolare la produzione in particolari settori.

Dal 2019 sia gli Stati Uniti sia la Cina hanno introdotto nuove politiche, anche con l'obiettivo di rafforzare la dinamica delle proprie esportazioni in specifici settori. Negli Stati Uniti l'*Inflation Reduction Act* e il *CHIPS and Science Act* mirano ad accrescere gli investimenti nei settori ad alta tecnologia e a riportare la produzione all'interno dei confini statunitensi. In Cina le politiche governative volte a sviluppare campioni nazionali ricorrono alla consolidata strategia di stimolare il progresso tecnologico attraverso sovvenzioni sostanziali alle industrie operanti nei comparti ad alta tecnologia³. Tali sovvenzioni hanno determinato un eccesso di capacità produttiva, consentendo ai produttori cinesi di adottare strategie di prezzo aggressive sui mercati stranieri. Ciò è in linea con l'idea di "nuove forze produttive" della Cina, che considera prioritarie l'innovazione e lo sviluppo tecnologico in quanto determinanti fondamentali della crescita economica, con particolare attenzione a settori quali veicoli elettrici, tecnologia dei microchip, intelligenza artificiale e nuovi materiali⁴. Considerato che tali strumenti sono utilizzati dalle autorità delle altre principali economie per stimolare sia gli investimenti sia la produzione in determinati

¹ Cfr. l'articolo 1 *Sfide passate e future per la concorrenza esterna dell'area dell'euro* nel numero 6/2024 di questo Bollettino.

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

³ Per maggiori informazioni, cfr. Institute for Security & Development Policy, *"Made in China 2025"*, *Backgrounder*, giugno 2018.

⁴ Cfr. l'articolo 1 *L'evoluzione del modello di crescita della Cina: sfide e prospettive di sviluppo nel lungo periodo* nel numero 5/2024 di questo Bollettino.

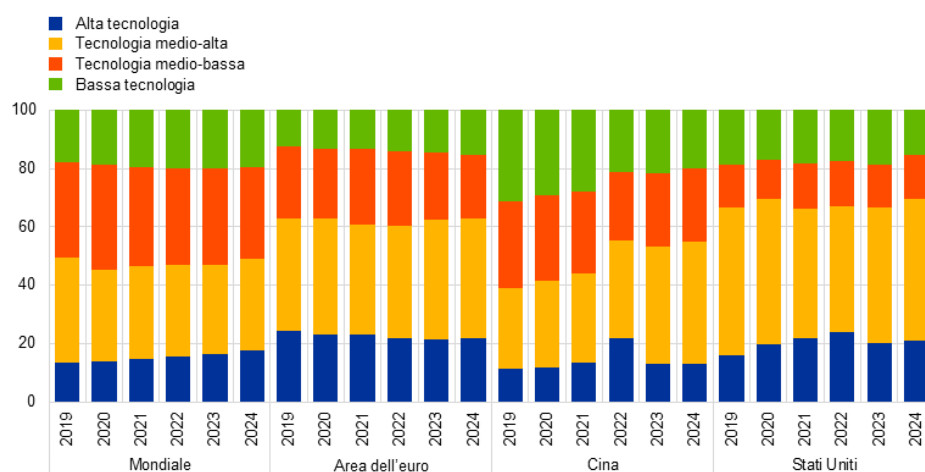
comparti, è importante comprendere come le dinamiche settoriali influenzino l'andamento delle esportazioni complessive dell'area dell'euro.

L'Eurostat suddivide i settori manifatturieri in quattro categorie, a seconda del contenuto tecnologico dei beni prodotti. I settori ad alta tecnologia comprendono i prodotti farmaceutici, le apparecchiature per le telecomunicazioni e l'industria aerospaziale, mentre i settori a contenuto tecnologico medio-alto comprendono gli autoveicoli, i prodotti chimici e le apparecchiature elettriche⁵. I comparti a contenuto tecnologico medio-alto rappresentano la quota più grande delle esportazioni mondiali (32 per cento nel 2024), superando di gran lunga i comparti ad alta tecnologia (18 per cento nel 2024) (cfr. il grafico A). Tuttavia, mentre l'incidenza dei settori a medio-alto contenuto tecnologico è in calo dal 2019, quella dei settori ad alta tecnologia è cresciuta di 6 punti percentuali.

Grafico A

Esportazioni di prodotti manifatturieri per intensità di tecnologia

(valori percentuali)



Fonti: Trade Data Monitor (TDM), Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le esportazioni sono in valore nominale. I dati per il 2024 non sono completi. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2024.

Negli ultimi anni, la composizione tecnologica delle esportazioni dell'area dell'euro, della Cina e degli Stati Uniti si è avvicinata.

A partire dal 2019, la composizione settoriale delle esportazioni dell'area dell'euro è stata relativamente stabile: nel 2024 i comparti a contenuto tecnologico medio-alto hanno rappresentato il 41 per cento delle esportazioni manifatturiere totali (cfr. il grafico A). Nello stesso periodo, le esportazioni a contenuto tecnologico medio-alto della Cina sono aumentate significativamente, dal 28 al 42 per cento. Questa variazione indica che le esportazioni della Cina si sono spostate verso l'alto nella catena del valore, rendendo la struttura delle sue esportazioni sempre più simile a quella dell'area

⁵ Per una descrizione dettagliata dei settori all'interno delle categorie "alta tecnologia", "tecnologia medio-alta", "tecnologia medio-bassa" e "bassa tecnologia", cfr. [High-tech classification of manufacturing industries](#) sul sito Internet dell'Eurostat.

dell'euro⁶. Allo stesso tempo, negli Stati Uniti si è registrata la crescita più significativa di esportazioni ad alto contenuto tecnologico.

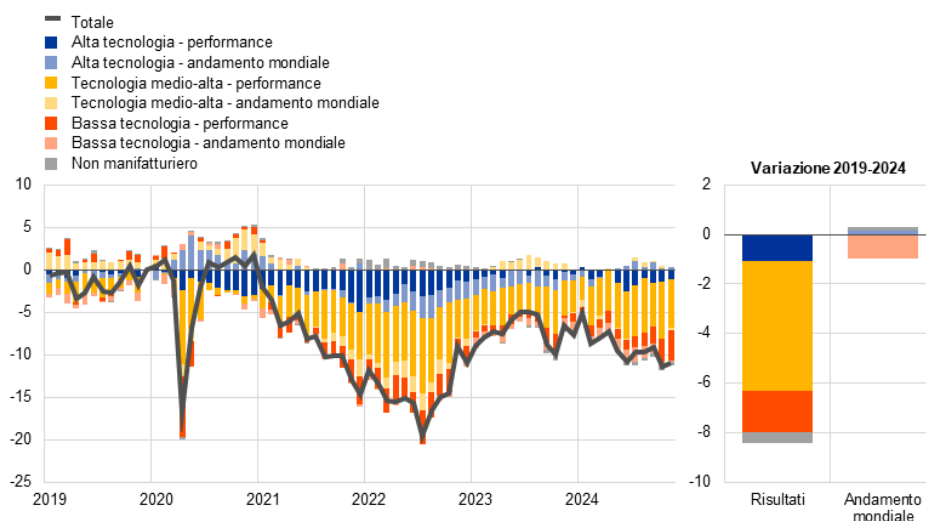
Da un'analisi di tipo “shift-share” si evince che l'area dell'euro ha perso terreno in tutti i settori delle esportazioni manifatturiere, sebbene la perdita di quote di mercato nei comparti a contenuto tecnologico medio-alto sia stata particolarmente significativa. Il grafico B illustra la scomposizione per settore degli andamenti delle quote di mercato delle esportazioni aggregate, distinguendo per ciascuna economia due aspetti dei contributi settoriali: a) una componente relativa alla “performance”, che misura le variazioni della quota di mercato dell'economia per ciascun settore (il rapporto tra la crescita delle esportazioni di un'economia e la crescita delle importazioni mondiali in ciascun comparto); e b) una componente relativa all’“andamento mondiale”, che misura la crescita mondiale di ciascun settore (come rapporto tra le importazioni mondiali nel settore e le importazioni mondiali totali). In altre parole, questa analisi identifica se le variazioni nella quota di mercato aggregata di un'economia sulle esportazioni mondiali riflettano incrementi nella quota di mercato all'interno di particolari settori o la crescita mondiale complessiva di tali settori. Sebbene l'area dell'euro abbia perso quote di mercato in tutti i segmenti, le principali determinanti di tale tendenza sono stati i settori a contenuto tecnologico medio-alto, in quanto responsabili del 55 per cento delle perdite cumulate a partire dal 2019 (cfr. il pannello a) del grafico B). Anche l'andamento dei settori ad alta tecnologia è stato relativamente debole. Nonostante i benefici provenienti dalla forte domanda mondiale in tali settori, l'area dell'euro ha perso terreno rispetto alle altre principali economie.

Grafico B

Contributi settoriali agli andamenti delle quote di mercato delle esportazioni

a) Area dell'euro

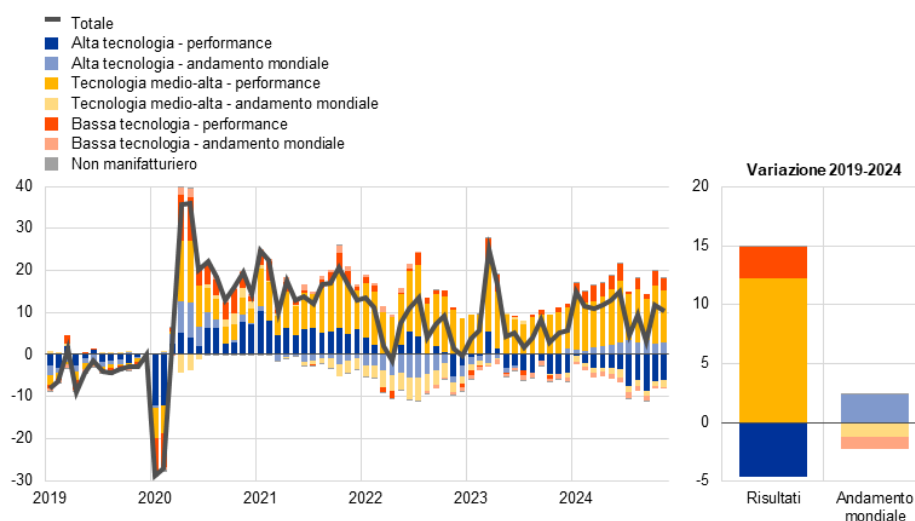
(indice: dicembre 2019 = 0)



⁶ Cfr. Al-Haschimi, A., Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T. e Spital, T., “Why competition with China is getting tougher than ever”, *Il Blog della BCE*, BCE, 3 settembre 2024.

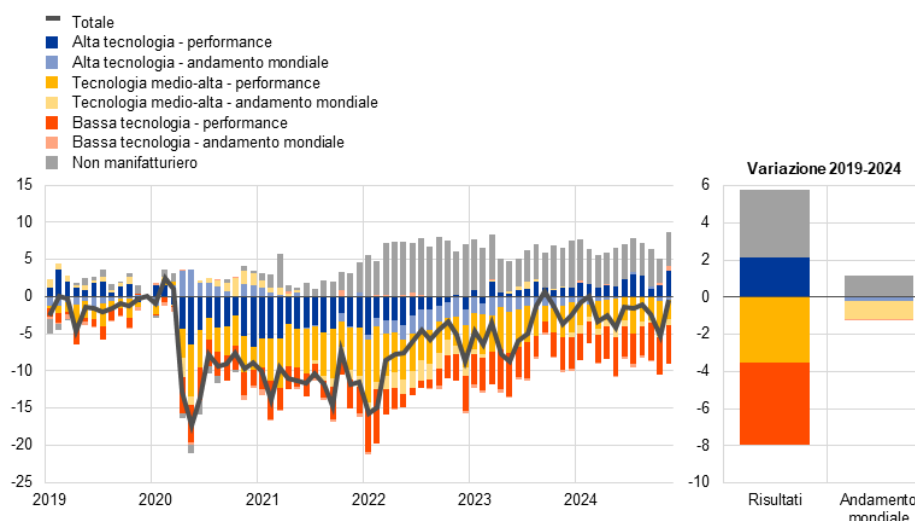
b) Cina

(indice: dicembre 2019 = 0)



c) Stati Uniti

(indice: dicembre 2019 = 0)



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

Note: dati destagionalizzati. Le quote di mercato delle esportazioni sono espresse in termini di valore e si riferiscono esclusivamente ai beni. I dati del CPB sono utilizzati per il calcolo delle quote di mercato aggregate. I dati del TDM sono utilizzati per il calcolo dei pesi settoriali. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2024.

La Cina ha guadagnato quote di mercato significative nei comparti a medio-alto contenuto tecnologico, mentre gli Stati Uniti hanno aumentato la propria quota nei settori ad alta tecnologia. L'andamento delle esportazioni della Cina sembra essere quasi l'inverso di quello dell'area dell'euro, con aumenti elevati della quota di mercato registrati principalmente nei settori a medio-alto contenuto tecnologico (cfr. il pannello b) del grafico B). Nel contempo, nel 2024 gli Stati Uniti hanno quasi recuperato del tutto le quote di mercato delle esportazioni rispetto al 2019, conseguendo risultati migliori rispetto a quelli delle altre economie nei settori ad alta tecnologia e non manifatturieri, in particolare nell'estrazione di petrolio e di gas (cfr. il pannello c) del grafico B).

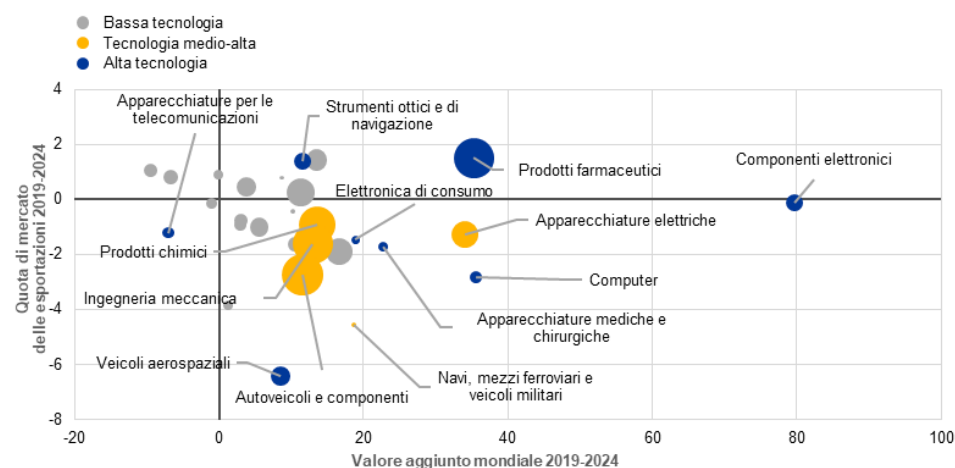
L'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro nei settori ad alta tecnologia non è stato uniforme, con importanti punti di forza nel settore farmaceutico ma debolezze significative nel settore dell'elettronica e dei computer. A livello aggregato, le industrie ad alta tecnologia hanno fatto registrare la crescita più forte del valore aggiunto mondiale dal 2019 (cfr. il grafico C). L'area dell'euro è un leader mondiale nel settore farmaceutico, con il 36 per cento delle esportazioni mondiali, e ha continuato a guadagnare quote di mercato⁷. Gli “strumenti ottici e di navigazione” sono un altro settore ad alta tecnologia in cui l'area dell'euro ha conseguito buoni risultati. Tuttavia, le esportazioni in altri settori ad alta tecnologia sono state deboli, facendo registrare un costante calo delle relative quote di mercato. Nei comparti a più rapida crescita l'area dell'euro si è indebolita rispetto alle altre principali economie, ad esempio la Cina, per quanto riguarda i prodotti elettronici, e gli Stati Uniti, per quanto riguarda i computer.

Grafico C

Crescita della quota di mercato e del valore aggiunto mondiale per settore

a) Area dell'euro

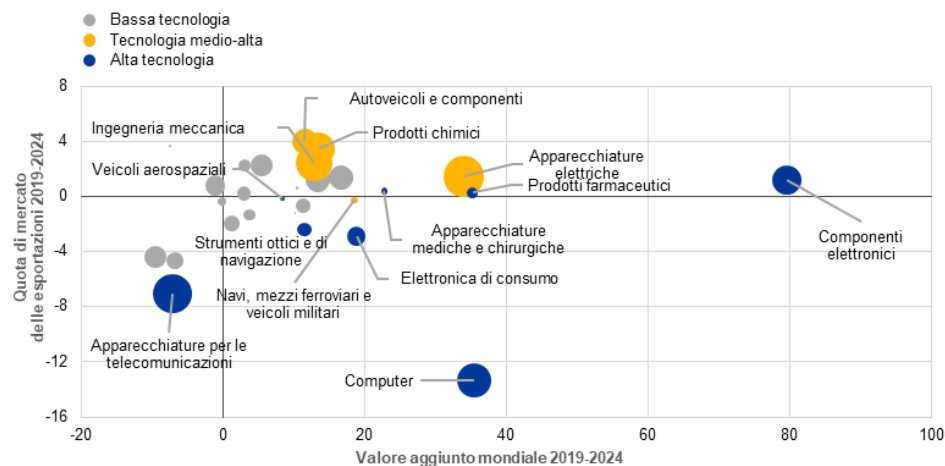
(asse delle ascisse: variazioni percentuali; asse delle ordinate: variazioni in punti percentuali)



⁷ Le imprese statunitensi costituiscono il 42 per cento del valore aggiunto delle esportazioni farmaceutiche irlandesi (che nel 2024 hanno rappresentato il 17 per cento delle esportazioni farmaceutiche dell'area dell'euro). Metà di questo valore aggiunto è riesportato negli Stati Uniti.

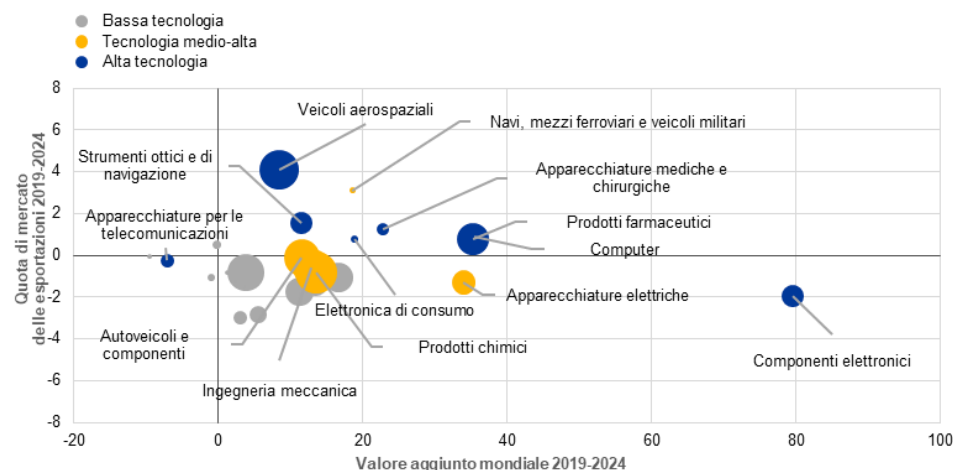
b) Cina

(asse delle ascisse: variazioni percentuali; asse delle ordinate: variazioni in punti percentuali)



c) Stati Uniti

(asse delle ascisse: variazioni percentuali; asse delle ordinate: variazioni in punti percentuali)



Fonti: TDM, Oxford Economics, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i settori sono distinti in base alla classificazione NACE Rev. 2. Sono inclusi i seguenti settori ad alta tecnologia e a medio-alto contenuto tecnologico (tra parentesi sono indicati divisioni/gruppi in base alla classificazione NACE Rev. 2): prodotti chimici (20), prodotti farmaceutici (21), componenti elettronici (26.1), computer (26.2), apparecchiature per le telecomunicazioni (26.3), elettronica di consumo (26.4), apparecchiature mediche e chirurgiche (26.6), strumenti ottici e di navigazione (26.5, 26.7, 26.8), apparecchiature elettriche (27), ingegneria meccanica (28), autoveicoli e componenti (29), veicoli aerospaziali (30.3), navi, mezzi ferroviari e veicoli militari (30 escluso 30.3). L'intensità tecnologica dei settori si basa sulla [classificazione del contenuto ad alta tecnologia delle industrie manifatturiere](#) dell'Eurostat. Le dimensioni delle bolle riflettono il peso di ciascun settore sulle esportazioni nominali totali dell'economia nel 2024. Per il quarto trimestre del 2024, la crescita del valore aggiunto mondiale si basa sulle previsioni. I dati delle esportazioni e le quote di mercato delle esportazioni per il 2024 non sono completi. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2024.

L'area dell'euro ha perso terreno nei confronti della Cina soprattutto nei comparti a medio-alto contenuto tecnologico.

Per l'area dell'euro, le esportazioni a medio-alto contenuto tecnologico rappresentano una parte rilevante del totale delle esportazioni, superando di gran lunga quelle delle industrie ad alta tecnologia. Anche gli Stati Uniti hanno perso quote di mercato in questo segmento, sebbene in misura più contenuta. La Cina sta guadagnando quote di mercato a scapito di leader di mercato quali l'area dell'euro, in particolare nel comparto dei veicoli elettrici, che beneficia significativamente delle politiche industriali cinesi.

La crescente domanda di energia per l'intelligenza artificiale e il suo impatto sui prezzi delle materie prime

a cura di Vlad Burian e Arthur Stalla-Bourdillon

L'adozione di modelli di intelligenza artificiale (IA) ha subito un'impennata su scala mondiale, determinando un notevole fabbisogno di potenza computazionale.

Il consumo di energia legato all'IA nei centri dati attualmente è limitato, si stima sia intorno ai 20 TWh (terawatt-ora) o allo 0,02 per cento del consumo mondiale di energia¹. Tuttavia, i modelli di intelligenza artificiale sono sempre più utilizzati per sviluppare applicazioni intelligenti, che vanno dagli assistenti basati sull'IA agli autoveicoli con guida automatizzata. I modelli di intelligenza artificiale generativa, in particolare quelli usati per creare contenuti di testo e immagini, richiedono grandi quantità di potenza in termini sia di addestramento sia di funzionamento. Ad esempio, una singola richiesta su ChatGPT3 utilizza una quantità di energia circa dieci volte superiore rispetto a una normale ricerca su Google². Con lo sviluppo di modelli linguistici di grandi dimensioni (large language models, LLM) più nuovi e a maggiore intensità computazionale, la relativa domanda di energia dovrebbe crescere ulteriormente³.

Esiste già un chiaro legame tra un maggiore utilizzo dell'intelligenza artificiale e il consumo di energia.

I consumi energetici tra le “magnifiche sette”, le sette più grandi aziende tecnologiche statunitensi tra cui Alphabet e Microsoft, e le imprese di centri dati sono cresciuti molto più velocemente rispetto a quelli delle imprese inserite nell'indice Standard & Poor's (S&P) 500, uno sviluppo potenzialmente legato al crescente utilizzo dell'intelligenza artificiale. Le variazioni dei consumi annui di energia nel 2023 rivelano che, se da un lato i consumi energetici mediani delle imprese dell'indice S&P 500 sono rimasti invariati, dall'altro sono aumentati in misura significativa per le “magnifiche sette” e i centri dati, rispettivamente del 19 e del 7 per cento.

In prospettiva, l'impennata della domanda di energia legata all'IA dovrebbe perdurare, presentando una distribuzione disomogenea tra i vari paesi.

Sebbene vi sia molta incertezza riguardo a una futura adozione dell'IA, l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) prevede che i centri dati, basati sull'IA e non, nel 2026 potrebbero utilizzare l'80 per cento di energia in più rispetto al 2022, anche tenendo conto dei guadagni di efficienza (cfr. il grafico A)⁴. Più nello specifico, il consumo di energia elettrica dei centri dati basati sull'intelligenza artificiale dovrebbe aumentare di 90 TWh, contribuendo per 20 punti percentuali alla crescita complessiva dei consumi energetici dei centri dati. Tale percentuale è pari a circa

¹ Cfr. *World Energy Outlook 2023*, Agenzia internazionale per l'energia, ottobre 2023.

² Cfr. De Vries, A., “*The growing energy footprint of artificial intelligence*”, *Joule*, vol. 7, n. 10, ottobre 2023, pagg. 2191-2194.

³ La domanda di energia legata all'IA dovrebbe aumentare sebbene le quote delle licenze per alcuni LLM siano conteggiate in base alle richieste sottoposte, il che potrebbe tradursi in un utilizzo minore rispetto ai modelli gratuiti.

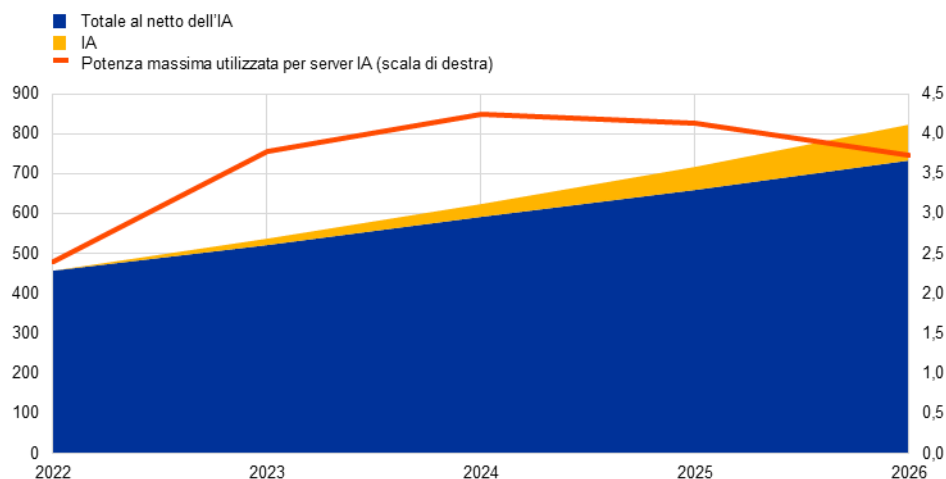
⁴ Cfr. *Electricity 2024*, Agenzia internazionale per l'energia, gennaio 2024. L'AIE si aspetta che non solo l'IA, ma anche il cloud computing e le criptovalute siano tra i principali fattori trainanti per il consumo di energia elettrica dei centri dati.

il 4 per cento dell'attuale consumo di energia elettrica dell'UE. Secondo l'AIE, il consumo di energia di un centro dati, che copre sia le applicazioni dell'IA sia quelle non legate a essa, dovrebbe crescere più rapidamente in Cina e negli Stati Uniti, aumentando rispettivamente di 70 e 60 TWh.

Grafico A

Crescita prevista della domanda di elettricità da parte dei centri dati

(scala di sinistra: terawatt-ora; scala di destra: chilowatt)



Fonti: AIE, Goldman Sachs ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la domanda di elettricità dell'IA tra il 2022 e il 2026 è interpolata linearmente con valori per il 2026 tratti dalle previsioni dell'AIE. La linea arancione mostra il consumo massimo di energia previsto per un server di intelligenza artificiale, evidenziando i guadagni di efficienza attesi.

L'aumento della domanda di energia legata all'IA dovrebbe essere soddisfatto dagli impianti energetici a gas naturale o dalle fonti rinnovabili.

Gli sforzi normativi volti a ridurre l'impronta ecologica stanno spingendo le imprese a privilegiare le opzioni energetiche neutre in termini di emissioni di carbonio, in particolare quelle rinnovabili. I giganti tecnologici stanno inoltre esplorando alternative come le nuove centrali nucleari ma, probabilmente, né le soluzioni che coinvolgono collaborazioni con nuove grandi strutture né quelle che comportano l'acquisizione di piccoli reattori modulari dedicati saranno pienamente operative prima del 2026. In caso di carenza di elettricità, il gas naturale dovrebbe integrare le energie rinnovabili, in quanto meno inquinante del carbone. Si possono pertanto considerare due scenari estremi diametralmente opposti: uno in cui tutta la domanda di energia è soddisfatta dal gas naturale e un altro in cui è interamente coperta da fonti rinnovabili.

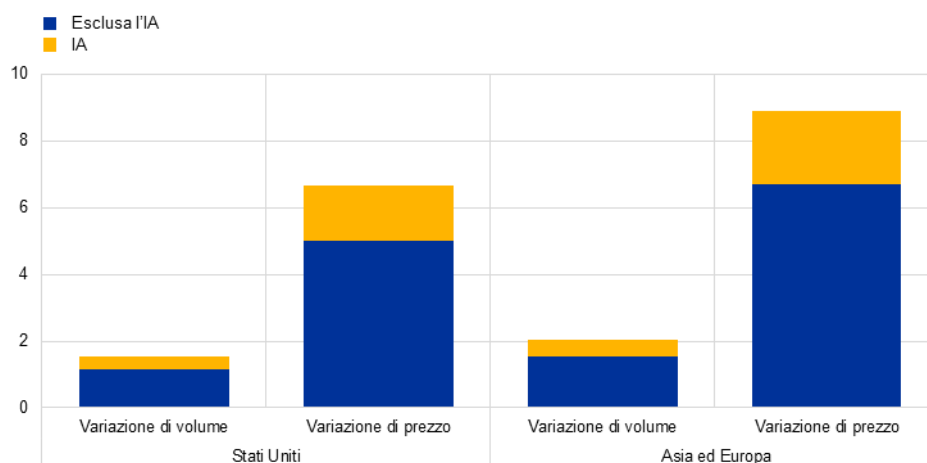
Anche nell'ipotesi che la domanda di energia elettrica dei centri dati basati sull'IA sia pienamente soddisfatta attraverso il gas naturale, l'impatto sui prezzi dello stesso è limitato. Adattando il dato stimato dall'AIE per la domanda di energia dei centri dati alle dimensioni del mercato del gas statunitense e alle dimensioni complessive dei mercati del gas asiatico ed europeo e successivamente applicando le elasticità della letteratura, si riscontra che i prezzi del gas potrebbero aumentare del 9 per cento circa in Asia e in Europa e del 7 per cento negli Stati Uniti.

(cfr. il grafico B)⁵. Inoltre, i centri dati basati sull'IA rappresenterebbero circa 2 punti percentuali dell'aumento sia del mercato asiatico-europeo sia di quello statunitense. Pertanto, l'adozione dell'IA dovrebbe esercitare solo una limitata spinta al rialzo sui prezzi del gas. Ciò accade perché lo shock sulla domanda di energia legato all'IA, anche in questo scenario estremo, è minimo rispetto alle dimensioni complessive dei mercati del gas statunitense e asiatico-europeo, pur essendo ingente in termini assoluti.

Grafico B

Domanda stimata di gas e variazione del prezzo del gas nello scenario in cui la domanda complessiva di energia dei centri dati sia soddisfatta con gas naturale entro il 2026

(valori percentuali)



Fonti: AIE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i dati si basano sulle proiezioni dell'AIE per la domanda futura di energia dei centri dati, ipotizzando che tutte le esigenze energetiche aggiuntive nel periodo compreso tra il 2022 e il 2026 siano soddisfatte dagli impianti energetici a gas. La domanda di energia dei centri dati viene convertita in domanda di gas applicando un tasso di conversione del 45 per cento (cfr. "More than 60% of energy used for electricity generation is lost in conversion", *Today in Energy*, U.S. Energy Information Administration, 21 luglio 2020). La domanda di energia legata all'intelligenza artificiale per ciascuna regione è stimata ipotizzando una quota costante del consumo di elettricità legato all'intelligenza artificiale sul consumo totale di elettricità dei centri dati in entrambe le regioni.

Nel secondo scenario, in cui la domanda aggiuntiva di energia è coperta da fonti rinnovabili, aumenta la domanda di minerali essenziali, ma è improbabile che i loro prezzi ne risentano in misura significativa. I materiali essenziali, come il litio e il nichel, sono fondamentali per gli impianti eolici e i pannelli solari. Sono già molto richiesti a causa della transizione energetica e la loro estrazione è fortemente concentrata in specifici paesi, il che li rende particolarmente vulnerabili alle interruzioni delle catene di approvvigionamento e alle tensioni geopolitiche⁶. Tuttavia, come il gas naturale e a differenza dell'elettricità, tali minerali sono relativamente facili da trasportare tra le diverse regioni. Di conseguenza, la crescita della domanda legata all'intelligenza artificiale dovrebbe essere modesta rispetto alle dimensioni complessive del mercato, per cui le pressioni al rialzo sui prezzi ascrivibili specificamente all'intelligenza artificiale saranno contenute.

⁵ Le elasticità utilizzate sono tratte da Albrizio, S. et al., "Sectoral Shocks and the Role of Market Integration: The Case of Natural Gas", *AEA Papers and Proceedings*, vol. 113, maggio 2023, pagg. 43-46.

⁶ Cfr. Adolfsen, J.F., Kedan, D. e Lappe, M-S., "The geopolitics of green minerals", *Il Blog della BCE*, 10 luglio 2024.

L'impennata della domanda di elettricità legata all'intelligenza artificiale potrebbe tuttavia creare pressioni sui prezzi nei mercati interni dell'energia elettrica.

A causa della limitata capacità di interconnessione e della perdita di energia durante la trasmissione, i mercati dell'elettricità sono costituiti da molteplici sottomercati relativamente isolati. Di conseguenza, paesi come l'Irlanda, che sono grandi operatori del settore dei centri dati, potrebbero incontrare notevoli difficoltà nel soddisfare, a livello locale, la crescente domanda di intelligenza artificiale.

Tuttavia, l'impatto potenziale complessivo sui mercati nazionali dell'elettricità è più difficile da stimare, dato che dipenderà dalla concentrazione di centri dati basati sull'IA in ciascun paese, dalle caratteristiche specifiche dei rispettivi mercati e dai requisiti normativi riguardanti il contributo dei centri dati alla fornitura di energia.

Usare gli annunci degli utili agli investitori per prevedere la domanda di lavoro nell'area dell'euro

a cura di Claudia Foroni e Christofer Schroeder

Secondo i dati ricavati dagli annunci degli utili agli investitori delle imprese dell'area dell'euro la domanda di lavoro starebbe continuando a diminuire.

Un annuncio degli utili agli investitori è una teleconferenza cui partecipano il consiglio di amministrazione di una società quotata in borsa, i suoi investitori, gli analisti finanziari e la stampa. Tali occasioni rappresentano una fonte ricca e tempestiva di dati economici disponibili con elevata frequenza¹.

Nel presente riquadro, al fine di costruire un indicatore della domanda di lavoro nell'area dell'euro, si applica l'analisi testuale a un'ampia banca dati di trascrizioni di annunci degli utili agli investitori. Si utilizza quindi l'indicatore ricavato per la produzione di stime relative al trimestre in corso (nowcast) e di previsioni per i futuri trimestri del tasso di posti vacanti nell'area, che è una misura tradizionale della domanda di lavoro e una dimensione fondamentale del mercato del lavoro². La banca dati degli annunci degli utili considerata contiene informazioni sulla data e sull'ora esatte di ciascun annuncio ed è aggiornata ogni due settimane. Ciò consente l'estrazione di informazioni con largo anticipo rispetto alla pubblicazione dei dati ufficiali, anche di quelli relativi al tasso di posti vacanti, disponibili solo con notevole ritardo³.

La misura della domanda di lavoro ricavata dagli annunci degli utili agli investitori segue da vicino l'andamento del tasso di posti vacanti (cfr. il grafico A). Per costruire l'indicatore, si restringe dapprima il campione, limitandolo alle imprese che avevano sede legale nell'area dell'euro al momento dell'annuncio degli utili agli investitori. Ciò porta a disporre di un campione di circa 600 annunci a trimestre. Successivamente si somma il numero di frasi, tratte dagli annunci degli utili agli investitori, contenenti almeno uno dei termini presenti in una lista di parole chiave che fanno riferimento alle pressioni cui sono soggette le imprese a causa della domanda di lavoro non soddisfatta, secondo l'approccio di Dueholm, Kalyani e Ozkan⁴. Benché appaia più volatile, l'indicatore ricavato segue da vicino il tasso di posti vacanti dell'area dell'euro, con un coefficiente di correlazione pari a circa 0,9. In particolare, esso rileva il costante aumento del tasso tra il 2016 e il 2020 e il suo brusco rialzo nel 2021. Sia l'indicatore della domanda di lavoro ricavato sia il tasso di posti vacanti hanno raggiunto i rispettivi massimi nella prima metà del 2022,

¹ Per un ulteriore utilizzo degli annunci degli utili come fonte di informazioni per gli indicatori macroeconomici, cfr. il riquadro 2 *Annunci degli utili agli investitori: nuove evidenze sui profitti, gli investimenti e le condizioni di finanziamento delle imprese* nel numero 4/2023 di questo Bollettino.

² Il tasso di posti vacanti è definito come il rapporto tra posti vacanti e la somma di posti occupati e posti vacanti.

³ La stima preliminare del tasso di posti vacanti nell'area dell'euro è generalmente pubblicata circa un mese e mezzo dopo la fine del trimestre cui si riferisce; la prima stima è invece pubblicata dopo circa tre mesi dalla fine del trimestre.

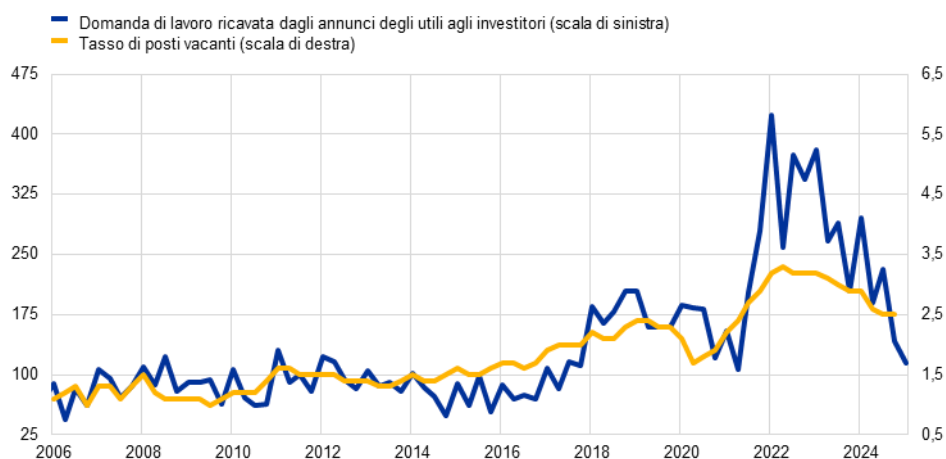
⁴ Cfr. Dueholm, M., Kalyani, A. e Ozkan, S., "Can Earnings Calls Be Used to Gauge Labor Market Tightness?", *On the Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 18 giugno 2024.

evidenziando da allora una tendenza discendente, che suggerisce un indebolimento della domanda di lavoro.

Grafico A

Indicatore della domanda di lavoro ricavato dagli annunci degli utili agli investitori e tasso di posti vacanti nell'area dell'euro

(scala di sinistra: numero di frasi; scala di destra: valori percentuali)



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

Note: la linea blu mostra l'indicatore della domanda di lavoro ricavato dagli annunci degli utili agli investitori secondo quanto descritto nel testo. La linea gialla mostra il tasso di posti vacanti per l'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2025 per l'indicatore della domanda di lavoro ricavato dagli annunci degli utili agli investitori e al quarto trimestre del 2024 per il tasso di posti vacanti.

I dati desunti dai recenti annunci degli utili agli investitori suggeriscono che il tasso di posti vacanti continuerà a segnare una modesta riduzione (cfr. il grafico B). Al fine di ottenere una misura anticipata del tasso di posti vacanti prima della pubblicazione dei dati ufficiali, si utilizza un approccio di regressione con indicatori a frequenza mista (mixed data sampling, MIDAS) per formulare previsioni per il trimestre in corso e fino a due trimestri in avanti⁵. Le regressioni di tipo MIDAS offrono l'importante vantaggio di consentire la previsione di una variabile a bassa frequenza (il tasso di posti vacanti) sulla base di dati a elevata frequenza (l'indicatore della domanda di lavoro ricavato dagli annunci degli utili agli investitori). Per ridurre la possibilità di errori nelle specificazioni del modello, si stima una serie di regressioni di tipo MIDAS su specificazioni differenti, tra cui diverse strutture di ritardo polinomiali e restrizioni ai parametri del modello⁶. Si prendono in considerazione poi l'intervallo e la previsione media risultanti dalle varie specificazioni. Tali dati segnalano un sostanziale indebolimento della domanda di

⁵ Le regressioni di tipo MIDAS sono spesso utilizzate per produrre previsioni a breve termine, in quanto i vantaggi in termini di informazioni estratte da dati tempestivi e a elevata frequenza si riducono all'estendersi dell'orizzonte di proiezione nel futuro (cfr. Foroni, F. e Marcellino, M., "A survey of econometric methods for mixed-frequency data", *Working Papers*, Norges Bank Research, n. 06, 2013).

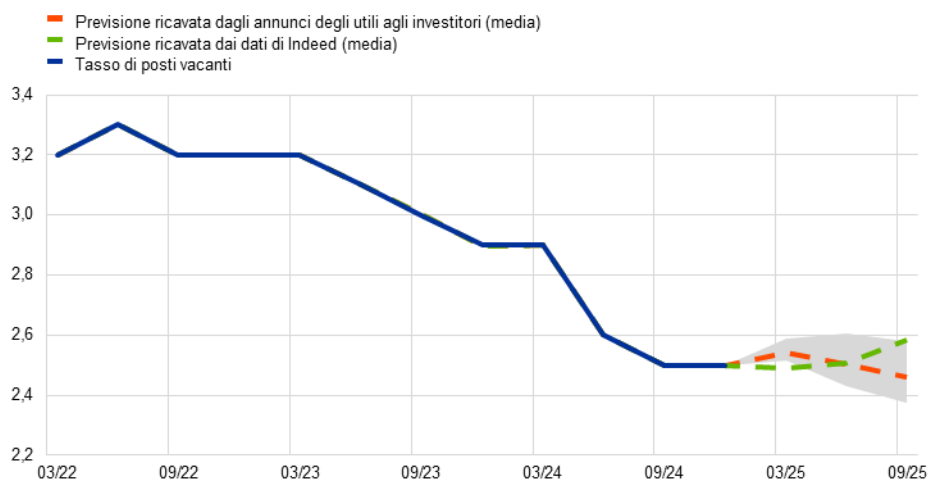
⁶ Si stimano, in particolare, due diverse specificazioni polinomiali. In primo luogo, si include un ritardo polinomiale esponenziale di tipo Almon (cfr. Ghysels, E., Sinko, A. e Valkanov, R., "MIDAS Regressions: Further Results and New Directions", *Econometric Reviews*, vol. 26, numero 1, 2007, pagg. 53-90). In secondo luogo, si stima una regressione di tipo MIDAS senza restrizioni come descritto in Foroni, C., Marcellino, M. e Schumacher, C., "Unrestricted mixed data sampling (MIDAS): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials", *Journal of the Royal Statistical Society Series A*, vol. 178, n. 1, pagg. 57-82, gennaio 2015. Inoltre, per ciascuna specificazione del modello si considerano varie finestre per smussare, mediante una media mobile, l'indicatore della domanda di lavoro ricavato dagli annunci degli utili agli investitori.

lavoro per il trimestre in corso e per quelli a venire. Si prevede che il tasso di posti vacanti abbia oscillato intorno al 2,5 per cento nel primo trimestre del 2025 e rimanga invariato nel secondo, ossia inferiore di 0,8 punti percentuali rispetto al massimo registrato nel secondo trimestre del 2022, ma ancora al di sopra della media dell'1,9 per cento precedente la pandemia. Per il terzo trimestre del 2025 le previsioni elaborate suggeriscono un calo marginale verso il 2,4 per cento con rischi pressoché bilanciati, in quanto l'intervallo dei risultati previsti è distribuito piuttosto equamente intorno alla media. Il profilo delle previsioni ricavate è sostanzialmente in linea con le stime dell'attività economica contenute nelle proiezioni macroeconomiche formulate per l'area dell'euro a marzo 2025 dagli esperti della BCE, che suggeriscono un rallentamento della crescita nella prima metà del 2025.

Grafico B

Previsioni del tasso di posti vacanti nell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, NL Analytics, Indeed ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea blu continua mostra il tasso di posti vacanti nell'area dell'euro fino al quarto trimestre del 2024. L'area grigia indica l'intervallo minimo e massimo delle previsioni ottenute con diverse specificazioni di tipo MIDAS e di tipo MIDAS senza restrizioni e con diverse varianti dell'indicatore della domanda di lavoro ricavato dagli annunci degli utili agli investitori. La linea rossa tratteggiata mostra la previsione media. La linea verde tratteggiata mostra la previsione media del tasso di posti di lavoro vacanti sulla base dei dati sulle offerte di lavoro pubblicate su Indeed all'interno del sistema di proiezione mediante regressioni di tipo MIDAS adottato nello studio. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2025 per gli indicatori sottostanti della domanda di lavoro desunti dagli annunci degli utili agli investitori e dalle offerte di lavoro di Indeed. Le previsioni coprono il periodo fino al terzo trimestre del 2025.

Le previsioni a breve termine del tasso di posti vacanti basate sugli annunci degli utili agli investitori sono sostanzialmente in linea con quelle ricavate da indicatori alternativi della domanda di lavoro. I dati sui posti vacanti ricavati dal portale online di offerte di lavoro Indeed rappresentano un'altra fonte di informazioni nuova e utile sul mercato del lavoro nell'area dell'euro. Sia il numero di posti di lavoro vacanti presenti sul sito sia il flusso di nuovi posti vacanti pubblicati possono aiutare a misurare la domanda di lavoro. Come per l'indicatore della domanda di lavoro ricavato dagli annunci degli utili agli investitori, i dati desunti da Indeed sono tempestivi e disponibili con frequenza elevata, benché per un orizzonte temporale molto più breve⁷. L'insieme dei posti di lavoro vacanti elencati su Indeed è costantemente diminuito a partire dalla fine del 2023. Alla fine del 2024 era inferiore

⁷ La banca dati sugli annunci degli utili agli investitori impiegata parte dagli inizi del 2002, mentre le serie storiche delle offerte di lavoro di Indeed sono disponibili solo a partire dall'inizio del 2018.

del 10 per cento rispetto all'inizio dell'anno. Nel contempo, anche l'andamento delle pubblicazioni di nuovi posti vacanti, considerato una misura più reattiva della domanda di lavoro, ha mostrato una tendenza decrescente, segnalando a propria volta una moderazione della domanda di lavoro. L'integrazione di questi dati nell'approccio di regressione di tipo MIDAS utilizzato produce previsioni del tasso di posti vacanti nell'area dell'euro che sono sostanzialmente in linea con quelle ottenute a partire dalle informazioni ricavate dagli annunci degli utili agli investitori, soprattutto nel breve periodo (cfr. il grafico B). Le previsioni indicano un tasso di posti vacanti relativamente stabile, pari a circa il 2,5 per cento, fino alla metà del 2025, con un lieve aumento atteso verso la fine del periodo considerato⁸.

In sintesi, le trascrizioni degli annunci degli utili agli investitori forniscono informazioni tempestive e valide sul mercato del lavoro dell'area dell'euro.

I risultati dello studio suggeriscono che nell'area la domanda di lavoro subirà una moderazione molto graduale nel corso dei prossimi trimestri, al proseguire del complessivo indebolimento del mercato del lavoro.

⁸ Le previsioni basate su Indeed indicano un lieve aumento nel terzo trimestre del 2025, tuttavia ancora ricompreso nell'intervallo delle previsioni basate sugli annunci degli utili agli investitori relative alla metà del 2025. La ragione potrebbe risiedere nella più elevata stagionalità delle serie di dati di Indeed o nella minore estensione del campione disponibile, che contribuisce a spingere la previsione verso i suoi recenti massimi storici.

Dinamica delle locazioni nell'area dell'euro: informazioni desunte dall'indagine CES

a cura di Colm Bates, Christian Höynck, Omiros Kouvavas,
Desislava Rusinova e Larissa Zimmermann

Il presente riquadro analizza gli andamenti recenti del mercato delle locazioni nell'area dell'euro, avvalendosi di dati tratti dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES). I canoni di locazione rappresentano una voce di spesa significativa per le famiglie, ma la loro analisi presenta alcune difficoltà, in quanto i dati armonizzati sulla spesa sostenuta dai nuclei familiari per l'affitto non sono immediatamente disponibili in tutta l'area dell'euro. L'indagine sulle aspettative dei consumatori può contribuire a colmare questa carenza di dati, grazie alla rilevazione di informazioni puntuali sulla spesa delle famiglie¹. Consente, inoltre, di esaminare l'eterogeneità fra i paesi coinvolti nell'indagine, nonché fra le singole famiglie².

La quota di famiglie che vivono in un'abitazione in affitto e il livello dei canoni di locazione nominali variano in misura considerevole in base al paese.

Nell'area dell'euro la quota media di affittuari è pari al 28 per cento circa e la relativa spesa nominale ammonta a circa un terzo del reddito mensile dei nuclei familiari. La quota di affittuari, tuttavia, varia notevolmente in base al paese e, attualmente, è compresa tra il 15 per cento in Italia e quasi il 50 per cento in Germania e Austria (cfr. il lato sinistro del pannello a) del grafico A)³. Tale quota è maggiore nel gruppo con il reddito inferiore (cfr. il lato destro del pannello a) del grafico A). Uno sguardo più attento al livello dei canoni di locazione nominali rivela inoltre un alto grado di dispersione tra e all'interno dei paesi (cfr. il pannello b) del grafico A)⁴: essa è molto elevata in Irlanda, dove sussistono notevoli differenze legate alla posizione geografica (ad esempio tra aree urbane e rurali, come evidente anche nella marcata differenza tra la media e la mediana), mentre è molto più contenuta in Grecia e nei Paesi Bassi. Nel complesso gli affitti nominali maggiori si rilevano in Irlanda, Austria e Belgio. Se si considera il rapporto tra spesa per locazione e reddito del nucleo familiare (cfr. il pannello c) del grafico A) la classificazione per paese cambia: l'Irlanda mantiene il primo posto per rapporto medio tra affitto e reddito, seguita da Grecia e Finlandia, mentre la Germania presenta il rapporto più basso. Nei paesi in cui rappresentano una quota più ampia della popolazione, gli affittuari

¹ I costi abitativi, che comprendono canoni di locazione, costi di manutenzione e assicurazione delle case, ma non le rate dei mutui, vengono rilevati con cadenza trimestrale nell'ambito di un quesito più ampio sui consumi delle famiglie in 12 categorie di spesa.

² In base all'aggiornamento del 2022 i paesi coinvolti nell'indagine sono: Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

³ Ciò è sostanzialmente in linea con le conclusioni tratte dalle statistiche dell'UE su reddito e tenore di vita (EU Statistics on Income and Living Conditions, EU-SILC) e l'indagine dell'Eurosistema sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey, HFCS), in termini sia di classificazione dei paesi sia di percentuali.

⁴ L'indicatore principale della crescita dei canoni di locazione adottato nel presente articolo non tiene in considerazione le differenze sistematiche tra i paesi in termini di qualità ed età. Tuttavia, di esse si tiene conto nella serie di dati relativi a "Coloro che non si sono trasferiti", che si riferisce solo alle relative voci nel pannello a) del grafico C), dove i tassi di crescita sono calcolati per i canoni degli stessi individui nella stessa abitazione, a distanza di 12 mesi.

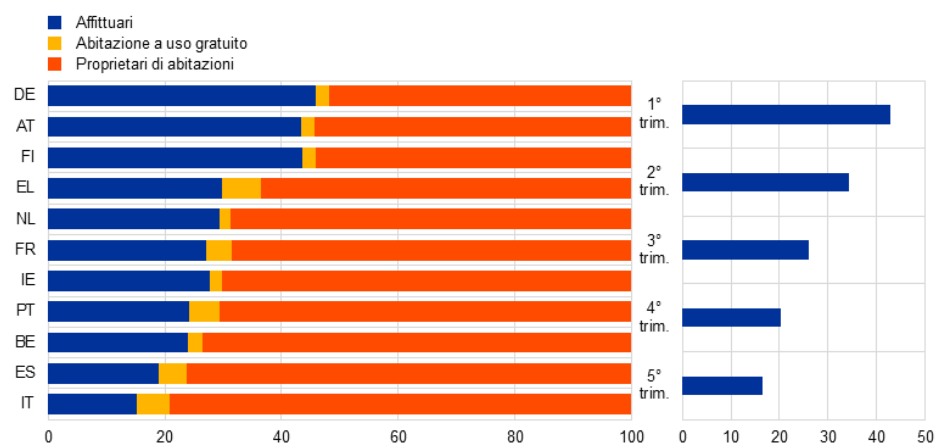
tendono altresì ad avere redditi più elevati, per cui il rapporto medio tra canone e reddito risulta inferiore.

Grafico A

Quota di affittuari e livelli di canone per paese

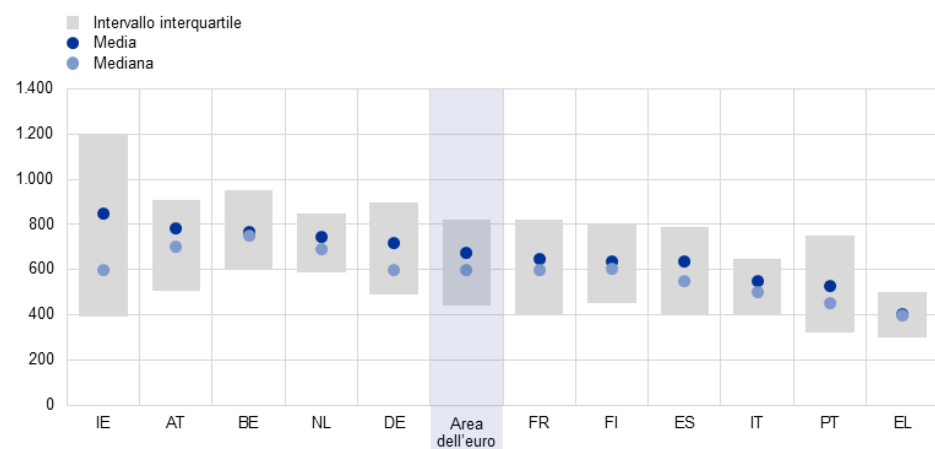
a) Quota di affittuari per paese e quintile di reddito

(in percentuale degli intervistati)



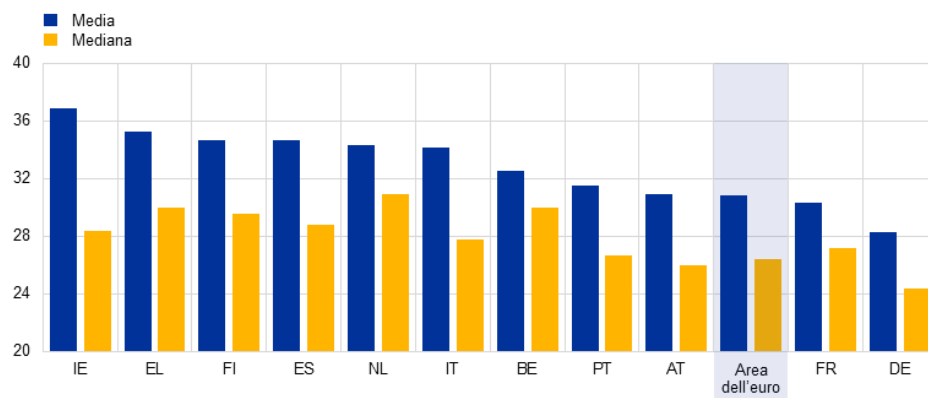
b) Livelli di canone e dispersione

(euro al mese)



c) Livelli di canone in rapporto al reddito mensile delle famiglie

(in percentuale del reddito)



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

Note: i calcoli si basano su stime ponderate. Il pannello a) comprende un campione completo di intervistati per il 2024 e per gennaio 2025. Le percentuali di tipi di abitazione sono per paese e quintile di reddito (Q). I quintili di reddito sono calcolati per un campione completo di intervistati per tutte le edizioni del 2024 e per gennaio 2025. Il pannello b) comprende un campione completo di affittuari per gennaio 2025 e il pannello c) per il periodo da gennaio 2024 a gennaio 2025. L'analisi dei canoni di locazione non tiene in considerazione le dimensioni delle abitazioni. I valori sono winsorizzati a livello di paese (al secondo e 98esimo percentile).

L'indicatore sulla crescita della spesa per i canoni di locazione, basato sull'indagine sulle aspettative dei consumatori, suggerisce che tale crescita abbia rallentato dopo il picco del terzo trimestre del 2023, pur rimanendo al di sopra del 3 per cento nel terzo trimestre del 2024. L'indicatore è costruito come media ponderata dei singoli tassi di crescita per le famiglie, previa pulizia dei dati per evitare qualsiasi influenza di forti anomalie o degli effetti di composizione derivanti dall'inclusione o esclusione degli intervistati dalla platea⁵. Il tasso di crescita medio sul periodo corrispondente nell'area dell'euro è aumentato dall'inizio del 2022, raggiungendo un livello massimo superiore al 5 per cento nel 2023 (cfr. il pannello a) del grafico B), per poi diminuire gradualmente, confermandosi intorno al 3 per cento per gran parte del 2024. L'indicatore dei canoni di locazione basato sull'indagine sulle aspettative dei consumatori si avvale di un approccio più armonizzato rispetto all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), che segue le variazioni degli affitti nel tempo per le stesse famiglie, indipendentemente dal fatto che esse restino nella stessa abitazione o si trasferiscano. L'indicatore che ne deriva reagisce meglio all'inflazione e al ciclo economico rispetto ai canoni inclusi nello IAPC, in particolare per alcuni paesi come, ad esempio, la Germania. Ciò potrebbe essere legato a prassi diverse, in quanto il regolamento sullo IAPC consente ai paesi di scegliere quale metodologia applicare, come riflesso nel manuale metodologico dello IAPC⁶.

⁵ La media dei tassi di crescita individuali è fortemente troncata per evitare gli effetti di valori anomali derivanti da errori di segnalazione. A tal fine, vengono troncate (cioè rimosse dal campione) variazioni sul periodo corrispondente non realistiche (crescita negativa inferiore al 50 per cento o positiva superiore al 200 per cento nel corso di un anno). Inoltre, sono state winsorizzate variazioni in aumento o in diminuzione superiori al 50 per cento (osservazioni che superano il limite sono sostituite con il limite stesso). Per contenere l'impatto delle variazioni di composizione, che potrebbero determinare effetti meccanici non connessi alla crescita effettiva degli affitti, il canone di una famiglia entra a far parte dell'indicatore di crescita solo se la famiglia mantiene lo stato di affittuario dall'inizio alla fine del periodo di 12 mesi.

⁶ Nello IAPC gli affitti possono essere calcolati in base alle famiglie, alle abitazioni o ai proprietari. Tale flessibilità potrebbe potenzialmente originare prassi diverse in base agli istituti di statistica nazionali che, a loro volta, potrebbero avere un effetto differenziale sui risultati osservati. Per ulteriori dettagli, cfr. la sezione 12.4.4 della [guida metodologica sullo IAPC](#).

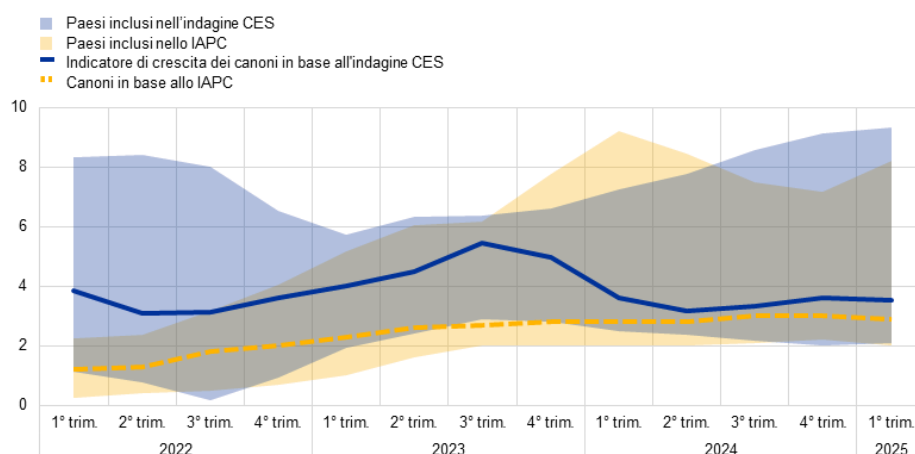
Sono emerse notevoli differenze nelle segnalazioni dei vari paesi in relazione alla crescita dei canoni di locazione. In base all'indagine sulle aspettative dei consumatori, nel corso degli ultimi 12 mesi la crescita media annua dei canoni di locazione ha superato il 7 per cento in Irlanda e Portogallo, ma è stata inferiore al 3 per cento nei Paesi Bassi, in Germania e in Italia (cfr. il pannello b) del grafico B). Nel terzo trimestre del 2024 (cui si riferiscono i dati più aggiornati) le famiglie portoghesi hanno segnalato la crescita di canoni più elevata (anche rispetto alle precedenti medie, in misura molto significativa), mentre i valori segnalati per Italia e Finlandia sono stati inferiori alle medie precedenti. In Irlanda e Austria la crescita degli affitti si è confermata notevolmente alta.

Grafico B

Crescita dei canoni di locazione nell'area dell'euro e per paese

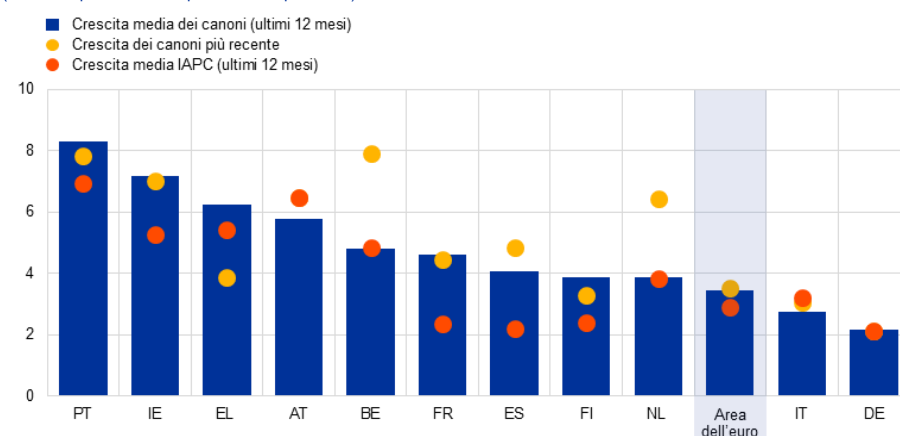
a) Crescita dei canoni nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) Crescita dei canoni per paese

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

Note: il pannello b) comprende un campione completo di affittuari. I calcoli si basano su stime ponderate. La media mobile a due trimestri più recente per il tasso di crescita sul periodo corrispondente (punti gialli) si riferisce a gennaio 2025. Le colonne blu mostrano la crescita media dei canoni per il periodo campione (da gennaio 2024 a gennaio 2025). I punti rossi si riferiscono alla crescita media dei canoni in base allo IAPC nel corso degli ultimi 12 mesi.

Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori la recente crescita dei canoni di locazione per metro quadro è stata determinata in misura più che

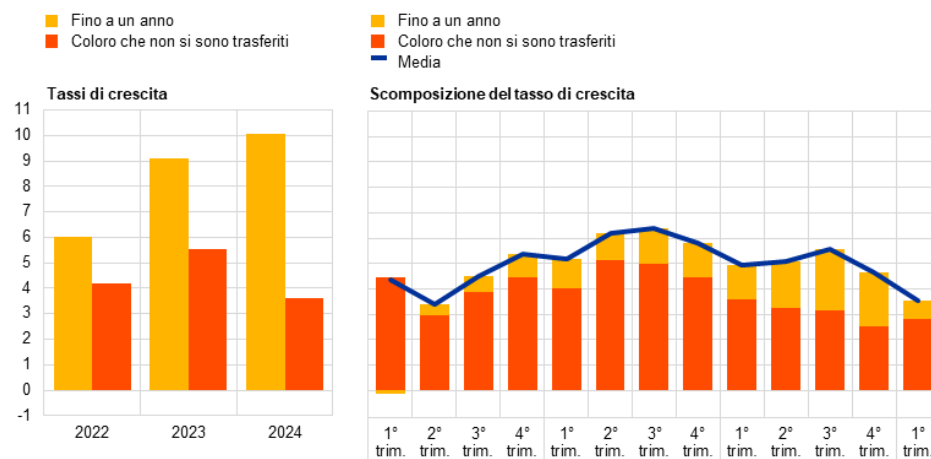
proporzionale dai nuovi contratti di affitto. Il tasso medio di crescita dei canoni di locazione per metro quadro relativo alle famiglie che si sono trasferite nell'anno precedente è stato costantemente più elevato rispetto a quello delle famiglie che non si sono trasferite, con un aumento stabile nel corso degli ultimi tre anni (cfr. il lato sinistro del pannello a) del grafico C). Gli aumenti generali degli affitti nell'economia normalmente iniziano con dei canoni più elevati per i nuovi contratti, in quanto le tutele dei locatari sui contratti esistenti inducono i proprietari a ricorrere a un aumento in occasione di un cambio di locatario. Col passare del tempo si osserva un aumento graduale anche degli affitti relativi ai contratti già in vigore. La maggiore crescita dei canoni di locazione per i nuovi contratti potrebbe altresì essere stata determinata, in parte, da famiglie che si sono trasferite in abitazioni di migliore qualità o posizione. Di fatto, le famiglie hanno indicato il desiderio di migliorare le proprie condizioni di vita come ragione principale di trasferimento in un immobile diverso. Se si scompone il tasso di crescita degli affitti complessivo in base ai contributi forniti da coloro che si sono trasferiti da poco (cioè fino a un anno prima) e da coloro che non si sono trasferiti, si evidenzia che questi ultimi rivestono un ruolo più rilevante nel tasso di crescita complessivo, essendo una quota maggiore. Ciononostante, considerando la maggiore crescita dei canoni in questo segmento, coloro che si trasferiscono, che costituiscono circa il 15 per cento degli affittuari, forniscono un contributo più che proporzionale, rappresentando circa un terzo del tasso di crescita complessivo (cfr. il lato destro del pannello a) del grafico C).

Grafico C

Scomposizione della crescita dei canoni di locazione

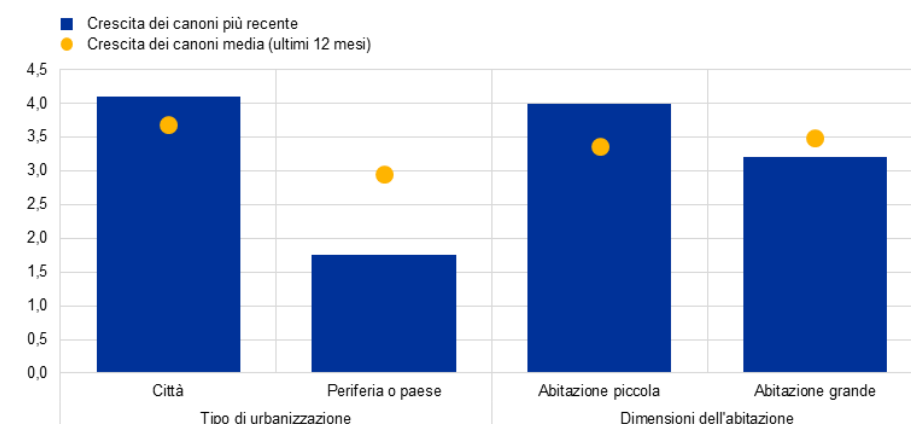
a) Crescita dei canoni per metro quadro - contributi per durata di residenza

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, contributi in variazioni percentuali)



b) Crescita dei canoni in base al tipo di urbanizzazione e alle dimensioni dell'abitazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

Note: i calcoli si basano su stime ponderate. Il pannello a) comprende un sottocampione di affittuari con una durata di residenza nota. La linea blu indica la media mobile a due mesi combinata del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei canoni divisa per i metri quadrati. La voce "Fino a un anno" si riferisce al contributo fornito da chi ha indicato di aver vissuto nell'attuale residenza per un periodo uguale o inferiore a un anno. Il pannello b) comprende un campione completo di affittuari. La media mobile a due mesi più recente del tasso di crescita sul periodo corrispondente si riferisce a gennaio 2025. La voce "Crescita dei canoni media" indica la media dei tassi di crescita sul periodo corrispondente nel periodo campione (da gennaio 2024 a gennaio 2025).

La recente crescita dei canoni di locazione, desunta dall'indagine sulle aspettative dei consumatori, è stata più marcata nelle città e per le abitazioni di dimensioni inferiori. Nel pannello b) del grafico C) si mostra che la crescita dei canoni nelle città si è confermata superiore rispetto alle periferie e alle aree rurali e che tale divario sembra essersi esacerbato recentemente. I dati dell'indagine indicano altresì una crescita degli affitti lievemente superiore per le abitazioni più piccole rispetto a quelle più grandi, a fronte di una sostanziale equivalenza in passato.

L'indicatore dei canoni di locazione basato sull'indagine sulle aspettative dei consumatori consente un controllo approfondito e tempestivo del mercato degli affitti. Questi dati individuali, desunti dall'indagine, possono aumentare le

possibilità di monitoraggio degli andamenti delle locazioni, anche relativamente all'eterogeneità tra famiglie. In futuro ci si adopererà per conferire ulteriore affidabilità a tale indicatore, anche avvalendosi di un controllo incrociato dei dati desunti dall'indagine con quelli provenienti da fonti esterne. Si potrebbe inoltre indagare in modo più approfondito l'adeguamento di tipo qualitativo, prendendo in considerazione fattori come l'anno di costruzione, la posizione e lo stato di ristrutturazione dell'immobile, al fine di valutare in che misura il tasso di crescita rispecchi variazioni della qualità dell'abitazione.

Analisi dell'andamento relativo dell'inflazione dei beni e dei servizi

a cura di Catalina Martínez Hernández, Mario Porqueddu,
Blanca Prat I Bayarri e Lourdes Maria Zulli Gandur

Il divario tra i tassi d'inflazione dei servizi e dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) muta nel tempo, ma era rimasto a lungo positivo, fino all'ondata inflazionistica degli anni 2021-2022 (cfr. il grafico A)¹.

Nel confronto storico, i prezzi dei servizi sono aumentati a ritmi più rapidi rispetto a quelli dei beni industriali non energetici, indicando un divario positivo persistente tra i due tassi di inflazione. Tale divario sui dodici mesi è passato da una media di 1,5 punti percentuali nel periodo tra il 1999 e il 2008 a una media di 1,0 punti percentuali tra il 2008 e il 2019. Tale riduzione è stata determinata principalmente da un calo dell'inflazione dei servizi, che ha riflesso, probabilmente, la domanda contenuta e la bassa crescita salariale registrate dopo la crisi finanziaria e quella del debito sovrano². Durante la pandemia di COVID-19 le restrizioni imposte, quali il distanziamento sociale e le diffuse misure di chiusura (lockdown), hanno inciso sul consumo relativo di beni e servizi e sulle connesse pressioni sui prezzi. Nel 2022 il rialzo rapido e marcato dell'inflazione dei beni industriali non energetici, che ha superato quello della componente dei servizi, ha determinato un divario negativo di oltre 1 punto percentuale, che è tornato in territorio positivo solo negli anni 2023 e 2024, quando l'inflazione dei beni si è normalizzata in modo pressoché simmetrico al precedente rialzo. Tuttavia, mentre l'inflazione dei beni industriali non energetici ha registrato una flessione, quella dei servizi è rimasta elevata, oscillando da allora intorno al 4 per cento. Pertanto, il divario positivo si è ampliato, fino a raggiungere, negli ultimi trimestri, una media di 2,5 punti percentuali.

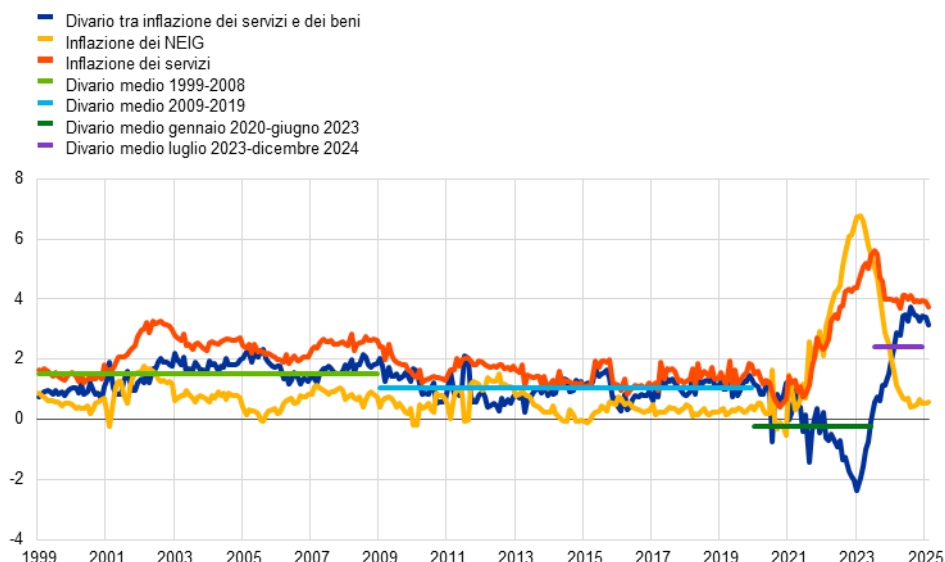
¹ Per una trattazione degli andamenti dei prezzi relativi e dei fondamenti teorici sulla base dell'effetto Baumol (malattia dei costi) e del modello Balassa-Samuelson, cfr. Lane, P., "Inflation Diagnostics", *Il Blog della BCE*, 25 novembre 2022.

² Cfr. il riquadro 5 *Le determinanti della variazione del divario fra inflazione nel settore dei servizi e inflazione nel settore dei beni* nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

Grafico A

Inflazione dei servizi e dei beni e relativo divario

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Divario tra inflazione dei servizi e dei beni" è calcolata come la differenza tra i tassi di variazione sui dodici mesi delle componenti dello IAPC per i servizi e per i beni industriali non energetici. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2025.

Le rilevanti oscillazioni osservate nel divario dell'inflazione negli ultimi anni rispecchiano in larga misura l'impatto più marcato dei costi dell'energia e delle catene di approvvigionamento mondiali sulla componente dei beni, nonché la dinamica dei salari e del costo del lavoro. I risultati ottenuti tramite un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (BVAR) indicano che gli shock dal lato dell'offerta, in particolare quelli connessi all'energia e alle catene di approvvigionamento mondiali, hanno avuto un effetto più incisivo, ma meno persistente, sull'inflazione dei beni industriali non energetici rispetto a quella dei servizi (cfr. il grafico B)³. Dai dati più aggiornati emerge che gli effetti di tali shock essenzialmente non incidono più sull'inflazione dei beni industriali non energetici, che attualmente si mantiene su livelli contenuti principalmente a causa della debolezza della domanda estera. Nell'inflazione dei servizi, invece, l'impatto degli shock all'offerta è stato più duraturo e persiste la pressione al rialzo derivante dagli shock sul mercato del lavoro, insieme alle pressioni salariali ancora forti. In prospettiva, la flessione dei prezzi dei beni energetici, il graduale attenuarsi degli

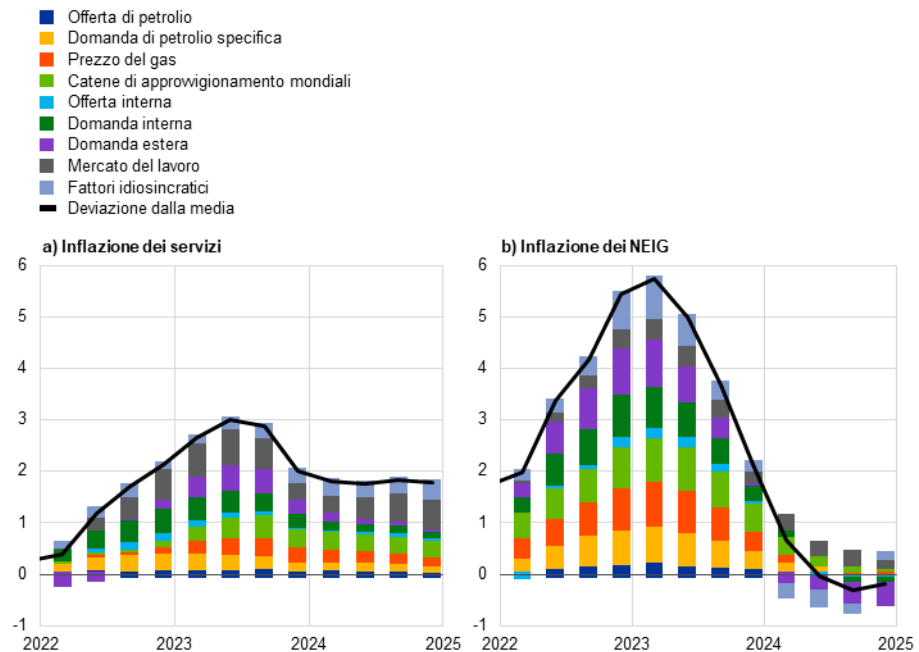
³ Si stima una versione trimestrale del modello BVAR strutturale impiegato in Bańbura, M., Bobeica E. e Martínez Hernández, C., "What drives core inflation? The role of supply shocks", *Working Paper Series*, n. 2875, BCE, 2023. Il modello include IAPC, IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX), servizi dello IAPC, PIL in termini reali, PIL mondiale, indicatore PMI relativo al prodotto, indicatore PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori e Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI), come in Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J.J.J. e Noble, A.I., "The GSCPI: A New Barometer of Global Supply Chain Pressures", *Staff Reports*, n. 1017, *Federal Reserve Bank of New York*, maggio 2022, nonché prezzi del petrolio, produzione petrolifera, prezzi del gas, prezzi agricoli alla produzione, prezzi alla produzione totali, prezzi alla produzione nei settori dei beni energetici e intermedi, tasso di cambio tra euro e dollaro statunitense e costo del lavoro per dipendente. La scomposizione storica dell'inflazione dei beni industriali non energetici è costruita sulla base delle scomposizioni dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e dei servizi e dei corrispondenti pesi nello IAPC.

shock all'offerta e la minore crescita salariale dovrebbero contribuire a un rallentamento dell'inflazione dei servizi.

Grafico B

Scomposizione storica dell'inflazione dei servizi e dei NEIG

(punti percentuali e contributi in punti percentuali in deviazioni dalla media implicita in base al modello e alle condizioni iniziali)



Fonti: Eurostat, Haver ed elaborazioni della BCE.

Note: i pannelli mostrano il contributo medio in ogni periodo degli shock strutturali all'inflazione dei servizi e dei beni industriali non energetici in deviazione dall'impatto delle condizioni iniziali e dalla media. Il modello si basa su una versione trimestrale del BVAR strutturale in Bańbura, M., Bobeica, E. e Martínez Hernández, C., "What drives core inflation? The role of supply shocks", *Working Paper Series*, n. 2875, BCE, 2023. Il campione della stima si riferisce al periodo compreso tra il quarto trimestre del 1996 e il quarto trimestre del 2024.

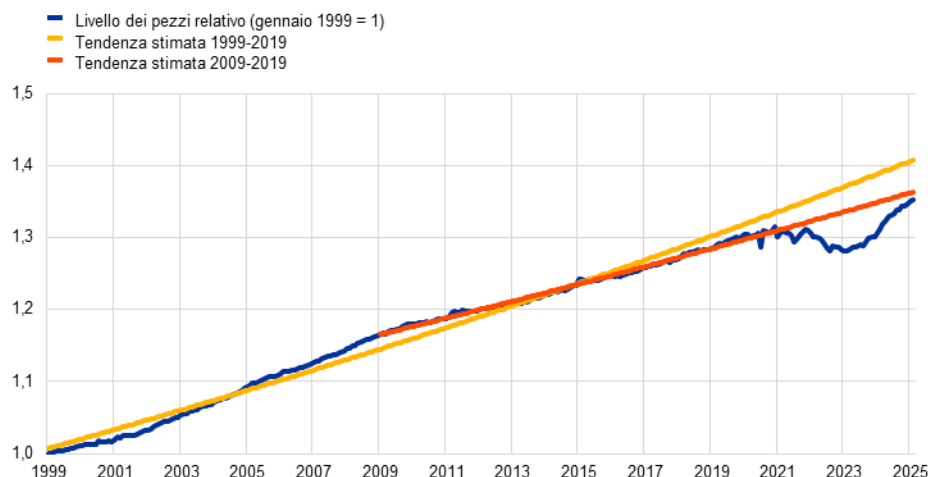
Il divario dell'inflazione, di recente fortemente positivo, indica che il livello dei prezzi dei servizi rispetto ai beni sta convergendo verso la tendenza osservata prima della pandemia (cfr. il grafico C). Tra il 2021 e la metà del 2023 il livello dei prezzi dei servizi rispetto ai beni industriali non energetici si è spostato ben al di sotto delle tendenze di lungo periodo. A febbraio 2025 tale deviazione si era ampliata, raggiungendo un livello inferiore alla tendenza stimata per il periodo 1999-2019 del 3,9 per cento circa. I prezzi relativi rispetto alla tendenza offrono un'ulteriore prospettiva nel confronto dei tassi di inflazione con le medie a più lungo termine dell'inflazione, che potrebbero non costituire un parametro affidabile per gli andamenti futuri. Ad esempio, il periodo di "bassa inflazione", inferiore all'obiettivo, ha condotto a una media di più lungo termine dell'inflazione di fondo precedente la pandemia pari appena all'1,6 per cento, mentre le proiezioni attualmente disponibili la collocano intorno al 2 per cento per gli anni a venire. Il vantaggio di analizzare la convergenza del livello dei prezzi relativo rispetto alla tendenza consiste nel non dipendere, in linea di principio, da un'ipotesi specifica sul livello dell'inflazione di fondo. A meno che gli shock degli scorsi anni non abbiano comportato una variazione permanente delle preferenze e della produttività, è legittimo attendersi che il livello dei prezzi relativo converga verso la sua media precedente la pandemia,

almeno nel medio periodo. Il recente andamento del divario indica un dissipamento quasi simmetrico della distanza accumulatasi fino a metà del 2023⁴.

Grafico C

Prezzo relativo dei servizi rispetto ai NEIG

(rapporto degli indici del livello dei prezzi: gennaio 1999 = 1)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra gli andamenti dei prezzi dei servizi rispetto a quelli dei beni industriali non energetici. I dati sono destagionalizzati. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2025. Le tendenze sono stimate sulla base di una regressione del logaritmo del livello dei prezzi relativo su una costante e una tendenza lineare.

Le tendenze future dei prezzi relativi sono caratterizzate da un elevato grado di incertezza, giacché dipendono da fattori strutturali connessi agli andamenti mondiali, alla digitalizzazione, alla demografia e ai cambiamenti climatici.

Per citare alcuni esempi: la deglobalizzazione dovuta alla frammentazione geopolitica e commerciale potrebbe determinare un rialzo dei prezzi dei beni commerciabili⁵. La digitalizzazione e lo sviluppo dell'intelligenza artificiale (IA) potrebbero incidere in modo diverso sui prezzi dei servizi e dei beni⁶. La portata degli effetti complessivi resta incerta e dipende dalla velocità di integrazione di queste tecnologie nel processo produttivo. Le tendenze demografiche, come ad esempio l'invecchiamento, potrebbero determinare un'intensificazione della domanda di servizi e pressioni al rialzo sui prezzi per via dell'aumento dei salari nel settore dei servizi, che è caratterizzato da una più elevata intensità del fattore lavoro. I cambiamenti climatici e le relative misure di mitigazione potrebbero avere effetti di diversa entità sui prezzi dei beni e dei servizi, non solo per le conseguenze specifiche per settore, ma anche per le politiche settoriali di mitigazione quale, ad

⁴ Cfr. Amatyakul, P., Igan, D. e Lombardi, M.J., "Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation", *BIS Quarterly Review*, Banca dei regolamenti internazionali, marzo 2024, che fornisce delle stime econometriche di tale "correzione di errore" per le economie avanzate (area dell'euro, Stati Uniti e Regno Unito), suggerendo una convergenza alla tendenza entro due anni circa.

⁵ Per una panoramica, cfr. Attinasi, M.G. et al., "Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks", *Occasional Paper Series*, n. 365, BCE, 2024.

⁶ Per gli Stati Uniti, cfr. Gazzani, A.G. e Natoli, F., "The Macroeconomic Effects of AI-based Innovation", SSRN, dicembre 2024, in cui emerge che l'innovazione connessa all'IA abbia un effetto negativo sui prezzi dei beni e uno positivo, ancorché non significativo, su quelli dei servizi. L'effetto al ribasso sui prezzi dei beni è determinato da una diminuzione dei prezzi dei beni durevoli e ad alto contenuto tecnologico.

esempio, l'applicazione di imposte più elevate sulle emissioni di anidride carbonica nell'ambito della transizione energetica⁷.

⁷ Per un'analisi dei rischi fisici per i tassi di inflazione dell'area dell'euro, cfr. Ciccarelli, M., Kuik, F. e Martínez Hernández, C., "The asymmetric effects of temperature shocks on inflation in the largest euro area countries", *European Economic Review*, vol. 168, settembre 2024.

Indicazioni fornite da banche e imprese sulle condizioni creditizie nell'area dell'euro: un confronto basato sulle indagini della BCE

a cura di Maria Dimou, Annalisa Ferrando, Petra Köhler-Ulbrich e Judit Rariga

Il presente riquadro offre una valutazione approfondita dei dati delle indagini sul credito bancario alle imprese dell'area dell'euro dal punto di vista di banche e imprese. L'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) (Bank Lending Survey, BLS) e l'[indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento](#) (Survey on the access to finance of enterprises, SAFE) sono rilevazioni di lunga data che forniscono informazioni qualitative sull'offerta e sulla domanda di credito e sull'interazione tra di esse¹. Entrambe le indagini offrono importanti e tempestive indicazioni sulle tendenze future dei volumi dei prestiti e forniscono informazioni sui fattori che ne determinano la domanda e l'offerta. L'indagine BLS si concentra sulle valutazioni delle banche in merito alle condizioni del credito bancario, comprese le loro interazioni con fonti di finanziamento alternative. L'indagine SAFE fornisce informazioni più dettagliate sulla più ampia struttura patrimoniale delle imprese, sulla base delle loro risposte. Combinando i risultati dell'indagine BLS e dell'indagine SAFE, si integrano i dati quantitativi sui volumi dei prestiti e sui tassi di interesse e si migliora l'interpretazione delle condizioni economiche e finanziarie all'interno dell'area dell'euro².

I criteri per la concessione del credito nell'indagine BLS e la disponibilità di prestiti bancari nell'indagine SAFE sono strettamente legati a livello concettuale ed evolvono in modo analogo (cfr. il grafico A). Nella storia delle due indagini, la valutazione da parte delle banche dei propri criteri di concessione del credito (ovvero dei criteri di approvazione dei prestiti), nell'indagine BLS, ha presentato un andamento sostanzialmente in linea con le percezioni delle imprese circa la disponibilità di prestiti bancari nell'indagine SAFE. Tuttavia, nel periodo 2015-2022 le imprese hanno segnalato un miglioramento netto della disponibilità di

¹ Per l'indagine BLS, cfr. l'articolo 1 [Buon anniversario BLS! L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro compie vent'anni](#) nel numero 7/2023 di questo Bollettino. Per l'indagine SAFE, cfr. l'articolo 2 [Indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento: politica monetaria, condizioni economiche e di finanziamento e aspettative di inflazione](#) nel numero 7/2024 di questo Bollettino. L'indagine BLS è rappresentativa dei prestiti bancari alle imprese e alle famiglie nell'area dell'euro, mentre l'indagine SAFE mostra l'intera popolazione delle imprese dell'area. Dalla sua introduzione nel 2003, l'indagine BLS è stata condotta con frequenza trimestrale. L'indagine SAFE, avviata nel 2009 con una cadenza semestrale, è passata a una frequenza trimestrale nel primo trimestre del 2024. Ciò ne consente un raffronto efficace con l'indagine BLS. Entrambe le indagini sono di tipo qualitativo e pongono domande alle banche/alle imprese circa le variazioni della domanda e dell'offerta di credito. L'analisi si concentra sulle "percentuali nette", definite come differenza fra la quota di banche o imprese che segnalano un irrigidimento/un aumento e la quota di quelle che segnalano un allentamento/una diminuzione. Pertanto, le percentuali nette non dovrebbero essere interpretate come equivalenti ai tassi di crescita, bensì come un'indicazione della direzione delle variazioni.

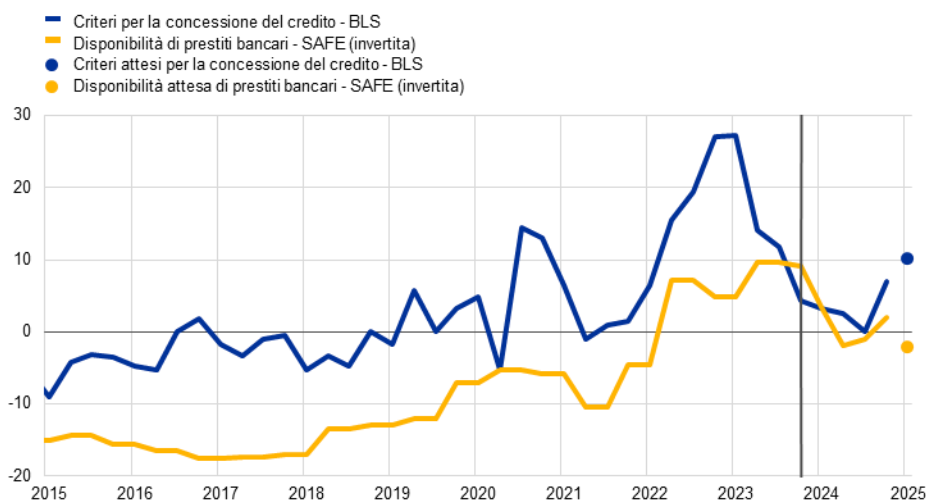
² Per l'indagine BLS, cfr. il riquadro 7 [Le informazioni sull'andamento futuro dei prestiti fornite dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) nel numero 8/2022 di questo Bollettino e Altavilla, C., Darracq Paries, M. e Nicoletti, G., "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking & Finance*, vol. 109, 2019. Per l'indagine SAFE, cfr. il riquadro 5 [L'accesso delle imprese ai finanziamenti e il ciclo economico: evidenze dall'indagine SAFE](#) nel numero 8/2022 e il riquadro 5 [La vulnerabilità delle imprese rilevata nell'indagine SAFE](#) nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

prestiti bancari, mentre le valutazioni delle banche hanno mostrato un più contenuto allentamento netto dei criteri di concessione del credito, con percentuali nette attorno allo zero. Tali differenze in termini di percentuali nette tra i criteri di concessione del credito nell'indagine BLS e la disponibilità di prestiti bancari nell'indagine SAFE indicano differenze tra le valutazioni dei rischi di banche e imprese e una maggiore attenzione al rischio di credito da parte delle banche. Le differenze possono derivare inoltre da variazioni nella composizione delle esposizioni bancarie verso imprese con specifici profili di rischio. Più di recente, durante il ciclo di inasprimento della politica monetaria nel 2022-2023, entrambe le indagini hanno mostrato un sostanziale irrigidimento dell'offerta di credito, cui ha fatto seguito un più moderato inasprimento nei primi tre trimestri del 2024. Nel quarto trimestre del 2024 le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un nuovo inasprimento netto dei loro criteri di concessione del credito alle imprese nell'indagine BLS, che è stato confermato dalle imprese che hanno segnalato un nuovo deterioramento della disponibilità di prestiti bancari nell'indagine SAFE.

Grafico A

Variazioni dei criteri per la concessione del credito e della disponibilità di prestiti bancari per le imprese

(percentuali nette di banche che hanno segnalato un irrigidimento e percentuali nette di imprese che hanno segnalato un deterioramento)



Fonti: BCE (indagine BLS), BCE e Commissione europea (indagine SAFE) ed elaborazioni della BCE.

Note: per l'indagine BLS un valore positivo rappresenta un irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito; per l'indagine SAFE un valore positivo rappresenta una diminuzione netta della disponibilità di prestiti bancari. Le cifre dell'indagine SAFE sono invertite. I punti si riferiscono alle aspettative per i prossimi tre mesi (indagini BLS e SAFE). La linea verticale indica il quarto trimestre del 2023, periodo a partire dal quale i risultati delle due indagini sono direttamente comparabili, su base trimestrale.

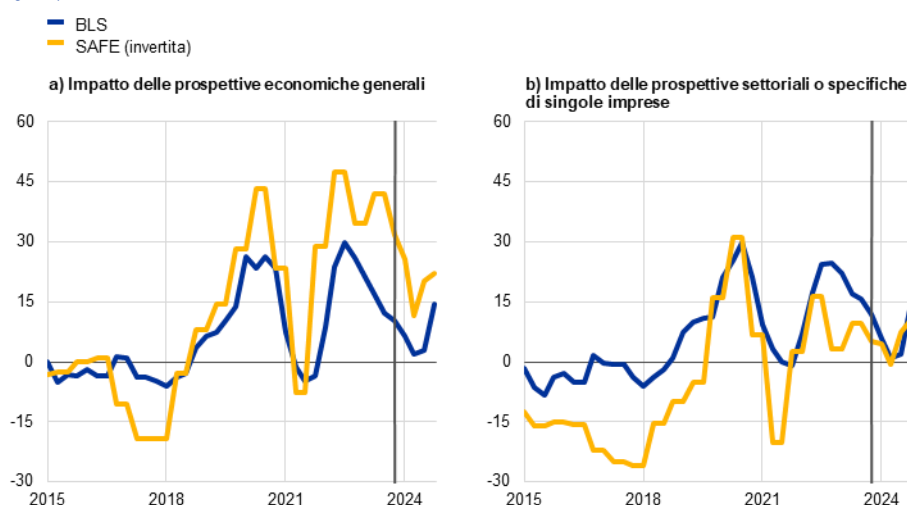
In entrambe le indagini, le prospettive economiche generali e quelle specifiche delle singole imprese sono determinanti fondamentali dei criteri di concessione del credito e della disponibilità di prestiti bancari (cfr. il grafico B). Le banche e le imprese valutano l'impatto delle prospettive economiche generali sull'offerta di credito in modo molto simile, strettamente connesso alle oscillazioni cicliche nell'economia dell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico B). Anche la valutazione delle banche e delle imprese circa l'impatto delle prospettive settoriali o specifiche di singole imprese sull'offerta di credito segue dinamiche analoghe ma, secondo le imprese, la loro situazione tende ad avere un impatto più positivo sulla disponibilità di prestiti bancari rispetto a quanto segnalato dalle banche

(cfr. il pannello b) del grafico B). Ciò può derivare dal fatto che le imprese potrebbero concentrarsi maggiormente sul loro merito di credito a lungo termine, mentre le banche potrebbero concentrarsi maggiormente sulla valutazione prospettica dei rischi di credito del settore e sui bilanci delle imprese. Nel quarto trimestre del 2024 sia le banche sia le imprese hanno fatto riferimento alle prospettive economiche generali e a quelle specifiche delle singole imprese quali fattori importanti che riducono la disponibilità di prestiti bancari.

Grafico B

Impatto di alcuni fattori sui criteri per la concessione del credito e sulla disponibilità di prestiti bancari

(percentuali nette di banche che hanno segnalato un effetto restrittivo e percentuali nette di imprese che hanno segnalato un effetto negativo)



Fonti: BCE (indagine BLS), BCE e Commissione europea (indagine SAFE) ed elaborazioni della BCE.

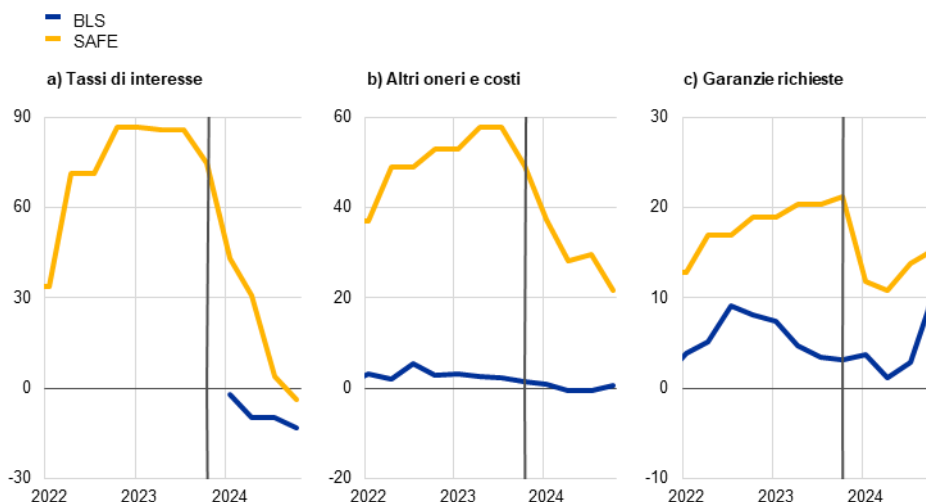
Note: cfr. le note del grafico A. Nel pannello b), l'indicatore BLS si riferisce alle prospettive settoriali e specifiche delle singole imprese, mentre l'indicatore SAFE si riferisce alle vendite e alla redditività o ai piani aziendali delle imprese.

I termini e le condizioni relativi al prezzo e a elementi diversi dal prezzo, applicati ai contratti di prestito, contribuiscono alla comprensione delle dinamiche di credito, rispecchiando l'interazione tra domanda e offerta di prestiti (cfr. il grafico C). Termini e condizioni possono mutare per effetto delle variazioni di tassi di interesse, di costi di finanziamento diversi dai tassi di interesse (quali oneri, commissioni e provvigioni) o di altri termini e condizioni diversi dal prezzo, quali i requisiti per le garanzie. Nel quarto trimestre del 2024 sia le banche sia le imprese hanno segnalato che il calo dei tassi di interesse si è accompagnato a un irrigidimento dei requisiti per le garanzie. Inoltre, le imprese hanno segnalato che i costi di finanziamento diversi dai tassi di interesse hanno continuato a esercitare un effetto restrittivo netto, mentre secondo le banche gli oneri diversi dai tassi di interesse sono rimasti sostanzialmente invariati.

Grafico C

Variazioni dei termini e delle condizioni dei prestiti alle imprese

(percentuali nette di banche e imprese che segnalano rispettivamente un aumento o un irrigidimento)



Fonti: BCE (indagine BLS), BCE e Commissione europea (indagine SAFE) ed elaborazioni della BCE.

Note: per entrambe le indagini, BLS e SAFE, un valore positivo è un aumento netto dei tassi di interesse o di altri oneri e costi, o un irrigidimento netto dei requisiti per le garanzie. Nell'indagine BLS i tassi di interesse si riferiscono ai tassi sui prestiti, che sono stati inclusi a partire dal primo trimestre del 2024. Gli altri oneri e costi sono gli oneri diversi dagli interessi riportati nell'indagine BLS e gli altri costi di finanziamento segnalati nell'indagine SAFE. Per maggiori dettagli sulla linea verticale, cfr. il grafico A.

La domanda di prestiti bancari da parte delle imprese, nell'indagine BLS, rileva le variazioni della domanda osservate dalle banche, che sono altamente cicliche, mentre l'indagine SAFE segnala le variazioni complessive del fabbisogno di prestiti bancari da parte delle imprese per lo svolgimento della propria attività, che sono meno cicliche (cfr. il grafico D). Nell'indagine BLS la

domanda di prestiti bancari fa riferimento al fabbisogno di finanziamento sotto forma di prestiti bancari da parte delle imprese osservato dalle banche, indipendentemente dal fatto che tale fabbisogno si traduca, in ultima istanza, in un prestito³.

Nell'indagine SAFE il fabbisogno di finanziamento delle imprese sotto forma di prestiti bancari riflette le loro percezioni e valutazioni circa il proprio fabbisogno di finanziamento esterno, il che non sempre potrebbe portarle a rivolgersi a una banca per ottenere un prestito. Pertanto, l'indicatore SAFE coglie sia le esigenze di finanziamento osservate dalle banche sia quelle che potrebbero altrimenti passare inosservate, come quelle delle imprese prive di contatti con le banche o quelle dei prenditori sfiduciati. Un altro indicatore dell'indagine SAFE fornisce informazioni sulla quota di imprese che hanno richiesto prestiti bancari. Storicamente l'indicatore della domanda nell'indagine BLS ha mostrato maggiore ciclicità delle misure della domanda nell'indagine SAFE, il che potrebbe essere dovuto a differenze nel modo in cui le banche e le imprese valutano la domanda. Le banche potrebbero concentrarsi maggiormente sulla valutazione della domanda di prestiti da parte delle imprese nel contesto della situazione economica generale e delle prospettive aziendali, mentre le imprese si concentrano maggiormente sull'operatività e sulle opportunità di

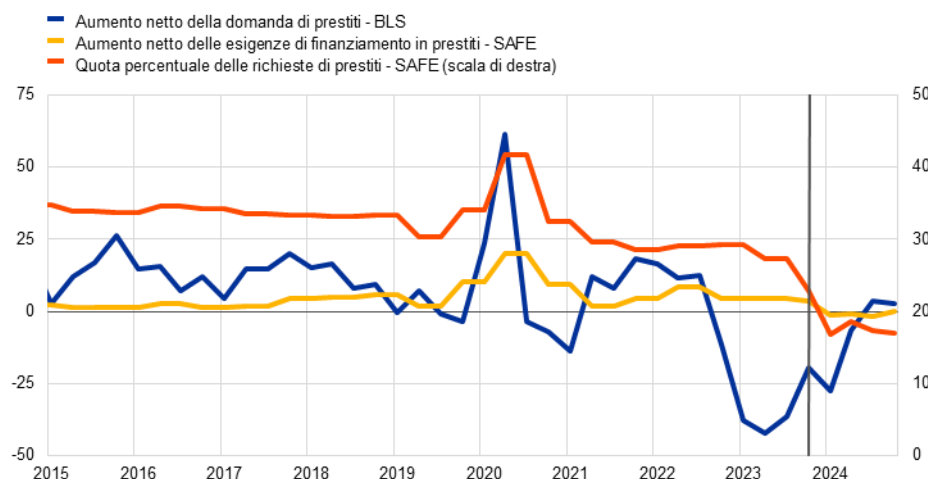
³ Sulla base dei contatti regolari con i clienti aziendali esistenti, le banche nell'indagine BLS elaborano una valutazione delle variazioni del fabbisogno di finanziamento delle imprese, anche quando tali imprese non le hanno contattate. Ciò si riflette anche nelle risposte fornite dalle banche, ad esempio, sull'impatto di fonti di finanziamento alternative sulla domanda di prestiti da parte delle imprese. Inoltre, le banche potrebbero ricevere ulteriori indicazioni da potenziali nuovi clienti, se tali imprese si rivolgono alle banche.

business. Tuttavia, gli indicatori di entrambe le indagini segnalano una persistente debolezza della domanda di prestiti tra la fine del 2022 e il quarto trimestre del 2024, nonostante il calo dei tassi d'interesse.

Grafico D

Variazioni della domanda di prestiti nell'indagine BLS e del fabbisogno di prestiti bancari e delle relative domande nell'indagine SAFE

(asse di sinistra: percentuali nette, asse di destra: valori percentuali)



Fonti: BCE (indagine BLS), BCE e Commissione europea (indagine SAFE) ed elaborazioni della BCE.

Note: nell'asse di sinistra, per l'indagine BLS un valore positivo è un aumento netto della domanda di prestiti alla banca; per l'indagine SAFE un valore positivo è un aumento netto del fabbisogno di prestiti bancari da parte delle imprese. Nell'asse di destra, le percentuali mostrano la quota di imprese che hanno richiesto un prestito bancario rispetto a tutte le imprese per le quali i prestiti bancari costituiscono una fonte di finanziamento rilevante. Per maggiori dettagli sulla linea verticale, cfr. le note al grafico A.

Nel complesso, i risultati delle indagini BLS e SAFE arricchiscono l'analisi della dinamica del credito fornendo ulteriori indicazioni dal punto di vista di banche e imprese. Di conseguenza, le indagini migliorano anche l'interpretazione delle condizioni economiche e finanziarie all'interno dell'area dell'euro. Per quanto riguarda gli andamenti più recenti, nel quarto trimestre del 2024 le indagini BLS e SAFE hanno costantemente segnalato un ulteriore irrigidimento dell'offerta di credito bancario alle imprese dell'area dell'euro, che è sembrato essere determinato da maggiori rischi di credito. Inoltre, banche e imprese segnalano ancora un andamento contenuto della domanda.

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 23 ottobre 2024 al 4 febbraio 2025

a cura di Samuel Bieber e Vladimir Tsonchev

Il presente riquadro illustra le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2024. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dal 23 ottobre 2024 al 4 febbraio 2025 ("periodo di riferimento").

Nel periodo di riferimento la liquidità media in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a diminuire. L'offerta di liquidità si è ridotta per effetto delle minori consistenze detenute dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), a seguito della cessazione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA all'inizio di luglio 2023 e dei reinvestimenti solo parziali nel quadro del PEPP dall'inizio di luglio 2024. I reinvestimenti nell'ambito del PEPP sono stati interamente sospesi alla fine di dicembre 2024. Il calo dell'offerta di liquidità ha riflesso anche la scadenza, in data 18 dicembre 2024, dell'ultima operazione nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III). Tale calo è stato in parte compensato dalla continua riduzione dell'assorbimento di liquidità attraverso i fattori autonomi netti.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo di riferimento il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 39 miliardi di euro, scendendo a 1.423 miliardi. Ciò ha rispecchiato il fatto che i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati in misura minore rispetto ai fattori autonomi di immissione della liquidità (cfr. la tavola A). Le riserve obbligatorie minime sono aumentate di 1 miliardo di euro, portandosi a 164 miliardi, con un effetto solo marginale sulla variazione del fabbisogno aggregato di liquidità.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati di 54 miliardi di euro, principalmente a causa di un aumento di altri fattori autonomi. In media, gli altri fattori autonomi netti sono aumentati di 54 miliardi di euro. Ciò è principalmente riconducibile a un incremento dei conti di rivalutazione, dovuto al rincaro dell'oro, che è stato più che compensato dal corrispondente incremento delle attività nette sull'estero (cfr. il paragrafo sui fattori autonomi di immissione della liquidità). I depositi delle amministrazioni pubbliche sono diminuiti di 7 miliardi di euro, collocandosi a 111 miliardi. Il calo complessivo di questa voce dal 2022 riflette la normalizzazione delle riserve di liquidità detenute dalle tesorerie nazionali, nonché le variazioni nella remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema, che hanno reso finanziariamente

più appetibile collocare fondi sul mercato. Nel periodo di riferimento il valore medio delle banconote in circolazione è aumentato di 7 miliardi di euro, collocandosi a 1.569 miliardi. La domanda di banconote continua a essere sostanzialmente stabile, dopo aver raggiunto un massimo a luglio 2022.

I fattori autonomi di immissione di liquidità sono aumentati di 93 miliardi di euro, principalmente a causa di un incremento delle attività nette sull'estero di 71 miliardi. Quest'ultimo è stato determinato principalmente da un aumento del prezzo dell'oro e delle attività in valuta estera nei confronti di non residenti nell'area dell'euro. Nel periodo di riferimento le attività nette denominate in euro sono aumentate di 22 miliardi di euro.

Tavola A
Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 23 ottobre 2024 - 4 febbraio 2025						Periodo di riferimento precedente: 24 luglio - 22 ottobre 2024	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 23 ottobre - 17 dicembre 2024		Ottavo periodo di mantenimento: 18 dicembre 2024 - 4 febbraio 2025		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di assorbimento della liquidità	2.739	(+54)	2.725	(+23)	2.756	(+31)	2.686	(+45)
Banconote in circolazione	1.569	(+7)	1.563	(+3)	1.577	(+13)	1.563	(+8)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	111	(-7)	114	(-3)	107	(-7)	118	(+1)
Altri fattori autonomi (netti) ¹⁾	1.059	(+54)	1.047	(+23)	1.072	(+25)	1.005	(+37)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	6	(-1)	5	(-1)	7	(+2)	7	(+1)
Riserve obbligatorie minime²⁾	164	(+1)	163	(+0)	164	(+1)	162	(+1)
Depositi presso la banca centrale	2.917	(-115)	2.928	(-61)	2.904	(-24)	3.032	(-139)
Operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) di assorbimento di liquidità	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Fonte: BCE.
Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al miliardo più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.
1) Calcolati come somma fra i conti di rivalutazione, le altre attività e passività dei residenti dell'area dell'euro, il capitale e le riserve.
2) Voci per memoria che non compaiono nel bilancio dell'Eurosistema e non dovrebbero quindi essere incluse nel calcolo delle passività totali.

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 23 ottobre 2024 - 4 febbraio 2025						Periodo di riferimento precedente: 24 luglio - 22 ottobre 2024	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 23 ottobre - 17 dicembre 2024		Ottavo periodo di mantenimento: 18 dicembre 2024 - 4 febbraio 2025		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di immissione della liquidità	1.480	(+93)	1.437	(+30)	1.528	(+91)	1.386	(+68)
Attività nette sull'estero	1.170	(+71)	1.146	(+22)	1.198	(+53)	1.099	(+54)
Attività nette denominate in euro	309	(+22)	292	(+8)	330	(+38)	287	(+14)
Strumenti di politica monetaria	4.346	(-154)	4.384	(-69)	4.303	(-81)	4.501	(-160)
Operazioni di mercato aperto	4.346	(-154)	4.384	(-69)	4.303	(-81)	4.501	(-160)
Operazioni di credito	40	(-37)	50	(-7)	28	(-22)	76	(-58)
ORP	10	(+5)	9	(+1)	11	(+2)	5	(+1)
ORLT a tre mesi	14	(+5)	12	(+1)	17	(+6)	10	(+2)
OMRLT-III	16	(-46)	29	(-9)	0	(-29)	62	(-61)
Portafogli definitivi ¹⁾	4.306	(-118)	4.334	(-62)	4.275	(-59)	4.424	(-102)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Fonte: BCE.
Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al miliardo più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Per ORP si intendono le operazioni di rifinanziamento principali, per ORLT le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e per OMRLT-III la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.
1) Con l'interruzione degli acquisti netti di attività, la scomposizione individuale dei portafogli definitivi non è più riportata.

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 23 ottobre 2024 - 4 febbraio 2025						Periodo di riferimento precedente: 24 luglio - 22 ottobre 2024	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 23 ottobre - 17 dicembre 2024		Ottavo periodo di mantenimento: 18 dicembre 2024 - 4 febbraio 2025		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità ¹⁾	1.423	(-39)	1.451	(-7)	1.392	(-59)	1.462	(-22)
Fattori autonomi netti ²⁾	1.260	(-40)	1.288	(-7)	1.228	(-60)	1.300	(-23)
Liquidità in eccesso ³⁾	2.923	(-116)	2.933	(-62)	2.911	(-22)	3.039	(-138)

Fonte: BCE.
Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al miliardo più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.
1) Calcolato come somma di fattori autonomi netti e riserve obbligatorie minime.
2) Calcolati come differenza tra fattori autonomi di liquidità dal lato delle passività e fattori autonomi di liquidità dal lato delle attività. In questa tavola anche le voci in via di definizione sono aggiunte ai fattori autonomi netti.
3) Calcolata come somma fra la disponibilità dei conti correnti in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale.

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 23 ottobre 2024 - 4 febbraio 2025				Periodo di riferimento precedente: 24 luglio - 22 ottobre 2024			
	Settimo periodo di mantenimento: 23 ottobre - 17 dicembre 2024		Ottavo periodo di mantenimento: 18 dicembre 2024 - 4 febbraio 2025		Quinto periodo di mantenimento: 24 luglio - 17 settembre 2024		Sesto periodo di mantenimento: 18 settembre - 22 ottobre 2024	
ORP	3,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)	4,25	(+0,00)	3,65	(-0,60)
Operazioni di rifinanziamento marginale	3,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)	4,50	(+0,00)	3,90	(-0,60)
Depositi presso la banca centrale	3,25	(-0,25)	3,00	(-0,25)	3,75	(+0,00)	3,50	(-0,25)
€STR	3,16	(-0,25)	2,92	(-0,25)	3,66	(+0,00)	3,41	(-0,25)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	3,23	(-0,26)	2,97	(-0,26)	3,73	(+0,01)	3,49	(-0,24)

Fonti: BCE, CME Group e Bloomberg.
Note: le cifre tra parentesi indicano la variazione in punti percentuali rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Per ORP si intendono le operazioni di rifinanziamento principali e per €STR il tasso a breve termine in euro.

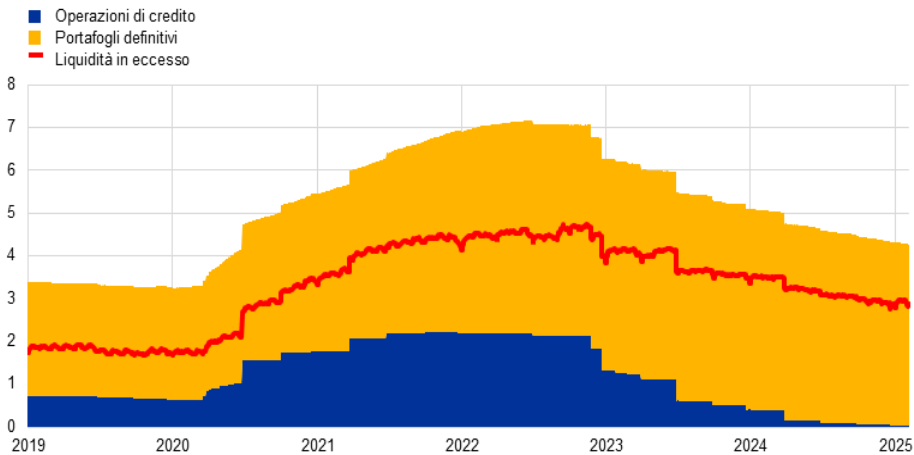
Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 154 miliardi di euro, portandosi a 4.346 miliardi (cfr. il grafico A). Il calo dell'offerta di liquidità è stato determinato principalmente da una riduzione dei portafogli definitivi dell'Eurosistema e, in misura minore, delle operazioni di credito.

Grafico A

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

(migliaia di miliardi di euro)



Fonte: BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 4 febbraio 2025.

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta tramite i portafogli definitivi detenuti è diminuito di 118 miliardi di euro, collocandosi a 4.306 miliardi. Tale calo è riconducibile alla scadenza dei titoli detenuti nell'ambito

del PAA e ai reinvestimenti solo parziali nel quadro del PEPP tra il 1° luglio e il 31 dicembre 2024, data in cui tutti i reinvestimenti sono stati interrotti¹.

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 37 miliardi di euro, collocandosi a 40 miliardi. Tale diminuzione riflette in larga misura la riduzione degli importi in essere delle OMRLT-III a seguito della scadenza dell'ultima operazione di questa serie il 18 dicembre 2024 (29 miliardi di euro). Gli importi medi in essere delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi e delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) sono entrambi aumentati di 5 miliardi di euro. La partecipazione relativamente limitata delle banche a queste operazioni regolari, nonostante gli ingenti rimborsi delle OMRLT, riflette la loro abbondante posizione di liquidità in termini aggregati e la disponibilità di fonti alternative di finanziamento a tassi di mercato e scadenze appetibili.

Liquidità in eccesso

Nel periodo di riferimento la liquidità media in eccesso è diminuita di 116 miliardi di euro, collocandosi a 2.923 miliardi (cfr. il grafico A). La liquidità in eccesso è calcolata come somma tra le disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche a copertura delle riserve obbligatorie. Dopo aver raggiunto il picco di 4.748 miliardi di euro a novembre 2022, la liquidità in eccesso è costantemente diminuita, scendendo, nel periodo di riferimento, al di sotto di 3.000 miliardi di euro.

Andamenti dei tassi di interesse

Nel periodo di riferimento il Consiglio direttivo ha ridotto in due occasioni di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, in particolare il tasso sui depositi presso la banca centrale, attraverso il quale orienta la politica monetaria. Pertanto, i tassi sui depositi presso la banca centrale, sulle ORP e sulle operazioni di rifinanziamento marginale si sono collocati, subito dopo la fine del periodo di riferimento, rispettivamente al 2,75, al 2,90 e al 3,15 per cento.

Nel periodo di riferimento la media dell'€STR ha rispecchiato le riduzioni dei tassi della BCE, mantenendo nel contempo un differenziale negativo con il tasso sui depositi presso la banca centrale. In media, nel periodo di riferimento l'€STR è stato inferiore di 8,4 punti base al tasso sui depositi presso la banca centrale, a fronte di una media di 8,7 punti base nel quinto e nel sesto periodo di mantenimento del 2024. La trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi del mercato monetario non garantito è stata completa e immediata.

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

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

Articolo

1 Andamenti del recente ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro

a cura di Christian Höynck, Moreno Roma e Kathinka Schlieker

1 Introduzione

Gli andamenti dei prezzi delle abitazioni svolgono un ruolo importante nell'analisi economica e monetaria condotta dalle banche centrali.

In particolare, forniscono indicazioni circa l'intensità della trasmissione della politica monetaria e le posizioni di bilancio delle famiglie. I prezzi degli immobili residenziali, insieme alle condizioni di finanziamento, incidono sull'accessibilità economica delle abitazioni, che, tra le altre cose, può avere ripercussioni sul settore delle costruzioni e sul mercato degli affitti. Il presente articolo passa in rassegna gli andamenti del recente ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro, al fine di comprendere meglio le possibili implicazioni per l'economia.

I cicli dei prezzi delle abitazioni in genere seguono un profilo determinato da episodi di forte ascesa e repentino calo (boom-bust), ma possono presentare notevoli differenze nelle cause e nelle determinanti sottostanti. La valutazione dei cicli dei prezzi delle abitazioni in relazione ai cicli economici offre solo una prospettiva parziale. Sebbene vi sia un sostanziale grado di coerenza tra il ciclo dei prezzi delle abitazioni e quello del PIL in termini reali (cfr. il grafico 1), il primo tende a essere più lungo e ad avere un'ampiezza maggiore. La maggiore volatilità associata ai profili caratterizzati da episodi di forte ascesa e repentino calo suggerisce un ruolo più incisivo delle aspettative (inclusa la speculazione) nei cicli dei prezzi delle abitazioni, oltre a fattori fondamentali quali il reddito e la domanda che influenzano sia i cicli dei prezzi degli immobili residenziali sia quelli del PIL in termini reali¹. Inoltre, i cicli dei prezzi delle abitazioni sono caratterizzati da un grado di sincronia tra paesi inferiore rispetto ai cicli del PIL in termini reali, per cui un ciclo dei prezzi delle case nell'area dell'euro può riflettere molte condizioni specifiche dei singoli paesi². Per questa ragione, il presente articolo si concentra su fatti stilizzati e determinanti ad ampio spettro dei cicli dei prezzi delle abitazioni che si manifestano a livello di area dell'euro.

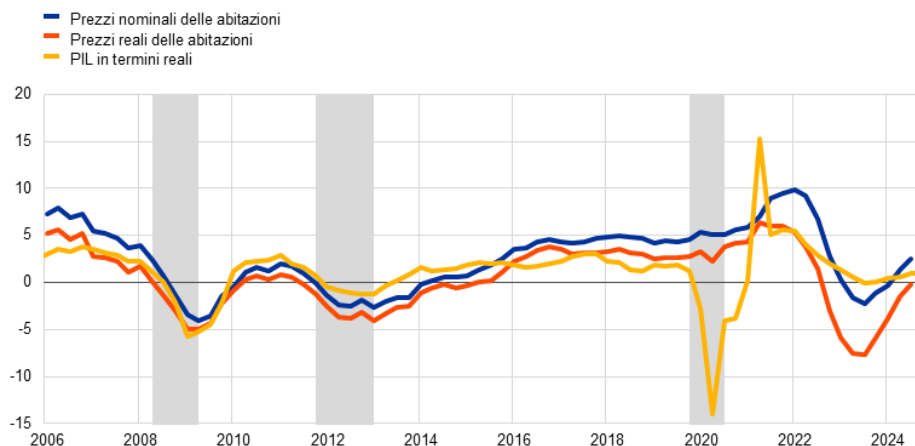
¹ L'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE mostra un aumento delle aspettative relative ai prezzi delle abitazioni precedente al picco di tali prezzi osservato più di recente. Il ruolo delle aspettative e la possibile esuberanza sono in linea con la teoria secondo cui l'abitazione è considerata un bene il cui valore dovrebbe crescere col passare del tempo. La teoria della determinazione dei prezzi delle attività è un concetto comune utilizzato per valutare gli andamenti dei prezzi delle abitazioni. Cfr., ad esempio, il riquadro 4 [Come l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari influenza il mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro](#) nel numero 6/2022 di questo Bollettino.

² Cfr. "Real and financial cycles in EU countries: facts and modelling implications", *Occasional Paper Series*, n. 205, BCE, gennaio 2018.

Grafico 1

PIL in termini reali, prezzi nominali e reali delle abitazioni nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

Note: le aree ombreggiate rappresentano le recessioni individuate dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research (CEPR). La voce "Prezzi reali delle abitazioni" rappresenta i prezzi nominali deflazionati tramite il PIL. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per i prezzi nominali e reali delle abitazioni e al quarto trimestre del 2024 per il PIL in termini reali.

2 La dinamica recente dei prezzi delle abitazioni rispetto ai cicli precedenti

Il recente calo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro è stato

relativamente lieve e di breve durata. I dati relativi al terzo trimestre del 2024

suggeriscono che il ciclo dei prezzi delle abitazioni ha superato senza conseguenze il suo punto di minimo e che il livello è già tornato pari al picco precedente, osservato nel terzo trimestre del 2022. Questa ripresa è stata molto più rapida rispetto a quanto osservato dopo la crisi finanziaria mondiale e quella del debito sovrano (cfr. il pannello a) del grafico 2). A posteriori, la fase dal massimo al minimo del ciclo ha registrato, nell'arco di un anno e mezzo, un calo cumulato del 3 per cento: inferiore per intensità e durata rispetto a quello, pari a quasi il 5 per cento, verificatosi nel corso di due anni durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano³. Rispetto ai cicli precedenti, la fase discendente dei prezzi delle abitazioni, relativamente contenuta, si distingue in quanto nel periodo antecedente il picco del 2022 le valutazioni stimate dei prezzi degli immobili residenziali rispetto ai

³ In termini reali, il calo cumulato nel ciclo più recente dei prezzi delle abitazioni è stato pari a circa il 10 per cento, adattando tali prezzi agli andamenti del deflatore del PIL (a fronte del 6 per cento registrato durante la crisi finanziaria mondiale e dell'8 durante la crisi del debito sovrano) o agli andamenti della misura dell'inflazione misurata sullo IAPC (rispetto al 7 per cento durante la crisi finanziaria mondiale e al 9 durante la crisi del debito sovrano). I prezzi reali delle abitazioni possono essere considerati un fattore alla base delle variazioni del potere d'acquisto e pertanto possono approssimare le variazioni dell'accessibilità economica, utile per l'analisi delle tendenze di più lungo periodo dei prezzi delle abitazioni. Ciò detto, la forte impennata del ciclo generale dell'inflazione è stata inizialmente accompagnata da una perdita di potere d'acquisto, in quanto è stato necessario un certo tempo prima che queste perdite venissero recuperate attraverso una maggiore crescita dei salari nominali.

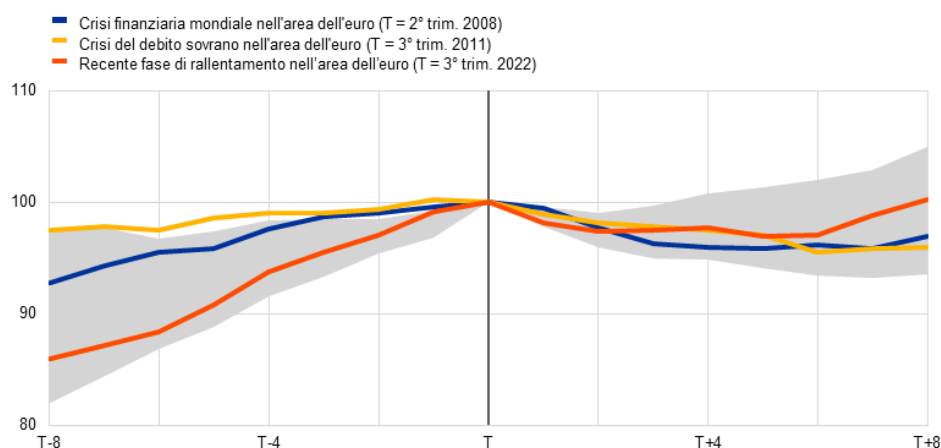
fondamentali erano state superiori a quelle osservate in occasione dei picchi registrati durante le crisi citate (cfr. il pannello b) del grafico 2)⁴.

Grafico 2

Confronto tra gli andamenti dei prezzi nominali delle abitazioni e le valutazioni in prossimità dei picchi

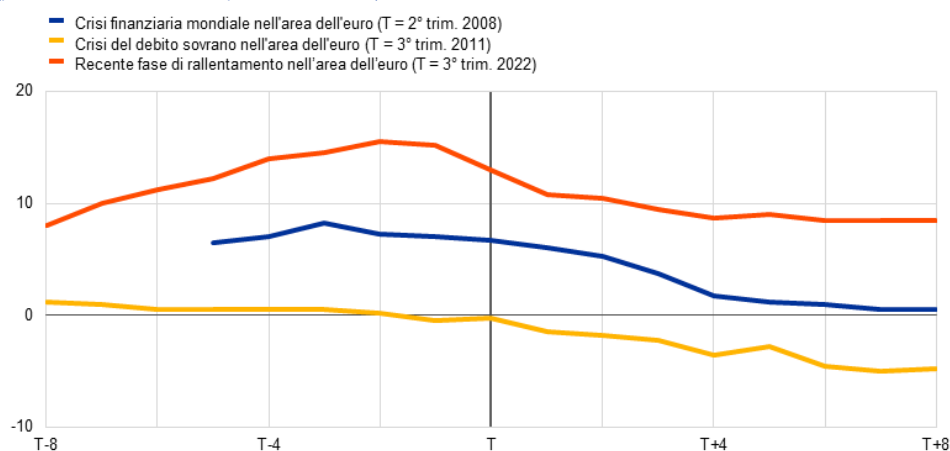
a) Andamenti dei prezzi nominali delle abitazioni

(indice, picco (T) = 100)



b) Valutazioni in prossimità dei picchi

(percentuali di valutazioni errate per eccesso o difetto)



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

Note: l'area ombreggiata rappresenta l'intervallo interquartile degli andamenti dei prezzi delle abitazioni in prossimità dei picchi massimi in tutti i paesi dell'area dell'euro considerati singolarmente e in aggregato. L'individuazione dei cicli dei prezzi delle abitazioni si basa sull'algoritmo di Bry-Boschan, con una durata minima di cinque trimestri per ciclo e due trimestri per i periodi di ripresa e rallentamento. Si noti che la fase di accumulo prima del picco della crisi del debito sovrano coincide con la fase successiva al picco della crisi finanziaria mondiale. Nel pannello b) le linee si riferiscono alla media delle stime basate su quattro diversi metodi di valutazione, riportate periodicamente nel grafico 3.12 del [quadro operativo dei rischi del CERS](#). Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

La scomposizione della crescita dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro in base a caratteristiche diverse può fornire ulteriori informazioni sugli aspetti del recente ciclo dei prezzi delle case. Sebbene a livello dell'area dell'euro durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano siano stati

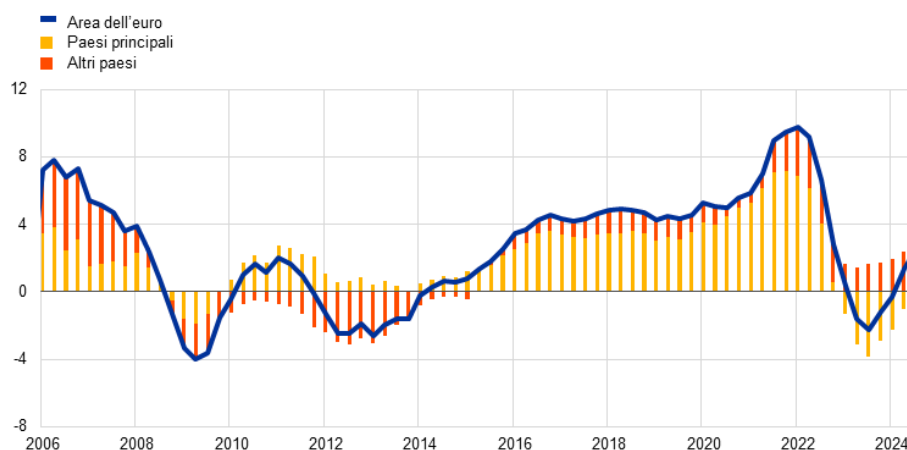
⁴ Le stime di una valutazione errata per eccesso o per difetto dei prezzi delle abitazioni sono soggette a incertezza e si possono riscontrare ampie differenze tra le diverse misure in termini di livelli e di andamenti. Ad esempio, l'analisi della sopravvalutazione basata sui prezzi reali delle abitazioni indica che la correzione a oggi è già avvenuta.

soprattutto i cosiddetti paesi “periferici” a influenzare la dinamica dei prezzi delle abitazioni, recentemente è aumentato notevolmente il ruolo dei paesi “principali” (cfr. il grafico 3) e, in particolare, della Germania, con la sua rilevanza elevata nei prezzi aggregati delle abitazioni. Nell’ultimo ciclo soltanto dodici paesi dell’area dell’euro sono stati interessati da un calo dei prezzi, pertanto esso è stato meno pervasivo rispetto al periodo della crisi finanziaria mondiale, quando tutti i paesi tranne uno avevano registrato un rallentamento. La diversa composizione per paese delle dinamiche a livello di area dell’euro potrebbe indicare una rotazione delle fasi di forte ascesa e repentino calo, unitamente a una generale ampia tendenza al rialzo dei prezzi delle abitazioni. Il passaggio a un contesto di tassi di interesse più favorevole dopo l’introduzione dell’euro ha determinato un ciclo caratterizzato da episodi di forte ascesa e repentino calo per alcuni paesi, che hanno avuto bisogno di tempo per superarlo e recuperare (come nel caso della Spagna). Durante il periodo dei bassi tassi di interesse successivo alla crisi finanziaria mondiale e a quella del debito sovrano, sono stati soprattutto altri paesi, precedentemente meno colpiti, a vedere i propri mercati immobiliari reagire a condizioni di finanziamento favorevoli, riscontrando in ultima istanza una correzione della dinamica esuberante dei prezzi (come nel caso della Germania).

Grafico 3

Contributi alla crescita dei prezzi delle abitazioni nell’area dell’euro per sottocategorie di paesi

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



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

Note: le serie dell’Eurostat relative ai singoli paesi hanno date di inizio differenti. Per il periodo precedente la data di inizio le serie sono stimate retrospettivamente sulla base dei tassi di crescita ricavati da una serie della BCE. Le barre rappresentano i contributi in punti percentuali al tasso di crescita dell’area dell’euro sulla base dei pesi del PIL. Germania, Francia, Paesi Bassi, Austria, Belgio, Lussemburgo e Finlandia sono classificati come appartenenti al gruppo dei “Paesi principali”, quelli classificati come “Altri paesi” hanno registrato in generale un ciclo dei prezzi delle abitazioni più pronunciato durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

Il recente ciclo dei prezzi delle abitazioni ha evidenziato andamenti più

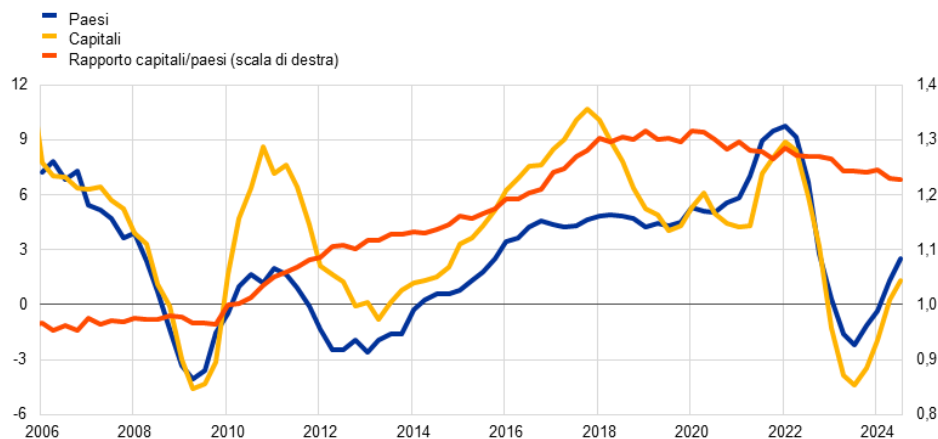
bilanciati tra i prezzi nelle capitali e i prezzi medi nei rispettivi paesi. Fino alla pandemia i prezzi degli immobili residenziali nelle capitali avevano storicamente una crescita più marcata rispetto a quella registrata nell’insieme del territorio dei rispettivi paesi. Nel contempo, si è osservata una maggiore accelerazione e decelerazione della dinamica dei prezzi delle abitazioni delle capitali (cfr. il grafico 4). Tali differenze sono in linea con l’idea per cui la “posizione” costituisca un elemento chiave dei prezzi delle abitazioni e che la dinamica sia più vivace nei mercati con

vincoli dal lato dell'offerta. Una quota maggiore di acquirenti benestanti e la percezione di valori di rivendita affidabili in posizioni favorevoli, come le capitali, possono amplificare le oscillazioni dei prezzi determinate dai fondamentali, dalle aspettative o dalla speculazione rispetto ad altre aree. Alla fine del 2019 i prezzi delle abitazioni nelle capitali superavano del 71 per cento quelli del periodo precedente la crisi finanziaria mondiale, agli inizi del 2006, a fronte del 28 per cento dell'aggregato dell'area dell'euro. Il ciclo più recente dei prezzi delle abitazioni ha in parte riallineato queste dinamiche relative, in un contesto in cui le quotazioni immobiliari nelle capitali dell'area dell'euro mostrano una dinamica dei prezzi più lenta rispetto alla media dei paesi dell'area. Ciò potrebbe riflettere i livelli di prezzo già elevati e forse meno accessibili nelle capitali, ma, con maggiore probabilità, anche l'impatto specifico e crescente della pandemia e le sue implicazioni per il lavoro a distanza, che hanno permesso ai lavoratori di vivere più lontano dai propri uffici e in posizioni meno costose⁵.

Grafico 4

Prezzi nominali degli immobili residenziali per l'area dell'euro e un aggregato di sintesi delle capitali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, rapporto 1° trim. 2010 = 1)



Fonti: BCE, Eurostat, Banca dei regolamenti internazionali e fonti nazionali, elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la media dei paesi si riferisce alla serie dell'area dell'euro dell'Eurostat. La serie aggregata di sintesi per le capitali dell'area dell'euro è una media ponderata in base al PIL. L'aggregato comprende Belgio, Germania, Estonia, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Slovenia e Finlandia. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

La dinamica dei prezzi delle abitazioni nel recente ciclo ha rispecchiato un andamento particolarmente sostenuto dei prezzi degli immobili residenziali esistenti. Essi rappresentano la maggior parte delle operazioni immobiliari, pertanto i loro prezzi definiscono in genere il profilo del ciclo complessivo dei prezzi delle abitazioni. Al punto massimo del ciclo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alloggi esistenti è stato più elevato di mezzo punto percentuale rispetto a quello degli immobili residenziali di nuova costruzione; al punto minimo è stato inferiore di circa 6 punti percentuali, una differenza maggiore di quella osservata durante la crisi

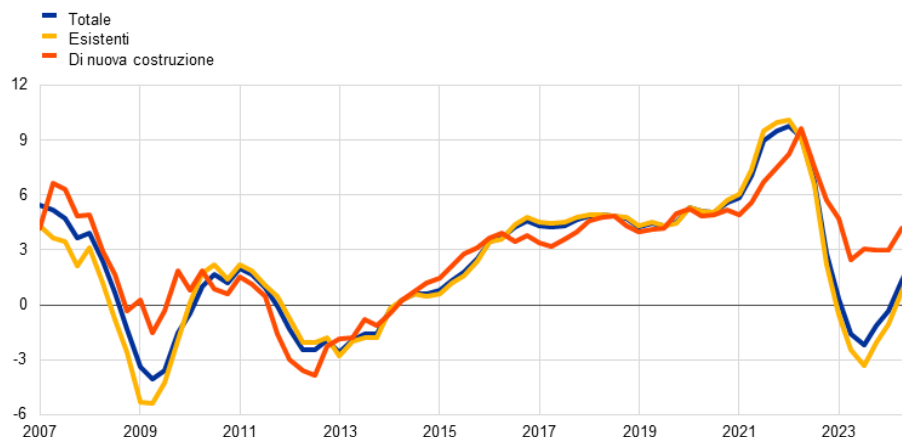
⁵ Ciò è confermato dai dati dell'OCSE sui trasferimenti, disponibili fino al quarto trimestre del 2022 (per la maggior parte dei paesi solo fino al quarto trimestre del 2021), a dimostrazione di una variazione della domanda con una preferenza per l'allontanamento dai centri metropolitani a favore delle periferie nelle loro vicinanze (riduzione del gradiente tra prezzo e distanza) o di città piccole (ma non necessariamente in vere e proprie aree rurali). Cfr. ["Expanding the doughnut? How the geography of housing demand has changed since the rise of remote work with COVID-19"](#), *OECD Regional Development Papers*, OCSE, 11 ottobre 2023.

finanziaria mondiale e, in particolare, durante i cicli della crisi del debito sovrano (cfr. il grafico 5). Ciò riflette probabilmente la lunga durata della ripresa del mercato degli immobili residenziali che, verso la sua fine, potrebbe essere stata sempre più esposta a vincoli dal lato dell'offerta di nuove abitazioni, facendo sì che gli acquirenti si orientassero in misura crescente verso proprietà esistenti. Tale fenomeno si è poi rafforzato durante la pandemia, quando l'attività nel settore delle costruzioni è crollata e, allo stesso tempo, gli acquirenti erano in cerca di alloggi con metrature più ampie che potevano trovarsi in posizioni fino a quel momento caratterizzate da livelli di prezzo inferiori⁶. Venuto meno l'elemento di esuberanza nell'acquisto di abitazioni esistenti e poiché i costi energetici sono diventati un fattore più rilevante nelle preferenze di scelta di alloggi, i prezzi degli immobili residenziali esistenti sono diminuiti molto più rapidamente rispetto a quelli di nuova costruzione. Il venir meno di quest'ultima circostanza è stato anche esposto a maggiori vincoli, in quanto ci sono stati limiti alla diminuzione dei prezzi, alla luce degli elevati costi di costruzione che negli ultimi anni avevano caratterizzato le nuove opere edilizie.

Grafico 5

Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro per tipologia di alloggio

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

Note: le serie dell'Eurostat relative alle nuove abitazioni e a quelle esistenti nell'area dell'euro hanno inizio solo nel quarto trimestre del 2009. I dati per il periodo precedente si basano su stime retrospettive con tassi di crescita da un'aggregazione di paesi ponderata per il PIL, che comprende Germania, Francia, Spagna, Paesi Bassi, Belgio, Estonia, Grecia, Croazia, Lettonia e Lituania. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

I fatti stilizzati indicano che il recente ciclo dei prezzi delle abitazioni è stato diverso da quelli osservati durante la crisi finanziaria mondiale e quella del debito sovrano. L'impennata dei prezzi sembra essere stata più generalizzata tra le diverse categorie e potrebbe riflettere il fatto che gli aumenti si fossero estesi anche a posizioni meno centrali o ad abitazioni meno moderne, in particolare in relazione a variazioni delle preferenze connesse alla pandemia. Ciò lascia dedurre che la fase di forte ascesa potrebbe aver comportato meno ristrettezze finanziarie ed esposizione per gli acquirenti rispetto ad altri periodi e che ciò abbia contribuito a limitare il successivo calo (cfr. la sezione 3). In ultima analisi, la correzione dei prezzi ha

⁶ Cfr. il riquadro 4 [Come l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari influenza il mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro](#) nel numero 6/2022 di questo Bollettino. I dati dell'Eurostat sulle condizioni abitative e di vita indicano che negli ultimi anni il tasso di eccessiva onerosità dei costi abitativi è stato maggiore nelle città rispetto alle aree rurali e che durante gli anni della pandemia si è verificato un aumento temporaneo della quota di persone che vivevano in alloggi sovraffollati.

eliminato l'ulteriore impennata successiva alla pandemia, ma ha lasciato inalterati i sostenuti aumenti registrati nel periodo precedente l'emergenza sanitaria su quei livelli di prezzo. Le fasi di calo dei cicli durante la crisi finanziaria mondiale e quella del debito sovrano avevano comportato un'erosione relativamente maggiore dei precedenti aumenti di prezzo pluriennali.

3 Fattori chiave alla base del recente ciclo dei prezzi delle abitazioni

Un'analisi basata sui modelli suggerisce che, in linea generale, la domanda rappresenta il fattore preponderante alla base dei cicli dei prezzi delle abitazioni caratterizzati da una forte ascesa e un calo repentino. Il modello utilizzato nel riquadro 1 identifica gli shock di domanda specifici del settore degli immobili residenziali come determinanti principali delle flessioni dei prezzi delle abitazioni durante i cicli della crisi finanziaria mondiale e della crisi del debito sovrano, ma non durante la fase di rallentamento più recente. Al contrario, l'impatto degli shock dal lato dell'offerta aggregata connessi a quelli dei prezzi dell'energia e alle turbative derivanti dalla pandemia è stato relativamente più intenso. A differenza dei cicli passati, il modello rileva altresì un contributo della politica monetaria al rallentamento recente più evidente rispetto ai precedenti cali dei prezzi delle abitazioni. Ciò è coerente con il profondo cambiamento del passaggio da un lungo periodo di bassi tassi di interesse sui mutui ipotecari a uno di forte inasprimento delle condizioni di finanziamento e con i possibili effetti non lineari derivanti da tale variazione⁷. Le scomposizioni degli andamenti dei prezzi delle abitazioni in base agli shock che li determinano possono costituire un punto di partenza per la valutazione delle determinanti, ma per natura sono specifiche del modello impiegato, in base alla selezione delle variabili e degli shock e alla relativa modalità di identificazione. Pertanto, anche una trattazione non basata sui modelli dei gruppi rilevanti di fattori e indicatori è utile nel valutare i cicli dei prezzi delle abitazioni⁸.

I fattori dal lato della domanda contribuiscono in qualche misura a spiegare il ciclo recente dei prezzi delle abitazioni. Prescindendo dai vincoli di breve durata all'attività nel periodo della pandemia, quando erano in vigore misure di chiusura (lockdown), la crescita degli investimenti e delle operazioni in edilizia residenziale segnala un periodo prolungato di forte domanda di abitazioni fino alla recente impennata dei relativi prezzi (cfr. il pannello a) del grafico 6). Ciò si riflette anche nel perdurante aumento delle intenzioni di acquisto o costruzione di un immobile a uso abitativo fino a livelli che non si osservavano dall'introduzione dell'euro. In effetti, il periodo pandemico sembra aver coinciso in ultima istanza con un ulteriore incremento della domanda, probabilmente legato a trasferimenti in alloggi differenti

⁷ Cfr., ad esempio, "House prices and ultra-low interest rates: exploring the non-linear nexus", *Empirical Economics*, settembre 2024 o "Drivers of rising house prices and the risk of reversal", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2022.

⁸ Per un esempio di differenti fattori dal lato della domanda e dell'offerta nel mercato degli immobili residenziali, cfr. l'articolo 2 *Lo stato del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro* nel numero 7/2018 di questo Bollettino.

in periodi di maggiore preferenza per il lavoro a distanza⁹. Ciò è in linea con un ampio shock delle preferenze, individuato da alcuni modelli per il periodo della pandemia rispetto a quanto osservato nei precedenti cicli dei prezzi delle abitazioni¹⁰. Il successivo calo della domanda di abitazioni ha di fatto compensato l'eccezionale impennata della domanda causata dalla pandemia ed è stato relativamente contenuto. Gli investimenti e le operazioni nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti, ma i segnali indicano che abbiano raggiunto il punto minimo, e le intenzioni di acquisto di un'abitazione hanno registrato solo un temporaneo indebolimento, mantenendosi su livelli persistentemente elevati (cfr. il pannello a) del grafico 6). Ciò fornisce la base per l'osservata ripresa relativamente rapida dei prezzi delle abitazioni.

⁹ Cfr. Richard, M., [“Working from home: Effects on housing demand and inequality”](#), *Il Blog della BCE*, 8 gennaio 2025. Le misure di chiusura legate al COVID-19 hanno indotto un cambiamento strutturale nell'organizzazione del lavoro (cioè il lavoro da remoto), modificando i parametri di ricerca di un'abitazione da parte dei cittadini, con un conseguente aumento della domanda complessiva di alloggi, ma in particolare di proprietà di maggiori dimensioni situate in posizioni più lontane dai centri delle città.

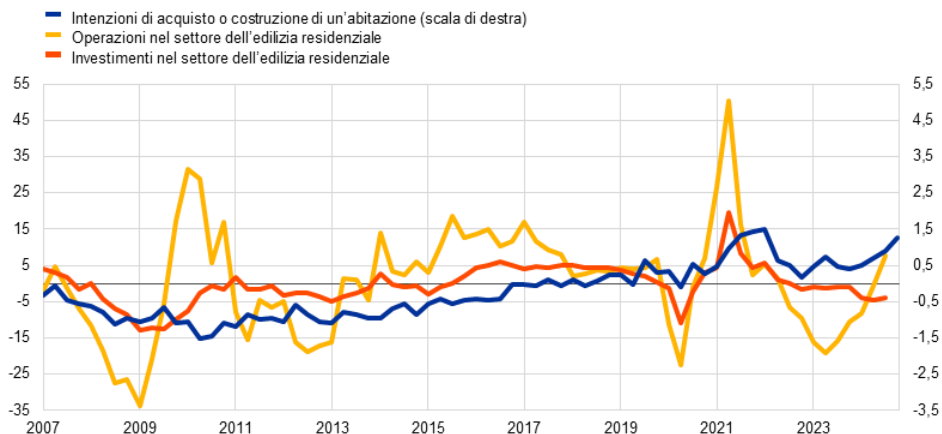
¹⁰ Cfr. [“Analysing drivers of residential real estate \(RRE\) prices and the effects of monetary policy tightening on RRE vulnerabilities”](#), *Macroprudential Bulletin*, numero 10, BCE, 2022.

Grafico 6

Indicatori dell'area dell'euro rilevanti per la domanda di abitazioni

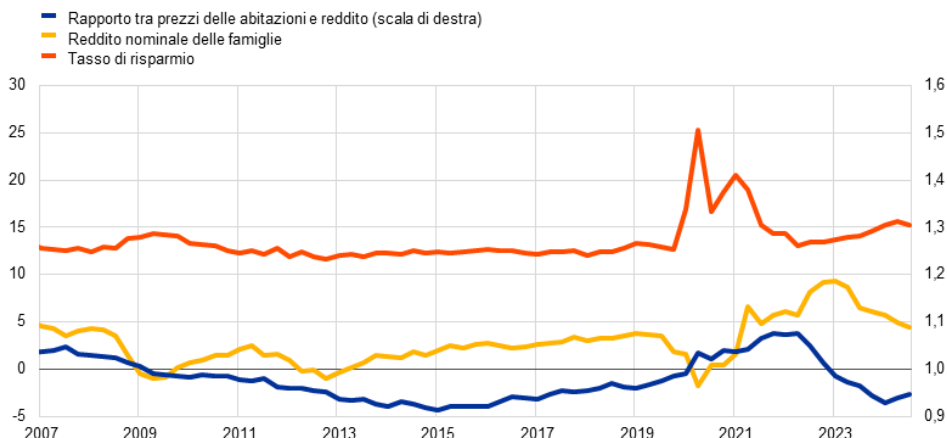
a) Indicatori specifici del settore dell'edilizia residenziale

(saldi percentuali standardizzati, variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) Indicatori della domanda aggregata

(indice 1° trim. 2005 = 1, variazioni percentuali sul periodo corrispondente, percentuale del reddito lordo disponibile)



Fonti: Commissione europea, Eurostat, BCE, Agenzia Entrate ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le intenzioni di acquisto sono standardizzate per ottenere media zero e deviazione standard unitaria dal primo trimestre del 1999 al 2019. La voce "Operazioni nel settore dell'edilizia residenziale" rappresenta un'aggregazione dei dati e delle informazioni dell'Eurostat disponibili, ricavati dalle fonti nazionali per i paesi dell'area dell'euro, che insieme rappresentano circa il 70 per cento del PIL dell'area. Tale copertura diminuisce negli anni precedenti al 2015. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024, tranne per le intenzioni di acquisto di un'abitazione, che si riferiscono al quarto trimestre del 2024.

La robusta crescita del reddito disponibile ha sostenuto la domanda di abitazioni e la capacità di servizio del debito delle famiglie dell'area dell'euro.

A differenza dei rallentamenti registrati durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano, le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste generalmente favorevoli durante il recente ciclo dei prezzi delle abitazioni. Insieme alle misure di sostegno al reddito varate dai governi durante la crisi pandemica ed energetica, ciò ha consentito un incremento del reddito delle famiglie superiore a quello del costo dei mutui ipotecari, e ha contenuto l'aumento del rapporto tra i prezzi delle abitazioni e il reddito durante l'impennata dei primi (cfr. il pannello b) del grafico 6). Le famiglie potevano permettersi rate di mutuo più elevate e i risparmi accumulati durante la pandemia hanno consentito loro anche di versare anticipi di importo maggiore. L'onere finanziario per i proprietari di case con un mutuo è rimasto nel complesso

relativamente contenuto sia rispetto a quello dei proprietari senza un mutuo, sia a quello dei locatari che pagano canoni di locazione, nonché al relativo onere osservato nei precedenti cicli dei prezzi delle abitazioni¹¹. A differenza dei cicli della crisi finanziaria mondiale e della crisi del debito sovrano, il recente rallentamento dei prezzi delle abitazioni ha coinciso con una robusta dinamica dei redditi e il calo del rapporto tra prezzi delle abitazioni e reddito ha pertanto comportato un miglioramento dell'accessibilità economica, che ha sostenuto l'attuale ripresa dei prezzi delle case nonostante condizioni di finanziamento meno favorevoli rispetto all'inizio del ciclo dei prezzi delle abitazioni.

Il ruolo svolto dall'inasprimento delle condizioni di finanziamento nell'aggiustamento dei prezzi delle abitazioni è stato attenuato da posizioni di bilancio relativamente solide. Il brusco aumento dei tassi di interesse in risposta all'impennata dell'inflazione del 2022 ha coinciso con una sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni ancora notevole¹². Ci si sarebbe potuti aspettare che ciò determinasse un crollo dei prezzi molto più marcato rispetto a quanto osservato in realtà. Un motivo alla base delle differenze con gli analoghi aggiustamenti nei cicli della crisi finanziaria mondiale e della crisi del debito sovrano è che queste sopravvalutazioni coincidevano con posizioni di bilancio delle famiglie e delle banche più solide di quanto non fosse accaduto all'epoca dei due cicli precedenti. La crescita molto inferiore del credito ipotecario e un rapporto fra servizio del debito e PIL inferiore rispetto al periodo precedente la crisi finanziaria mondiale, in parte dovuto all'uso più diffuso della politica macroprudenziale, hanno inoltre accresciuto la capacità di tenuta dei bilanci delle famiglie e ridotto il rischio di un disordinato riassorbimento della forte ascesa dei prezzi delle abitazioni, dando quindi origine a una minore volatilità nel ciclo dei prezzi delle abitazioni (cfr. il grafico 7)¹³. Inoltre, molti paesi dell'area dell'euro si erano mossi in direzione di una maggiore prevalenza di mutui ipotecari a tasso fisso, che proteggono temporaneamente i proprietari di abitazioni da tassi di indebitamento più elevati, con una conseguente riduzione dei tassi di insolvenza, che potrebbero esacerbare la caduta dei prezzi delle abitazioni. Allo stesso tempo, ciò suggerisce che alla scadenza dei contratti a tasso fisso precedentemente stipulati e alla loro sostituzione con contratti con tassi di interesse che nel frattempo sono aumentati, molte famiglie probabilmente riscontreranno un aumento delle proprie rate nominali di mutuo¹⁴. La recente normalizzazione dei tassi di interesse limita tale rischio, in quanto ha mantenuto piuttosto breve il periodo durante il quale le famiglie hanno dovuto rinegoziare i propri contratti a tassi più elevati. Essa pone inoltre fine a un breve periodo in cui il rendimento dell'edilizia residenziale come attività era diventato meno appetibile di

¹¹ Cfr. i dati dell'Eurostat sull'onere abitativo eccessivo in base allo status dell'occupante. Gli ultimi dati disponibili per l'area dell'euro si riferiscono al 2023.

¹² Tra gli indicatori pertinenti, la sopravvalutazione media delle quotazioni immobiliari a metà del 2022 è rimasta al di sopra del 10 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 2). Tuttavia, le misure che ricavano valutazioni sulla base dei prezzi reali delle abitazioni, e quindi tengono conto dell'impennata dell'inflazione, suggeriscono che la sopravvalutazione era già stata riassorbita in tale fase.

¹³ Cfr., ad esempio, "Assessing the strength of the recent residential real estate expansion", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2021.

¹⁴ Secondo quanto indicato nell'edizione di novembre 2023 della *Financial Stability Review della BCE*, le stime basate su dati a brevissimo termine ricavati dalle indagini mostrano che oltre il 30 per cento delle consistenze di mutui ipotecari a tasso fisso in essere nell'area dell'euro dovrebbe giungere a scadenza nei prossimi dieci anni.

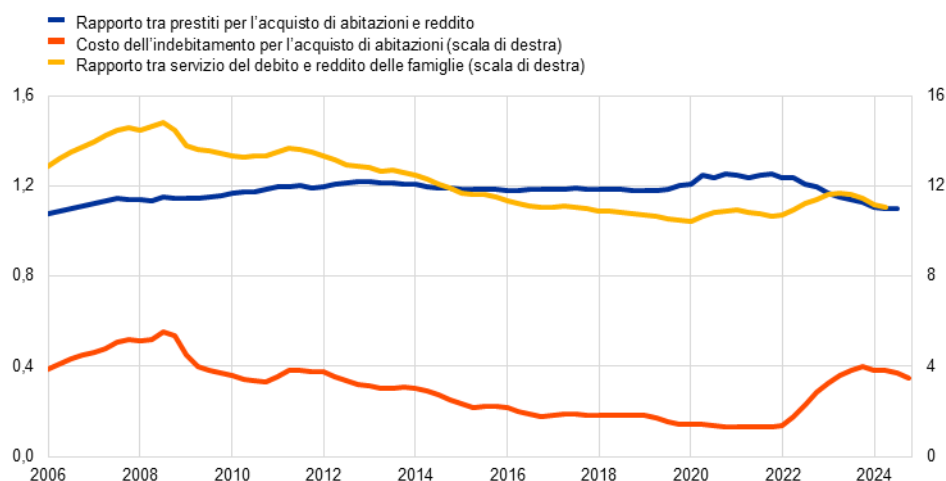
quello degli investimenti in strumenti a reddito fisso, che aveva quindi frenato la domanda di abitazioni¹⁵.

Grafico 7

Condizioni dell'indebitamento delle famiglie e del servizio del debito nell'area dell'euro

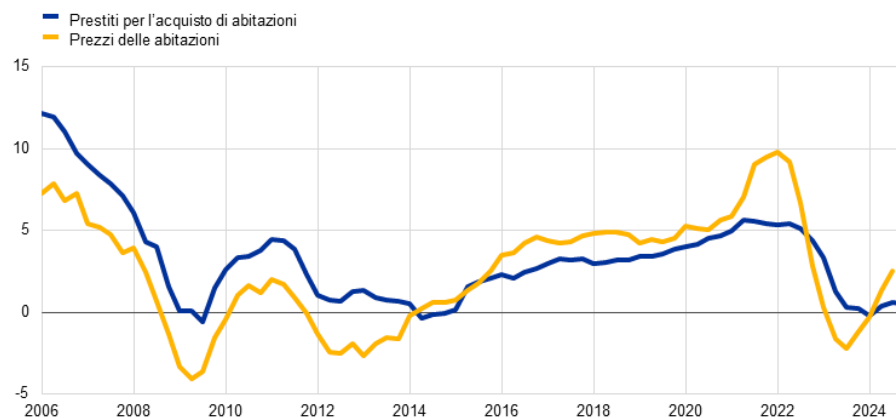
a) Condizioni dell'indebitamento delle famiglie

(indice 1° trim. 2005 = 1, variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) Prestiti per l'acquisto di abitazioni e prezzi delle abitazioni

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, BCE (MIR) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il rapporto tra prestiti per l'acquisto di abitazioni e reddito corrisponde al credito per l'acquisto di abitazioni diviso per il reddito disponibile delle famiglie sulla base della serie macroeconomica aggregata. Tale rapporto differisce da quello dei criteri per la concessione dei prestiti, che viene calcolato sul livello del prestito all'erogazione. Il rapporto tra servizio del debito e reddito è definito come il rapporto tra i costi fissi del servizio del debito (ad esempio, pagamenti per interessi e ammortamenti) e il reddito disponibile, come illustrato nella *Financial Stability Review* della BCE di maggio 2024. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024, ad eccezione del costo dell'indebitamento e dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, che si riferiscono al quarto trimestre del 2024.

L'impatto dell'inasprimento della politica monetaria sui prezzi delle abitazioni dipende inoltre dal nesso tra il mercato degli immobili residenziali e quello degli affitti. Se nel breve periodo tassi di interesse più elevati frenano l'accessibilità economica e, di conseguenza, gli acquisti di abitazioni, le famiglie potrebbero

¹⁵ Per una trattazione dell'argomento, cfr. il riquadro 1 [Perché è diminuito l'interesse per il settore immobiliare? Evidenze dall'indagine sulle aspettative dei consumatori della BCE](#) nel numero 5/2023 di questo Bollettino.

rivolgersi in misura maggiore al mercato degli affitti per soddisfare le proprie esigenze abitative¹⁶. Ciò dovrebbe esercitare pressioni al ribasso sui prezzi delle abitazioni e al rialzo sui canoni di locazione (il riquadro 2 analizza la relazione tra i prezzi delle abitazioni e i canoni di locazione). Tuttavia, l'elasticità delle famiglie di spostarsi tra possesso e affitto di un'abitazione dipende sia dal livello generale dei canoni di locazione sia dalla disponibilità di immobili in locazione. A tale riguardo, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento ha inciso anche sull'appetibilità degli investimenti in immobili acquistati a fini locativi (buy-to-let) e, in ultima istanza, sull'offerta nel mercato degli affitti. Ciò vale ancora di più se nel mercato degli affitti i prezzi sono regolamentati o la disponibilità è soggetta a shock quali l'immigrazione.

L'impatto della domanda di immobili residenziali e dei fattori legati alla politica monetaria sui prezzi delle abitazioni dipende inoltre dallo stato dell'offerta di abitazioni. A tale riguardo, il modello illustrato nel riquadro 1 indica che gli shock di offerta hanno avuto un ruolo relativamente ampio nella recente contrazione dei prezzi delle abitazioni. Ciò è riconducibile sia a fattori dal lato dell'offerta specifici del settore dell'edilizia residenziale sia a quelli aggregati. Le concessioni edilizie, come approssimazione dell'offerta di nuove abitazioni, sono aumentate a partire dal ciclo della crisi del debito sovrano, pur rimanendo su livelli sostanzialmente inferiori rispetto a quelli registrati durante il ciclo della crisi finanziaria mondiale. Durante la recente fase di rallentamento dei prezzi delle abitazioni hanno registrato un brusco calo, raggiungendo livelli storicamente bassi (cfr. il pannello a) del grafico 8). Ciò indica che prevalgono carenze dal lato dell'offerta e contribuisce a spiegare il calo relativamente breve dei prezzi delle abitazioni e la loro più recente ripresa non appena il miglioramento delle condizioni di finanziamento ha iniziato a sostenere la domanda. Il settore delle costruzioni e l'offerta di abitazioni hanno inoltre risentito di fattori legati alle catene di approvvigionamento e agli shock dei prezzi dell'energia nell'intera economia. I costi di costruzione erano aumentati bruscamente durante la pandemia e nel periodo successivo a causa della carenza di materiali e di manodopera (cfr. il pannello b) del grafico 8). Ciò ha esercitato pressioni al rialzo sui prezzi delle abitazioni in particolare attraverso i prezzi delle case in edifici di nuova costruzione, ma anche tramite quelli in edifici esistenti per i quali la transazione era subordinata alla preventiva ristrutturazione e manutenzione. Ad esempio, è stato questo il caso delle misure volte ad aumentare l'efficienza energetica degli edifici più datati. I costi di tali misure e la corrispondente esitazione dei potenziali acquirenti contribuiscono inoltre a spiegare le ragioni per cui il calo dei prezzi è stato più marcato per le abitazioni esistenti rispetto a quelle di nuova costruzione.

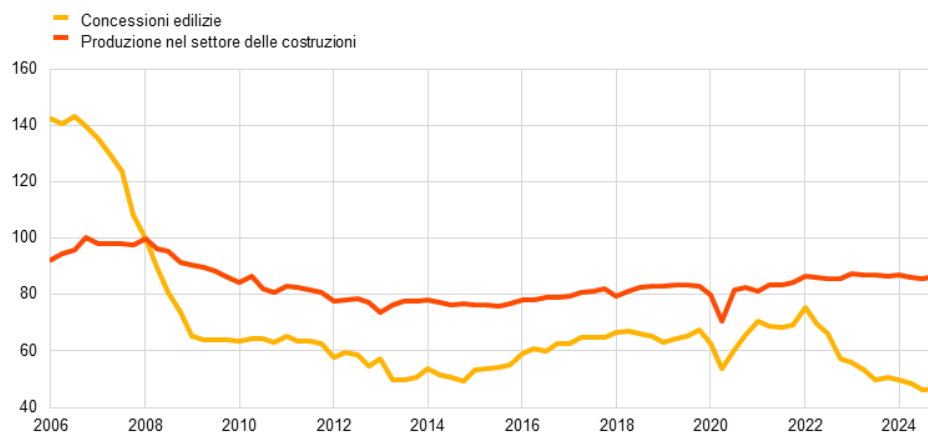
¹⁶ Cfr., ad esempio, Castellanos et al., ["The aggregate and distributional implications of credit shocks on housing and rental markets"](#), *Working Paper Series*, n. 2977, BCE, 2024.

Grafico 8

Indicatori dell'area dell'euro rilevanti per l'offerta di abitazioni

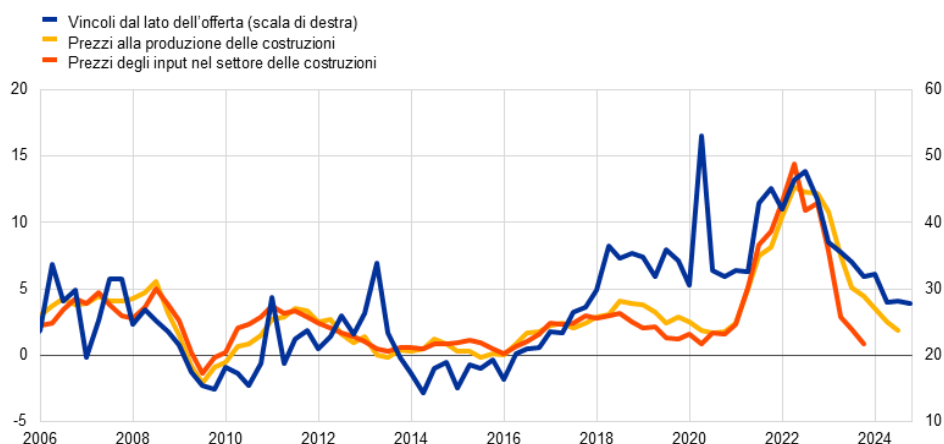
a) Indicatori specifici del settore dell'edilizia residenziale

(indice, 1° trim. 2008 = 100)



b) Indicatori dell'offerta aggregata

(valori percentuali, variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per il pannello b) la serie relativa ai prezzi degli input nel settore delle costruzioni è disponibile solo fino al quarto trimestre del 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per i prezzi alla produzione delle costruzioni e al quarto trimestre del 2024 per le concessioni edilizie, la produzione nel settore delle costruzioni e i vincoli dal lato dell'offerta, compilati sulla base dell'indagine della Commissione europea presso le imprese nel settore delle costruzioni.

Le evidenze ricavate dai modelli e dagli indicatori pertinenti avvalorano l'idea che il ciclo recente dei prezzi delle abitazioni abbia mostrato alcune caratteristiche particolari. Ciò riguarda in particolare i grandi shock al rialzo dal lato della domanda e la loro probabile sovrapposizione con un forte shock di preferenza durante la fase di espansione dei prezzi delle abitazioni. Il semplice venir meno di tali shock contribuisce a spiegare una parte sostanziale del successivo crollo dei prezzi degli immobili residenziali. L'inasprimento della politica monetaria e dei criteri per la concessione del credito bancario ha contribuito all'inversione del ciclo, nonostante la tenuta dei fondamentali del reddito e i vincoli all'offerta di abitazioni.

Riquadro 1

Determinanti fondamentali dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro

a cura di Niccolò Battistini e Johannes Gareis

Il presente riquadro fornisce una valutazione empirica delle determinanti fondamentali dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro. A tal fine utilizza un modello di autoregressione vettoriale strutturale bayesiano (SBVAR) che include i consumi privati in termini reali, il deflatore dei consumi privati, gli investimenti in edilizia residenziale in termini reali, i prezzi nominali delle abitazioni, il tasso di interesse a breve termine privo di rischio e il differenziale di interesse a lungo termine¹⁷. Il modello impone restrizioni di segno e nulle alle risposte delle variabili a diversi shock¹⁸. Oltre agli shock dal lato della domanda e dell'offerta a livello aggregato, il modello considera gli shock dal lato della domanda e dell'offerta specifici del settore dell'edilizia residenziale, nonché shock provenienti dal tasso di interesse privo di rischio e dal differenziale a termine. Gli ultimi due shock si riferiscono a variazioni inattese del tasso privo di rischio e del differenziale a termine al di là della loro reazione sistematica alle oscillazioni dell'economia. Pertanto, gli shock dei tassi privi di rischio e del differenziale a termine colgono gli shock della politica monetaria convenzionale e non convenzionale, comunemente interpretati come shock che influenzano, rispettivamente, i tassi di interesse a breve termine privi di rischio e l'inclinazione della curva dei rendimenti¹⁹. Nel contesto del recente inasprimento della politica monetaria, tali shock riflettono sostanzialmente l'inversione dell'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE al di là delle regolarità storiche, attraverso l'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti e una serie di incrementi dei tassi a breve termine per contrastare l'eccezionale aumento dell'inflazione. Il modello è stimato su dati che si riferiscono al periodo compreso fra il primo trimestre del 1995 e il terzo trimestre del 2024²⁰.

Per acquisire informazioni in una prospettiva storica, l'impatto basato su modelli delle determinanti fondamentali dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro viene confrontato tra le precedenti fasi espansive e recessive, vale a dire la crisi finanziaria mondiale e quella del debito sovrano, nonché tra quelle relative al periodo a partire dal recente inasprimento di politica monetaria fino all'ultimo trimestre disponibile (cfr. il grafico A). Prendendo in esame i periodi passati, le fasi di rallentamento dei prezzi delle abitazioni sono sempre state caratterizzate da shock dal lato della domanda di immobili residenziali. Di fatto, durante la crisi finanziaria mondiale e quella del debito sovrano il crollo dei prezzi delle case è stato in gran parte riconducibile agli shock dal lato della domanda di abitazioni, riflettendo in larga misura il ruolo fondamentale che hanno avuto nell'incremento dei prezzi degli immobili residenziali prima della crisi finanziaria mondiale. Tra gli altri shock, quelli legati a una contrazione dal lato dell'offerta di abitazioni hanno comportato l'aumento dei prezzi degli immobili residenziali durante le fasi espansive di entrambi i periodi di crisi, mentre gli shock di

¹⁷ Tutte le variabili sono incluse in livelli logaritmici, ad eccezione del tasso di interesse a breve termine privo di rischio e del differenziale di interesse a lungo termine, che sono misurati in livelli. Il tasso di interesse a breve termine privo di rischio si riferisce all'Euribor a tre mesi e il differenziale di interesse a lungo termine è dato dalla differenza tra il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro e il tasso di interesse a breve termine privo di rischio.

¹⁸ Cfr., tra gli altri, Smets, F. e Jarociński, M., "House prices and the stance of monetary policy", *Working Paper Series*, n. 891, BCE, aprile 2008; e Nocera, A. e Roma, M., "House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs", *Working Paper Series*, n. 2073, BCE, giugno 2017.

¹⁹ Cfr. ad esempio Baumeister, C. e Benati, L., "Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound", *International Journal of Central Banking*, vol. 9, numero 2, giugno 2013, pagg. 165-212.

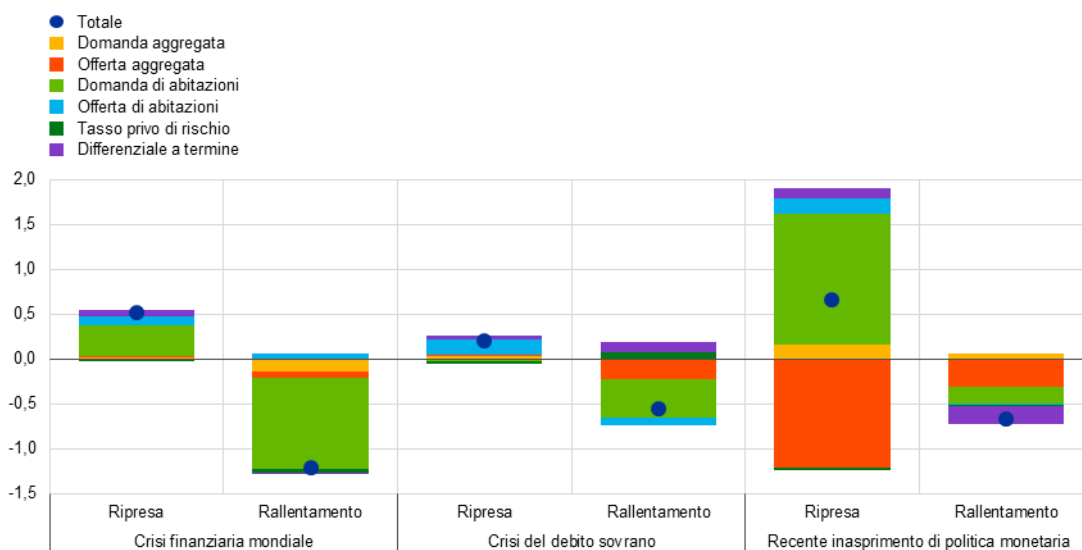
²⁰ Il modello tiene conto della marcata volatilità dei dati macroeconomici del 2020 utilizzando un aggiustamento per l'eteroschedasticità legata alla pandemia. Cfr. Lenza, M. e Primiceri, G., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, numero 4, giugno 2022, pagg. 688-699.

contrazione dell'offerta aggregata hanno gravato sui prezzi delle abitazioni durante le fasi di entrambi i periodi, mettendo in evidenza gli effetti negativi sulla ricchezza per le famiglie dell'inflazione dovuta a fattori dal lato dei costi. Inoltre, gli shock dal lato dei differenziali a termine hanno sostenuto moderatamente i prezzi delle abitazioni nelle varie fasi dei periodi precedenti, mentre quelli dal lato dei tassi privi di rischio hanno esercitato un impatto limitato sulle oscillazioni dei prezzi delle abitazioni durante i periodi precedenti presi in esame.

Grafico A

Impatto delle determinanti fondamentali sui prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro in periodi diversi

(variazioni trimestrali medie nei periodi considerati, valori percentuali e punti percentuali, deviazioni dal trend)



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

Note: il grafico mostra l'impatto trimestrale medio degli shock individuati ricavato da un modello SBVAR con restrizioni di segno e nulle sui prezzi delle abitazioni nei periodi in esame. La crisi finanziaria mondiale include il periodo tra il primo trimestre del 2004 e il secondo trimestre del 2008 (ripresa) e il periodo tra il secondo trimestre del 2008 e il secondo trimestre del 2009 (rallentamento). La crisi del debito sovrano include il periodo tra il secondo trimestre del 2009 e il terzo trimestre del 2011 (ripresa) e il periodo tra il terzo trimestre del 2011 e il primo trimestre del 2013 (rallentamento). Il recente inasprimento di politica monetaria include il periodo tra il primo trimestre del 2020 e il quarto trimestre del 2021 (ripresa) e il periodo tra il quarto trimestre del 2021 e il terzo trimestre del 2024 (rallentamento).

Per quanto riguarda il recente inasprimento della politica monetaria, in base ai risultati del modello il calo dei prezzi delle abitazioni è stato sostanzialmente in linea con i precedenti periodi di rallentamento osservati durante la crisi finanziaria mondiale e quella del debito sovrano in termini di dimensioni trimestrali medie. Tuttavia, è stato di natura notevolmente differente a causa di una diversa combinazione delle determinanti fondamentali. In primo luogo, rispetto alle due crisi precedenti, gli shock dal lato dell'offerta aggregata hanno avuto un ruolo più rilevante. Ciò è probabilmente riconducibile agli effetti duraturi dello shock subito dai prezzi dell'energia causato dalla guerra mossa dalla Russia contro l'Ucraina, che ha prolungato e acuito le interruzioni dal lato dell'offerta legate alla pandemia, sospingendo l'inflazione a livelli eccezionalmente elevati e frenando l'attività economica generale e nel mercato delle abitazioni. Inoltre, anche gli shock dal lato della domanda di abitazioni hanno esercitato un impatto negativo, sebbene con un effetto più contenuto rispetto ai due precedenti periodi di crisi. Ciò riflette probabilmente l'impatto prolungato dello spostamento significativo delle preferenze delle famiglie a favore degli immobili residenziali (rispetto a immobili di altro tipo) durante la pandemia di COVID-19, indotto dalle restrizioni obbligatorie e volontarie alla mobilità, dalla diffusione del lavoro a distanza e dall'accumulo di

risparmi in eccesso²¹. Infine, mentre gli shock dal lato dei tassi privi di rischio hanno avuto un ruolo limitato nel recente calo dei prezzi delle abitazioni, come anche nei periodi precedenti, gli shock dal lato dei differenziali a termine hanno frenato significativamente la crescita dei prezzi delle abitazioni contrariamente a quanto si è verificato nei periodi precedenti. Tali risultati sono in linea con la tempistica del recente inasprimento della politica monetaria deciso dalla BCE, che ha dapprima annunciato la conclusione della politica monetaria non convenzionale, alla fine del 2021, per poi aumentare i tassi di riferimento intorno alla metà del 2022²². In sintesi, i risultati del modello mostrano che mentre nei due precedenti periodi di rallentamento il calo del prezzo delle abitazioni è stato principalmente determinato da shock dal lato della domanda specifici del settore immobiliare, i recenti rallentamenti dei prezzi delle abitazioni sono stati caratterizzati da una serie di fattori diversi, in particolare gli effetti duraturi della pandemia e altri successivi shock macroeconomici avversi.

Riquadro 2

Relazione tra i prezzi delle abitazioni e i canoni di locazione: indicazioni per l'area dell'euro

a cura di Moreno Roma

Il modello di determinazione dei prezzi delle attività e quello del costo d'uso del capitale offrono schemi concettuali per la valutazione degli immobili residenziali. Il primo modello utilizza il flusso scontato dei redditi da locazione futuri mentre il secondo utilizza il costo annuale di un'unità di servizi relativi alle abitazioni di proprietà. Nella misura in cui i costi abitativi relativi agli immobili di proprietà possono essere approssimati dai canoni di locazione, entrambi gli schemi possono comportare una relazione teorica a lungo termine tra i prezzi delle abitazioni e i canoni di locazione²³. Pertanto, i prezzi delle abitazioni dovrebbero essere elevati rispetto ai canoni di locazione quando, tra gli altri fattori, i tassi di interesse sono bassi, l'incremento atteso dei prezzi delle abitazioni è elevato, il premio per il rischio associato alla proprietà di un immobile residenziale è basso o i costi di manutenzione sono contenuti. Negli ultimi venticinque anni, i prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro sono più che raddoppiati e, in media, hanno significativamente superato i canoni di locazione. Il rapporto tra i prezzi delle abitazioni e i canoni di locazione è aumentato rispetto alla sua media di lungo periodo per intervalli di tempo prolungati ed è rimasto al di sopra della media anche dopo la recente correzione dei prezzi delle abitazioni (cfr. il grafico A)²⁴. Tale situazione indicherebbe di norma un rischio al ribasso per la crescita dei prezzi degli immobili

²¹ Cfr. l'articolo 3 *Il mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2021 di questo Bollettino e Gamber, W., Graham, J. e Yadav, A., "Stuck at home: Housing demand during the COVID-19 pandemic", *Journal of Housing Economics*, vol. 59, parte B, marzo 2023.

²² Questo risultato è dovuto anche al fatto che gli shock dal lato dei differenziali a termine hanno un ruolo maggiore rispetto a quelli dal lato dei tassi privi di rischio nello spiegare le oscillazioni dei prezzi delle abitazioni in media (mentre il contrario vale per gli investimenti in edilizia residenziale). Ciò è in linea con il peso più rilevante che gli shock di politica monetaria non convenzionale hanno sui prezzi delle abitazioni rispetto a quelli di politica monetaria convenzionale (mentre il contrario vale per il valore aggiunto delle costruzioni), analizzato in Battistini, N., Falagiarda, M., Hackmann, A. e Roma, M., "Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions", *European Economic Review*, vol. 171, gennaio 2025, 104897.

²³ Per una trattazione dell'argomento, cfr., ad esempio, Dieckelmann et al., "House prices and ultra-low interest rates: exploring the non-linear nexus", *Working Paper Series*, n. 2789, BCE, febbraio 2023.

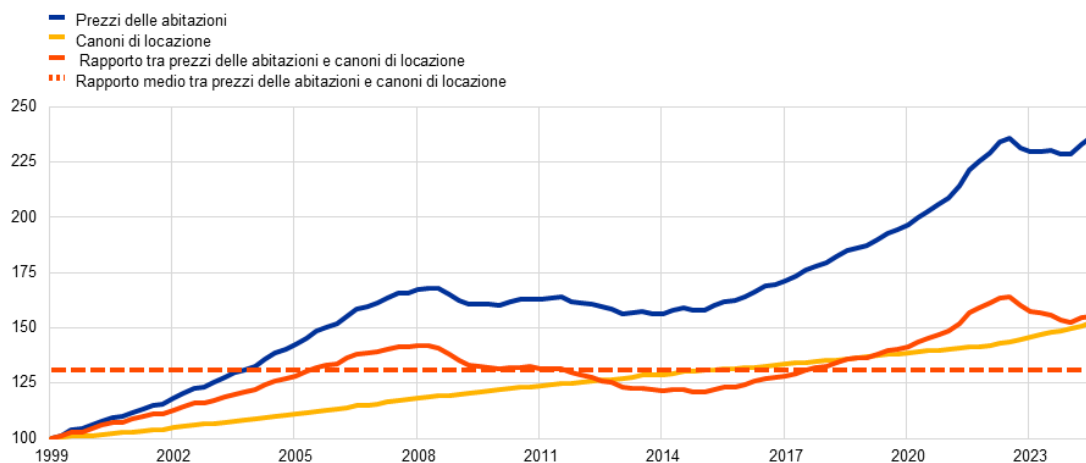
²⁴ Cfr. il riquadro 5 *L'inflazione delle locazioni nell'area dell'euro a partire dalla crisi* nel numero 4/2019 di questo Bollettino. Si noti che la componente effettiva relativa ai canoni di locazione nello IAPC riflette principalmente i contratti esistenti e solo in parte le nuove locazioni, che sono più soggette alle forze di mercato e più reattive alle condizioni del mercato degli immobili residenziali.

residenziali e un rischio al rialzo per la crescita dei canoni di locazione, giacché suggerisce che gli acquisti sono relativamente costosi rispetto agli affitti e le famiglie adeguano di conseguenza la propria domanda relativa.

Grafico A

Prezzi delle abitazioni, canoni di locazione e rapporto tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione nell'area dell'euro

(indice 1999 = 100)



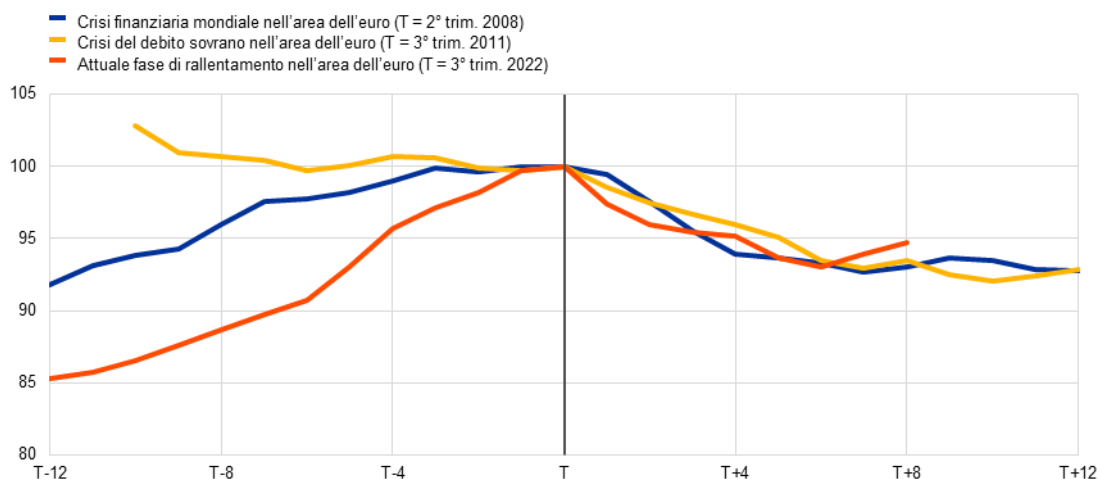
Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

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

Grafico B

Rapporto tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione nell'area dell'euro durante i cicli "boom-bust"

(indice, picco (T) = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

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

L'entità del calo del rapporto tra prezzi degli immobili residenziali e canoni di locazione in seguito a un picco dei prezzi delle abitazioni è sostanzialmente comparabile tra le fasi di forte ascesa e repentino calo del settore degli immobili residenziali. Ciò vale anche per il recente ciclo dei prezzi delle abitazioni, sebbene l'incremento di tale rapporto nel periodo precedente il picco sia stato molto più marcato rispetto ai cicli della crisi finanziaria mondiale e della crisi del debito sovrano, per

effetto dell'aumento, consistente e sostenuto, dei prezzi delle abitazioni fino alla metà del 2022 (cfr. il grafico B). Ciò è in linea con il periodo prolungato di tassi di interesse eccezionalmente bassi, l'aspettativa di un aumento del prezzo delle abitazioni probabilmente determinato dagli incrementi sostenuti dei prezzi degli immobili residenziali, o con un minor premio per il rischio associato alla proprietà di un immobile nei periodi in cui le transazioni erano elevate e la possibilità di lavorare da casa aveva ridotto le difficoltà legate alla scelta di vincolarsi a un'abitazione piuttosto che mantenere la flessibilità di prenderla in locazione.

Al di là delle considerazioni economiche e finanziarie, la decisione tra prendere in affitto un immobile e acquistarlo è legata anche alle preferenze. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectation Survey, CES) condotta dalla BCE, il "desiderio di essere proprietari piuttosto che locatari" è stato la terza motivazione più rilevante alla base dei trasferimenti nel periodo compreso tra febbraio 2023 e febbraio 2024²⁵. La percentuale totale delle famiglie dell'area dell'euro che affittano un'abitazione è aumentata di circa un punto percentuale dal 2020 fino a raggiungere quasi il 35 per cento nel 2023. Tali andamenti possono avere diverse spiegazioni (incluse motivazioni specifiche per paese). Ad esempio, l'offerta limitata di abitazioni, condizioni di finanziamento più restrittive o un accesso al credito ridotto possono rendere l'acquisto di un immobile residenziale più difficile e spingere le famiglie a ricorrere agli affitti. Inoltre, la regolamentazione e la tutela dei consumatori nel mercato delle locazioni possono rendere gli affitti un'opzione preferibile²⁶. La vischiosità dei canoni di locazione dovuta alla regolamentazione e il fatto che tali canoni nello IAPC includano principalmente i contratti esistenti invitano a essere prudenti nell'uso del rapporto tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione come misura di valutazione inequivocabile e indicazione dell'eventuale necessità di adeguamento dei prezzi delle abitazioni. Ciò è sostenuto dall'evidenza desunta da un nuovo indicatore dei canoni di locazione basato sull'indagine CES della BCE, che mostra come nel periodo recente la dinamica dei canoni di locazione sia stata determinata in misura crescente dai recenti spostamenti verso gli immobili in locazione (cfr. il riquadro 5 *Dinamica delle locazioni nell'area dell'euro: informazioni desunte dall'indagine CES* in questo numero del Bollettino).

A tal fine, un utile parametro aggiuntivo per misurare i prezzi delle abitazioni sono i costi effettivi sostenuti per acquistare e mantenere una proprietà immobiliare, riepilogati nell'indice dei prezzi delle abitazioni di proprietà (owner-occupied housing price index, OOHPI) dell'Eurostat. Sebbene il rapporto tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione sia rimasto ben al di sopra della sua media di lungo periodo, il rapporto tra prezzi delle abitazioni e indice OOHPI non è aumentato inizialmente della stessa misura, facendo tuttavia registrare un notevole calo, durante la recente flessione dei prezzi delle abitazioni, mentre l'indice OOHPI ha continuato a mostrare tassi di crescita modesti ma positivi (cfr. il grafico C). È possibile spiegare il recente ampio divario osservato tra i due rapporti esaminando la scomposizione dell'indice OOHPI nelle sue componenti relative all'acquisizione e alla manutenzione. Tali componenti mostrano che i principali costi di riparazione e manutenzione degli immobili di proprietà (al di là dei costi di acquisizione) hanno un andamento più dinamico rispetto ai canoni di locazione. Ciò corrobora il concetto che una percentuale elevata di contratti di

²⁵ Circa un quarto delle famiglie che hanno traslocato ha menzionato il "desiderio di essere proprietari piuttosto che locatari". La prima motivazione è stata il "desiderio di migliorare le condizioni di vita" e la seconda il "desiderio di ridurre le spese abitative". Cfr. il riquadro 5 *Dinamica delle locazioni nell'area dell'euro: informazioni desunte dall'indagine CES* in questo numero del Bollettino.

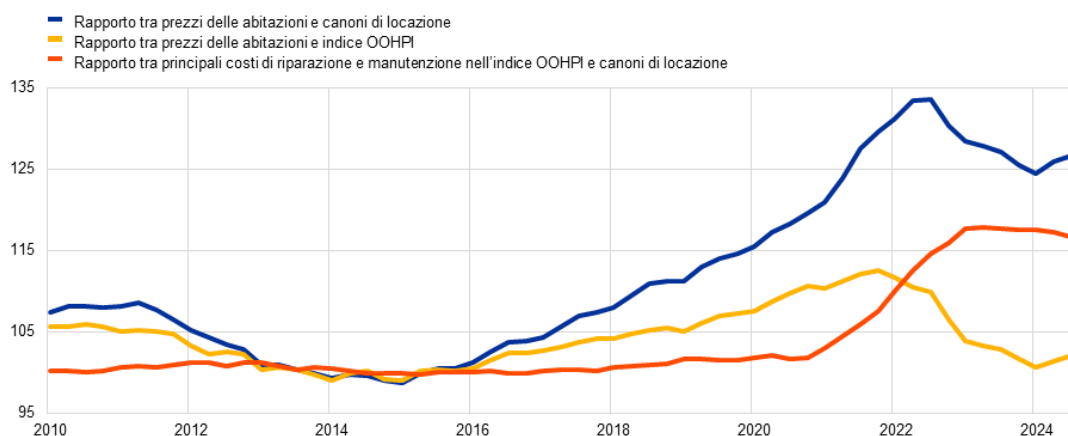
²⁶ Cfr., ad esempio, Castellanos, J., Hannon, A. e Paz-Pardo, G., "The aggregate and distributional implications of credit shocks on housing and rental markets", che mostra che uno shock che riduce l'accesso al credito per i potenziali debitori ipotecari comporta l'aumento dei canoni di locazione, il calo dei prezzi delle abitazioni e la riduzione dei tassi di proprietà delle case, *Working Paper Series*, n. 2977, BCE, 2024.

locazione esistenti (eventualmente definiti per periodi prolungati) nell'indice dei canoni di locazione non comporta necessariamente che tale indice sia un buon parametro di riferimento per valutare se i prezzi delle abitazioni corrispondono alle condizioni fondamentali in tempo reale.

Grafico C

Rapporti tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione e costi abitativi nell'area dell'euro

(indice 2015 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i dati relativi all'indice dei prezzi delle abitazioni di proprietà sono disponibili dal 2010 fino al terzo trimestre del 2024. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

4 Osservazioni conclusive

Gli ultimi dati confermano che il recente rallentamento dei prezzi delle abitazioni è stato relativamente lieve rispetto ai precedenti periodi di calo repentino. Nel terzo trimestre del 2024 il livello dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro era tornato al di sopra del picco precedente registrato nel 2022. Sebbene le stime delle valutazioni degli immobili residenziali siano caratterizzate da incertezza, le rilevazioni attuali implicano che il calo relativamente lieve e di breve durata dei prezzi delle abitazioni ha comportato una correzione inferiore alle sopravvalutazioni osservate durante il ciclo dei prezzi della crisi finanziaria mondiale e della crisi del debito sovrano (nonostante tale adeguamento sia stato più consistente nelle misure ricavate sulla base dei prezzi reali degli immobili residenziali). Uno dei motivi sottostanti a tale correzione contenuta è che la fase di rallentamento dei prezzi delle abitazioni ha avuto luogo in un numero circoscritto di paesi, pertanto non è stata caratterizzata dagli stessi tratti distintivi di recessione conclamata dei periodi precedenti e i fondamentali del reddito sono rimasti solidi nel più recente ciclo dei prezzi delle abitazioni. A tale riguardo, è stata simile a una correzione ordinata dell'ulteriore rialzo dei prezzi delle abitazioni osservata durante il periodo della pandemia.

Sebbene un calo relativamente contenuto dei prezzi delle abitazioni non comporti conseguenze negative per i bilanci delle famiglie e delle banche, il livello dei prezzi degli immobili residenziali è rimasto elevato. Ciò ha influito negativamente sull'accessibilità economica delle abitazioni, nonostante nel contempo l'orientamento di politica monetaria fosse meno restrittivo. Allo stato

attuale, gli elevati costi di costruzione e prezzi di acquisto delle abitazioni ostacolano la creazione di offerta aggiuntiva nel mercato delle abitazioni, comportando inoltre una scarsità nel mercato degli affitti. Considerata la compresenza di vincoli dal lato dell'offerta e fondamentali della domanda che si confermano solidi, l'andamento dei prezzi delle abitazioni potrebbe continuare a mostrare una tendenza al rialzo, anche se tale prospettiva potrebbe non essere del tutto positiva per l'economia nel suo complesso.

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)
	1	2	3	4	5	6	Totale	al netto di beni alimentari ed energetici	9	10	11	12	13
2022	3,3	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	3,3	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	.	2,9	0,9	0,1	5,0	.	5,2	5,7	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 1° trim.	0,8	0,4	0,8	-0,5	1,5	0,3	5,7	6,5	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6
2° trim.	0,7	0,7	0,4	0,7	0,9	0,2	5,8	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
3° trim.	0,8	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.	.	0,6	0,1	0,7	1,6	0,1	4,6	5,0	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2024 set.	-	-	-	-	-	-	4,5	5,2	2,4	1,7	2,5	0,4	1,7
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	.	3,0	3,0	4,0	0,5	2,5
feb.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2,4

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	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	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 1° trim.	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	0,0	0,7	-0,6
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
2024 set.	52,4	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,1	52,9	47,5	1,2	1,9	0,6
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.	.	50,4	50,5	.	.	50,2	51,5	.	49,6	.	.	.

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)												
2021	12.612,9	12.106,2	6.453,7	2.785,8	2.734,4	1.403,8	785,7	539,0	132,3	-506,7	6.111,6	5.605,0
2022	13.724,0	13.446,4	7.228,7	2.941,9	3.017,5	1.558,0	869,2	584,1	258,3	-277,6	7.395,7	7.118,0
2023	14.594,5	14.077,8	7.736,2	3.093,0	3.195,1	1.641,9	925,8	621,1	53,4	-516,7	7.375,6	6.858,9
2023 4° trim.	3.706,6	3.570,4	1.960,5	791,6	814,7	411,9	230,6	170,6	3,6	-136,2	1.834,4	1.698,2
2024 1° trim.	3.738,6	3.564,8	1.981,3	796,8	799,0	413,7	226,6	157,1	-12,2	-173,8	1.852,0	1.678,1
2° trim.	3.764,0	3.578,7	1.989,5	810,4	782,1	410,7	227,9	141,9	-3,3	-185,3	1.894,4	1.709,1
3° trim.	3.799,6	3.639,2	2.008,8	819,3	801,9	412,0	224,9	163,3	9,1	-160,5	1.870,0	1.709,6
in percentuale del PIL												
2023	100,0	96,5	53,0	21,2	21,9	11,3	6,3	4,3	0,4	-3,5	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2024 1° trim.	0,3	-0,4	0,3	0,1	-2,3	-0,2	-1,2	-8,8	-	-	1,1	-0,3
2° trim.	0,2	-0,1	0,0	1,1	-2,4	-0,9	0,4	-10,5	-	-	1,5	1,1
3° trim.	0,4	1,3	0,7	0,6	2,0	-0,2	-1,9	14,7	-	-	-1,5	0,2
4° trim.	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2021	6,3	5,1	4,7	4,4	3,8	6,2	8,0	-6,8	-	-	11,4	9,0
2022	3,5	3,8	4,9	1,1	2,0	0,0	3,7	4,9	-	-	7,3	8,4
2023	0,4	0,1	0,6	1,5	1,6	0,6	2,2	3,6	-	-	-0,7	-1,3
2024 1° trim.	0,4	0,0	1,0	2,0	-1,1	-1,8	-3,0	3,5	-	-	-0,7	-1,7
2° trim.	0,5	-0,7	0,5	2,7	-3,2	-1,9	-2,3	-8,4	-	-	1,9	-0,6
3° trim.	0,9	0,9	1,0	2,5	-1,4	-1,6	-4,6	4,1	-	-	1,4	1,2
4° trim.	0,9	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali												
2024 1° trim.	0,3	-0,4	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,7	-	-
2° trim.	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,2	0,3	-	-
3° trim.	0,4	1,3	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
4° trim.	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2021	6,3	5,1	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,5	-	-
2022	3,5	3,7	2,6	0,2	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 1° trim.	0,4	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,7	0,5	-	-
2° trim.	0,5	-0,7	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	-0,8	1,2	-	-
3° trim.	0,9	0,8	0,5	0,5	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,1	-	-
4° trim.	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2021	11.253,2	185,1	2.158,3	592,5	2.017,7	602,8	521,9	1.275,7	1.363,7	2.208,1	327,5	1.359,7
2022	12.339,8	217,9	2.421,4	646,9	2.342,6	633,1	543,3	1.341,1	1.490,9	2.324,5	377,9	1.384,3
2023	13.203,6	225,2	2.584,8	721,5	2.440,3	678,4	605,2	1.477,4	1.602,1	2.460,1	408,7	1.390,9
2023 4° trim.	3.350,6	55,8	643,3	182,8	616,4	172,5	154,3	379,1	410,3	632,8	103,5	356,0
2024 1° trim.	3.369,9	55,8	631,8	184,6	623,5	176,2	157,7	384,9	412,6	637,8	105,1	368,7
2° trim.	3.389,7	56,0	627,5	184,7	628,5	177,1	159,4	386,9	418,4	645,3	105,9	374,3
3° trim.	3.417,4	56,6	632,0	185,1	632,2	179,6	160,6	386,9	422,9	654,5	107,1	382,3
in percentuale del valore aggiunto												
2023	100,0	1,7	19,6	5,5	18,5	5,1	4,6	11,2	12,1	18,6	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2023 4° trim.	0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,1	1,4	-0,1	0,8	0,8	0,5	-1,6	-2,4
2024 1° trim.	0,2	0,6	-0,7	0,1	0,4	0,7	0,9	1,0	-0,1	0,2	1,3	1,2
2° trim.	0,1	-1,9	-0,2	-1,0	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,9
3° trim.	0,3	-0,7	0,4	-0,5	0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,4	0,5	1,3	1,1
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2021	6,2	2,6	8,0	3,7	8,2	10,6	6,1	2,2	9,0	3,7	5,2	7,1
2022	3,9	-0,9	0,7	0,0	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,2	2,9	16,3	0,3
2023	0,7	0,7	-1,5	1,3	0,0	4,4	-1,7	2,3	1,5	1,0	3,9	-2,2
2023 4° trim.	0,5	0,4	-2,4	1,8	-0,2	4,6	-2,0	2,3	1,8	1,1	2,5	-3,3
2024 1° trim.	0,6	0,3	-1,9	-1,3	0,6	4,0	0,0	2,1	1,8	1,2	1,7	-1,1
2° trim.	0,6	-2,0	-1,8	-1,9	0,7	3,2	0,2	2,2	2,0	1,5	1,2	-0,2
3° trim.	1,0	-1,7	-0,3	-1,8	0,9	3,8	0,5	1,9	1,8	1,6	1,1	0,8
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali												
2023 4° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
2024 1° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	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	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2021	6,2	0,0	1,6	0,2	1,5	0,6	0,3	0,3	1,1	0,8	0,2	-
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	-0,3	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2023 4° trim.	0,5	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024 1° trim.	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2° trim.	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
3° trim.	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	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													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,9	6,5
2024	100,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2022	2,4	2,5	1,9	-0,6	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,4	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,8	-2,0	0,9	1,3	1,9	3,6	0,6	1,8	1,7	1,4	1,1
2024	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 1° trim.	1,1	1,1	0,9	-0,4	0,2	1,6	1,4	2,8	0,9	0,3	0,9	1,5	0,4
2° trim.	1,0	1,0	0,9	-0,5	0,4	1,2	0,7	2,0	0,7	-1,3	0,8	1,7	0,9
3° trim.	0,9	0,9	1,0	-0,7	0,2	0,7	0,9	1,6	0,8	-1,7	1,0	1,6	1,0
4° trim.	0,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2021	100,0	81,7	18,3	4,0	15,0	7,3	24,2	3,5	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	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
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	6,1	5,9	7,3	1,6	5,0	9,2	7,2	7,5	2,6	6,2	8,6	4,3	6,4
2022	3,6	3,6	3,3	-1,3	1,1	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,3	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-2,1	0,6	0,9	1,7	3,5	0,2	1,4	1,7	1,5	1,6
2023 4° trim.	1,4	1,6	0,4	-1,1	0,5	1,6	1,5	3,3	0,5	0,5	1,5	1,8	1,5
2024 1° trim.	0,7	0,8	0,4	-2,1	-0,4	1,3	0,9	2,4	0,1	-0,9	1,1	1,0	0,4
2° trim.	0,8	0,9	0,5	-1,0	0,3	0,9	0,4	2,1	0,4	-2,2	1,0	1,4	1,5
3° trim.	0,5	0,6	-0,1	-1,7	-0,3	0,5	0,5	1,5	0,6	-2,5	0,9	0,8	1,2
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	4,5	4,1	6,6	1,2	4,9	5,8	6,6	3,0	2,2	5,0	5,5	2,0	5,4
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,6	4,0	0,2	-0,8	1,9	0,6	-0,7	3,5
2023	-0,1	0,0	-0,6	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,5
2023 4° trim.	0,1	0,2	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,6	0,3	0,3	0,0
2024 1° trim.	-0,4	-0,4	-0,5	-1,8	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,8	-1,1	0,2	-0,4	-0,1
2° trim.	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	-0,3	-0,9	0,2	-0,2	0,6
3° trim.	-0,5	-0,3	-1,1	-1,1	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-0,8	-0,1	-0,8	0,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2022	167,962	3,1	11,400	6,8	2,7	9,148	6,0	2,252	14,6	5,732	6,4	5,668	7,2	3,2
2023	170,275	2,9	11,186	6,6	2,4	8,890	5,8	2,296	14,5	5,648	6,2	5,538	6,9	3,0
2024	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,6
2024 1° trim.	171,578	2,9	11,161	6,5	2,3	8,829	5,7	2,332	14,6	5,668	6,2	5,493	6,8	2,9
2° trim.	171,843	2,8	11,064	6,4	2,1	8,719	5,6	2,344	14,7	5,642	6,2	5,422	6,7	2,6
3° trim.	172,059	2,8	11,001	6,4	1,9	8,623	5,5	2,379	14,9	5,713	6,2	5,288	6,6	2,5
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,5
2024 ago.	-	-	10,855	6,3	-	8,496	5,4	2,359	14,8	5,632	6,1	5,223	6,5	-
set.	-	-	10,839	6,3	-	8,486	5,4	2,352	14,7	5,610	6,1	5,229	6,5	-
ott.	-	-	10,733	6,2	-	8,424	5,4	2,309	14,5	5,530	6,0	5,203	6,5	-
nov.	-	-	10,637	6,2	-	8,352	5,3	2,285	14,4	5,487	6,0	5,150	6,4	-
dic.	-	-	10,697	6,2	-	8,437	5,4	2,260	14,2	5,511	6,0	5,186	6,4	-
2025 gen.	-	-	10,655	6,2	-	8,392	5,3	2,263	14,1	5,500	6,0	5,155	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	1,7	2,5	-1,4	3,6	5,8	-3,0	3,3	1,1	-2,7	3,4	4,5	9,9	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,0	3,1	-1,0	-5,3	1,5	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-2,9	-3,2	-4,0	-4,9	0,1	-0,1	-0,9	1,0	0,2	1,6	1,0	.	-0,1
2024 1° trim.	-4,6	-4,8	-4,0	-5,3	-5,6	-1,7	-0,3	0,0	-0,4	0,3	-0,6	2,1	5,3
2° trim.	-3,8	-4,1	-5,5	-6,2	0,7	-0,2	-1,6	0,2	0,0	0,4	0,7	1,3	2,3
3° trim.	-1,6	-1,9	-3,7	-3,6	2,5	1,7	-1,9	2,0	0,5	2,8	2,6	0,9	-8,7
4° trim.	-1,6	-1,7	-2,6	-4,3	3,0	0,1	0,0	1,8	0,6	2,7	1,2	.	-1,6
2024 ago.	-0,4	-0,7	-2,5	-0,5	1,1	2,2	-2,2	2,5	1,4	2,5	5,2	1,0	-11,5
set.	-2,1	-2,4	-4,0	-5,8	4,6	2,1	-1,9	3,2	0,1	5,6	2,4	1,0	-6,3
ott.	-1,0	-1,0	-3,1	-2,0	2,7	-0,3	-0,5	2,1	0,8	3,1	1,3	1,5	-4,0
nov.	-1,8	-2,0	-2,4	-3,0	0,0	0,0	0,3	1,6	0,8	2,0	1,1	2,0	0,3
dic.	-2,0	-2,4	-2,4	-8,1	7,0	0,5	-0,1	1,9	0,2	3,1	1,2	.	-1,1
2025 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,4
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2024 ago.	1,2	1,0	0,0	3,0	-0,2	0,3	0,3	1,0	0,9	1,3	1,4	0,3	-0,1
set.	1,5	-1,4	-1,5	-3,9	1,9	-1,0	-0,4	0,6	-0,5	1,3	-0,7	-0,1	4,0
ott.	0,2	0,1	0,3	1,7	-2,0	-1,2	0,4	-0,3	0,1	-0,6	-0,2	0,3	-0,4
nov.	0,4	0,6	0,5	0,2	0,0	2,1	0,6	0,0	-0,1	-0,4	0,7	0,3	3,9
dic.	-1,1	-1,8	-1,9	-2,6	4,5	0,5	0,0	-0,2	-0,7	0,3	0,2	.	-1,9
2025 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,1

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	99,5	-4,3	80,6	-11,1	-12,7	-6,7	6,0	.	-	-	-	-
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	-
2023	96,4	-5,8	80,9	-17,4	-1,2	-4,1	6,8	90,4	-	-	-	-
2024	95,9	-10,8	78,5	-14,1	-4,5	-6,9	6,5	90,2	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 2° trim.	96,0	-10,3	79,0	-14,3	-5,2	-7,2	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
3° trim.	96,3	-10,7	78,3	-13,1	-5,0	-8,5	6,2	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
4° trim.	95,1	-12,8	77,4	-13,6	-3,8	-5,6	6,1	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 1° trim.	.	.	77,2	.	.	.	.	90,3	.	.	.	.
2024 set.	96,4	-11,1	.	-13,0	-4,5	-8,4	7,0	.	45,0	44,9	51,4	49,6
ott.	95,7	-12,9	77,4	-12,5	-3,8	-7,3	6,9	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
nov.	95,8	-11,4	.	-13,8	-3,7	-4,7	5,4	.	45,2	45,1	49,5	48,3
dic.	93,8	-14,0	.	-14,5	-3,9	-4,8	5,9	.	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 gen.	95,3	-12,7	77,2	-14,2	-3,0	-5,3	6,7	90,3	46,6	47,1	51,3	50,2
feb.	96,3	-11,4	.	-13,6	-3,5	-5,3	6,2	.	47,6	48,9	50,6	50,2

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

2.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di 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
2021	17,3	94,0	2,4	3,4	17,9	7,6	7,5	36,7	7,5	77,4	5,6	10,3	3,4
2022	13,6	91,1	0,5	2,2	12,8	2,0	7,8	37,6	5,3	72,8	4,8	9,8	3,3
2023	14,1	85,0	1,2	1,9	3,0	3,6	0,9	35,6	5,2	68,6	1,7	1,9	0,8
2023 4° trim.	14,1	85,0	1,5	1,9	2,1	3,6	0,9	35,6	5,2	68,6	1,7	-0,6	0,8
2024 1° trim.	14,6	83,8	2,8	2,0	-3,4	3,4	1,0	34,7	4,5	68,0	1,8	-5,9	0,8
2° trim.	14,9	83,2	2,0	2,3	-1,7	3,5	1,7	34,0	3,8	67,9	2,0	-8,0	1,0
3° trim.	15,2	82,5	2,4	2,4	-0,3	5,3	2,0	33,4	3,4	67,4	2,0	4,1	1,0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

2 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2024 1° trim.	1.439,0	1.331,2	107,8	706,5	599,5	365,2	331,8	321,3	320,6	46,0	79,3	18,9	31,6
2° trim.	1.492,5	1.358,0	134,4	715,1	615,9	387,7	336,6	343,1	316,4	46,5	89,2	25,2	22,1
3° trim.	1.466,1	1.382,0	84,1	704,9	621,0	373,2	339,0	338,1	329,7	49,9	92,3	20,5	15,8
4° trim.	1.455,1	1.362,3	92,7	722,8	623,1	366,8	323,1	320,6	324,5	44,8	91,7	31,5	20,9
2024 lug.	491,3	460,2	31,2	235,5	204,2	125,0	112,9	113,9	112,0	16,9	31,2	6,8	5,8
ago.	490,5	467,0	23,5	235,2	210,1	126,6	114,5	112,0	111,7	16,6	30,8	8,5	4,5
set.	484,3	454,8	29,4	234,1	206,7	121,5	111,7	112,2	106,1	16,4	30,3	5,2	5,5
ott.	480,2	450,9	29,3	235,7	204,2	120,0	105,5	108,8	110,8	15,6	30,4	6,6	4,1
nov.	486,3	461,2	25,1	244,0	209,1	120,8	109,6	106,2	112,4	15,3	30,1	5,8	4,6
dic.	488,7	450,3	38,4	243,1	209,7	126,1	108,0	105,6	101,3	13,9	31,3	19,1	12,2
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2024 dic.	5.852,6	5.433,6	419,1	2.849,4	2.459,5	1.492,8	1.330,5	1.323,1	1.291,2	187,3	352,4	96,2	90,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2024 dic.	39,0	36,2	2,8	19,0	16,4	9,9	8,9	8,8	8,6	1,2	2,3	0,6	0,6

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Industria manifattu- riera	Settore petroli- fero		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2024 1° trim.	-2,8	-12,0	713,0	336,9	143,3	219,1	589,1	655,1	372,0	105,9	158,9	467,6	75,7
2° trim.	1,7	-4,4	716,9	338,5	137,2	224,2	592,4	672,6	384,6	109,5	162,7	481,1	78,9
3° trim.	2,2	0,4	710,8	338,3	136,6	218,7	589,8	675,1	380,4	111,9	164,8	490,3	75,0
4° trim.	1,3	2,0	715,7	.	.	.	592,5	680,8	.	.	.	488,2	.
2024 lug.	9,1	3,7	236,9	112,8	45,2	73,4	195,4	224,0	127,4	37,5	54,3	161,8	26,7
ago.	-2,7	-1,7	237,3	113,2	45,2	73,7	197,1	227,9	128,0	37,4	55,7	164,8	26,0
set.	0,2	-1,0	236,6	112,3	46,1	71,5	197,3	223,2	125,1	37,0	54,8	163,8	22,3
ott.	2,4	3,1	233,5	110,4	44,1	73,2	195,1	226,5	126,9	35,9	56,8	164,3	24,1
nov.	-1,4	-0,7	241,4	112,1	47,6	75,3	199,7	228,1	127,4	37,3	56,7	164,0	23,5
dic.	3,1	3,8	240,8	.	.	.	197,7	226,2	.	.	.	160,0	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2023 4° trim.	-3,6	-8,3	94,5	92,0	93,8	101,2	93,4	102,9	100,7	101,9	108,0	104,0	164,9
2024 1° trim.	-3,6	-6,8	95,1	92,9	91,6	103,1	93,7	101,4	99,6	98,7	106,6	101,2	164,4
2° trim.	-1,0	-4,2	93,9	92,0	87,0	103,6	92,4	102,6	100,7	102,1	107,6	102,9	169,0
3° trim.	-0,5	-0,9	92,7	91,2	85,5	101,6	91,5	102,9	100,5	104,1	108,3	104,5	164,8
2024 giu.	-8,9	-9,3	93,0	90,8	86,0	102,8	91,6	101,9	99,2	102,4	106,9	102,4	162,1
lug.	5,4	1,0	92,0	91,4	84,4	100,7	90,5	101,9	99,8	103,4	106,3	103,1	161,8
ago.	-5,0	-3,4	93,8	91,5	85,4	104,6	93,0	103,9	101,4	105,2	110,2	105,6	168,6
set.	-2,1	-0,2	92,2	90,6	86,7	99,4	91,2	102,9	100,5	103,8	108,4	104,9	164,0
ott.	-0,5	4,0	90,8	88,9	83,1	100,0	90,2	104,0	101,6	98,7	111,7	105,2	169,3
nov.	-4,2	-0,9	93,8	89,7	87,6	105,0	92,7	104,3	101,5	101,3	111,2	104,2	171,9

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		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
			Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 1° trim.	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,8	0,0	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3
2° trim.	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,5	0,4	-0,4	0,0	-0,5	1,1	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
2024 set.	126,6	1,7	2,7	0,0	3,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-1,7	0,1	1,5	3,9
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	4,3
feb. ³⁾	127,3	2,4	2,6	.	3,7	0,2	0,2	0,6	0,1	-0,3	0,3	.	.

	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						
							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 1° trim.	4,0	4,4	2,8	0,1	1,6	-3,9	3,4	2,8	3,6	-0,2	5,3	3,8
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
2024 set.	2,4	2,6	1,6	-1,4	0,4	-6,1	3,3	3,0	4,3	-1,7	4,7	4,0
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. ³⁾	2,7	2,6	3,1	.	0,6	0,2	.	.	.	.	.	.

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) Stima preliminare.

3 Prezzi e costi

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	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				
			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	-8,1
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,3	.	.
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	-6,4
3° trim.	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,8	2,6	.
4° trim.	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,5	1,2	-6,0	1,2	.	.
2024 ago.	124,8	-2,3	-0,7	0,3	-0,9	1,3	1,5	0,4	1,0	-7,8	-	-	-
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	2,0	1,6	1,1	-5,0	-	-	-
dic.	127,3	0,1	0,4	1,0	0,0	1,4	2,1	1,5	1,2	-1,6	-	-	-
2025 gen.	128,3	1,8	1,0	1,3	0,5	1,6	2,2	1,4	1,6	3,5	-	-	-

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				Espor- tazioni ¹⁾	Impor- tazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimen- tari	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	5,9	4,6	6,4	3,5	4,2	0,5	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	.	.	.	.	.	.	.	.	77,8	9,3	13,5	5,1	9,1	12,1	5,5
2024 1° trim.	116,0	3,6	2,6	3,3	3,3	2,1	-0,8	-2,9	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8
2° trim.	116,6	2,9	2,7	2,6	2,9	1,7	0,7	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
3° trim.	117,2	2,7	2,3	2,1	2,6	1,8	1,2	0,1	.	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	17,4	22,9	11,8	17,7	21,7	12,8
2024 ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	10,3	11,5	9,2	11,5	12,7	10,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	7,6	9,6	5,6	9,0	11,1	6,4
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,5	14,7	12,2	13,0	13,1	12,9
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	17,6	23,0	12,0	17,9	21,7	13,2
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	21,2	31,1	11,2	22,2	30,4	12,3
2025 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22,8	34,7	10,7	23,6	33,7	11,6

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

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

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

3 Prezzi e costi

3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					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	9,5	28,6	19,3	14,7	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,2	14,5	4,3	54,9	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 1° trim.	4,5	16,5	16,7	5,9	64,4	44,9	62,3	48,2	56,0
2° trim.	5,9	13,9	14,5	4,1	56,6	49,9	60,5	48,6	54,6
3° trim.	6,4	13,1	13,2	2,5	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
4° trim.	7,2	13,4	13,6	4,7	48,5	49,1	58,0	48,2	53,3
2024 set.	6,3	11,6	13,0	2,9	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4
ott.	6,7	12,2	14,0	2,8	46,4	48,2	56,5	48,2	52,8
nov.	7,2	13,9	12,4	5,0	49,1	49,3	57,9	47,9	53,3
dic.	7,6	14,2	14,5	6,3	50,1	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 gen.	8,8	16,8	15,7	6,4	51,3	52,0	60,8	50,0	53,9
feb.	9,8	15,9	12,7	3,9	49,6	52,2	60,8	49,8	54,7

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,7	4,5	3,7	7,0	5,1	3,4	2,9
2023	110,7	4,7	4,6	4,9	5,0	4,0	4,4
2024	115,8	4,7	4,7	4,6	4,7	5,0	4,5
2024 1° trim.	108,5	5,4	5,5	5,1	5,1	6,0	4,8
2° trim.	120,0	5,2	5,0	5,8	5,0	5,7	3,6
3° trim.	112,1	4,6	4,4	5,2	4,6	4,6	5,4
4° trim.	122,8	3,7	4,1	2,6	4,1	4,0	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									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2021	99,6	-0,4	1,4	-2,9	4,7	-1,9	-0,2	-1,7	5,2	-1,0	1,1	-0,8
2022	103,0	3,4	4,4	4,4	8,0	1,4	3,0	5,1	5,8	3,3	2,1	-5,8
2023	109,7	6,4	3,1	7,9	5,0	7,9	4,3	7,9	3,4	6,6	5,0	2,4
2023 4° trim.	111,9	6,4	3,9	8,5	4,4	7,2	3,0	8,4	3,0	4,7	5,5	4,1
2024 1° trim.	113,2	5,5	3,5	7,0	7,0	4,9	2,7	6,0	2,1	4,2	5,6	5,0
2° trim.	114,2	5,2	5,8	7,1	7,1	4,8	2,8	6,5	0,1	3,5	5,2	4,7
3° trim.	114,9	4,4	5,6	4,7	7,3	4,5	2,0	5,6	-0,1	3,6	4,5	4,0
Redditi per occupato												
2021	104,3	4,3	3,6	4,8	5,3	5,5	5,8	3,9	6,3	4,8	2,5	3,3
2022	109,0	4,5	4,1	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,5	8,1
2023	114,9	5,4	5,9	5,4	4,9	5,8	5,0	5,3	4,0	6,4	4,7	5,3
2023 4° trim.	117,1	5,2	5,2	5,4	4,5	5,3	4,8	5,7	4,2	5,4	5,0	5,1
2024 1° trim.	118,5	4,8	4,1	4,8	4,0	4,1	4,0	5,1	4,0	5,1	5,3	6,4
2° trim.	119,5	4,8	4,1	4,7	3,8	4,8	4,0	6,0	3,7	4,7	4,9	5,1
3° trim.	120,6	4,4	4,5	4,2	4,6	4,5	4,2	5,3	3,6	4,4	4,6	4,1
Produttività del lavoro per occupato												
2021	104,7	4,7	2,1	8,0	0,5	7,6	6,0	5,6	1,0	5,8	1,4	4,2
2022	105,8	1,1	-0,3	-0,5	-3,5	4,7	-0,5	-1,9	-0,6	2,3	1,3	14,8
2023	104,7	-1,0	2,7	-2,3	-0,1	-1,9	0,7	-2,4	0,6	-0,2	-0,4	2,8
2023 4° trim.	104,6	-0,6	0,6	-2,0	-2,8	-0,8	1,2	-0,9	1,8	0,9	-0,3	1,3
2024 1° trim.	104,6	-0,4	-1,6	-2,2	-3,1	0,0	1,2	-0,5	3,5	1,2	-0,2	0,3
2° trim.	104,8	0,0	-1,0	-0,5	-2,5	0,0	2,2	-0,3	3,7	0,8	0,0	0,1
3° trim.	104,8	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Redditi per ora lavorata												
2021	100,2	0,2	1,6	0,1	0,5	-0,8	3,0	1,9	2,3	0,1	0,7	-1,4
2022	103,6	3,4	5,5	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	5,4	5,7	5,0	5,8	5,0	5,8	4,7	6,2	4,5	4,5
2023 4° trim.	110,8	4,9	5,2	5,4	4,0	5,3	4,2	5,6	4,1	4,9	4,7	4,6
2024 1° trim.	112,2	5,2	5,6	5,3	4,1	4,6	4,2	5,8	4,4	5,0	5,8	6,5
2° trim.	113,1	4,9	3,6	4,9	4,1	5,1	3,7	6,2	4,2	4,4	5,2	4,2
3° trim.	114,2	4,8	4,0	4,8	4,4	4,8	4,1	5,5	2,8	4,6	5,3	3,7
Produttività per ora lavorata												
2021	100,2	0,2	0,9	2,9	-5,0	0,9	2,9	3,4	-3,8	0,3	-0,6	-1,2
2022	100,1	0,0	0,4	-0,5	-4,0	0,7	-0,7	-1,1	-2,4	1,7	2,1	11,0
2023	99,2	-0,9	2,8	-2,1	0,3	-1,7	0,9	-1,9	0,9	-0,2	-0,4	2,3
2023 4° trim.	98,7	-1,2	1,5	-2,9	0,2	-1,7	1,3	-2,4	1,8	0,4	-0,8	0,9
2024 1° trim.	98,8	-0,2	2,4	-1,5	-2,5	-0,3	1,6	-0,1	3,0	0,7	0,1	1,3
2° trim.	98,9	-0,3	-1,1	-2,1	-2,7	0,3	1,1	-0,2	4,5	1,0	0,0	-0,3
3° trim.	99,2	0,5	0,1	0,0	-2,2	0,4	2,2	-0,1	4,5	0,8	0,8	-0,1

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 sett.	3,56	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	0,23
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

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 sett.	3,12	2,43	2,03	1,93	2,24	-0,20	-0,23	-0,39	1,81	1,58	2,19	2,78
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

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

4.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	
	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 sett.	505,0	4.877,0	987,6	281,9	165,0	121,6	241,8	950,5	1.029,0	402,8	320,1	843,4	5.621,3	37.307,4
	ott.	511,2	4.948,4	1.000,1	285,2	164,7	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
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

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	Credito da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni					
	A vista	Rimbor- sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita:				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG ³⁾		Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG ³⁾	Indicatore compo- sito del costo del finanzia- mento
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 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 feb.	0,38	1,71	3,18	3,07	8,19	16,85	7,61	7,93	8,62	5,30	4,81	4,01	3,64	3,49	4,12	3,84
mar.	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,95	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	7,16	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,41	3,25

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composito del costo del finanzia- mento
	A vista	Con durata prestabilita:			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2024 feb.	0,90	3,65	3,50	5,37	5,52	5,76	5,60	5,49	5,15	4,38	5,11	4,84	3,97	5,16
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	2,61	4,48	4,33	4,60	4,82	4,34	4,02	3,73	4,18	3,88	3,62	4,24

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	1.385,9	482,3	141,5	51,2	95,1	667,0	621,7	480,2	179,9	115,8	48,3	50,6	133,9	97,1
2023	1.570,5	619,5	162,6	69,3	86,6	701,8	659,1	501,4	210,8	114,1	39,8	49,1	127,5	103,8
2024	1.565,3	565,7	187,7	69,1	70,8	741,1	674,6	468,9	179,6	115,3	44,8	39,2	134,7	108,2
2024 ago.	1.587,7	575,0	194,5	68,8	94,1	724,1	659,5	448,3	189,7	104,4	42,9	30,4	123,8	101,3
set.	1.589,0	603,9	196,0	71,8	83,4	705,7	642,4	486,3	201,7	102,5	46,8	37,8	144,3	113,4
ott.	1.564,4	577,0	184,8	66,4	84,7	717,9	656,0	472,5	157,1	128,9	44,7	39,6	146,9	126,5
nov.	1.568,5	575,3	189,0	68,6	79,9	724,4	665,7	478,8	187,3	119,9	48,5	31,9	139,7	125,8
dic.	1.565,3	565,7	187,7	69,1	70,8	741,1	674,6	432,9	161,8	122,5	51,4	28,9	119,6	91,5
2025 gen.	1.539,8	580,4	178,5	64,7	78,4	702,5	637,1	585,3	262,4	141,4	52,3	40,8	140,8	118,1
A lungo termine														
2022	17.698,1	3.896,7	3.098,9	1.323,2	1.429,7	9.272,9	8.560,9	291,8	76,5	67,7	28,2	17,1	130,4	121,0
2023	19.326,3	4.437,6	3.238,7	1.318,6	1.543,8	10.106,1	9.366,3	319,9	93,1	67,1	25,6	21,4	138,4	129,9
2024	20.477,7	4.769,9	3.554,9	1.354,7	1.643,0	10.509,9	9.738,2	349,8	89,6	87,3	25,0	27,0	145,8	135,2
2024 ago.	20.122,7	4.675,0	3.419,5	1.315,6	1.597,8	10.430,4	9.662,6	210,3	42,4	55,7	17,3	10,5	101,7	97,1
set.	20.415,1	4.731,0	3.454,7	1.318,7	1.626,4	10.603,0	9.824,2	378,6	86,4	99,3	33,3	39,8	153,1	143,2
ott.	20.343,7	4.746,6	3.471,3	1.326,1	1.626,2	10.499,7	9.722,4	364,6	88,5	95,4	27,4	25,0	155,8	145,6
nov.	20.679,1	4.792,8	3.534,3	1.340,7	1.656,1	10.695,9	9.915,1	317,3	68,3	94,9	32,6	27,9	126,3	119,6
dic.	20.477,7	4.769,9	3.554,9	1.354,7	1.643,0	10.509,9	9.738,2	255,0	69,7	96,0	35,7	18,6	70,8	64,7
2025 gen.	20.695,9	4.840,2	3.565,2	1.340,0	1.659,2	10.631,3	9.848,9	483,9	164,5	77,7	16,6	29,7	212,0	188,4

Fonte: BCE.

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

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale					
			Totale	SVF							Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2022	19.084,0	4.379,0	3.240,4	1.374,4	1.524,7	9.939,9	9.182,6	8.704,0	525,2	1.289,8	6.888,4
2023	20.896,8	5.057,1	3.401,4	1.387,9	1.630,4	10.807,9	10.025,4	9.675,7	619,8	1.418,8	7.636,6
2024	22.043,0	5.335,5	3.742,6	1.423,7	1.713,8	11.251,0	10.412,8	10.169,2	751,2	1.591,3	7.826,3
2024 ago.	21.710,4	5.249,9	3.614,1	1.384,4	1.691,9	11.154,5	10.322,1	10.246,1	724,0	1.563,9	7.957,8
set.	22.004,1	5.334,9	3.650,7	1.390,5	1.709,7	11.308,8	10.466,6	10.410,0	746,7	1.570,1	8.092,7
ott.	21.908,2	5.323,6	3.656,1	1.392,5	1.710,8	11.217,6	10.378,4	10.096,3	751,1	1.556,1	7.788,7
nov.	22.247,6	5.368,1	3.723,3	1.409,3	1.735,9	11.420,3	10.580,8	10.176,1	723,0	1.589,3	7.863,5
dic.	22.043,0	5.335,5	3.742,6	1.423,7	1.713,8	11.251,0	10.412,8	10.169,2	751,2	1.591,3	7.826,3
2025 gen.	22.235,7	5.420,6	3.743,6	1.404,8	1.737,6	11.333,8	10.486,1	10.855,5	829,9	1.685,0	8.340,2
Tasso di crescita ¹⁾											
2024 giu.	4,9	7,6	3,7	-2,1	3,9	4,3	4,2	-0,6	-3,3	-1,1	-0,3
lug.	4,5	5,7	4,0	-2,3	3,1	4,2	4,2	-0,4	-3,5	-0,7	0,0
ago.	4,6	5,3	4,5	-1,6	3,6	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,7	0,0
set.	4,7	6,2	4,6	-1,3	3,7	4,2	4,0	-0,2	-2,1	-0,6	0,1
ott.	4,7	5,7	4,1	-1,7	3,8	4,7	4,5	0,2	-2,2	-0,6	0,6
nov.	4,5	4,5	5,4	0,0	3,6	4,5	4,4	0,2	-1,9	-0,7	0,6
dic.	4,4	3,9	6,1	0,7	3,0	4,2	4,1	0,1	-2,5	-0,7	0,5
2025 gen.	4,3	3,4	4,5	-1,3	3,5	4,7	4,6	0,1	-2,3	-0,7	0,5

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	93,6	84,4	64,4	82,8	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,9	66,7	86,6	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	98,2	.	.	.	124,1	95,1
2024 1° trim.	98,4	94,4	98,4	89,6	68,1	87,7	123,7	95,2
2° trim.	98,7	94,6	98,5	89,6	67,7	87,9	124,1	95,2
3° trim.	99,0	95,0	98,8	90,0	67,1	88,1	125,1	95,6
4° trim.	97,6	93,7	97,3	.	.	.	123,6	94,2
2024 set.	98,8	94,8	98,7	-	-	-	125,2	95,6
ott.	98,2	94,3	98,0	-	-	-	124,4	95,0
nov.	97,5	93,6	97,2	-	-	-	123,5	94,2
dic.	96,9	93,0	96,7	-	-	-	122,7	93,5
2025 gen.	96,7	93,0	96,4	-	-	-	122,3	93,4
feb.	96,3	92,8	96,1	-	-	-	121,8	93,0
Variazione percentuale sul mese precedente								
2025 feb.	-0,4	-0,3	-0,3	-	-	-	-0,4	-0,4
Variazione percentuale sull'anno precedente								
2025 feb.	-1,9	-1,5	-2,0	-	-	-	-1,2	-2,0

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 1° trim.	7,805	.	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
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
2024 set.	7,861	.	25,099	7,460	394,863	159,081	4,276	0,840	4,9744	11,358	0,941	1,111
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
Variazione percentuale sul mese precedente												
2025 feb.	0,3	.	-0,3	0,0	-2,1	-2,4	-1,8	-1,0	0,0	-2,0	0,0	0,6
Variazione percentuale sull'anno precedente												
2025 feb.	-2,4	.	-0,6	0,1	3,9	-2,0	-3,5	-2,8	0,0	0,0	-0,5	-3,5

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)												
2023 4° trim.	32.386,9	32.041,0	345,9	12.121,5	9.944,6	12.465,4	14.520,1	-4,0	6.656,2	7.576,3	1.147,8	16.219,7
2024 1° trim.	33.684,6	33.138,9	545,7	12.390,0	10.014,1	13.124,9	15.268,1	-0,5	6.955,1	7.856,7	1.215,1	16.699,7
2° trim.	34.253,2	33.286,0	967,2	12.398,7	9.921,7	13.540,9	15.549,6	7,1	7.038,9	7.814,7	1.267,6	16.653,6
3° trim.	34.531,2	33.419,0	1.112,2	12.171,4	9.733,1	13.843,4	15.888,5	-3,9	7.201,3	7.797,4	1.319,0	16.690,5
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2024 3° trim.	230,2	222,7	7,4	81,1	64,9	92,3	105,9	0,0	48,0	52,0	8,8	111,2
Transazioni												
2024 1° trim.	568,3	453,8	114,5	128,2	32,3	172,1	198,5	13,5	253,4	223,1	1,2	-
2° trim.	180,2	51,3	128,9	-31,7	-104,8	173,1	254,2	16,9	18,1	-98,1	3,7	-
3° trim.	412,3	274,2	138,0	5,4	-12,7	166,5	217,4	-8,3	252,6	69,5	-4,0	-
4° trim.	-13,1	-112,9	99,8	-28,0	-16,7	152,0	141,2	20,6	-161,5	-237,4	3,9	-
2024 lug.	127,8	78,1	49,7	14,4	-11,9	51,9	59,9	-2,2	66,9	30,1	-3,1	-
ago.	94,1	69,5	24,6	-9,6	-1,9	40,6	64,3	-7,7	73,8	7,1	-3,0	-
set.	190,4	126,7	63,7	0,6	1,2	74,0	93,1	1,6	112,0	32,4	2,2	-
ott.	86,3	49,7	36,6	11,9	7,7	69,5	41,7	20,2	-15,1	0,3	-0,2	-
nov.	165,8	152,3	13,5	6,8	1,5	38,6	61,7	-1,8	120,9	89,2	1,3	-
dic.	-265,2	-315,0	49,8	-46,7	-25,9	43,9	37,9	2,2	-267,3	-326,9	2,7	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2024 dic.	1.147,7	666,5	481,2	74,0	-101,9	663,7	811,2	42,6	362,6	-42,9	4,8	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2024 dic.	7,6	4,4	3,2	0,5	-0,7	4,4	5,4	0,3	2,4	-0,3	0,0	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

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

	M3											Totale
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Totale					
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale		Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	Totale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2022	1.538,9	9.758,1	11.297,0	1.366,9	2.565,3	3.932,2	15.229,2	123,0	646,3	49,7	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	739,7	70,8	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	869,4	27,8	1.150,5	16.726,2
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	787,0	72,9	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	815,9	59,2	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	858,7	47,4	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	869,4	27,8	1.150,5	16.726,2
2024 ago.	1.538,8	8.794,5	10.333,2	2.558,5	2.423,8	4.982,3	15.315,5	243,1	839,9	52,2	1.135,2	16.450,7
set.	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,8	238,1	858,7	47,4	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	854,5	50,5	1.154,7	16.576,6
nov.	1.550,9	8.996,8	10.547,7	2.560,0	2.433,8	4.993,7	15.541,4	245,6	858,1	39,3	1.143,0	16.684,4
dic.	1.556,9	9.021,5	10.578,4	2.528,2	2.469,1	4.997,3	15.575,7	253,4	869,4	27,8	1.150,5	16.726,2
2025 gen. ^(p)	1.555,8	9.043,3	10.599,1	2.511,8	2.471,9	4.983,8	15.582,9	267,7	856,9	47,4	1.172,0	16.754,9
Transazioni												
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,4	76,8	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	119,2	-38,6	156,4	555,6
2024 1° trim.	-9,3	-75,0	-84,3	144,2	-32,4	111,8	27,4	11,0	47,1	7,2	65,3	92,8
2° trim.	7,7	55,5	63,2	71,5	-4,8	66,8	130,0	16,9	25,9	-13,3	29,4	159,3
3° trim.	7,8	24,5	32,3	59,4	2,1	61,5	93,8	28,2	38,8	-10,9	56,1	149,9
4° trim. ^(p)	15,2	162,8	178,0	-74,0	44,0	-29,9	148,1	19,7	7,4	-21,6	5,5	153,6
2024 ago.	2,3	18,7	20,9	20,5	1,9	22,4	43,3	17,2	11,4	-5,8	22,8	66,2
set.	3,0	50,7	53,7	33,3	1,0	34,3	88,0	-4,7	17,4	-3,4	9,3	97,3
ott.	3,9	44,4	48,3	-38,5	2,8	-35,7	12,6	10,6	-5,2	3,3	8,7	21,3
nov.	5,3	97,6	102,9	-1,6	6,0	4,3	107,2	-5,4	2,8	-14,1	-16,7	90,5
dic.	6,0	20,8	26,8	-33,9	35,3	1,4	28,2	14,5	9,9	-10,8	13,6	41,8
2025 gen. ^(p)	-1,1	22,2	21,1	-16,1	1,8	-14,3	6,8	18,8	-13,7	19,8	24,9	31,7
Variazioni percentuali												
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	458,3	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,4	19,3	0,0
2024	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4
2024 1° trim.	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,7	16,6	-0,3	69,6	18,1	-16,8	20,8	0,9
2° trim.	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,6	12,7	1,2	62,8	17,0	-29,5	18,9	2,3
3° trim.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,2	21,8	3,2
4° trim. ^(p)	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4
2024 ago.	0,3	-2,4	-2,0	26,2	-2,3	10,4	1,7	79,1	19,2	-37,4	22,8	2,9
set.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,2	21,8	3,2
ott.	0,7	0,1	0,2	16,8	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,7	-37,2	20,1	3,4
nov.	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,3	17,7	-48,3	17,0	3,8
dic.	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4
2025 gen. ^(p)	1,5	2,9	2,7	5,7	1,1	3,3	2,9	51,3	12,3	-43,7	14,7	3,6

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2022	3.361,5	2.721,2	499,5	134,7	6,2	8.374,2	5.542,6	437,9	2.392,9	0,9	1.282,8	231,5	563,3
2023	3.334,1	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.223,9	227,0	542,3
2024	3.430,7	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 ago.	3.363,8	2.396,1	831,9	126,0	9,7	8.589,5	5.091,2	1.232,9	2.264,4	1,0	1.305,1	218,0	543,5
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	2.422,2	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. (p)	3.431,5	2.473,3	809,4	136,0	12,8	8.751,6	5.203,1	1.245,4	2.301,8	1,3	1.330,6	229,9	551,2
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 ago.	3,1	0,0	3,3	-0,6	0,3	8,1	0,0	5,7	2,4	0,0	40,2	3,1	3,8
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. (p)	0,8	-27,5	17,5	2,3	8,5	-5,7	4,1	-8,9	-0,7	-0,2	30,8	-2,2	3,1
Variazioni percentuali													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,8	3,1	2,0	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 ago.	1,8	-1,9	15,5	-4,0	10,4	2,3	-3,3	51,9	-2,2	16,3	10,3	-1,3	-3,0
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. (p)	3,1	3,5	0,4	6,2	188,4	3,3	1,7	16,4	0,8	19,1	8,1	2,9	3,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Include 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								Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito			
					Totale	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾	A imprese di assicurazione e fondi pensione				
											Prestiti corretti ²⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze													
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	15.762,4	13.246,4	13.501,8	5.183,1	6.677,1	1.246,2	140,0	1.578,5	937,5	
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	15.762,4	13.246,4	13.501,8	5.183,1	6.677,1	1.246,2	140,0	1.578,5	937,5	
2024 ago.	6.234,3	976,8	5.231,8	15.614,7	13.133,2	13.366,9	5.137,1	6.655,4	1.207,4	133,3	1.556,2	925,3	
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	15.668,5	13.166,0	13.415,8	5.144,3	6.660,6	1.225,4	135,7	1.573,0	929,6	
nov.	6.276,4	990,4	5.260,2	15.686,4	13.179,3	13.419,7	5.149,8	6.673,8	1.221,2	134,5	1.576,0	931,1	
dic.	6.259,1	988,5	5.244,7	15.762,4	13.246,4	13.501,8	5.183,1	6.677,1	1.246,2	140,0	1.578,5	937,5	
2025 gen.	6.306,9	996,4	5.284,6	15.808,8	13.281,6	13.527,7	5.194,6	6.696,4	1.253,9	136,8	1.577,0	950,1	
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	269,6	228,7	271,0	76,6	44,7	105,6	1,8	9,1	31,7	
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	121,5	100,3	125,2	43,9	22,3	27,2	6,9	12,0	9,2	
2024 ago.	9,3	2,8	6,5	23,5	15,2	15,9	12,8	10,7	-9,5	1,2	9,6	-1,3	
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	36,5	22,2	41,1	5,9	-0,1	13,6	2,8	11,5	2,8	
nov.	-6,5	4,8	-11,3	5,7	6,3	-3,1	3,5	14,0	-9,9	-1,2	-1,5	0,9	
dic.	5,6	-2,4	7,9	79,3	71,9	87,2	34,5	8,4	23,6	5,4	2,0	5,5	
2025 gen.	51,4	7,9	43,5	42,5	40,7	31,1	14,9	21,0	7,8	-3,1	-2,0	3,9	
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	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5	
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	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5	
2024 ago.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,5	9,6	1,5	-1,6	4,0	
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	3,7	
nov.	-0,7	0,6	-1,0	1,3	1,2	1,5	1,0	0,5	6,3	0,0	0,2	4,8	
dic.	-1,0	-0,1	-1,2	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5	
2025 gen.	0,3	1,2	0,2	2,0	2,2	2,3	2,0	1,2	9,5	1,8	-0,9	3,1	

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	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	5.204,0	921,7	1.099,1	3.162,3	6.677,1	6.928,6	745,0	5.255,2	676,9
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	5.204,0	921,7	1.099,1	3.162,3	6.677,1	6.928,6	745,0	5.255,2	676,9
2024 ago.	5.137,1	5.145,1	906,9	1.086,7	3.143,6	6.655,4	6.890,7	741,5	5.239,5	674,3
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	5.166,2	919,2	1.087,4	3.143,3	6.673,8	6.918,6	741,3	5.250,4	682,1
dic.	5.183,1	5.204,0	921,7	1.099,1	3.162,3	6.677,1	6.928,6	745,0	5.255,2	676,9
2025 gen.	5.194,6	5.208,5	924,8	1.102,7	3.167,0	6.696,4	6.941,7	747,5	5.271,7	677,3
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	41,2	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.	43,9	45,2	7,0	11,0	25,8	22,3	36,3	10,7	10,6	1,0
2024 ago.	12,8	4,4	6,8	0,6	5,4	10,7	7,5	2,5	9,0	-0,8
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.	3,5	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	13,2	18,0	8,4	14,7	5,4	4,6	-1,6
2025 gen.	14,9	7,4	3,0	5,3	6,6	21,0	15,1	3,0	17,4	0,6
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 ago.	0,6	1,0	0,9	0,2	0,6	0,5	0,5	2,9	0,6	-2,5
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	1,7	1,4	1,2	1,3	3,9	1,1	-1,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'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		
	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	7.833,7	1.843,9	116,5	2.588,3	3.285,0	2.688,6	227,7	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	7.833,7	1.843,9	116,5	2.588,3	3.285,0	2.688,6	227,7	140,4	135,9
2024 ago.	419,2	7.609,0	1.822,6	112,7	2.534,0	3.139,7	2.397,7	232,2	193,2	170,7
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	7.753,3	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	310,1	176,8	164,0
dic.	377,9	7.833,7	1.843,9	116,5	2.588,3	3.285,0	2.688,6	227,7	140,4	135,9
2025 gen. ^(p)	404,4	7.921,5	1.840,1	117,4	2.591,5	3.372,5	2.757,3	207,8	163,2	146,6
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	283,8	16,3	26,2	164,1	77,2	564,7	-0,8	-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	67,1	5,5	2,2	5,7	53,7	104,2	-36,4	-44,5	-52,6
2024 ago.	14,4	26,5	2,4	1,1	20,1	2,9	46,4	27,9	26,4	15,8
set.	-16,4	31,9	11,1	1,6	12,8	6,4	61,6	35,0	-8,3	17,8
ott.	42,5	11,2	-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	64,8	7,2	-8,2
dic.	-46,5	50,5	3,0	0,6	1,0	45,9	51,6	-90,7	-36,3	-28,1
2025 gen. ^(p)	26,5	22,1	-3,8	1,8	5,2	18,9	0,0	-13,6	22,8	10,6
Variazioni percentuali										
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-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	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-7,7	-10,9
2024 ago.	-4,6	3,9	0,2	63,4	9,2	0,6	-	-	17,9	7,6
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	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-7,7	-10,9
2025 gen. ^(p)	-10,1	3,2	0,6	23,5	5,4	2,2	-	-	0,0	-8,2

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⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Totale	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
										Totale	Scadenze fino a 1 anno		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	12,9	11,7	4,1	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024	12,9	11,5	4,3	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	4,3	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2024 ago.	13,0	11,6	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,8	2,8
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	4,3	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025 gen.	12,9	11,4	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,2	1,9	3,5	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 5 marzo 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-01-25-072-IT-N (online)