



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico



Bollettino Economico

**Numero 1 / 2026
Gennaio**

Le altre pubblicazioni economiche della Banca d'Italia sono le seguenti:

Relazione annuale

Un resoconto annuale dei principali sviluppi dell'economia italiana e internazionale

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

Una miscellanea di studi su tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo: www.bancaditalia.it/pubblicazioni
Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it

© Banca d'Italia, 2026

Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 290 del 14 ottobre 1983

Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 9/2008 del 21 gennaio 2008

Direttore responsabile

Sergio Nicoletti Altimari

Comitato di redazione

Michele Loberto e Alessandro Notarpietro (coordinamento), Elena Collina, Antonio Coran, Lara D'Arrigo, Alessandro D'Orazio, Antonio Dalla Zuanna, Giuseppe Floccari, Luigi Palumbo, Enrico Tosti

Daniela Falcone, Fabrizio Martello, Marco Paciucci (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici), Roberta Persia (aspetti informatici)

Riquadri: Marco Albori, Maria Ludovica Drudi, Raffaella Nizzi, Claudia Pacella, Tiziano Ropele

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

DOI <https://doi.org/10.32057/0.be.2026.1>

Aggiornato con i dati disponibili al 15 gennaio 2026, salvo diversa indicazione

Questa pubblicazione è stata stampata su carta certificata Ecolabel UE (numero di registrazione: FI/011/001)

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

INDICE

| | |
|---|----------|
| SINTESI | 5 |
| 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE | |
| 1.1 Il ciclo internazionale | 7 |
| 1.2 L'area dell'euro | 10 |
| 1.3 I mercati finanziari | 16 |
| 2 L'ECONOMIA ITALIANA | |
| 2.1 La fase ciclica | 22 |
| 2.2 Le imprese | 25 |
| 2.3 Le famiglie | 29 |
| 2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti | 31 |
| 2.5 Il mercato del lavoro | 33 |
| 2.6 La dinamica dei prezzi | 36 |
| 2.7 Il credito e le condizioni di finanziamento | 39 |
| 2.8 La finanza pubblica | 41 |

INDICE DEI RIQUADRI

| | |
|--|----|
| Il forte aumento della domanda globale di risorse di calcolo: impatti e rischi macrofinanziari | 19 |
| Lo scenario macroeconomico pubblicato in dicembre | 23 |
| Le aspettative delle imprese italiane sugli effetti del reindirizzamento delle esportazioni cinesi | 26 |
| L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva | 35 |

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia; per i dati dell'Istituto si omette l'indicazione della fonte.

Segni convenzionali:

- il fenomeno non esiste;
- il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;
- :: i dati sono statisticamente non significativi;
- () i dati sono provvisori.

Nelle figure con differenti scale di destra e di sinistra viene richiamata in nota la sola scala di destra.

Per la denominazione dei paesi indicati in sigla all'interno della pubblicazione, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea (<https://publications.europa.eu/code/it/it-5000600.htm>).

Con riferimento ai dati di fonte ICE Data Derivatives UK Limited, si pubblica la seguente avvertenza su richiesta del fornitore: "I dati citati nel presente documento sono di proprietà di ICE Data Derivatives UK Limited, delle sue affiliate e/o dei rispettivi fornitori terzi ("ICE e i suoi fornitori terzi") e sono stati concessi in licenza d'uso. Questo materiale contiene informazioni riservate e proprietarie e/o segreti commerciali di ICE e dei suoi fornitori terzi e non devono essere pubblicate, riprodotte, copiate, divulgare o utilizzate senza l'espresso consenso scritto di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non garantiscono l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza o la disponibilità delle informazioni e non sono responsabili di eventuali errori o omissioni, indipendentemente dalla causa o dai risultati ottenuti dall'uso di tali informazioni. ICE e i suoi fornitori terzi non si assumono alcuna responsabilità in relazione all'uso di tali dati o marchi. ICE e i suoi fornitori terzi declinano qualsiasi garanzia espresa o implicita, incluse, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le garanzie di commerciabilità o di idoneità per uno scopo o un uso particolare. In nessun caso ICE e i suoi fornitori terzi saranno responsabili per danni diretti, indiretti, o consequenti, costi, spese, spese legali o perdite (compresi il mancato guadagno o il mancato profitto e i costi di opportunità) in relazione all'uso da parte della Banca d'Italia o di altri dei dati o dei servizi di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non sponsorizzano, appoggiano o raccomandano alcuna parte di questa ricerca e/o presentazione".

SINTESI

Prosegue l'espansione dell'economia globale, ma l'elevata incertezza grava sulle prospettive

Nel terzo trimestre del 2025 l'economia statunitense ha continuato a crescere in misura marcata. Come nella prima metà dell'anno, gli investimenti in tecnologie legate all'intelligenza artificiale hanno fornito un significativo contributo, alimentando al contempo il commercio internazionale. Il vigore degli scambi globali ha sospinto l'attività economica in Cina, in un contesto di debolezza della domanda interna. L'OCSE prefigura per il 2026 un lieve indebolimento della crescita mondiale, sulla quale pesano i rischi al ribasso connessi con le tensioni commerciali e geopolitiche e con possibili correzioni sui mercati finanziari nel settore tecnologico.

La crescita del PIL dell'area dell'euro resta moderata

Nei mesi estivi il PIL dell'area ha lievemente accelerato, con andamenti molto eterogenei tra i principali paesi. Secondo nostre valutazioni, il prodotto è aumentato in misura moderata in autunno, sostenuto in particolare dal nuovo incremento dell'attività nei servizi. Lo scorso dicembre gli esperti dell'Eurosistema hanno rivisto al rialzo le proiezioni di crescita del PIL dell'area, all'1,2 per cento nell'anno in corso e all'1,4 nel biennio 2027-28. L'inflazione al consumo, che nella media del 2025 si è collocata al 2,1 per cento, è prevista in lieve diminuzione sia nel 2026 sia nel 2027, per poi riportarsi al 2,0 per cento nel 2028.

La BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali

Nelle riunioni di ottobre e di dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha lasciato invariati i tassi ufficiali. Tra agosto e novembre il costo del credito è rimasto stazionario. La dinamica dei prestiti al settore produttivo ha riflesso una domanda ancora debole e si è mantenuta stabile; si è invece rafforzata la crescita dei finanziamenti alle famiglie, soprattutto per l'acquisto di immobili.

In Italia l'attività si espande a ritmi contenuti

Nel terzo trimestre il PIL dell'Italia è leggermente aumentato, per effetto del decisivo rialzo delle esportazioni e dell'espansione degli investimenti, che hanno beneficiato degli incentivi fiscali e delle altre misure connesse con il PNRR. I consumi delle famiglie sono cresciuti in misura contenuta, risentendo di attese ancora sfavorevoli sull'evoluzione del quadro economico internazionale. Sulla base delle nostre valutazioni, nel quarto trimestre l'attività economica ha continuato a espandersi moderatamente, spinta dal settore dei servizi, soprattutto quelli destinati alle imprese, e da un recupero nell'industria. Le prospettive per la manifattura restano incerte, anche per l'intensificarsi della concorrenza cinese in diversi comparti. Nelle nostre proiezioni elaborate in dicembre, si prefigura una crescita del prodotto dello 0,6 per cento nel 2026, che si rafforzerebbe nel biennio 2027-28.

L'avanzo di conto corrente rimane ampio

Dopo la contrazione nei mesi primaverili, le esportazioni in volume sono tornate ad aumentare nel terzo trimestre, anche per effetto di alcuni andamenti settoriali straordinari. Tra luglio e settembre l'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti è rimasto elevato, grazie all'evoluzione favorevole dei saldi dei beni e dei redditi da capitale. Nel bimestre ottobre-novembre le vendite all'estero, al netto di alcune componenti molto volatili, si sono stabilizzate. Sono proseguiti, a un ritmo più contenuto, gli acquisti netti di titoli pubblici italiani da parte degli investitori esteri. La posizione creditoria netta sull'estero si è ampliata.

L'occupazione ha ripreso ad aumentare

Il numero di occupati è tornato a salire nei mesi autunnali. Il tasso di disoccupazione si è ulteriormente ridotto; quello di partecipazione al mercato del lavoro è diminuito tra i giovani. Nel settore privato

non agricolo le retribuzioni hanno continuato a espandersi in misura contenuta, leggermente al di sopra dell'inflazione.

**L'inflazione
resta contenuta**

Nel quarto trimestre l'inflazione si è collocata su livelli bassi nel confronto con l'area dell'euro, per la crescita più moderata dei prezzi dei servizi e per il calo più pronunciato di quelli dell'energia. L'inflazione al netto delle componenti più volatili è scesa al di sotto del 2 per cento. Le pressioni all'origine continuano ad attenuarsi. Secondo le nostre proiezioni elaborate nel mese di dicembre, l'inflazione al consumo scenderà all'1,4 per cento nel 2026, dall'1,7 dello scorso anno; risalirà gradualmente nel biennio successivo, portandosi su valori prossimi al 2 per cento nella media del 2028, riflettendo il temporaneo aumento della componente energetica dovuto all'introduzione della normativa europea ETS2.

**La dinamica positiva
del credito
si è rafforzata**

In autunno il costo della raccolta bancaria e i tassi sui prestiti si sono mantenuti

sostanzialmente invariati. I finanziamenti alle famiglie e alle imprese hanno accelerato. Tra i settori di attività economica, si è rafforzata l'espansione del credito alle aziende dei servizi ed è tornata positiva la dinamica dei prestiti nelle costruzioni; si è attenuata la flessione nella manifattura. Secondo la rilevazione condotta presso gli intermediari italiani tra la fine di settembre e l'inizio di ottobre nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, nel terzo trimestre sono rimasti immutati sia i criteri di offerta sia le condizioni applicate sui prestiti alle imprese.

**L'indebitamento netto
in rapporto al PIL
sarebbe diminuito**

Sulla base delle informazioni più recenti, nel 2025 in rapporto al PIL l'indebitamento netto si sarebbe ridotto e il debito pubblico sarebbe invece cresciuto. La legge di bilancio approvata lo scorso dicembre lascia invariato il disavanzo nel 2026 rispetto alla legislazione previgente e lo aumenta di 0,3 punti percentuali di PIL in media all'anno nel biennio successivo.

1

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Negli Stati Uniti l'attività ha continuato a espandersi in modo significativo, ancora sostenuta dai consumi e dagli investimenti legati all'intelligenza artificiale (IA), seppure in un contesto di graduale peggioramento del mercato del lavoro. In Cina la domanda interna rimane debole, risentendo del protrarsi della crisi immobiliare e, più di recente, della contrazione degli investimenti. Nonostante l'aumento dei dazi e il permanere di un'elevata incertezza sulle politiche commerciali, l'interscambio globale ha accelerato. Le più recenti proiezioni dell'OCSE indicano che nel 2026 la crescita del prodotto mondiale sarebbe solo lievemente inferiore a quella del 2025, beneficiando del sostegno delle politiche di bilancio e monetarie nelle maggiori economie. I principali rischi al ribasso sono connessi con le tensioni commerciali e geopolitiche, nonché con possibili correzioni sui mercati finanziari nel settore tecnologico.

L'economia statunitense continua a crescere...

Nel terzo trimestre il PIL degli Stati Uniti ha continuato a espandersi a un passo sostenuto (tav. 1). La crescita è stata sospinta dai consumi, nonostante il peggioramento della fiducia delle famiglie. Gli investimenti in prodotti tecnologici, connessi in larga parte con la IA, hanno continuato a fornire il principale supporto all'accumulazione di capitale. Per contro, il mercato del lavoro mostra ancora segnali di indebolimento; la creazione di nuovi posti di lavoro si è ridotta ulteriormente. Secondo gli analisti, nel quarto trimestre il PIL degli Stati Uniti avrebbe rallentato, risentendo del temporaneo blocco delle attività amministrative federali (*government shutdown*) tra l'inizio di ottobre e la metà di novembre. Gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) segnalano un'espansione dell'attività (fig. 1.a) e pressioni sui prezzi dei beni intermedi ancora rilevanti (fig. 1.b), sia nella manifattura sia nei servizi.

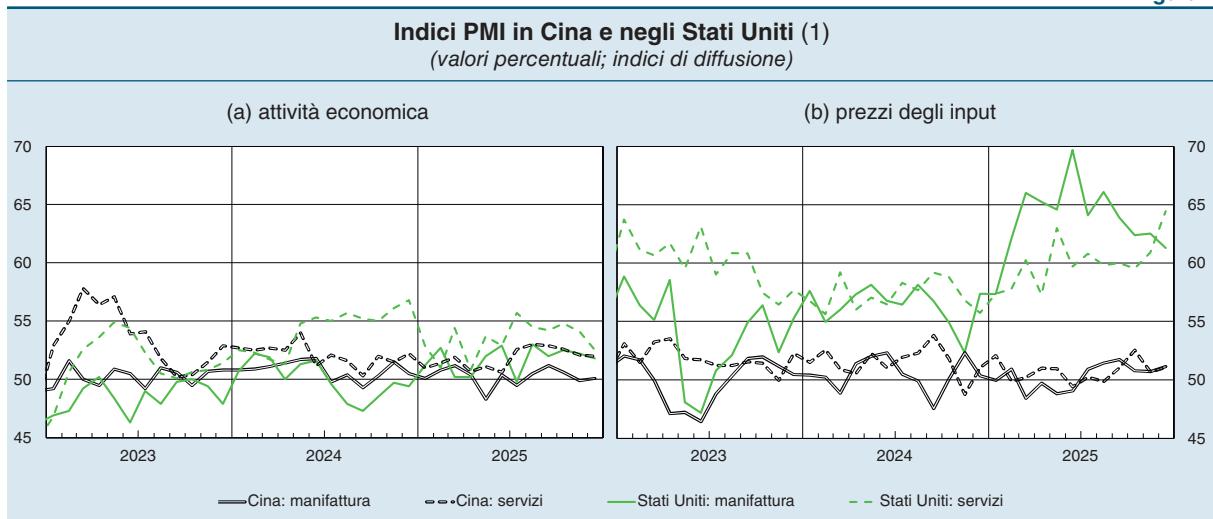
Tavola 1

| VOCI | Crescita del PIL e scenari macroeconomici (variazioni percentuali, se non diversamente specificato) | | | | | | |
|----------------|--|----------------------|----------------------|------|------------|------|---------------|
| | 2024 | Crescita | | | Previsioni | | Revisioni (2) |
| | | 2025 2° trim. (1) | 2025 3° trim. (1) | 2025 | 2026 | | |
| Mondo | 3,3 | – | – | 3,2 | 2,9 | 0,0 | 0,0 |
| Giappone | -0,2 | 2,1 | -2,3 | 1,3 | 0,9 | 0,2 | 0,4 |
| Regno Unito | 1,1 | 0,9 | 0,4 | 1,4 | 1,2 | 0,0 | 0,2 |
| Stati Uniti | 2,8 | 3,8 | 4,3 | 2,0 | 1,7 | 0,2 | 0,2 |
| Area dell'euro | 0,9 | 0,6 | 1,1 | 1,3 | 1,2 | 0,1 | 0,2 |
| Brasile | 3,4 | 2,4 | 1,8 | 2,4 | 1,7 | 0,1 | 0,0 |
| Cina | 5,0 | 5,2 | 4,8 | 5,0 | 4,4 | 0,1 | 0,0 |
| India (3) | 6,5 | 7,8 | 8,2 | 6,7 | 6,2 | 0,0 | 0,0 |
| Russia | 4,3 | 1,1 | 0,6 | 0,7 | 0,5 | -0,3 | -0,2 |

Fonte: per i dati sulla crescita, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e le previsioni, OCSE, *OECD Economic Outlook. Resilient Growth but with Increasing Fragilities*, dicembre 2025.

(1) Dati trimestrali. Per area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per gli altri paesi, variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Punti percentuali; revisioni rispetto a OCSE, *OECD Economic Outlook, Interim Report*, settembre 2025. – (3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

Figura 1



Fonte: Standard & Poor's Global Ratings.

(1) Indici di diffusione relativi all'attività economica e ai prezzi degli input nei settori della manifattura e dei servizi. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Per quanto riguarda l'attività economica, un valore superiore a 50 è compatibile con l'espansione nel comparto, mentre in relazione ai prezzi degli input segnala un aumento dei costi percepiti.

**... quella cinese
è ancora sostenuta
dalle esportazioni**

Nel quarto trimestre il PMI manifatturiero è rimasto leggermente al di sotto della soglia di crescita, a differenza di quello dei servizi. A novembre le esportazioni cinesi, sostenute soprattutto dalle vendite di semiconduttori e di beni legati alla IA, hanno recuperato il calo di ottobre, portando l'avanzo commerciale nei primi undici mesi a superare i 1.000 miliardi di dollari, un livello superiore a quello registrato nel 2024 e alla media dell'ultimo quinquennio.

Il commercio internazionale si espande ma l'incertezza rimane elevata

Il commercio internazionale si espande ma l'incertezza rimane elevata

Nel terzo trimestre il commercio mondiale è cresciuto più delle attese, nonostante l'aumento dei dazi statunitensi. Oltre al contributo ancora forte proveniente dall'interscambio di beni legati alle tecnologie per la IA, vi ha influito una ricomposizione geografica dei flussi commerciali: la contrazione delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti è stata compensata dalla forte espansione di quelle verso altri paesi asiatici, l'Africa e, in misura minore, verso i paesi europei. Questa riconfigurazione riflette sia l'intensificazione dei rapporti con altri partner commerciali sia il ricorso a spedizioni indirette, destinate agli Stati Uniti tramite paesi terzi.

L'intesa commerciale raggiunta tra Stati Uniti e Cina a fine ottobre ha ridimensionato alcuni aumenti dei dazi imposti dal governo americano, già parzialmente sospesi nei mesi precedenti; la Cina ha inoltre rinviato alla fine del 2026 l'applicazione di un regime più restrittivo sulle licenze di esportazione di terre rare. I dazi medi applicati dagli Stati Uniti sulle esportazioni cinesi restano tuttavia alti (31 per cento in media, rispetto al 12 del dicembre 2024). L'incertezza sulle politiche commerciali, misurata dal *trade policy uncertainty index*¹, è scesa rispetto ai picchi di inizio 2025, ma rimane elevata; vi contribuiscono l'attesa per la decisione della Corte Suprema statunitense riguardo la legittimità di molti dazi imposti lo scorso anno e il rischio di ulteriori provvedimenti su settori finora in gran parte esentati, tra cui farmaceutica ed elettronica.

¹ Per ulteriori dettagli sulla costruzione dell'indicatore, cfr. D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino e A. Raffo, *The economic effects of trade policy uncertainty*, "Journal of Monetary Economics", 109, 2020, pp. 38-59.

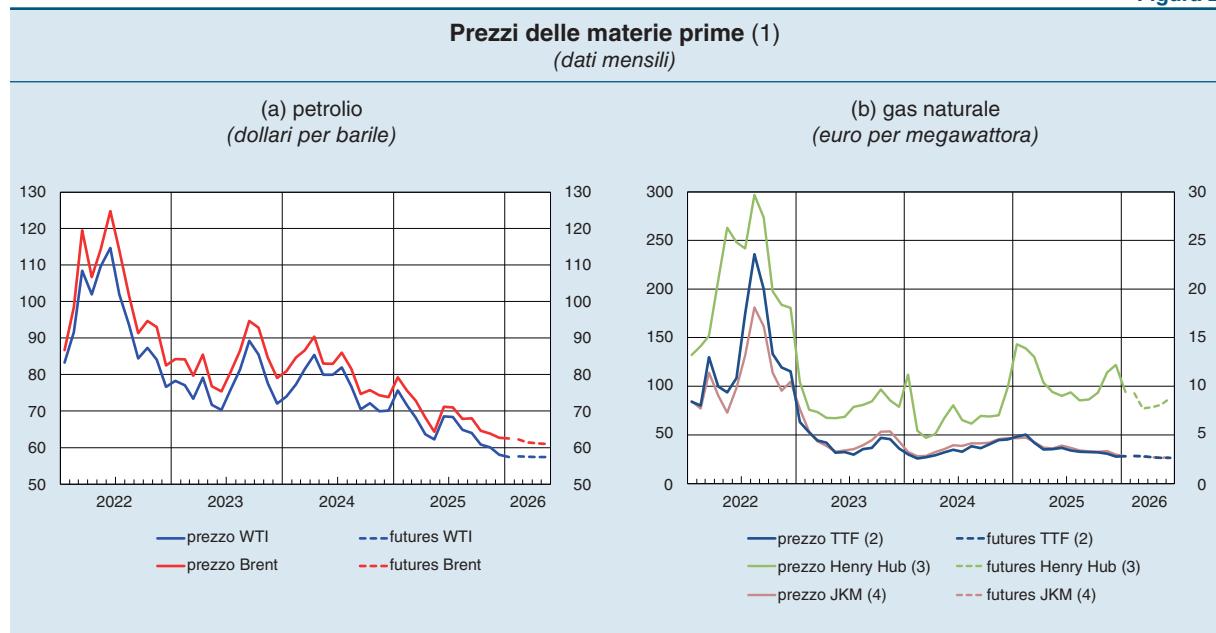
**La crescita globale
è prevista in lieve
decelerazione**

Secondo le più recenti proiezioni dell'OCSE, il prodotto mondiale è salito del 3,2 per cento nel 2025 (in lieve calo dal 3,3 del 2024) e aumenterà del 2,9 nel 2026. Il principale sostegno alla crescita proviene dalle politiche di bilancio e monetarie più accomodanti nelle maggiori economie, nonché dagli investimenti legati alla IA, soprattutto negli Stati Uniti. I rischi sono al ribasso e sono connessi con rinnovate tensioni commerciali, con gli effetti differiti dei dazi statunitensi e con la possibile correzione nel settore tecnologico americano. Permangono inoltre preoccupazioni sulla sostenibilità della finanza pubblica in alcune economie avanzate.

**Il calo dei prezzi
del petrolio si è
interrotto in gennaio**

Dopo un temporaneo aumento alla fine di ottobre, dovuto all'imposizione di nuove sanzioni statunitensi sul settore petrolifero russo, i corsi del greggio sono diminuiti tra novembre e dicembre (fig. 2.a), risentendo soprattutto dell'incremento della produzione da parte del cartello OPEC+. A metà gennaio sono risaliti a 65 dollari al barile in conseguenza delle tensioni in Iran. L'Agenzia internazionale per l'energia (International Energy Agency, IEA) ha previsto per tutto il 2026 condizioni di eccesso di offerta globale di petrolio. In prospettiva l'offerta potrebbe ampliarsi per effetto del maggiore sfruttamento dei giacimenti del Venezuela, ma con esiti ancora incerti.

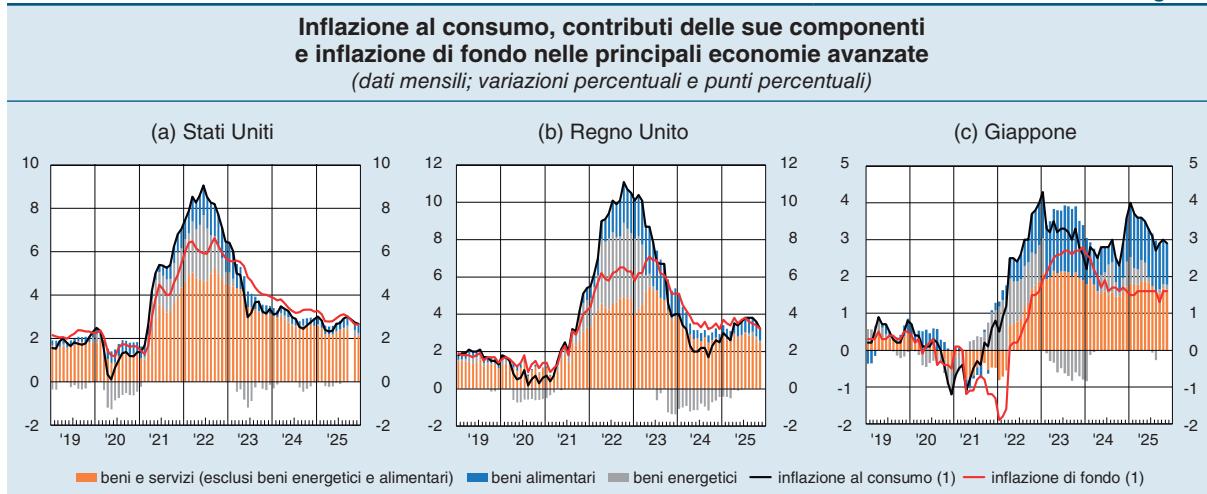
Figura 2



**Le quotazioni
del gas naturale
sono scese**

Dalla metà di ottobre i prezzi di riferimento del gas naturale europeo (Title Transfer Facility, TTF) sono diminuiti (fig. 2.b); vi ha inciso l'aumento dell'offerta di gas naturale liquefatto (GNL), in particolare dagli Stati Uniti. In presenza di una regolamentazione europea sugli stocaggi meno stringente rispetto agli anni precedenti, il livello delle scorte europee è inferiore a quello del 2024 (di circa 12 punti percentuali) e a quello medio stagionale di lungo periodo. Le quotazioni futures sul mercato TTF incorporano aspettative di prezzi sostanzialmente stabili, in linea con l'andamento stagionale: i contratti con scadenza a dicembre 2026 si collocano intorno a 27 euro per megawattora.

Figura 3



**A dicembre
la Federal Reserve
ha tagliato i tassi
di riferimento**

Nel quarto trimestre l'inflazione al consumo è diminuita negli Stati Uniti (al 2,7 per cento in dicembre; fig. 3.a)²; è scesa anche nel Regno Unito, mentre è rimasta sostanzialmente invariata in Giappone (figg. 3.b e 3.c). Lo stesso andamento ha caratterizzato la componente di fondo.

Nella riunione di dicembre la Federal Reserve ha abbassato i tassi di riferimento di 25 punti base, al 3,5-3,75 per cento, in considerazione dei segnali di indebolimento del mercato del lavoro e di aspettative più moderate sull'inflazione. Le proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) indicano un ulteriore taglio dei tassi di 25 punti base nel 2026. A dicembre la Bank of England ha ridotto il tasso di riferimento di 25 punti base, portandolo al 3,75 per cento, mentre la Banca del Giappone ha aumentato il proprio tasso ufficiale intorno allo 0,75 per cento, in un contesto di graduale normalizzazione della politica monetaria. La Banca centrale cinese ha lasciato invariati i tassi sulle operazioni di rifinanziamento e i coefficienti di riserva obbligatoria, conservando un atteggiamento cautamente espansivo, pur a fronte dei segnali di indebolimento della fase congiunturale.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nel terzo trimestre il PIL dell'area dell'euro è aumentato a un ritmo moderato, con andamenti molto eterogenei tra i maggiori paesi. Nel quarto l'attività avrebbe continuato a espandersi in misura ancora contenuta, spinta in particolare dal contributo positivo dei servizi. L'inflazione al consumo si colloca attorno al 2 per cento; nella media degli ultimi tre mesi del 2025 il lieve rialzo di quella dei servizi è stato compensato dal rallentamento dei prezzi dei beni. Nelle riunioni di ottobre e di dicembre il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto invariati i tassi ufficiali. Tra agosto e novembre il costo del credito alle imprese e alle famiglie non ha avuto variazioni significative, dopo la diminuzione connessa con le passate riduzioni dei tassi di politica monetaria. La crescita dei prestiti alle imprese è rimasta sostanzialmente stabile, risentendo di una domanda ancora debole; si è invece rafforzata la dinamica dei finanziamenti alle famiglie, sostenuta dal moderato incremento della richiesta di mutui.

² Il blocco temporaneo delle attività amministrative federali tra inizio ottobre e metà novembre ha impedito la pubblicazione del dato di ottobre e, a giudizio degli analisti, potrebbe aver indotto una sottostima del tasso di inflazione nei mesi successivi.

**Nel terzo trimestre
del 2025
il PIL dell'area
è aumentato...**

In estate il prodotto dell'area dell'euro è salito dello 0,3 per cento sul periodo precedente (da 0,1 nel secondo trimestre; tav. 2). Gli investimenti hanno recuperato in parte il calo dei mesi primaverili (0,9 per cento, da -1,7), sospinti dalla spesa in beni strumentali e in quelli immateriali. Gli investimenti in costruzioni hanno invece ristagnato: all'impulso positivo del segmento dell'ingegneria civile si è contrapposto quello negativo del comparto residenziale. I consumi delle famiglie hanno continuato a crescere in misura molto moderata (0,2 per cento), nonostante l'andamento favorevole del reddito disponibile; la fiducia ancora debole e l'elevata incertezza macroeconomica hanno spinto le famiglie a risparmiare una parte maggiore del proprio reddito. Le esportazioni sono tornate a espandersi – in buona parte trainate dai settori aerospaziale e navale in Francia e Italia – sebbene a un tasso inferiore rispetto alle importazioni.

Il valore aggiunto è aumentato nei servizi (0,4 per cento), soprattutto nei comparti più legati alla transizione digitale (supporto alle imprese, informazione e comunicazione) e in quelli connessi con il turismo, che dalla fine del periodo pandemico ha fornito un rilevante contributo alla crescita. L'attività è rimasta invariata nelle costruzioni e nell'industria in senso stretto, nonostante il parziale recupero nel settore automobilistico, che rimane in forte difficoltà.

Tra le principali economie dell'area, il PIL è salito marcatamente in Francia, grazie al contributo positivo della domanda estera, e in Spagna, sospinto dalla robusta domanda interna. Il prodotto è cresciuto dello 0,1 per cento in Italia (cfr. il paragrafo 2.1), mentre ha ristagnato in Germania, frenato dalla debolezza dei consumi delle famiglie e dalla flessione delle esportazioni.

**... e continuerebbe
a crescere
in misura contenuta
nel quarto trimestre**

Le informazioni più recenti prefigurano per il quarto trimestre un lieve incremento del PIL dell'area, ancora trainato dal buon andamento del terziario. Gli indicatori qualitativi sulla fiducia diffusi dalla Commissione europea confermano il rafforzamento dell'attività specialmente nei comparti dei servizi alle imprese, soprattutto in quelli di informazione e comunicazione e di consulenza tecnica e professionale. Il PMI settoriale ha continuato a salire nella media del trimestre, collocandosi ben al di sopra della soglia di espansione (fig. 4).

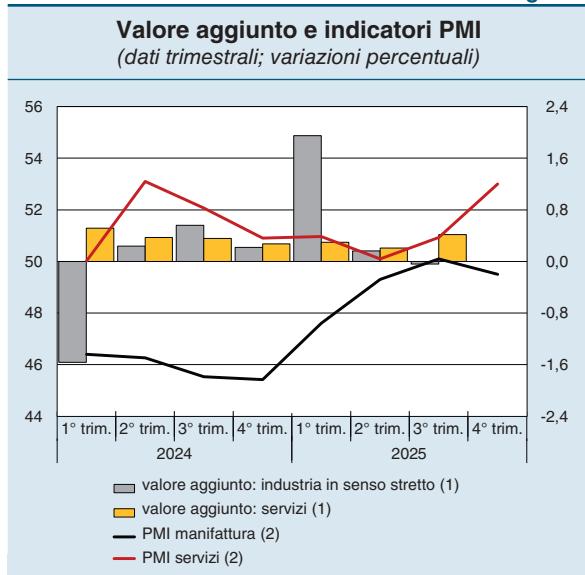
In estate il prodotto dell'area dell'euro è salito dello 0,3 per cento sul periodo precedente (da 0,1 nel secondo trimestre; tav. 2). Gli investimenti hanno recuperato in parte il calo dei mesi primaverili (0,9 per cento, da -1,7), sospinti dalla spesa in beni strumentali e in quelli immateriali. Gli investimenti in costruzioni hanno invece ristagnato: all'impulso positivo del segmento

Tavola 2
Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro
(variazioni percentuali)

| PAESI | Crescita del PIL | | Inflazione | |
|----------------|------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | 2024 | 2025 2° trim. (1) | 2025 3° trim. (1) | 2025 dicembre (2) |
| Francia | 1,2 | 0,3 | 0,5 | 0,8 |
| Germania | -0,5 | -0,2 | 0,0 | (2,0) |
| Italia | 0,7 | -0,1 | 0,1 | (1,2) |
| Spagna | 3,5 | 0,7 | 0,6 | 2,9 |
| Area dell'euro | 0,9 | 0,1 | 0,3 | (2,0) |

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.
(1) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. – (2) Dati mensili; variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Figura 4



Fonte: Standard & Poor's Global Ratings ed Eurostat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. Scala di destra. – (2) Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Un valore superiore a 50 è compatibile con l'espansione nel comparto.

La produzione manifatturiera avrebbe segnato un parziale recupero alla fine dello scorso anno, malgrado l'indice PMI sia rimasto coerente con una stabilità dell'attività e il clima di fiducia rilevato dalla Commissione europea sia peggiorato, in particolare nel comparto dei beni durevoli. Nel complesso dei primi nove mesi dell'anno la produzione si era contratta nella maggior parte dei settori con poche eccezioni, tra cui quello farmaceutico. In prospettiva, l'aumento della pressione competitiva e la crescente e diffusa penetrazione delle importazioni dalla Cina comportano rischi al ribasso per un'attività manifatturiera già in difficoltà e per la dinamica dei prezzi (cfr. il riquadro: *Le aspettative delle imprese italiane sugli effetti del reindirizzamento delle esportazioni cinesi*).

Le scelte di consumo delle famiglie rimangono caute...

L'incertezza legata all'evoluzione del contesto globale continua a indurre le famiglie ad assumere comportamenti di spesa prudenti, sospingendo il loro tasso di risparmio. Si valuta che i consumi privati siano aumentati in misura moderata anche negli ultimi tre mesi del 2025. Secondo le inchieste della Commissione europea sulla fiducia dei consumatori, le decisioni di acquisto di beni durevoli restano caute, influenzate dalle attese sfavorevoli sull'andamento della situazione finanziaria personale. Queste tendenze sono comuni ai principali paesi ad eccezione della Spagna, dove la spesa delle famiglie continua a espandersi marcatamente.

... e gli investimenti decelerano

Nel complesso dell'area, le indagini della Commissione indicano una stagnazione degli investimenti nell'industria e un rallentamento nei servizi. In entrambi i comparti le aziende segnalano che l'accumulazione di capitale rimane principalmente orientata alla sostituzione delle attrezzature obsolete, mentre si riduce la quota di investimenti destinata ad ampliare la capacità produttiva.

Nei mesi autunnali, secondo nostre valutazioni, all'aumento delle importazioni si è associata la debolezza delle esportazioni. L'indice PMI sui nuovi ordini dall'estero si colloca al di sotto della soglia di espansione.

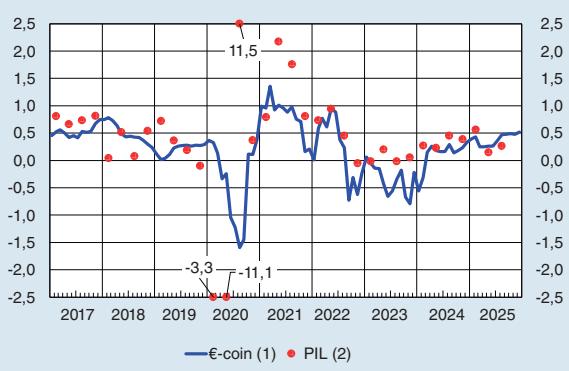
In dicembre l'indicatore €-coin è lievemente salito. Le indicazioni positive sull'andamento dell'attività nei servizi hanno sostenuto ancora l'indice, che ha beneficiato anche dei segnali di recupero nel settore delle costruzioni (fig. 5).

L'Eurosistema ha rivisto al rialzo le previsioni di crescita per l'anno in corso

Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate in dicembre³, dopo una crescita dell'1,4 per cento nel 2025, il prodotto aumenterà dell'1,2 nel 2026, con una revisione al rialzo di 2 decimi di punto in ciascun anno rispetto all'esercizio previsivo di settembre. Il tasso di crescita annuo salirà all'1,4 per cento nel 2027 e nel 2028. La previsione riflette soprattutto le attese di incremento della domanda interna per consumi e di recupero di quella estera.

³ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dallo staff dell'Eurosistema*, dicembre 2025.

Figura 5
Indicatore ciclico coincidente (€-coin) e PIL dell'area dell'euro
(dati mensili e trimestrali; variazioni percentuali)



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

(1) Stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche; ultimo dato: dicembre 2025. La metodologia di costruzione e i dati aggiornati dell'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente dell'economia dell'area dell'euro (€-coin)*. – (2) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente.

**L'inflazione
si mantiene
attorno
al 2 per cento**

In dicembre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è marginalmente diminuita al 2,0 per cento (dal 2,1 in novembre; fig. 6). Anche l'inflazione di fondo, che esclude i beni alimentari ed energetici, è scesa di un decimo (al 2,3 per cento, dal 2,4 dei tre mesi precedenti), riflettendo il lieve calo sia della componente dei servizi (al 3,4 per cento, dopo due rialzi consecutivi) sia dei beni industriali non energetici (allo 0,4). Fra le componenti volatili, l'inflazione dei beni alimentari si colloca al 2,6 per cento, in attenuazione rispetto ai mesi estivi, mentre i prezzi dei beni energetici continuano a diminuire in misura marcata rispetto all'anno precedente (-1,9 per cento).

Le pressioni sui prezzi all'origine si confermano moderate. I prezzi all'importazione sono in decisa flessione sui dodici mesi in tutte le principali componenti, inclusi i beni di consumo, riflettendo l'apprezzamento dell'euro e le pressioni competitive delle importazioni di beni dalla Cina. In novembre l'inflazione alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno, al netto dell'energia, si è attestata all'1,0 per cento su base annua. Secondo l'indice PMI del settore manifatturiero, i costi degli input sono saliti moderatamente nei mesi autunnali.

**Le retribuzioni
continuano
a rallentare**

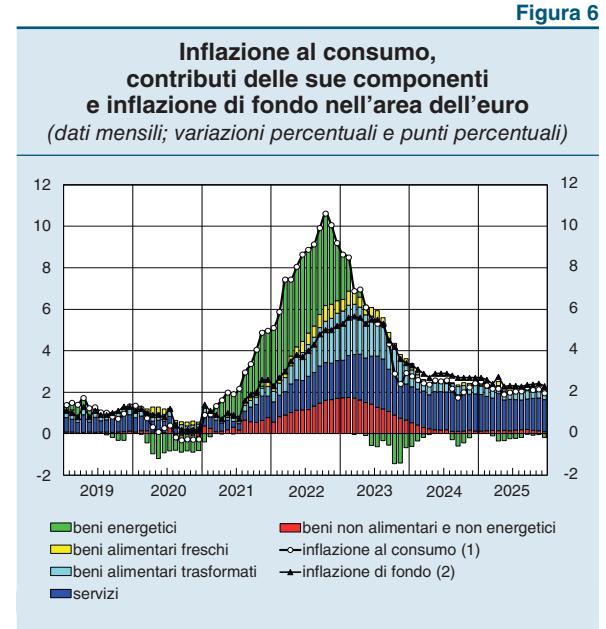
della BCE⁴, si stabilizzerà nel 2026. Nel terzo trimestre il numero di occupati nell'area è salito dello 0,2 per cento e, sulla base dei dati più recenti, avrebbe continuato a crescere a un ritmo modesto anche nel quarto.

**L'inflazione
si collocherebbe
poco al di sotto
del 2 per cento
nel biennio 2026-27**

System 2, ETS2).

**Le imprese e le famiglie
si aspettano incrementi
moderati dei prezzi**

In dicembre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è marginalmente diminuita al 2,0 per cento (dal 2,1 in novembre; fig. 6). Anche



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat.
(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. – (2) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA al netto di energetici e alimentari.

In estate le retribuzioni orarie di fatto hanno rallentato in tutti i principali paesi dell'area, con l'eccezione della Germania dove, diversamente dalle attese degli analisti, la loro dinamica è rimasta invariata. La crescita salariale si è ulteriormente affievolita nei mesi autunnali e, secondo le indicazioni fornite dal *wage tracker*

Secondo le proiezioni di dicembre formulate dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione al consumo diminuirà nel 2026 all'1,9 per cento (dal 2,1 nel 2025). La decelerazione proseguirebbe nel 2027, all'1,8 per cento. L'inflazione risalirebbe al 2,0 per cento nel 2028 a causa dell'incremento dei costi legati all'energia dovuto alla prevista attuazione del nuovo sistema di scambio di quote di emissione di inquinanti e di gas a effetto serra nell'Unione europea (*Emissions Trading System 2, ETS2*).

Nella media del quarto trimestre, le indagini della Commissione europea presso le imprese segnalano attese di rialzi contenuti dei propri listini, sia nella manifattura sia nei servizi.

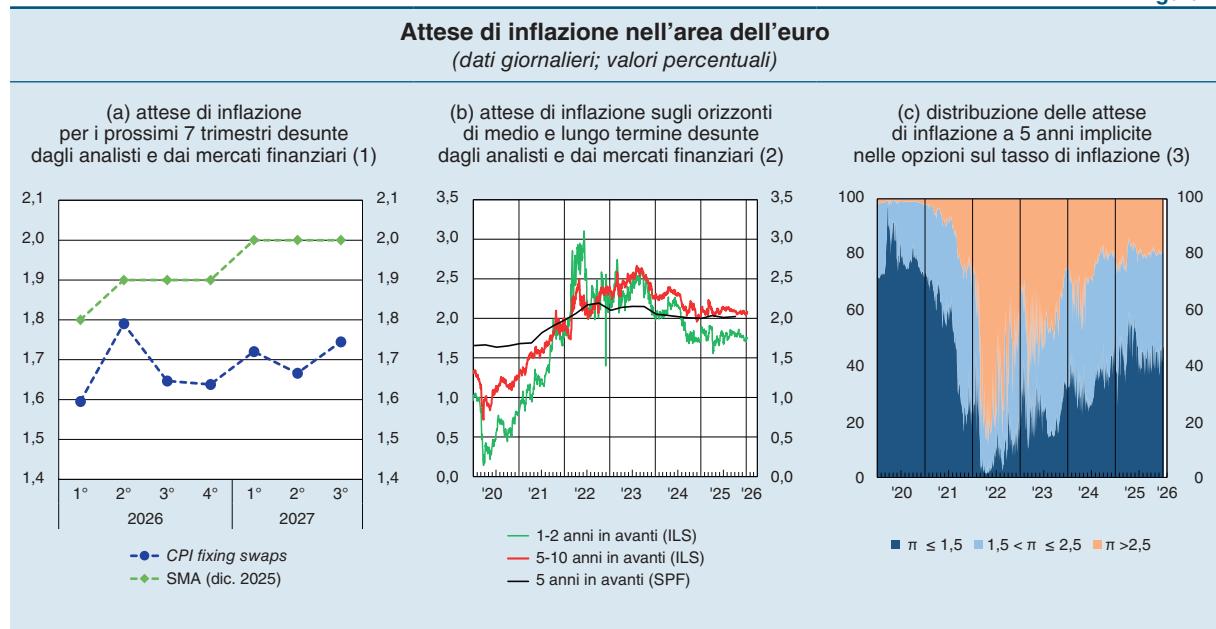
⁴ Per la definizione di *wage tracker*, cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva* del capitolo 2.

Sulla base della *Consumer Expectations Survey* della BCE, in novembre la mediana delle aspettative di inflazione al consumo delle famiglie nell'area dell'euro ha continuato a rimanere stabile, al 2,8 per cento sull'orizzonte a dodici mesi; le attese a tre anni si sono confermate al 2,5 per cento, su livelli pressoché invariati dalla primavera del 2023.

**Le attese di inflazione
a medio termine
rimangono attorno
all'obiettivo**

Nei primi giorni di gennaio i contratti di *CPI fixing swap*⁵ incorporano attese di una riduzione dell'inflazione attorno all'1,6 per cento alla fine del 2026 e di una risalita all'1,7 nel terzo trimestre del 2027. Secondo gli operatori intervistati dalla BCE tra il 1° e il 3 dicembre nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA), l'inflazione si collocherebbe all'1,8 per cento nel primo trimestre del 2026, per poi mantenersi all'1,9 nei trimestri successivi e tornare in linea con l'obiettivo del 2 per cento all'inizio del 2027 (fig. 7.a). Sull'orizzonte tra uno e due anni in avanti le aspettative di inflazione implicite nei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) hanno registrato lievi oscillazioni tra l'1,7 e l'1,8 per cento; quelle su orizzonti più lunghi si attestano al 2,1 per cento, mentre le attese a lungo termine degli analisti si sono mantenute saldamente ancorate all'obiettivo (fig. 7.b). La distribuzione delle aspettative di inflazione desunte dai prezzi delle opzioni indica una probabilità del 46 per cento che la variazione dei prezzi al consumo risulti inferiore all'1,5 per cento in media nei prossimi cinque anni; quella che superi il 2,5 è pari al 20 per cento (fig. 7.c).

Figura 7



Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg. L'ultimo dato si riferisce al 9 gennaio 2026, se non altrimenti specificato.
(1) Tassi di inflazione annuali attesi per i prossimi 7 trimestri, impliciti nei contratti di *CPI fixing swap* (il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'IPCA dell'area dell'euro al netto dei tabacchi) e mediana delle attese degli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA condotta tra il 1° e il 3 dicembre 2025. – (2) Tassi di inflazione attesi, impliciti nei contratti ILS con durata tra 1 e 2 anni in avanti e tra 5 e 10 anni in avanti e aspettative di inflazione sull'orizzonte a 5 anni in avanti desunte dall'indagine trimestrale presso i previsioni professionali (*Survey of Professional Forecasters*, SPF; l'ultimo dato si riferisce a ottobre 2025). – (3) La distribuzione dell'inflazione attesa (π) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'IPCA dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

⁵ I *CPI fixing swaps* sono contratti derivati collegati alla pubblicazione dei dati mensili sull'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro, misurata sull'indice IPCA al netto dei prezzi del tabacco. I tassi impliciti in questi contratti indicano l'inflazione annuale attesa dai mercati finanziari nei successivi 24 mesi. Le aspettative di inflazione basate sui *CPI fixing swaps* sono aggiornate con maggiore frequenza rispetto a quelle degli analisti, e possono risentire di reazioni repentine a notizie sugli sviluppi macroeconomici nell'area e nelle altre principali economie. Per ulteriori dettagli, cfr. M. Bernardini, L. D'Arrigo, A. Lin e A. Tiseno, *Real interest rates and the ECB's monetary policy stance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 857, 2024.

**La BCE
ha mantenuto invariati
i tassi ufficiali...**

ufficiali; il tasso sui depositi presso la banca centrale si colloca al 2 per cento, per effetto della riduzione cumulata di 200 punti base tra giugno del 2024 e lo stesso mese del 2025 (fig. 8). Le decisioni si sono fondate su valutazioni sostanzialmente invariate rispetto alle precedenti riunioni, a fronte di attese di inflazione a medio termine coerenti con l'obiettivo e di rischi complessivamente equilibrati. Il contesto resta tuttavia caratterizzato da un'elevata incertezza, legata in particolare alle tensioni geopolitiche e alle dinamiche del commercio globale.

**... e i mercati
si attendono
la loro stabilità anche
nei prossimi mesi**

Sul finire dell'anno le attese sui tassi di riferimento implicite nei contratti swap sul tasso €STR sono lievemente aumentate su tutte le scadenze, a conferma della valutazione prevalente nei mercati secondo cui il ciclo di ribasso dei tassi può considerarsi concluso. Nei primi giorni di gennaio era ritenuta assai poco probabile dai mercati una variazione dei tassi di riferimento nel 2026. Le aspettative degli analisti rilevate tra il 1° e il 3 dicembre dalla BCE nell'ambito della SMA risultavano complessivamente allineate a tale scenario.

**Il costo del credito
alle imprese
e alle famiglie
non ha registrato
variazioni rilevanti**

quello sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti pressoché invariati (al 3,5 e al 3,3 per cento, rispettivamente; fig. 9), in linea con l'evoluzione del costo della raccolta bancaria e dei principali tassi di mercato di riferimento⁶.

**La crescita
dei finanziamenti
alle imprese
è rimasta
sostanzialmente
stazionaria**

Nelle riunioni di ottobre e di dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto invariati i tassi di interesse

ufficiali; il tasso sui depositi presso la banca centrale si colloca al 2 per cento, per effetto della riduzione cumulata di 200 punti base tra giugno del 2024 e lo stesso mese del 2025 (fig. 8). Le decisioni si sono fondate su valutazioni sostanzialmente invariate rispetto alle precedenti riunioni, a fronte di attese di inflazione a medio termine coerenti con l'obiettivo e di rischi complessivamente equilibrati. Il contesto resta tuttavia caratterizzato da un'elevata incertezza, legata in particolare alle tensioni geopolitiche e alle dinamiche del commercio globale.

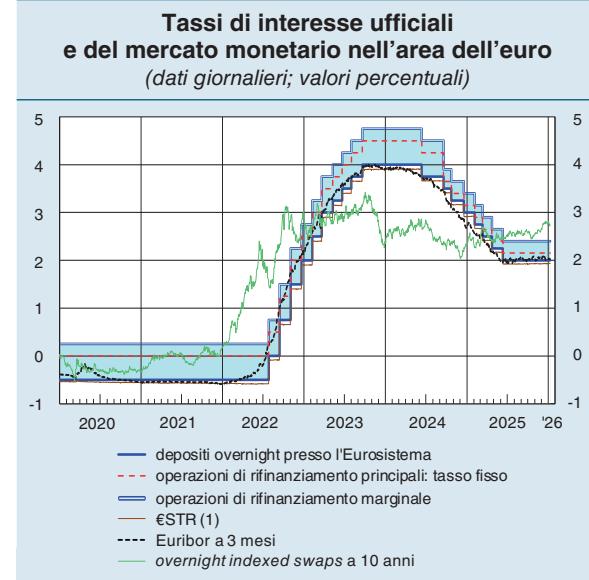
Sul finire dell'anno le attese sui tassi di riferimento implicite nei contratti swap sul tasso €STR sono lievemente aumentate su tutte le scadenze, a conferma della valutazione prevalente nei mercati secondo cui il ciclo di ribasso dei tassi può considerarsi concluso. Nei primi giorni di gennaio era ritenuta assai poco probabile dai mercati una variazione dei tassi di riferimento nel 2026. Le aspettative degli analisti rilevate tra il 1° e il 3 dicembre dalla BCE nell'ambito della SMA risultavano complessivamente allineate a tale scenario.

Dopo il calo connesso con le passate riduzioni dei tassi di politica monetaria, tra agosto e novembre il tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie e

quello sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti pressoché invariati (al 3,5 e al 3,3 per cento, rispettivamente; fig. 9), in linea con l'evoluzione del costo della raccolta bancaria e dei principali tassi di mercato di riferimento⁶.

Il tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie nell'area dell'euro è rimasto in novembre su valori simili a quelli di agosto (3,1 per cento su base an-

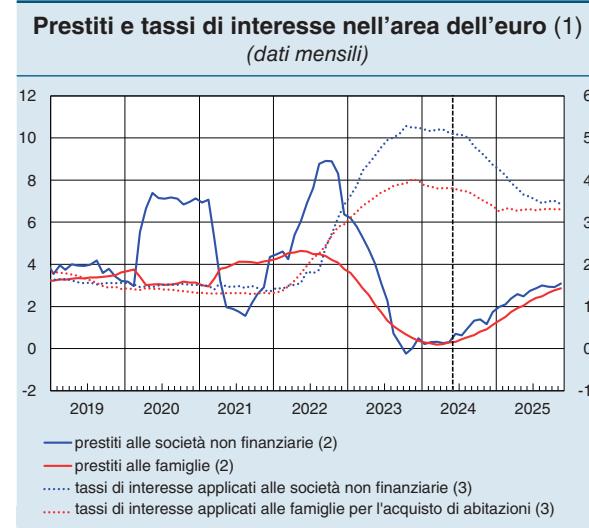
Figura 8



Fonte: BCE e LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 9 gennaio 2026.

(1) Dal 1° ottobre 2019 lo Euro short-term rate (€STR) è il tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro; per il periodo precedente viene riportato il tasso pre-€STR.

Figura 9



Fonte: BCE.

(1) La linea verticale in corrispondenza di giugno 2024 indica l'inizio del ciclo di allentamento della politica monetaria della BCE. – (2) Variazioni percentuali sui 12 mesi. I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (3) Valori percentuali. Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve, a medio e a lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. Scala di destra.

⁶ I tassi convenzionalmente considerati di riferimento per i prestiti alle imprese e per i mutui sono rispettivamente l'Euribor a tre mesi e l'*interest rate swap* (IRS) a dieci anni.

nua; fig. 9). Tra i principali paesi, la dinamica del credito alle imprese si conferma più marcata in Spagna e in Francia, leggermente più contenuta in Italia (cfr. il paragrafo 2.7) e fiacca in Germania.

Nell'area dell'euro l'andamento dei finanziamenti alle società non finanziarie ha risentito di un'inattesa lieve restrizione dei criteri di offerta, cui hanno contribuito i maggiori rischi percepiti, e di una domanda ancora debole, sebbene in leggero miglioramento⁷.

La dinamica dei finanziamenti alle famiglie è migliorata

I prestiti alle famiglie hanno accelerato in ragione d'anno (2,9 per cento in novembre, da 2,5 in agosto). La crescita del credito alle famiglie si è rafforzata in tutti i principali paesi ed è stata particolarmente accentuata in Spagna⁸.

La dinamica dei mutui continua a beneficiare del moderato incremento della domanda di finanziamenti, a fronte di criteri di offerta nel complesso invariati. Le banche hanno segnalato una lieve restrizione dell'offerta per il credito al consumo, la cui domanda resta stabile.

La Commissione ha valutato i documenti programmatici di bilancio nazionali per il 2026

La Commissione europea ha esaminato i documenti programmatici di bilancio per il 2026 dei paesi membri dell'area dell'euro, allo scopo di valutarne il rispetto della traiettoria della spesa netta precedentemente definita nei piani strutturali o con raccomandazioni specifiche. Le valutazioni, diffuse a fine novembre, sono positive per dodici paesi, tra cui Italia, Francia e Germania⁹; cinque sono invece considerati a rischio di mancato rispetto della propria traiettoria¹⁰.

Secondo le più recenti stime della Commissione, il disavanzo aggregato dell'area dell'euro è salito al 3,2 per cento del PIL nel 2025, dal 3,1 del 2024, e crescerà al 3,3 nel 2026. L'orientamento della politica di bilancio¹¹ dell'area risulterebbe sostanzialmente neutrale sia per il 2025 sia per il 2026; l'orientamento espansivo nell'anno in corso in alcuni paesi, tra cui la Germania (per 0,9 punti percentuali di PIL), è compensato da quello restrittivo in altri, tra cui la Francia (1,2 per cento). Il rapporto tra debito e prodotto dell'area è in lieve aumento, all'89,2 per cento nel 2025 (dall'88,5 nel 2024) e al 90,2 nel 2026; quest'ultimo valore è superiore di quasi 5 punti percentuali a quello registrato prima della pandemia.

1.3 I MERCATI FINANZIARI

Nel quarto trimestre i rendimenti dei titoli pubblici delle principali economie avanzate sono saliti, riflettendo l'incremento del premio per il rischio di scadenza a livello globale, legato anche a prospettive di politiche di bilancio più espansive in alcuni paesi. L'aumento dei rendimenti è stato marcato in Giappone e più contenuto nei principali paesi dell'area dell'euro e negli Stati Uniti. I corsi azionari hanno avuto un andamento volatile, innescato da timori di sopravalutazione in alcuni segmenti del comparto tecnologico negli Stati Uniti.

⁷ Per maggiori informazioni, cfr. BCE, *October 2025 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 28 ottobre 2025.

⁸ In Spagna la crescita dei prestiti alle famiglie è stata accompagnata da una riduzione del costo del credito, più marcata di quella media dell'area dell'euro, e da un deciso aumento dei prezzi delle abitazioni.

⁹ In particolare, con riferimento alla Germania, la Commissione valuta che la traiettoria della spesa netta per il 2026 contenuta nel relativo documento programmatico di bilancio sia in linea con il limite raccomandato dal Consiglio della UE, grazie all'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale richiesta dal paese e a un disavanzo atteso per il 2025 inferiore al 3 per cento, al netto delle spese per la difesa.

¹⁰ Il Belgio e la Spagna non hanno ancora presentato il proprio documento programmatico di bilancio per il 2026. L'Austria ha inviato il 13 maggio scorso un documento per il 2025 e il 2026, valutato positivamente dalla Commissione il 23 giugno 2025.

¹¹ L'orientamento della politica di bilancio è misurato come la variazione della spesa primaria, al netto dei provvedimenti discrezionali permanenti sulle entrate, escludendo le spese una tantum e quelle legate alla disoccupazione ciclica, ma includendo le spese finanziarie da sovvenzioni provenienti dal dispositivo di ripresa e resilienza (*Recovery and Resilience Facility*, RRF) e da altri fondi della UE, rispetto al tasso di crescita del PIL potenziale a medio termine (10 anni), espresso in rapporto al PIL nominale.

**I rendimenti
dei titoli pubblici
sono aumentati
nelle economie
avanzate, soprattutto
in Giappone...**

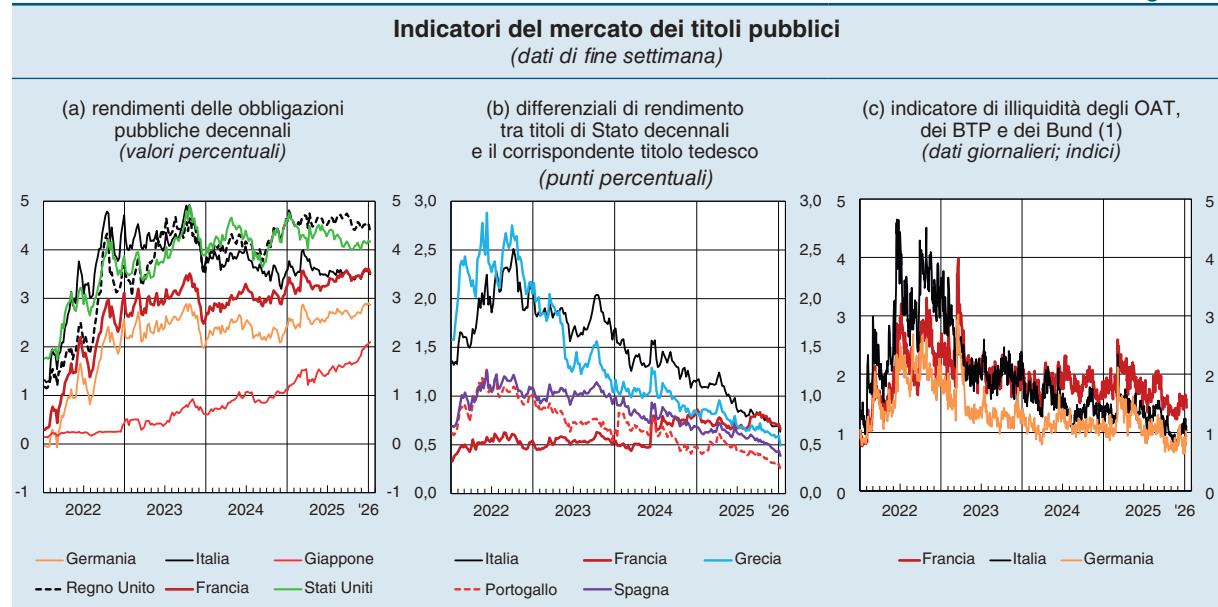
in seguito all'annuncio di un orientamento di politica fiscale più prudente.

**... e sono
cresciuti anche
nell'area dell'euro**

Dalla prima decade di ottobre i rendimenti dei titoli di Stato sulle scadenze decennali e trentennali hanno registrato andamenti eterogenei, pur mantenendosi su livelli elevati in tutti i paesi (fig. 10.a). Negli Stati Uniti, i rendimenti a lungo termine sono cresciuti principalmente per effetto dell'incremento del premio per il rischio di scadenza. In Giappone sono saliti in misura più accentuata, sospinti dalle prospettive di una politica di bilancio più espansiva e dall'ampia offerta di titoli pubblici. Nel Regno Unito i rendimenti sono invece diminuiti da ottobre,

I rendimenti dei titoli pubblici dei principali paesi dell'area dell'euro sulla scadenza decennale sono leggermente aumentati dalla prima decade di ottobre (fig. 10.a), riflettendo l'incremento del premio per il rischio di scadenza nei mercati dei titoli pubblici a livello globale e la revisione al rialzo delle attese sui tassi a breve termine. In previsione di maggiori emissioni nel 2026, i rendimenti dei titoli tedeschi sono saliti di 22 punti base sulla scadenza decennale, circa il doppio che nelle restanti economie dell'area dell'euro. Il differenziale di rendimento dei titoli pubblici italiani rispetto a quelli tedeschi è diminuito a circa 64 punti base (fig. 10.b), il valore più basso da gennaio 2010. A novembre, per la prima volta dal 2002, l'agenzia di rating Moody's ha rivisto al rialzo il merito di credito dei titoli italiani, dopo averlo mantenuto stabile dal 2018. Il calo dei differenziali di rendimento rispetto ai titoli pubblici tedeschi è stato accompagnato da una diminuzione significativa dei premi sui *credit default swaps* (CDS) dei principali emittenti sovrani dell'area. Le condizioni di liquidità sono lievemente migliorate sul mercato dei titoli pubblici italiano, tedesco e francese (fig. 10.c).

Figura 10



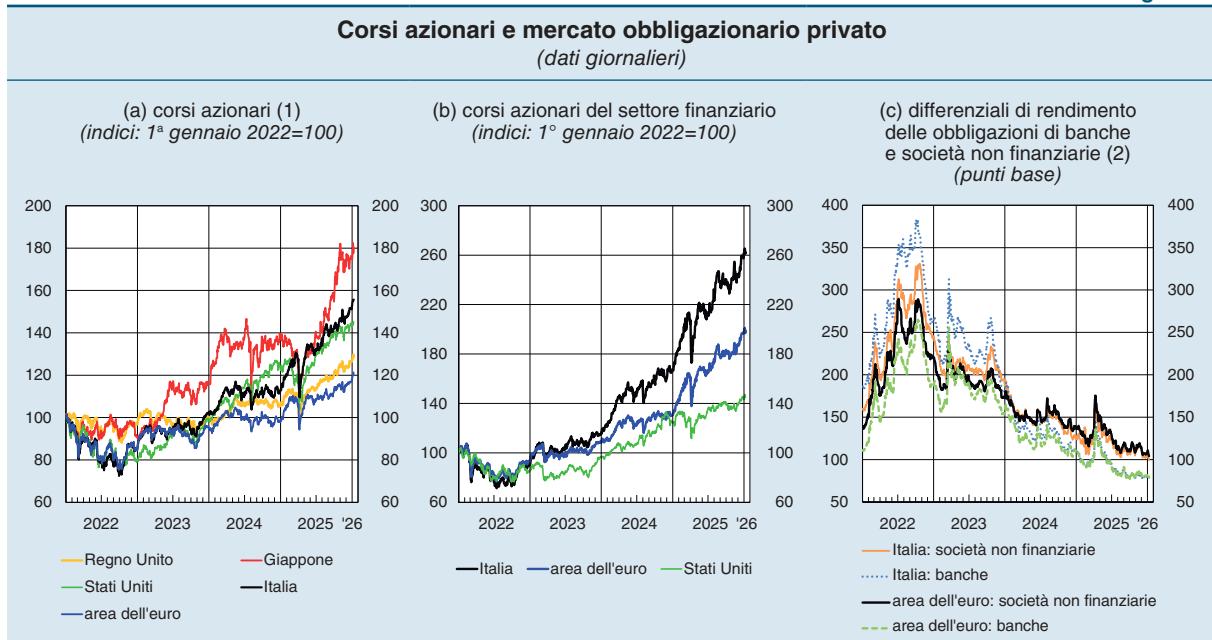
Fonte: LSEG, elaborazioni su dati Bloomberg e Tradeweb. L'ultimo dato si riferisce al 9 gennaio 2026.

(1) OAT: *obligations assimilables du Trésor*. Per la metodologia di calcolo dell'indice, cfr. R. Poli e M. Taboga, *A composite indicator of sovereign bond market liquidity in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 663, 2021.

**È proseguito l'aumento
dei corsi azionari negli
Stati Uniti, con una
volatilità nel comparto
tecnologico...**

Dalla prima decade di ottobre gli indici dei mercati azionari delle principali economie avanzate hanno segnato ulteriori incrementi (fig. 11.a). L'indice Standard & Poor's 500 (S&P 500) è stato sostenuto anche dalle quotazioni delle grandi imprese tecnologiche statunitensi, per le quali le attese sugli utili sono state riviste al rialzo. Negli ultimi mesi tuttavia si sono diffusi timori di

Figura 11



Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch e LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 9 gennaio 2026.

(1) Indice generale azionario Datastream per l'area dell'euro e l'Italia, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All-Share per il Regno Unito e S&P 500 per gli Stati Uniti. – (2) I differenziali di rendimento delle obbligazioni, corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option-adjusted spread*), sono calcolati su un paniere di titoli obbligazionari denominati in euro di banche e società non finanziarie rispetto al tasso privo di rischio.

sopravvalutazione che hanno reso volatile l'andamento dei corsi di tali società (cfr. il riquadro: *Il forte aumento della domanda globale di risorse di calcolo: impatti e rischi macrofinanziari*). Anche gli indici del Regno Unito e del Giappone continuano a mostrare andamenti complessivamente favorevoli. La volatilità implicita sui mercati azionari e obbligazionari resta contenuta.

**... che ha avuto
un impatto anche
sui corsi dell'area
dell'euro**

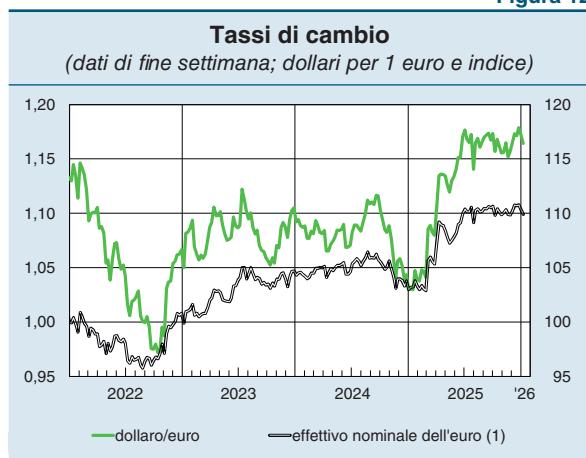
rispettivamente del 7,5 e del 9,4 per cento (fig. 11.a). Il rialzo è riconducibile all'andamento delle quotazioni nel settore finanziario (fig. 11.b), cresciute di oltre 10 punti percentuali sia in Italia sia nell'area, grazie alla redditività che si mantiene sostenuta. I differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dalle banche e il tasso privo di rischio si sono mossi in linea con i corsi azionari (fig. 11.c).

**Il cambio dell'euro
è rimasto
pressoché invariato**

(fig. 12). Il cambio euro-dollarlo si è lievemente rafforzato: dopo un temporaneo indebolimento

Come osservato nelle altre principali economie avanzate, i corsi azionari dell'area hanno risentito della volatilità delle valutazioni nel settore tecnologico statunitense. Al netto di tali oscillazioni, dalla prima decade di ottobre gli indici azionari dell'area dell'euro e dell'Italia sono saliti

Figura 12



Fonte: BCE e LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 9 gennaio 2026.

(1) Indice: 1^a settimana gen. 2022=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro. Scala di destra.

nella seconda metà di ottobre, la moneta unica si è riportata su valori superiori a quelli iniziali. Il recente apprezzamento riflette principalmente le aspettative di ulteriori tagli dei tassi di riferimento da parte della Federal Reserve nei prossimi mesi.

IL FORTE AUMENTO DELLA DOMANDA GLOBALE DI RISORSE DI CALCOLO: IMPATTI E RISCHI MACROFINANZIARI

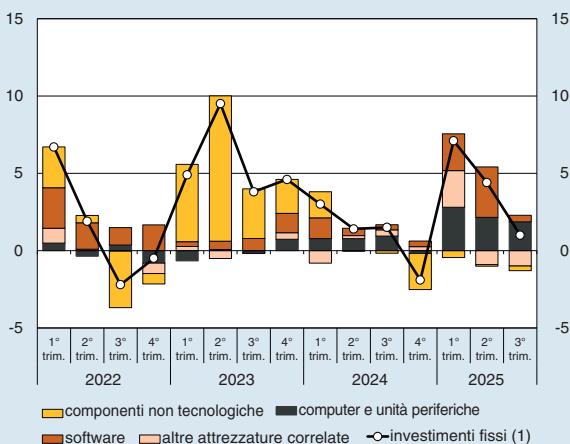
La crescente adozione di tecnologie avanzate in molti settori dell'economia e la rapida diffusione delle applicazioni di intelligenza artificiale (IA) hanno determinato negli ultimi anni un forte aumento della domanda di risorse di calcolo. Queste sono fornite sotto forma di servizi cloud in prevalenza da alcune grandi società statunitensi, le prime tre delle quali (Amazon, Alphabet e Microsoft) detengono congiuntamente una quota del mercato globale pari al 65 per cento.

La domanda di risorse di calcolo ha ricadute macroeconomiche significative. Negli Stati Uniti la creazione di infrastrutture digitali in grado di soddisfare tale domanda (soprattutto *data centers*) ha determinato un forte aumento degli investimenti collegati alle tecnologie informatiche¹, che sono saliti in media del 20,4 per cento in termini reali nei primi tre trimestri del 2025. Questa espansione spiega la quasi totalità della crescita degli investimenti fissi (4,2 per cento in termini reali in media nello stesso periodo; figura A). L'incremento della domanda di risorse di calcolo ha anche accelerato in modo rilevante le importazioni statunitensi di beni (semiconduttori, server, ecc.), concorrendo a sostenere il commercio mondiale (cfr. il paragrafo 1.1).

All'espansione della domanda di servizi di calcolo e alle connesse aspettative di profitti cospicui si è accompagnata una crescita significativa delle quotazioni dei titoli del settore tecnologico (figura B, pannello a), che ha contribuito per il 60 per cento all'aumento dei corsi azionari statunitensi nel 2025. Per via di tali dinamiche, le principali dieci società del settore² rappresentano ormai più di un terzo della capitalizzazione dell'intero mercato azionario statunitense, un livello di concentrazione storicamente molto alto³.

Secondo alcuni indicatori comunemente utilizzati, le valutazioni delle aziende del settore tecnologico risultano elevate nel confronto storico (figura B, pannello b). Ciò ha indotto un confronto tra il recente

Figura A
Crescita degli investimenti negli Stati Uniti
(variazioni percentuali e punti percentuali)



Fonte: nostre elaborazioni su dati US Bureau of Economic Analysis.
(1) Valori concatenati; variazioni percentuali sul trimestre precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali.

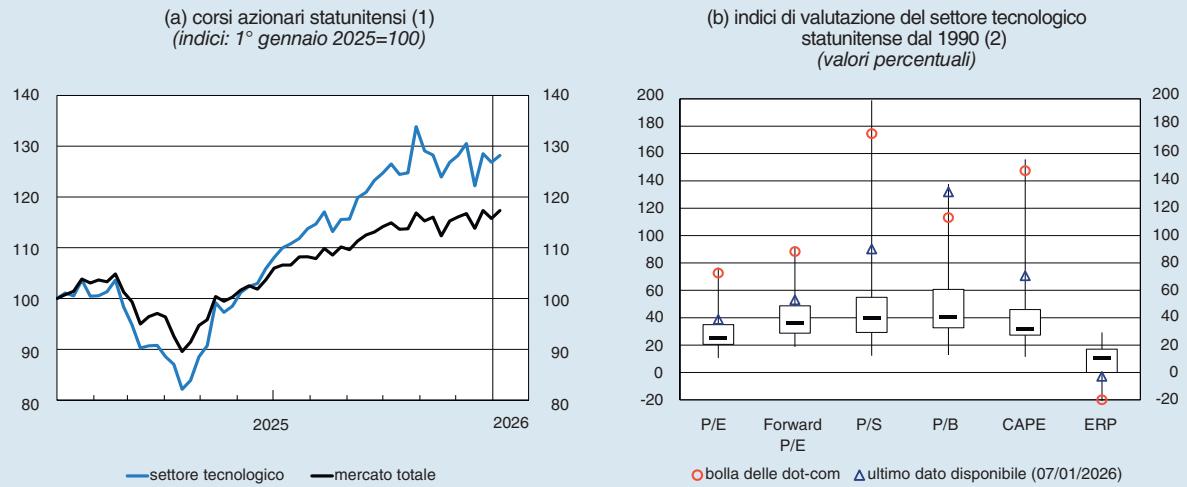
¹ Si fa riferimento alla categoria "investimenti fissi privati in elaborazione delle informazioni, attrezzature e software" delle statistiche dello US Bureau of Economic Analysis. Tale categoria rappresenta gli investimenti legati alle tecnologie dell'informazione e include tre sottoaggregati: computer e unità periferiche; altre attrezzature correlate; software.

² Per una discussione approfondita sulle valutazioni di queste imprese, le attese degli investitori e i relativi rischi, cfr. M. Albori, V. Nispri Landi e M. Taboga, *Is there a tech bubble in the US stock market? Evidence from an agnostic valuation procedure*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 975, 2025.

³ Tra la fine degli anni novanta e il 2000, in corrispondenza della bolla finanziaria legata ai titoli tecnologici (bolla delle dot-com), poco più del 30 per cento della capitalizzazione totale del mercato azionario statunitense era costituita dall'intero settore tecnologico.

Figura B

Corsi e indici di valutazione dei mercati azionari statunitensi



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

(1) Indice TOMKUS per il totale del mercato e TECNOUS per il settore tecnologico. – (2) I trattini orizzontali rappresentano la mediana, i rettangoli delimitano l'intervallo interquartile, le linee verticali coprono il minimo e il massimo. Gli indicatori riportati nel grafico sono: il rapporto prezzo/utili (P/E), calcolato come il prezzo diviso per gli utili degli ultimi 12 mesi alla data di riferimento; il rapporto prezzo/utili a 12 mesi (Forward P/E), definito come il prezzo diviso per gli utili previsti a 12 mesi, sulla base delle previsioni di consenso di I/B/E/S Estimates; il rapporto prezzo/vendite (P/S), ottenuto come valore di mercato dell'indice rispetto alle vendite totali degli ultimi 12 mesi; il rapporto prezzo/valore contabile (P/B), che è il valore di mercato dell'indice rispetto al suo ultimo valore contabile disponibile; il rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo economico (CAPE), simile al rapporto P/E, ma in cui sia i prezzi che gli utili sono espressi in termini reali e gli utili sono calcolati come media dei dieci anni precedenti; il premio per il rischio azionario (ERP), definito come l'inverso del CAPE, che corrisponde al rendimento degli utili, al netto del tasso reale privo di rischio a 10 anni (obbligazioni indicizzate all'inflazione a 10 anni). Per migliorare la visualizzazione, i rapporti P/S e P/B sono moltiplicati per 10 e l'ERP per 2. Tutte le misure sono basate sull'indice TECNOUS.

rialzo del mercato azionario e quello osservato durante la bolla delle dot-com. La sostenibilità di tali valutazioni è oggetto di intenso dibattito, anche alla luce della marcata volatilità che ultimamente ha caratterizzato le quotazioni di alcune società del settore sui mercati finanziari.

Nonostante l'incertezza sull'evoluzione della profitabilità delle società che sviluppano i modelli di IA (tra cui OpenAI e Anthropic), l'espansione del mercato delle applicazioni di intelligenza artificiale continua a essere robusta e vari indicatori potrebbero giustificare le valutazioni positive sulla redditività, corrente e futura, del settore. Quest'ultima rappresenta il principale fattore alla base della crescita dei corsi azionari nel 2025. Ad esempio, i prezzi ancora assai alti delle risorse di calcolo di ultima generazione e il pressoché pieno utilizzo dei *data centers* segnalano che l'offerta stenta a tenere il passo con la domanda. Inoltre nel 2025 i ricavi dei principali fornitori di servizi cloud sono aumentati in misura superiore al 20 per cento rispetto a un livello già molto elevato (circa 350 miliardi di dollari negli ultimi quattro trimestri; figura C). Ne hanno

Figura C

Ricavi trimestrali da data centers (1)



Fonte: Banca d'Italia e relazioni finanziarie trimestrali di Alphabet, Amazon e Microsoft.

(1) Ricavi delle tre maggiori società quotate che offrono servizi cloud. Tali ricavi sono riportati come voce separata nei bilanci finanziari delle rispettive società proprietarie. – (2) Scala di destra.

beneficiato non solo gli utili di queste società ma anche quelli delle altre imprese incluse nella catena del valore, tra cui i produttori di hardware (come NVIDIA). Nel confronto con il rialzo del mercato azionario statunitense durante la bolla delle dot-com, la recente crescita delle quotazioni delle imprese tecnologiche appare più graduale e maggiormente in linea con l'aumento effettivo e atteso della redditività.

I corsi azionari hanno tuttavia mostrato oscillazioni marcate negli ultimi mesi. Vi hanno inciso sia i timori di un crescente ricorso all'indebitamento da parte di varie società – anche attraverso strutture fuori bilancio – per finanziare le spese in conto capitale⁴, sia la pubblicazione di risultati inferiori alle attese nel terzo trimestre del 2025 per alcune imprese. Dalla fine di settembre sono saliti i premi dei CDS di alcune società che stanno guidando l'espansione degli investimenti in IA⁵. Più in generale, l'affermarsi di aspettative sempre più ottimistiche sulla redditività potrebbe esporre il mercato al rischio di forti correzioni qualora tali attese si rivelassero infondate. Il rischio di contagio è inoltre alto, dal momento che le principali aziende operanti nel campo della IA hanno aumentato la propria interdipendenza, in virtù del numero crescente di legami di fornitura e partecipazione. Infine sia il rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL, sia la quota del settore tecnologico sulla capitalizzazione di mercato totale sono oggi molto elevati. Un'eventuale correzione delle quotazioni, o un ritorno delle valutazioni su valori più coerenti con la loro media storica potrebbe avere impatti significativi sulle condizioni finanziarie e sull'attività economica a livello globale.

⁴ Nell'ultimo anno la media delle spese in conto capitale in percentuale delle vendite per Alphabet, Amazon, AMD, Apple, Intel, Meta, Microsoft, NVIDIA e Oracle è aumentata del 140 per cento, mentre il debito al netto dei flussi di cassa è cresciuto in media del 115 per cento.

⁵ Sono saliti in particolare i premi dei CDS su obbligazioni emesse da CoreWeave e Oracle, mentre l'aumento dei premi su obbligazioni emesse da Alphabet, Amazon, Broadcom, Meta, Microsoft e NVIDIA è stato più moderato.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Nel terzo trimestre del 2025 il PIL è leggermente cresciuto. È proseguita la dinamica positiva degli investimenti, sospinti anche dagli incentivi fiscali e dalle misure del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), mentre l'aumento dei consumi privati è rimasto contenuto. Nel quarto trimestre l'economia avrebbe continuato a espandersi, sostenuta da un nuovo rialzo degli investimenti e, dal lato dell'offerta, dall'attività nel terziario e nell'industria. Le caute attese sull'evoluzione del quadro economico internazionale frenano i consumi delle famiglie nonostante il progressivo incremento dei redditi.

Nel terzo trimestre l'attività economica è leggermente aumentata...

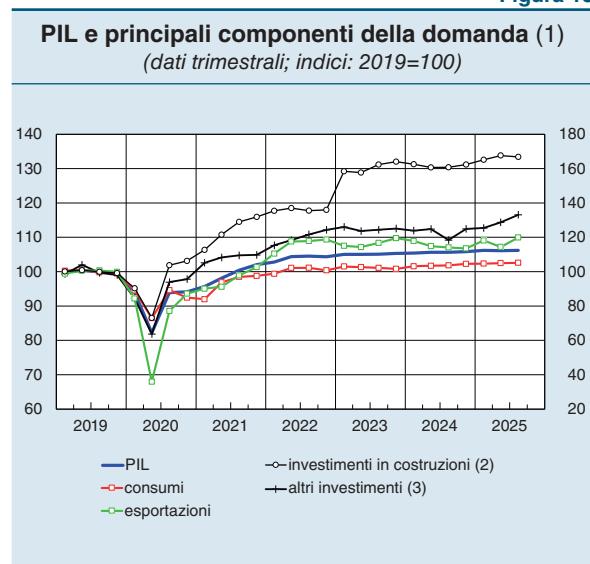
Dopo la lieve diminuzione nei mesi primaverili, il PIL italiano è tornato a crescere leggermente in estate (0,1 per cento rispetto al trimestre precedente; fig. 13 e tav. 3). Vi ha contribuito il deciso rialzo delle esportazioni, in parte ascrivibile a fattori temporanei (quali la vendita di mezzi di navigazione marittima), a fronte di un più moderato incremento delle importazioni. Al netto del significativo decumulo delle scorte, la domanda interna ha fornito un apporto positivo: hanno continuato a espandersi gli investimenti in beni strumentali, in prodotti di proprietà intellettuale e in costruzioni non residenziali, sospinti anche dagli incentivi fiscali e dalle altre misure connesse con il PNRR (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2025). I consumi delle famiglie sono nuovamente cresciuti in misura marginale, nonostante il nuovo aumento dei redditi reali. I timori sulle prospettive economiche si riflettono nella propensione al risparmio, che si mantiene più elevata rispetto al periodo precedente la pandemia (cfr. il paragrafo 2.3).

Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto è salito nei servizi, con un'ampia diffusione fra i comparti. Nei primi nove mesi dell'anno il sostegno più significativo alla crescita è stato fornito dai servizi alle imprese, che beneficiano della domanda generata dalla transizione digitale ed energetica. Nel terzo trimestre, il valore aggiunto si è invece contratto nell'industria in senso stretto (cfr. il paragrafo 2.2), tornando sui livelli della fine del 2024, e nelle costruzioni, dove la flessione nel comparto residenziale è stata compensata solo in parte dalla maggiore realizzazione di opere di ingegneria civile.

... e nel quarto avrebbe continuato a crescere in misura moderata

Sulla base delle nostre stime, nel quarto trimestre il prodotto ha continuato a espandersi, sospinto da un nuovo incremento nel terziario e da un recupero nell'industria.

Figura 13



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Scala di destra. – (3) Includono, oltre alla componente degli investimenti in impianti, macchinari e armamenti (di cui fanno parte anche i mezzi di trasporto), le risorse biologiche coltivate e i prodotti di proprietà intellettuale.

Tavola 3

| VOCI | PIL e principali componenti (1) | | | | |
|---------------------------------------|---------------------------------|----------|----------|----------|------|
| | 2024 | 2024 | 2025 | | |
| | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | |
| PIL | 0,7 | 0,2 | 0,3 | -0,1 | 0,1 |
| Importazioni di beni e servizi | -0,4 | 0,2 | 1,1 | 0,4 | 1,2 |
| Domanda nazionale (2) | 0,6 | 0,3 | 0,0 | 0,6 | -0,3 |
| Consumi nazionali | 0,6 | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| spesa delle famiglie (3) | 0,6 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| spesa delle Amministrazioni pubbliche | 1,0 | 0,4 | -0,3 | 0,2 | 0,2 |
| Investimenti fissi lordi | 0,5 | 1,9 | 1,0 | 1,5 | 0,6 |
| costruzioni | 1,5 | 1,0 | 1,7 | 1,5 | -0,5 |
| beni strumentali (4) | -0,8 | 3,0 | 0,2 | 1,5 | 1,9 |
| Variazione delle scorte (5) | .. | -0,4 | -0,3 | 0,2 | -0,6 |
| Esportazioni di beni e servizi | .. | -0,3 | 2,2 | -1,7 | 2,6 |
| Esportazioni nette (6) | 0,1 | -0,1 | 0,4 | -0,7 | 0,5 |

Fonte: Istat.

(1) Valori concatenati; i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include la voce “variazione delle scorte e oggetti di valore”. – (3) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Includono gli investimenti in impianti, macchinari e armamenti (di cui fanno parte anche i mezzi di trasporto), le risorse biologiche coltivate e i prodotti di proprietà intellettuale. – (5) Include gli oggetti di valore; contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali. – (6) Differenza tra esportazioni e importazioni; contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

Gli indicatori sulla fiducia dei consumatori segnalano il permanere di attese molto caute sulla propria condizione personale e sul quadro macroeconomico complessivo e prefigurano un’evoluzione ancora moderata dei consumi privati (cfr. il paragrafo 2.3). Nostre valutazioni suggeriscono un ulteriore aumento degli investimenti, seppure in misura più contenuta rispetto al periodo precedente; vi hanno contribuito le condizioni finanziarie favorevoli, gli incentivi fiscali e gli altri provvedimenti connessi con il PNRR (cfr. il paragrafo 2.2). I dati sul commercio estero di beni indicano un apporto pressoché nullo della domanda estera alla crescita (cfr. il paragrafo 2.4).

Secondo le nostre proiezioni macroeconomiche pubblicate nel mese di dicembre, nel 2025 il PIL sarebbe salito dello 0,6 per cento e crescerebbe allo stesso ritmo nel 2026, per accelerare lievemente nel biennio 2027-28 (cfr. il riquadro: *Lo scenario macroeconomico pubblicato in dicembre*).

LO SCENARIO MACROECONOMICO PUBBLICATO IN DICEMBRE

Le proiezioni per l’economia italiana nel periodo 2025-28, pubblicate in dicembre dalla Banca d’Italia¹, ipotizzano un rallentamento del commercio mondiale nel 2026 – riconducibile all’inasprimento dei dazi – e un profilo discendente per i prezzi delle materie prime energetiche. I costi di finanziamento per famiglie e imprese si stabilizzerebbero già da quest’anno, per poi aumentare leggermente verso la fine dell’orizzonte prevvisorio². Il quadro incorpora le informazioni sulla politica di bilancio desumibili dal *Documento programmatico di finanza pubblica 2025* (DPFP 2025) e dal *Documento programmatico di bilancio 2026*. Inoltre si suppone che l’entrata in vigore del nuovo sistema di scambio di quote di emissione di gas a effetto serra nell’Unione europea (ETS2) venga posticipata al 2028, in linea con la proposta del Consiglio europeo.

La crescita del PIL è stimata allo 0,6 per cento nel 2025 e nel 2026, allo 0,8 nel 2027 e allo 0,9 nel 2028 (tavola). L’espansione dell’attività economica sarebbe trainata prevalentemente dalla domanda

¹ Per maggiori dettagli, cfr. Banca d’Italia *Proiezioni macroeconomiche per l’economia italiana (esercizio coordinato dell’Eurosistema)*, 19 dicembre 2025.

² Le proiezioni, come concordato nell’Eurosistema, sono basate sulle informazioni disponibili al 26 novembre 2025 per la formulazione delle ipotesi tecniche e al 2 dicembre per i dati congiunturali.

Tavola

Crescita del PIL e inflazione: previsioni della Banca d'Italia e delle altre organizzazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

| VOCI | PIL (1) | | | | Inflazione (2) | | | |
|--|---------|------|------|------|----------------|------|------|------|
| | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Banca d'Italia (dicembre) | 0,6 | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 1,7 | 1,4 | 1,6 | 1,9 |
| Commissione europea (novembre) | 0,4 | 0,8 | 0,8 | – | 1,7 | 1,3 | 2,0 | – |
| OCSE (dicembre) | 0,5 | 0,6 | 0,7 | – | 1,8 | 1,7 | 1,8 | – |
| FMI (ottobre) | 0,5 | 0,8 | 0,6 | 0,7 | 1,7 | 2,0 | 2,0 | 2,0 |
| UPB (ottobre) | 0,5 | 0,4 | 0,8 | 0,6 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| <i>per memoria:</i> Banca d'Italia (ottobre) | 0,6 | 0,6 | 0,7 | – | 1,7 | 1,5 | 1,9 | – |

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 19 dicembre 2025; Commissione europea, *European Economic Forecast. Autumn 2025*, novembre 2025; OCSE, *OECD Economic Outlook. Resilient Growth but with Increasing Fragilities*, dicembre 2025; FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2025; Ufficio parlamentare di bilancio (UPB), *Audizione della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito delle audizioni preliminari all'esame del Documento programmatico di finanza pubblica 2025*, ottobre 2025.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni della Banca d'Italia e dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative. Senza tale correzione, nelle nostre previsioni il PIL crescerrebbe dello 0,5 per cento nel 2025, dello 0,7 nel 2026, dello 0,8 nel 2027 e dello 0,7 nel 2028. – (2) Misurata sull'IPCA. Le previsioni dell'UPB sono riferite al deflatore dei consumi.

interna. Si prevede un incremento dei consumi superiore a quello del prodotto, favorito dal recupero dei redditi reali e da un progressivo calo dell'incertezza, e una prosecuzione del buon andamento degli investimenti per effetto delle misure del PNRR, di condizioni di finanziamento distese e di un miglioramento delle prospettive di domanda. Le esportazioni sono stimate in aumento, sebbene in misura inferiore rispetto all'evoluzione della domanda estera, soprattutto a seguito della perdita di competitività indotta dall'apprezzamento del cambio.

Si valuta che l'occupazione continuerà a espandersi, seppure a ritmi meno sostenuti rispetto a quelli osservati negli ultimi anni e generalmente più moderati di quelli del prodotto; migliorerà leggermente la produttività. Il tasso di disoccupazione si manterrà nel complesso stabile lungo l'orizzonte previsorio.

L'inflazione rimarrebbe su valori contenuti, all'1,4 per cento nel 2026 e all'1,6 nel 2027, per poi salire all'1,9 nel 2028, riflettendo il temporaneo rialzo dei prezzi dell'energia dovuto all'introduzione della normativa europea ETS2. Al netto dei beni energetici e alimentari, l'inflazione dovrebbe collocarsi all'1,6 per cento lungo tutto l'orizzonte previsorio (in diminuzione dall'1,9 nel 2025).

Rispetto alle stime pubblicate in ottobre le proiezioni di crescita sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali nel 2027, per effetto dell'aumento più sostenuto dei consumi generato dal maggiore potere d'acquisto delle famiglie. Il profilo di inflazione è più basso di un decimo nel 2026, principalmente a causa di ipotesi di prezzi più contenuti delle materie prime energetiche, e di 3 decimi nel 2027, per il rinvio dell'entrata in vigore della normativa europea ETS2.

Il quadro previsorio rimane soggetto a forte incertezza, in particolare per quanto riguarda l'evoluzione del contesto internazionale: un ulteriore inasprimento delle politiche commerciali o eventuali forti correzioni dei mercati azionari internazionali potrebbero incidere negativamente sull'attività economica. Una maggiore crescita potrebbe invece derivare da un orientamento più espansivo della politica di bilancio nel nostro paese, anche in connessione con gli annunci di incremento delle spese per la difesa, di cui lo scenario non tiene conto.

L'inflazione potrebbe risentire di pressioni al ribasso derivanti da un andamento più sfavorevole della domanda aggregata, da un maggiore apprezzamento del tasso di cambio e dagli effetti sui prezzi all'importazione di un marcato riorientamento verso l'Europa dei flussi di beni a basso costo

provenienti dalle economie asiatiche; per il 2028 pesa anche l'incertezza sugli effetti della normativa ETS2. Per contro, le tensioni commerciali e geopolitiche potrebbero generare rincari delle materie prime e strozzature nelle catene di approvvigionamento globali, riflettendosi in un'inflazione più elevata.

Le proiezioni di crescita non si discostano in misura significativa da quelle dei principali previsori istituzionali e privati. Le stime di inflazione sono generalmente inferiori.

2.2 LE IMPRESE

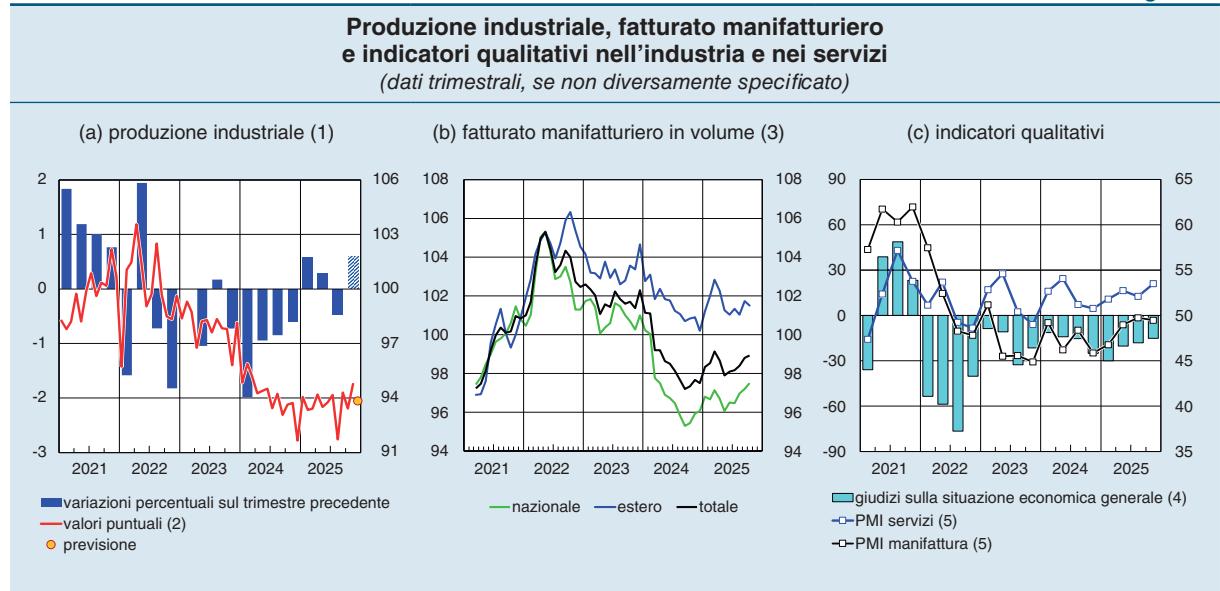
Nel terzo trimestre il valore aggiunto è aumentato nel terziario, ancora sostenuto dal buon andamento dei servizi alle imprese e dal recupero di quelli alle famiglie; è invece diminuito nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni. Secondo nostre valutazioni, nello scorso dell'anno l'attività è ancora salita nei servizi e ha recuperato nella manifattura e nel settore edile. Dopo il rialzo pronunciato dell'estate, gli investimenti hanno continuato a crescere, beneficiando di condizioni di finanziamento distese, degli incentivi fiscali e delle misure connesse con il PNRR. Le prospettive restano incerte nell'industria manifatturiera, anche a causa dell'intensificarsi della concorrenza cinese.

**In estate
la produzione
industriale
si è ridotta...**

Nei mesi estivi l'attività industriale è diminuita (fig. 14.a). Vi hanno contribuito la flessione della produzione di energia – tornata su livelli inferiori a quelli prevalenti durante la crisi energetica del 2022 – e l'attenuazione della domanda dall'estero, che nella prima parte dell'anno era stata sostenuta dall'anticipazione delle vendite verso gli Stati Uniti in vista dell'aumento dei dazi (fig. 14.b).

La produzione di beni strumentali ha invece continuato a espandersi, alimentata dalla dinamica positiva degli investimenti. Fra i settori di attività, è proseguita la crescita della farmaceutica e della produzione

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Standard & Poor's Global Ratings e Terna.
 (1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Il cerchio giallo rappresenta la previsione per dicembre 2025, l'ultima barra indica quella per il 4° trimestre 2025. – (2) Dati mensili. Indice: 2021=100. Scala di destra. – (3) Dati mensili, volumi, media mobile di tre mesi terminante nel mese di riferimento. – (4) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 gennaio 2026). – (5) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.

di apparecchiature elettroniche; la fabbricazione di mezzi di trasporto ha recuperato rispetto al trimestre precedente, ma resta in forte calo nel confronto con lo stesso periodo del 2024 e si colloca su un livello di circa un terzo inferiore a quello precedente la pandemia. L'andamento del settore riflette difficoltà strutturali, anche legate alla crisi dell'industria automobilistica in Germania (cfr. il riquadro: *La recente debolezza della manifattura in Germania e il suo impatto sul resto dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 1, 2025).

**... e sarebbe tornata
a crescere nell'ultimo
trimestre del 2025**

In novembre la produzione è aumentata dell'1,5 per cento rispetto a ottobre. Nelle nostre stime il recupero dell'attività si conferma per il complesso dei mesi autunnali, dopo il calo nell'estate.

Secondo l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia tra novembre e dicembre, i giudizi delle imprese sulla situazione economica generale sono lievemente migliorati rispetto all'estate e si registrano valutazioni più favorevoli sull'andamento della domanda per i propri prodotti, così come sulle attese a breve riguardo alle proprie condizioni operative. Tuttavia, nella media del quarto trimestre l'indice PMI per il settore della manifattura si è mantenuto intorno alla soglia che segnala stabilità dell'attività (fig. 14.c) e gli indicatori di fiducia rilevati dalle inchieste dell'Istat risultano ancora sostanzialmente inferiori alla media storica.

In prospettiva, l'attività nella manifattura potrebbe risentire dell'intensificarsi della concorrenza cinese in molti comparti, in un contesto di riorientamento dei flussi commerciali provenienti dalla Cina verso paesi diversi dagli Stati Uniti (cfr. il riquadro: *Le aspettative delle imprese italiane sugli effetti del reindirizzamento delle esportazioni cinesi*).

LE ASPETTATIVE DELLE IMPRESE ITALIANE SUGLI EFFETTI DEL REINDIRIZZAMENTO DELLE ESPORTAZIONI CINESI

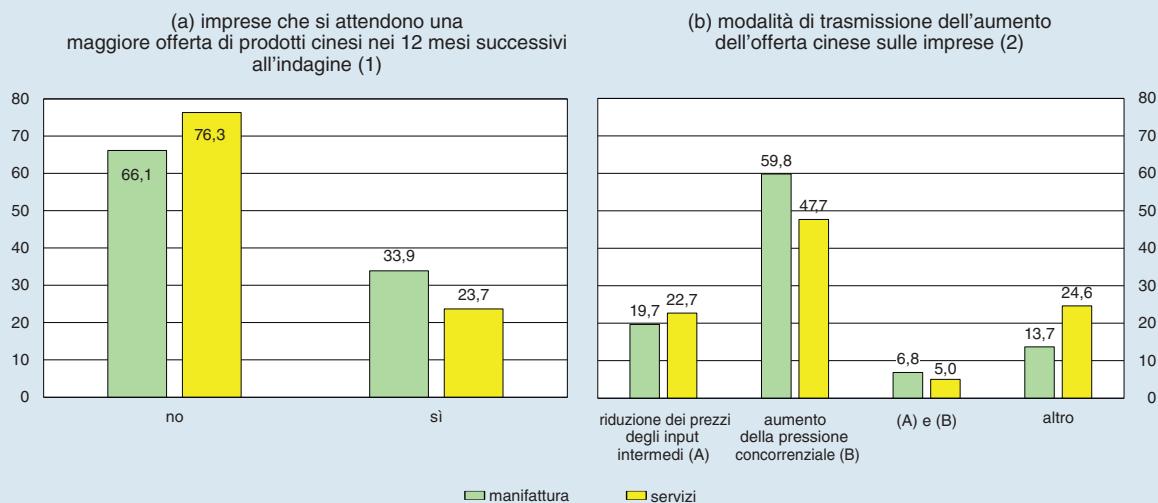
Le misure protezionistiche adottate o annunciate nel corso del 2025 stanno contribuendo a ridisegnare i flussi commerciali globali. In particolare, gli elevati dazi imposti dagli Stati Uniti hanno spinto le imprese cinesi a reindirizzare i loro prodotti verso altre economie (cfr. il paragrafo 1.1). Fra maggio e giugno del 2025, l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia¹ ha raccolto le valutazioni delle imprese italiane dell'industria e del terziario sugli effetti che questo potenziale maggiore afflusso di prodotti cinesi avrebbe potuto avere sui propri mercati di riferimento – sia europei sia extra UE – nei dodici mesi successivi all'indagine stessa.

Il 34 per cento delle imprese manifatturiere e il 24 di quelle dei servizi si attendevano un aumento dell'offerta di prodotti cinesi nei propri mercati di riferimento (figura, pannello a). Queste valutazioni risultavano più diffuse tra le aziende esportatrici. La maggior parte delle imprese riteneva che il principale canale attraverso il quale l'aumento dell'offerta cinese avrebbe potuto incidere sulla propria attività fosse l'intensificazione della concorrenza sui mercati di vendita, con conseguenti pressioni al ribasso sui prezzi (figura, pannello b). Un'altra quota di aziende, più contenuta ma comunque significativa, indicava la riduzione dei prezzi degli input intermedi quale canale rilevante.

¹ L'indagine è condotta trimestralmente su un campione di imprese italiane appartenenti ai settori di attività economica dell'industria in senso stretto, dei servizi privati non finanziari e delle costruzioni (dal 2013) con almeno 50 addetti. Per ulteriori dettagli metodologici, cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche. Metodi e fonti: note metodologiche, 8 aprile 2025.

Figura

**Giudizi delle imprese italiane sul reindirizzamento delle esportazioni cinesi
a seguito dei dazi statunitensi**
(valori percentuali)



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 8 luglio 2025.

(1) La domanda prevedeva tre possibili risposte: "no", "si, in misura modesta" e "si, in misura importante". Nel grafico, le ultime due risposte sono state accorpate in un'unica categoria ("si"), in quanto l'opzione "si, in misura importante" è stata selezionata da una quota molto contenuta di imprese (circa il 6 per cento). – (2) Le imprese intervistate avevano la possibilità di scegliere più di una risposta: riduzione dei prezzi dei beni intermedi acquistati dall'impresa (A); aumento della pressione concorrenziale sui prodotti venduti dall'impresa e quindi sui prezzi di vendita (B); altro. Nel grafico sono riportate esclusivamente le più frequenti combinazioni di risposte.

Stime econometriche, basate anche su informazioni tratte dalla successiva edizione dell'Indagine condotta fra agosto e settembre, mostrano come gli effetti attesi siano eterogenei²: per le aziende manifatturiere l'impatto negativo sulla dinamica dei prezzi è significativo sia per gli input intermedi sia per i listini di vendita; per quelle dei servizi l'effetto sui prezzi di vendita risulta invece modesto.

Le imprese esposte al reindirizzamento dei prodotti cinesi segnalano una più forte incertezza sulle proprie condizioni operative nel medio termine e una maggiore cautela nei piani di investimento. Tali indicazioni sono più diffuse tra le aziende industriali e fra quelle esportatrici, coerentemente con la prospettiva di una riallocazione graduale ma duratura dei flussi commerciali. Le imprese esposte forniscono giudizi più sfavorevoli sul quadro macroeconomico corrente e sono più pessimiste riguardo a un miglioramento nel breve periodo. Le loro aspettative di inflazione al consumo non differiscono sostanzialmente da quelle delle imprese non esposte al reindirizzamento; tuttavia tra le aziende manifatturiere si rilevano attese più contenute sugli orizzonti a breve termine.

Il possibile reindirizzamento dei prodotti cinesi verso mercati alternativi a quello statunitense è un fattore che può incidere sulle condizioni operative delle aziende. Sebbene gli effetti di breve periodo appaiano

² Per ulteriori dettagli, cfr. T. Ropele, *Re-routing of Chinese products in response to US trade tariffs: evidence from Italian firms' expectations*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

limitati³, per il suo carattere graduale e potenzialmente persistente il fenomeno può influenzare in modo significativo la capacità delle imprese di operare all'interno dei nuovi assetti del commercio globale.

³ Recenti stime suggeriscono che la quota delle esportazioni italiane di beni potenzialmente esposta a effetti di spiazzamento (legati al reindirizzamento delle esportazioni cinesi a seguito dei dazi statunitensi) sarebbe compresa tra lo 0,3 e l'1 per cento del totale, a seconda delle ipotesi formulate sull'elasticità delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti. Per ulteriori informazioni, cfr. S. Federico, F. Hassan e G. Romanini, *The effects of US tariffs on Italian firms: an ex-ante micro-level perspective*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 994, 2025. Tali valutazioni si riferiscono esclusivamente al canale della concorrenza sui mercati di vendita esteri (che dalle valutazioni raccolte nell'indagine emerge come particolarmente rilevante per le imprese esportatrici) e non tengono conto dei potenziali effetti sul mercato di vendita interno.

**L'attività nei servizi
continuerrebbe
a espandersi...**

Nel terzo trimestre la crescita del valore aggiunto nel terziario è stata diffusa e si è consolidata la tendenza positiva nei servizi di consulenza alle imprese e di informazione e comunicazione, stimolata dai processi in corso di transizione digitale ed energetica. L'attività di questi comparti avrebbe continuato a espandersi nei mesi autunnali. Anche nei settori di trasporto, ospitalità e ristorazione la crescita sarebbe stata sostenuta grazie alla dinamica positiva del turismo, come suggerito dalle inchieste dell'Istat sulla fiducia delle imprese e dagli indicatori dei consumi delle famiglie di fonte Confcommercio. Gli indici PMI sull'attività nei servizi hanno segnalato un rialzo, confermandosi al di sopra della soglia di espansione, soprattutto nella componente relativa alle nuove commesse. Analoghe indicazioni provengono sia dalle inchieste dell'Istat, in cui le attese sugli ordini hanno raggiunto il livello più elevato da gennaio 2024, sia dall'indagine della Banca d'Italia, secondo la quale il saldo positivo tra la quota di aziende che segnala un ampliamento della domanda e quella che ne indica una diminuzione è nettamente salito.

**... mentre nelle
costruzioni
riprenderebbe
ad aumentare
a tassi moderati**

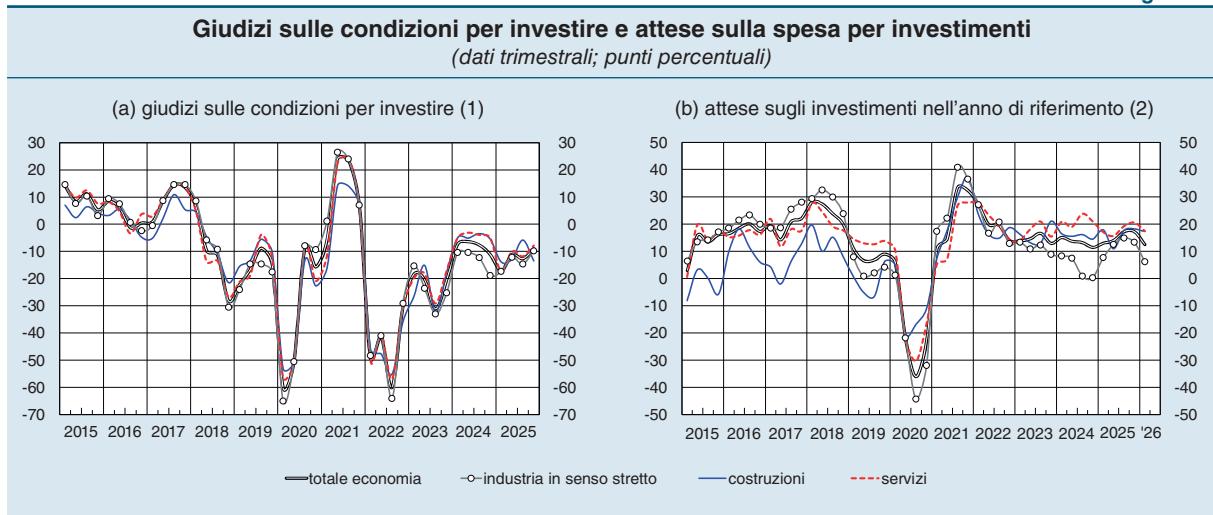
Dopo quattro trimestri consecutivi di aumento, nei mesi estivi l'attività nel settore delle costruzioni si è ridotta; il moderato incremento nel comparto non residenziale non è stato sufficiente a compensare la netta flessione dell'edilizia residenziale. Per i mesi autunnali gli indicatori qualitativi prefigurano un ritorno alla crescita del settore nel suo complesso. Secondo le inchieste dell'Istat, i giudizi sugli ordini e sui piani di costruzione segnalano una riduzione dell'attività nell'edilizia residenziale, mentre sono più positivi riguardo al comparto delle altre opere civili. Nelle indagini della Banca d'Italia, la quota di imprese che esprime valutazioni favorevoli sull'andamento della domanda è nettamente superiore a quella che ne registra un calo, con riferimento sia al quarto trimestre del 2025 sia a quello corrente.

**Sono cresciuti
gli investimenti
in macchinari
e attrezzature**

Nei mesi estivi gli investimenti totali sono aumentati a un ritmo più moderato che nei trimestri precedenti. La contrazione degli investimenti in costruzioni residenziali riflette una correzione dopo due trimestri di deciso incremento. L'accumulazione di capitale in macchinari e attrezzature si è collocata, per il secondo trimestre consecutivo, su un sentiero di robusta espansione; vi si affianca la crescita più moderata ma stabile degli investimenti in beni immateriali. La spesa in mezzi di trasporto è cresciuta in misura significativa raggiungendo il valore massimo dalla fine del 2023, plausibilmente sospinta dagli incentivi per il rinnovo del parco circolante delle aziende e delle Pubbliche amministrazioni.

Le informazioni più recenti indicano che negli ultimi tre mesi dello scorso anno sarebbe proseguito il rialzo degli investimenti diversi dalle costruzioni, per effetto delle condizioni di finanziamento favorevoli, degli incentivi fiscali e delle misure connesse con il PNRR. Secondo i dati dell'Associazione italiana leasing (Assilea), nel trimestre si è registrato un deciso incremento dei contratti stipulati per l'acquisto di beni strumentali, che ha in parte rispecchiato il sostegno degli incentivi previsti dai piani Transizione 4.0 e 5.0; le nostre indagini segnalano che poco meno di un terzo delle imprese industriali con almeno 50 addetti vi ha fatto ricorso nello scorso del 2025 o aveva in programma di ricorrervi.

Figura 15



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e di peggioramento rispetto al trimestre precedente. – (2) Saldi tra attese di aumento e di diminuzione rispetto all'anno precedente. La prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente.

La spesa in mezzi di trasporto ha beneficiato anche degli incentivi fiscali per la mobilità elettrica. Le valutazioni prospettive sui livelli degli ordini e della produzione delle imprese del comparto dei beni di investimento hanno continuato a migliorare. Sulla base delle indagini campionarie della Banca d'Italia, gli investimenti fissi continuerebbero a crescere anche nel complesso del 2026 (fig. 15).

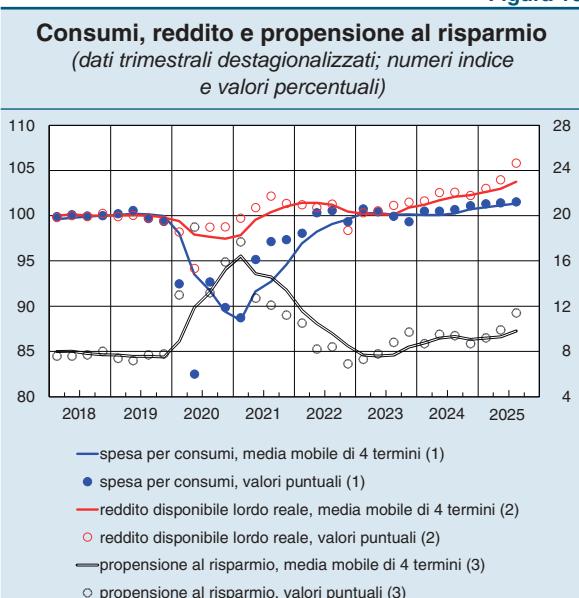
2.3 LE FAMIGLIE

Nel terzo trimestre la spesa delle famiglie è lievemente cresciuta. La propensione al risparmio è ulteriormente salita, collocandosi su valori tra i più elevati dalla crisi finanziaria globale, escludendo quelli anomali osservati durante la pandemia. Secondo nostre valutazioni, i consumi hanno continuato a espandersi in misura contenuta anche nei mesi autunnali, risentendo dell'indebolimento delle prospettive sul mercato del lavoro e di attese prudenti delle famiglie sull'evoluzione del quadro macroeconomico.

In estate i consumi delle famiglie sono aumentati di poco...

Nel terzo trimestre la spesa delle famiglie è salita in misura marginale; alla riduzione della componente dei servizi e alla stazionarietà dei consumi non durevoli si è contrapposto l'incremento degli acquisti di beni durevoli, che erano diminuiti nettamente all'inizio dell'anno. I consumi privati hanno risentito dell'incertezza sull'evoluzione del quadro macroeconomico, nonostante il proseguimento del recupero del reddito disponibile, salito dell'1,8 per cento in termini reali rispetto al periodo precedente;

Figura 16



la propensione al risparmio ha continuato ad aumentare, portandosi all'11,4 per cento (fig. 16), uno dei valori più elevati degli ultimi 15 anni, escludendo gli andamenti anomali osservati durante la pandemia.

Nel confronto con l'estate del 2024, il reddito disponibile è cresciuto a prezzi costanti del 3,1 per cento, sostenuto dal marcato rialzo del reddito da lavoro dipendente. I redditi da capitale, che includono i proventi finanziari, hanno registrato una nuova variazione positiva dopo un prolungato calo. Tali redditi esercitano in genere un impatto più limitato sulla dinamica dei consumi poiché sono percepiti principalmente dalle famiglie caratterizzate da una minore propensione marginale al consumo.

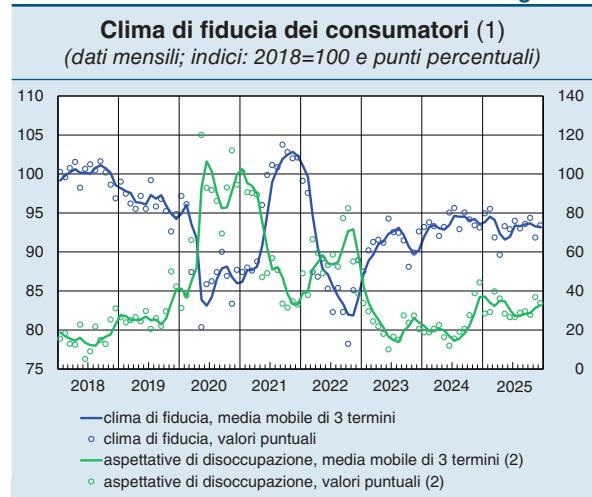
**... e avrebbero
continuato a crescere
in misura contenuta
nel quarto trimestre**

Le informazioni congiunturali più recenti prefigurano un rialzo dei consumi ancora contenuto nello scorso del 2025. Nel bimestre ottobre-novembre l'indicatore di Confcommercio è salito. Sono aumentate anche le immatricolazioni di automobili elettriche, spinte dagli incentivi statali e dagli sconti praticati delle case automobilistiche; nel complesso gli acquisti di auto restano tuttavia inferiori di circa un quinto ai livelli pre-pandemici. D'altra parte, l'indice di fiducia dei consumatori dell'Istat è lievemente diminuito nella media del quarto trimestre rispetto al terzo: il peggioramento delle prospettive sulla propria situazione economica e sul bilancio familiare, in connessione con attese meno favorevoli per il mercato del lavoro, è prevalso sull'attenuazione del pessimismo, ancora diffuso, circa le prospettive del quadro macroeconomico (fig. 17).

**Il mercato immobiliare
resta dinamico**

Nel terzo trimestre l'andamento del mercato immobiliare si è confermato positivo: è rimasta consistente la crescita dei prezzi delle abitazioni sui dodici mesi (3,8 per cento) ed è proseguito l'aumento delle compravendite (fig. 18). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* dello scorso novembre, persistono pressioni al rialzo sui canoni di locazione, seppure in lieve attenuazione, specialmente nelle aree metropolitane. Le nostre rilevazioni segnalano che una quota elevata di compravendite – in prevalenza di abitazioni preesistenti – è stata facilitata dalle condizioni di finanziamento distese. Queste ultime continuano a sostenere gli acquisti e a delineare prospettive positive anche per il quarto trimestre. Nostre elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it indicano che in autunno la domanda di abitazioni si è mantenuta vivace.

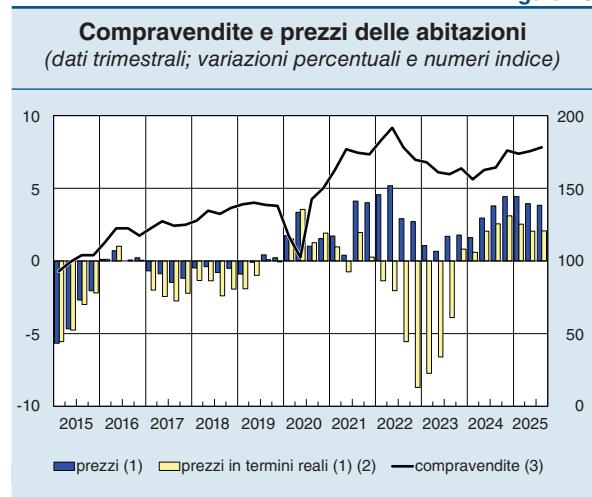
Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati destagionalizzati. In assenza del dato di aprile 2020, non rilevato a causa dell'emergenza pandemica, la media mobile dei 3 mesi terminanti rispettivamente in aprile, maggio e giugno del 2020 è costruita sulla base delle sole 2 osservazioni disponibili. – (2) Saldo tra le risposte "in aumento" e "in diminuzione". Un aumento del saldo segnala un peggioramento delle attese sul tasso di disoccupazione. Scala di destra.

Figura 18



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate.

(1) Variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. Indice: 2015=100. Scala di destra.

2.4 GLI SCAMBI CON L'ESTERO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel terzo trimestre le esportazioni in volume sono tornate ad aumentare, anche per effetto di alcuni andamenti settoriali straordinari, espandendosi a un tasso superiore a quello delle importazioni. Nel bimestre ottobre-novembre le vendite di beni, ad esclusione di alcune componenti volatili, sarebbero rimaste stabili rispetto al trimestre precedente. Tra luglio e settembre l'avanzo di conto corrente si è mantenuto elevato, beneficiando dell'evoluzione favorevole dei saldi dei beni e dei redditi da capitale; sono proseguiti, sia pure a ritmo più contenuto, gli acquisti netti di titoli pubblici italiani da parte degli investitori esteri. La posizione creditoria netta sull'estero si è rafforzata.

Le esportazioni sono cresciute nel terzo trimestre...

Dopo il calo nel secondo trimestre, nei mesi estivi le esportazioni di beni sono salite in misura significativa sia verso i mercati dell'area dell'euro, soprattutto la Francia, sia verso quelli esterni all'area, inclusi gli Stati Uniti (tav. 4 e fig. 19, pannello a). Sull'aumento delle esportazioni verso tale paese ha tuttavia inciso la vendita di navi; escludendo questi beni e altre componenti volatili, l'andamento sarebbe stato nuovamente negativo. Vi avrebbero contribuito i nuovi dazi: le esportazioni sono diminuite in quasi tutti i settori, in particolare nei compatti dei prodotti alimentari e di quelli farmaceutici, sui quali ha

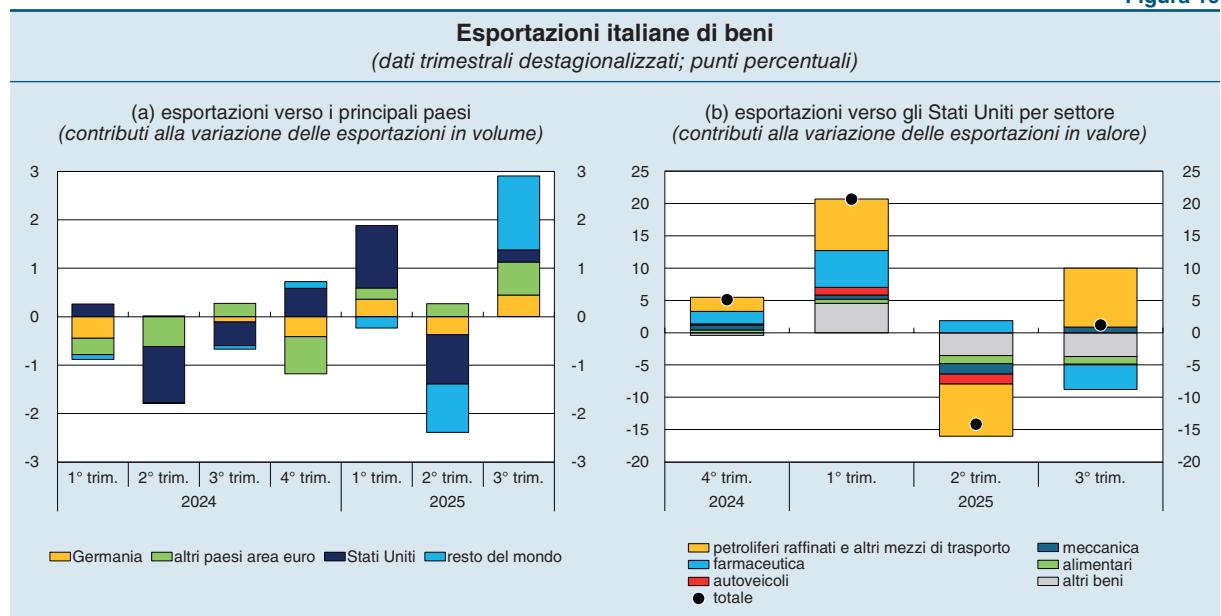
Tavola 4

| VOCI | Esportazioni e importazioni in volume (1) | | | | | |
|-------------------------------|---|----------|----------|----------|------|--|
| | (variazioni percentuali sul periodo precedente) | | | | | |
| | 2024 | 2024 | 2025 | | | |
| | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | | |
| Esportazioni | .. | -0,3 | 2,2 | -1,7 | 2,6 | |
| Beni | -0,5 | -0,5 | 1,6 | -2,1 | 2,9 | |
| in paesi dell'area dell'euro | -2,4 | -2,7 | 1,4 | -0,3 | 2,6 | |
| in paesi esterni all'area (2) | 0,9 | 1,3 | 1,8 | -3,5 | 3,1 | |
| Servizi | 2,5 | 0,5 | 4,2 | -0,2 | 1,3 | |
| Importazioni | -0,4 | 0,2 | 1,1 | 0,4 | 1,2 | |
| Beni | -1,2 | -0,3 | 1,3 | -0,2 | 1,0 | |
| da paesi dell'area dell'euro | 2,0 | -2,2 | 2,2 | -0,2 | 2,8 | |
| da paesi esterni all'area (2) | -4,5 | 1,9 | 0,4 | -0,2 | -1,0 | |
| Servizi | 2,9 | 1,8 | 0,3 | 2,5 | 1,9 | |

Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale e di commercio estero.

(1) Valori concatenati; dati annuali grezzi; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include i paesi non specificati e, per le esportazioni, le provviste di bordo.

Figura 19



Fonte: elaborazioni su dati di bilancia dei pagamenti e dati Istat di contabilità nazionale.

influito il venire meno delle anticipazioni degli acquisti (fig. 19, pannello b). In generale, la crescita delle esportazioni è stata sostenuta principalmente dai settori dei metalli di base e dei petroliferi raffinati, nonché da quello degli altri mezzi di trasporto. Anche le vendite estere di servizi sono tornate a crescere, grazie sia alla maggiore spesa in Italia dei turisti stranieri, sia alla dinamica positiva delle altre componenti dei servizi.

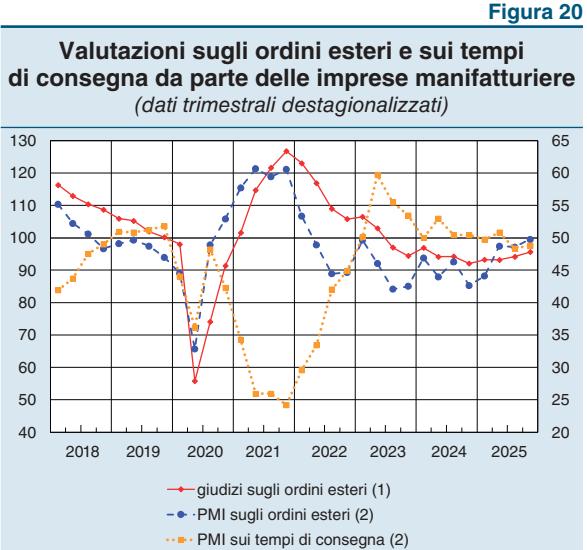
Le importazioni in volume sono ulteriormente aumentate, in particolare quelle dei servizi, nonostante un incremento piuttosto contenuto delle spese dei viaggiatori italiani all'estero. Per i beni il rialzo è stato trainato dagli scambi con i paesi dell'area dell'euro, in particolare Germania e Francia; sono invece diminuiti gli acquisti dai paesi esterni all'area, inclusi quelli dalla Cina, che erano cresciuti notevolmente nel primo semestre¹.

... e sono rimaste stabili in ottobre e in novembre, al netto di alcune componenti volatili

In base a nostre stime su dati di commercio estero ancora parziali, nel bimestre ottobre-novembre le vendite di beni in volume sono diminuite, al netto della stagionalità, rispetto al terzo trimestre; escludendo le esportazioni di navi, sono rimaste sostanzialmente stabili. Sia l'indicatore sugli ordini dell'indagine Istat presso le imprese manifatturiere, sia il corrispondente indice PMI prefigurano una lieve ripresa della domanda estera (fig. 20).

Il surplus di conto corrente si mantiene elevato

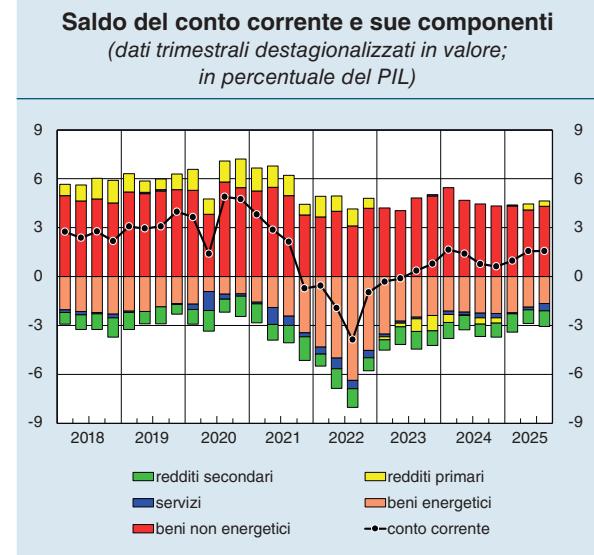
Nel terzo trimestre l'avanzo di conto corrente, al netto di fattori stagionali, è stato pari a 8,8 miliardi di euro, l'1,6 per cento del PIL trimestrale, come nel periodo precedente (fig. 21 e tav. 5). Il surplus riflette il buon andamento del saldo dei beni – soprattutto per la riduzione del disavanzo energetico – e di quello dei redditi primari, in particolare per il calo dei redditi da capitale passivi.



Fonte: Istat e Standard & Poor's Global Ratings.

(1) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media dall'inizio della serie storica (gennaio 2000) e sommato il valore 100. Quest'ultimo rappresenta pertanto un saldo tra le risposte "in aumento" e quelle "in diminuzione" in linea con la media storica. Il 2° trimestre 2020 è la media di 2 mesi: il dato di aprile non è stato rilevato a causa dell'emergenza pandemica. – (2) Indice di diffusione relativo al fenomeno considerato, ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in miglioramento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Valori sopra (sotto) 50 indicano un miglioramento (peggioramento). Media trimestrale. Scala di destra.

Figura 21



Fonte: per il PIL, Istat; per la disaggregazione fra beni energetici e non energetici, elaborazioni su dati Istat di commercio estero.

¹ Nel complesso dei primi tre trimestri del 2025 le importazioni in valore dalla Cina sono aumentate sul periodo corrispondente del 7 per cento nei dati di bilancia dei pagamenti e del 20 per cento nei dati di commercio estero; la differenza è attribuibile ad acquisti di eccezionale importo di prodotti farmaceutici per lavorazioni temporanee, che in base agli standard statistici non contribuiscono alle importazioni di beni nella contabilità nazionale, ma sono inclusi nelle statistiche di commercio estero.

**Resta positiva
la domanda dall'estero
di titoli pubblici
italiani**

Nei mesi estivi il conto finanziario ha registrato un aumento delle attività nette sull'estero (12,5 miliardi di euro; tav. 5). Il saldo positivo degli investimenti di portafoglio ha riflesso i significativi acquisti di fondi comuni da parte soprattutto di famiglie e imprese non finanziarie; vi hanno inoltre contribuito gli acquisti di titoli di debito a lungo termine, in particolare di quelli emessi dalla Francia e dalla Spagna, da parte di banche, assicurazioni e fondi pensione. Dal lato delle passività, sono proseguiti gli investimenti in titoli pubblici italiani dei non residenti, seppure a un ritmo più contenuto, in un contesto di emissioni nette negative da parte del Tesoro. È rimasta positiva la domanda estera per le obbligazioni del settore privato, in particolare per quelle emesse da società non finanziarie.

**Il saldo debitario
su TARGET continua
a diminuire**

Nel terzo trimestre la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema TARGET si è ridotta di 11,4 miliardi, a 383 miliardi alla fine di settembre; il calo ha rispecchiato anche il versamento della settima rata del PNRR, di importo pari a 18 miliardi. Nei mesi successivi è proseguita la graduale contrazione del saldo passivo, arrivato a 358 miliardi alla fine di dicembre.

**La posizione creditoria
netta sull'estero
si è rafforzata**

Al termine del terzo trimestre la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 297,6 miliardi, pari al 13,3 per cento del PIL (dal 10,7 alla fine del trimestre precedente). La variazione di 59,6 miliardi rispetto alla fine di giugno riflette sia il surplus di conto corrente e conto capitale sia, in misura maggiore, aggiustamenti di valutazione positivi in larga parte legati alla rivalutazione delle riserve ufficiali in oro.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel terzo trimestre il numero di occupati è rimasto stabile; è tornato a crescere nei mesi autunnali. La partecipazione al mercato del lavoro è aumentata nuovamente tra i lavoratori più anziani mentre è diminuita tra i giovani, contribuendo alla riduzione del tasso di disoccupazione. Nel settore privato non agricolo le retribuzioni hanno continuato a espandersi in misura contenuta, leggermente al di sopra dell'inflazione.

**Nel terzo trimestre
il numero di occupati
non è variato
ma sono aumentate
le ore lavorate**

Nei mesi estivi, secondo i *Conti economici trimestrali* (CET), il numero di occupati è rimasto pressoché invariato (fig. 22.a): l'espansione nelle costruzioni ha compensato il lieve calo nell'industria in senso stretto e nei servizi privati. Le ore lavorate sono aumentate dello 0,7 per cento, sospinte dalla crescita delle ore lavorate per addetto, che negli ultimi quattro anni sono salite tornando ai valori del 2011. Sulla base dei dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), larga parte del recente rialzo è attribuibile al calo della quota di lavoratori a tempo parziale che, anche a fronte delle difficoltà di reclutamento segnalate dalle imprese, è scesa

Tavola 5

| VOCI | Bilancia dei pagamenti (saldi in miliardi di euro) | | | | |
|---|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2024 | | 2024 | | 2025 |
| | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | |
| Conto corrente | 23,8 | 3,6 | -2,3 | 10,3 | 14,4 |
| corretto per la stagionalità e per i giorni lavorativi | 24,4 | 3,4 | 5,4 | 8,8 | 8,8 |
| per memoria: in % del PIL (1) | 1,1 | 0,6 | 1,0 | 1,6 | 1,6 |
| Conto capitale | -0,4 | 1,0 | 0,3 | 0,8 | -0,3 |
| Conto finanziario | 51,8 | 22,3 | -8,1 | 7,4 | 12,5 |
| Investimenti diretti | 17,5 | 5,2 | -2,3 | -3,2 | 2,8 |
| Investimenti di portafoglio | -78,8 | -17,8 | -0,9 | -33,4 | 29,4 |
| Derivati | 3,4 | 0,5 | 0,1 | 0,1 | -3,1 |
| Altri investimenti (2) | 107,7 | 34,1 | -4,5 | 41,7 | -16,9 |
| Variazione riserve ufficiali | 2,1 | 0,3 | -0,5 | 2,2 | 0,4 |
| Errori e omissioni | 28,4 | 17,7 | -6,2 | -3,7 | -1,6 |

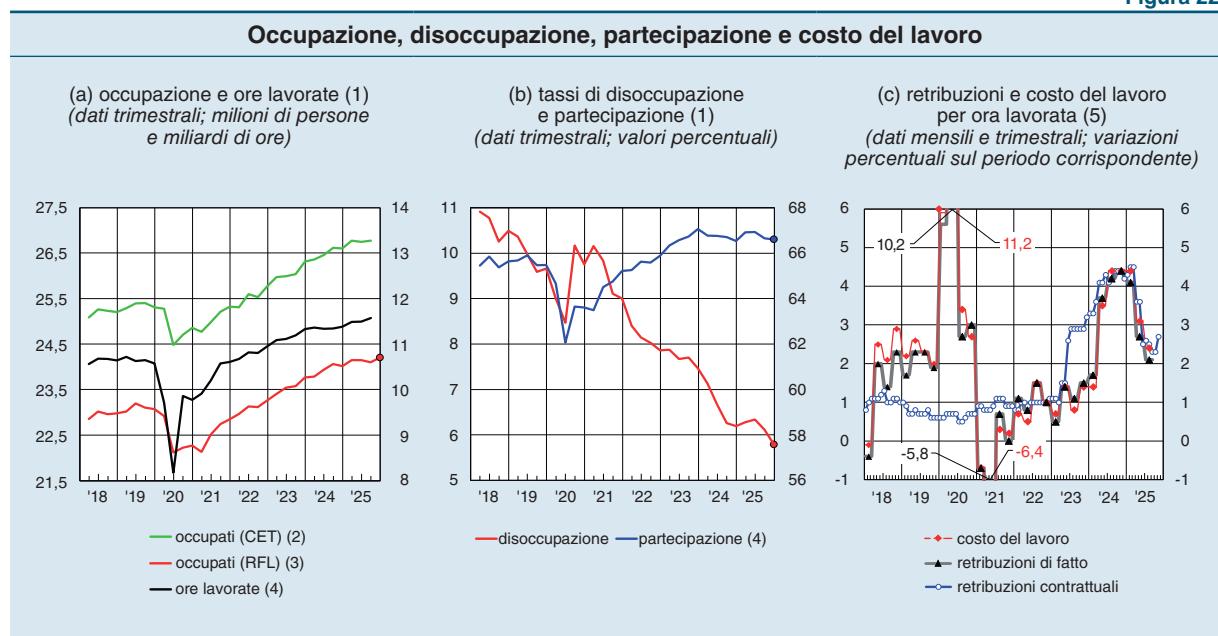
(1) Il dato annuale per il 2024 è riferito al saldo di conto corrente non corretto per la stagionalità. – (2) Include la variazione del saldo TARGET.

al 15,5 per cento², oltre 3 punti percentuali in meno rispetto ai massimi del 2019. Dopo l'incremento nella prima metà del 2025, nel bimestre agosto-settembre il numero di ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni si è collocato su livelli analoghi a quelli del 2024.

Sono scesi i tassi di occupazione e di partecipazione tra i più giovani

Secondo i dati dell'RFL, nel terzo trimestre è proseguita la crescita del tasso di occupazione nella fascia di età compresa tra 50 e 64 anni, a fronte di una riduzione nelle classi più giovani. Nella fascia 15-24 anni è leggermente diminuita la partecipazione al mercato del lavoro (-0,8 punti percentuali)³, in parte compensata dall'incremento fra le persone con più di 50 anni (0,2 punti percentuali). Nel complesso il tasso di attività è passato al 66,6 per cento dal 66,9 del trimestre precedente (fig. 22.b); il tasso di disoccupazione è lievemente sceso (-0,2 punti percentuali).

Figura 22



L'occupazione è tornata a crescere in ottobre e novembre

Sulla base dei dati provvisori dell'RFL, nel bimestre ottobre-novembre il numero di occupati è tornato ad aumentare (dello 0,4 per cento rispetto alla media del trimestre precedente). La partecipazione ha continuato a scendere nella classe di età 15-24 anni ed è salita nuovamente fra i più anziani; il tasso di disoccupazione è ulteriormente diminuito, al 5,8 per cento, su valori assai contenuti nel confronto storico.

² Negli ultimi anni è scesa anche la quota del part-time volontario, che nel terzo trimestre del 2025 interessava approssimativamente solo il 2,3 per cento degli occupati, quasi un punto percentuale in meno rispetto allo stesso periodo del 2019.

³ Negli ultimi due anni la partecipazione nella fascia di età tra 15 e 24 anni si è ridotta di oltre 4 punti percentuali, principalmente per l'aumento della quota di giovani impegnata in percorsi di studio.

Nel complesso dei primi 11 mesi del 2025 gli occupati sono aumentati di 128.000 unità, 72.000 in meno nel confronto con lo stesso periodo del 2024. L'espansione, trainata dai settori dei servizi privati e delle costruzioni, ha interessato il lavoro a tempo indeterminato e quello autonomo, mentre si sono ridotte le posizioni dipendenti temporanee.

Le retribuzioni private rallentano

In estate l'aumento delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo è stato del 2,5 per cento su base annua (dal 3,2 in primavera; fig. 22.c). Le retribuzioni orarie di fatto sono salite del 2,1 per cento (dal 2,7). La dinamica positiva delle retribuzioni contrattuali si è mantenuta moderata anche nel bimestre ottobre-novembre e si attenuerebbe nel 2026, nonostante gli ultimi accordi siglati in diversi comparti del settore privato (cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva*).

L'IMPATTO DEI RECENTI AUMENTI CONTRATTUALI SULLA DINAMICA RETRIBUTIVA

Nella media dei primi undici mesi del 2025 le retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo sono cresciute del 3,2 per cento, 1,5 punti percentuali in più dell'inflazione. Sono stati rinnovati numerosi contratti, alcuni dei quali scaduti da molti mesi (15 in media), che hanno interessato oltre quattro milioni di lavoratori, circa un terzo dei dipendenti del settore privato¹.

Nonostante il recupero iniziato nel 2023, a novembre scorso le retribuzioni contrattuali in termini reali risultavano ancora più basse del 7,7 per cento rispetto ai livelli di gennaio del 2021, con differenze settoriali persistenti. Nei servizi la riduzione del potere d'acquisto è stata quasi doppia di quella osservata nell'industria, per via del maggiore ritardo nei rinnovi e della minore diffusione delle clausole di recupero dell'inflazione.

I rinnovi più recenti hanno definito incrementi salariali leggermente inferiori al 3 per cento annuo, in considerazione delle moderate aspettative di inflazione².

Dopo una trattativa di 17 mesi, a novembre è stato siglato il contratto nazionale dell'industria metalmeccanica privata e dell'installazione di impianti, il più diffuso della manifattura, che interessa oltre 2 milioni di lavoratori (pari al 17 per cento dei dipendenti)³. L'accordo ha validità fino a giugno 2028 e ha mantenuto la clausola di recupero a posteriori del differenziale tra l'inflazione attesa (IPCA-NEI) al momento del rinnovo e quella realizzata. Questo meccanismo, introdotto nel contratto del 2016, ha consentito un parziale recupero del potere d'acquisto eroso dalla recente accelerazione dei prezzi: tra gennaio 2021 e novembre 2025 le retribuzioni reali del settore sono scese del 3,3 per cento, un calo inferiore a quello registrato negli altri comparti⁴. A regime gli aumenti tabellari comporteranno complessivamente una crescita della retribuzione annua dell'8,7 per cento tra giugno del 2024 (data di scadenza del precedente contratto) e giugno del 2028⁵.

¹ Oltre a quello della metalmeccanica, recentemente sono stati rinnovati i contratti dei laterizi, delle telecomunicazioni, delle radio e televisioni private, della gomma-plastica, dell'autonoleggio e dei servizi ambientali.

² Le previsioni dell'IPCA al netto dei beni energetici importati (IPCA-NEI) diffuse dall'Istat lo scorso giugno per il quadriennio 2025-28 sono pari al 2,0 per cento nel 2025, all'1,9 nel 2026 e al 2,0 nel 2027 e nel 2028.

³ Si fa riferimento all'indagine *Contratti collettivi e retribuzioni contrattuali* dell'Istat, relativa al totale economia.

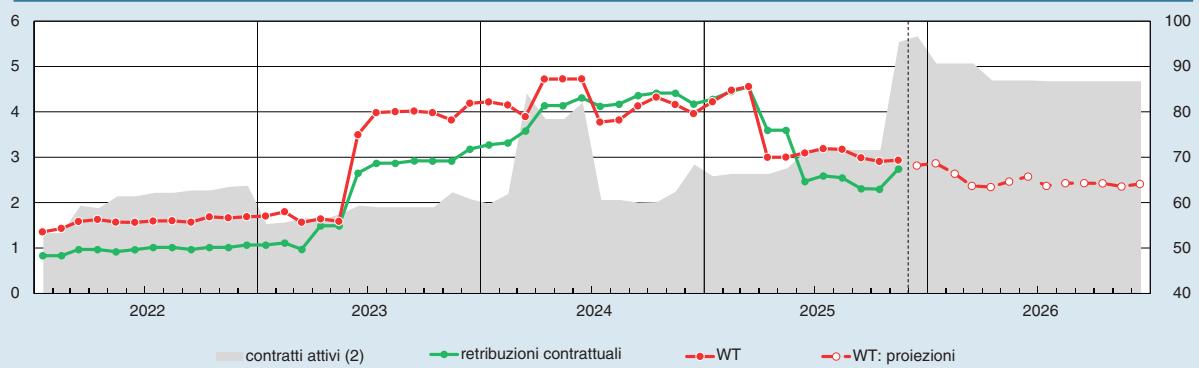
⁴ Il recupero non è stato completo perché nel biennio 2021-22 l'IPCA-NEI è cresciuto meno dell'indice generale dei prezzi al consumo (7,3 e 10,8 per cento, rispettivamente).

⁵ Sebbene il contratto decorra formalmente da novembre 2025, si include anche l'aumento erogato a giugno dello stesso anno per effetto della clausola di adeguamento ex post dei minimi.

Per il 2026 sono previsti pochi rinnovi: secondo le nostre stime oltre l'80 per cento dei dipendenti è coperto da contratti validi che rimarranno in vigore per tutto l'anno. La dinamica salariale sarà quindi determinata pressoché interamente da aumenti definiti da accordi già firmati. Il *wage tracker* (WT) per l'Italia, indicatore che misura la crescita delle retribuzioni sulla base dei soli contratti in vigore (cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva*, in *Bollettino economico*, 4, 2024)⁶, segnala che la crescita delle retribuzioni contrattuali, ridottasi dal secondo trimestre del 2025, continuerà a indebolirsi anche nel 2026, pur rimanendo al di sopra dell'inflazione attesa (figura).

Figura

Crescita tendenziale dei contratti attivi su base annua: settore privato non agricolo (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente e valori percentuali)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Istat e sulle informazioni raccolte nell'archivio dei CCNL del settore privato non agricolo gestito dalla Banca d'Italia, che comprende oltre il 70 per cento dei dipendenti del comparto.
(1) La linea nera tratteggiata corrisponde all'ultimo aggiornamento disponibile per la serie dell'indice delle retribuzioni contrattuali dell'Istat (novembre 2025). – (2) Scala di destra.

⁶ L'indice delle retribuzioni contrattuali prodotto dall'Istat nell'indagine *Contratti collettivi e retribuzioni contrattuali* (linea verde della figura) include anche i contratti scaduti: il campione dell'indagine si basa sui 75 contratti più rappresentativi all'interno di ogni settore di attività considerato, compresi quelli del comparto agricolo e del pubblico impiego.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nell'ultimo trimestre del 2025 l'inflazione è rimasta su livelli nettamente più bassi della media dell'area dell'euro, riflettendo una crescita più modesta dei prezzi dei servizi e un calo più marcato di quelli dell'energia. La componente di fondo è in lieve diminuzione e si colloca su valori di poco inferiori al 2 per cento. Le pressioni inflazionistiche all'origine si mantengono molto contenute. Le aspettative di inflazione delle famiglie e delle imprese restano moderate.

**L'inflazione
al consumo
rimane contenuta**

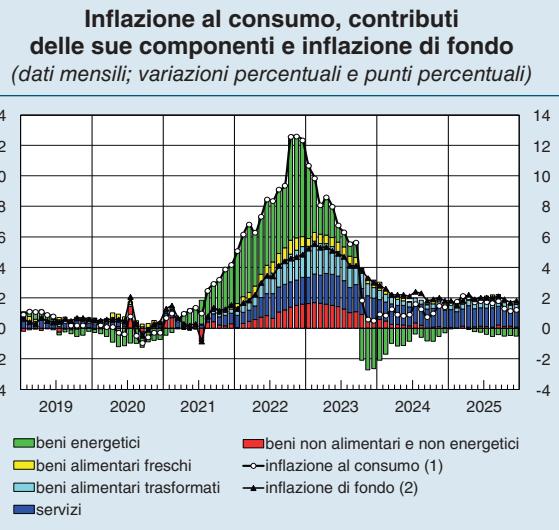
Nella media del quarto trimestre l'inflazione armonizzata al consumo si è significativamente ridotta rispetto ai mesi estivi, portandosi all'1,2 per cento in dicembre (fig. 23 e tav. 6), ben al di sotto di quella registrata nel complesso dell'area dell'euro (2,0 per cento). Al differenziale con il resto dell'area hanno contribuito una crescita più contenuta dei prezzi dei servizi e un calo più deciso di quelli dell'energia, che nel periodo 2022-23 erano aumentati in misura maggiore a quanto osservato negli altri principali paesi. L'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici è scesa sotto al

2 per cento nei mesi autunnali, riflettendo la marcata flessione di quella dei servizi. Su questo andamento ha inciso in particolare la forte decelerazione rispetto al trimestre precedente dei prezzi dei servizi relativi ai viaggi. La dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasta molto modesta. Tra le componenti più volatili prosegue il marcato calo dei prezzi dei beni energetici su base annua, mentre si è ridotta la crescita di quelli dei beni alimentari, in particolare dei prodotti freschi.

Le pressioni all'origine si attenuano ancora

Nell'ultimo trimestre l'inflazione alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno è nettamente scesa, portandosi in novembre a -0,3 per cento sui dodici mesi. Tale dinamica ha riflesso principalmente la decisa diminuzione dei prezzi dei beni energetici e il rallentamento di quelli dei beni di consumo. Al netto dell'energia, i prezzi alla produzione continuano a salire a ritmi contenuti, con un incremento su base annua inferiore all'1 per cento.

Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. – (2) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA al netto di energetici e alimentari.

Tavola 6

Indicatori di inflazione in Italia
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, se non diversamente specificato)

| PERIODO | IPCA (1) | | | | NIC (2) | IPP (3) |
|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------------------------|---------|---------|
| | Indice generale | Beni alimentari | Beni energetici | Al netto di energetici e alimentari | | |
| 2022 | 8,7 | 8,0 | 51,3 | 3,3 | 8,1 | 42,8 |
| 2023 | 5,9 | 9,2 | 1,1 | 4,5 | 5,7 | -8,3 |
| 2024 | 1,1 | 2,5 | -10,1 | 2,2 | 1,0 | -5,7 |
| 2025 – gen. | 1,7 | 2,3 | -0,7 | 1,8 | 1,5 | 6,0 |
| feb. | 1,7 | 2,4 | 0,6 | 1,5 | 1,6 | 8,5 |
| mar. | 2,1 | 2,7 | 2,7 | 1,8 | 1,9 | 5,4 |
| apr. | 2,0 | 3,0 | -0,7 | 2,2 | 1,9 | 3,8 |
| mag. | 1,7 | 3,1 | -1,9 | 1,9 | 1,6 | 2,7 |
| giu. | 1,8 | 3,3 | -2,1 | 2,0 | 1,7 | 3,9 |
| lug. | 1,7 | 3,8 | -3,5 | 2,0 | 1,7 | 2,4 |
| ago. | 1,6 | 3,8 | -4,8 | 2,0 | 1,6 | 0,5 |
| set. | 1,8 | 3,6 | -3,8 | 2,1 | 1,6 | 1,5 |
| ott. | 1,3 | 2,5 | -4,4 | 1,9 | 1,2 | 0,2 |
| nov. | 1,1 | 1,9 | -4,2 | 1,7 | 1,1 | -0,3 |
| dic. | (1,2) | (2,6) | (-4,5) | (1,8) | (1,2) | |

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

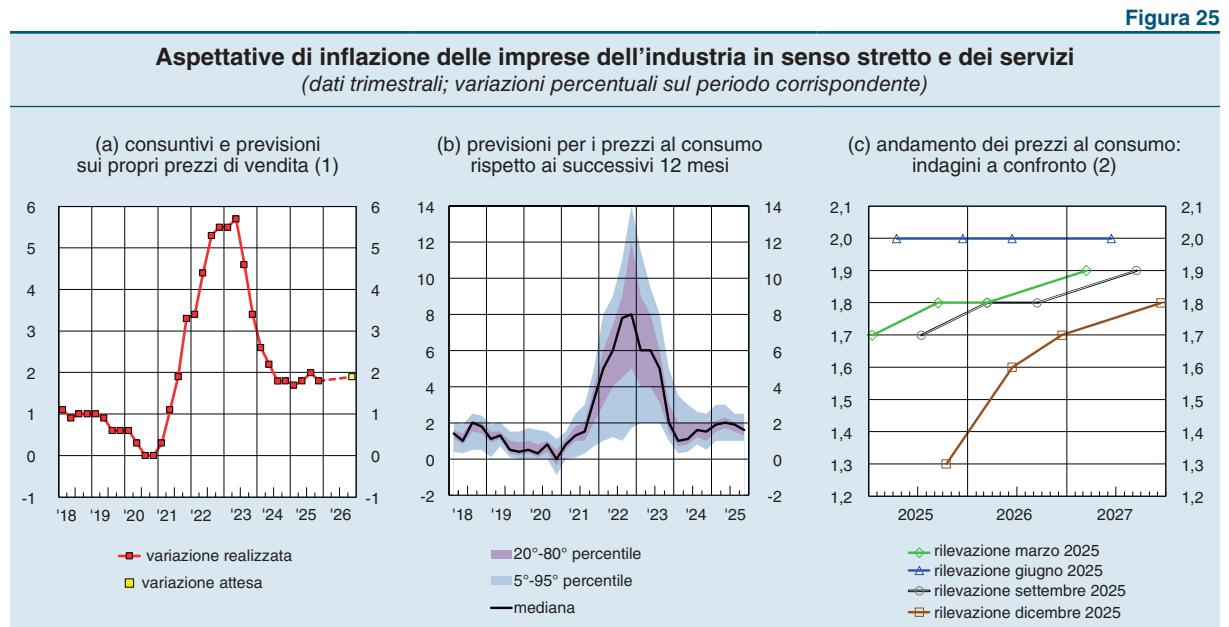
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno.

Negli ultimi tre mesi del 2025 gli indici PMI dei prezzi degli input sono aumentati nella manifattura – guidati dalla dinamica dei costi delle materie prime non energetiche – e in misura più contenuta nei servizi; in entrambi i casi si collocano al di sopra della soglia di espansione.

In estate il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore privato non agricolo ha leggermente accelerato (4,2 per cento su base annua, da 4,0; fig. 24); il rallentamento delle retribuzioni è stato più che compensato dal peggioramento della dinamica della produttività (-1,7 per cento, da -0,9 dei mesi primaverili, cfr. il paragrafo 2.5). I margini di profitto sono diminuiti rispetto al trimestre precedente, attestandosi su livelli analoghi a quelli prepandemici sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi privati.

Le attese di inflazione di famiglie e imprese restano moderate

*Le aziende intervistate tra novembre e dicembre nell'ambito dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita** si attendono un aumento dei propri listini inferiore al 2 per cento nel corso del 2026 (fig. 25.a). Le aspettative sull'inflazione al consumo a dodici mesi si sono collocate all'1,7 per cento (fig. 25.b), in lieve ribasso rispetto alla rilevazione precedente (fig. 25.c).



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 gennaio 2026.
(1) Media (depurata dalle osservazioni anomale) delle risposte delle imprese ai quesiti sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei successivi 12 mesi. – (2) La data in legenda indica il mese in cui l'indagine è stata condotta. Il primo punto di ciascuna curva rappresenta l'ultimo dato definitivo disponibile dell'inflazione al momento della realizzazione dell'indagine (tipicamente riferito a 2 mesi prima); il dato viene fornito nel questionario come riferimento per la formulazione delle aspettative delle imprese. Il secondo punto rappresenta la media delle previsioni degli intervistati sul valore dell'inflazione a 6 mesi rispetto alla data dell'indagine; il terzo punto la media a 12 mesi; il quarto la media a 24 mesi.

Secondo le inchieste dell'Istat, nella media del quarto trimestre la quota di nuclei familiari che prevede un incremento dei prezzi nei prossimi dodici mesi è leggermente scesa.

2.7 IL CREDITO E LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

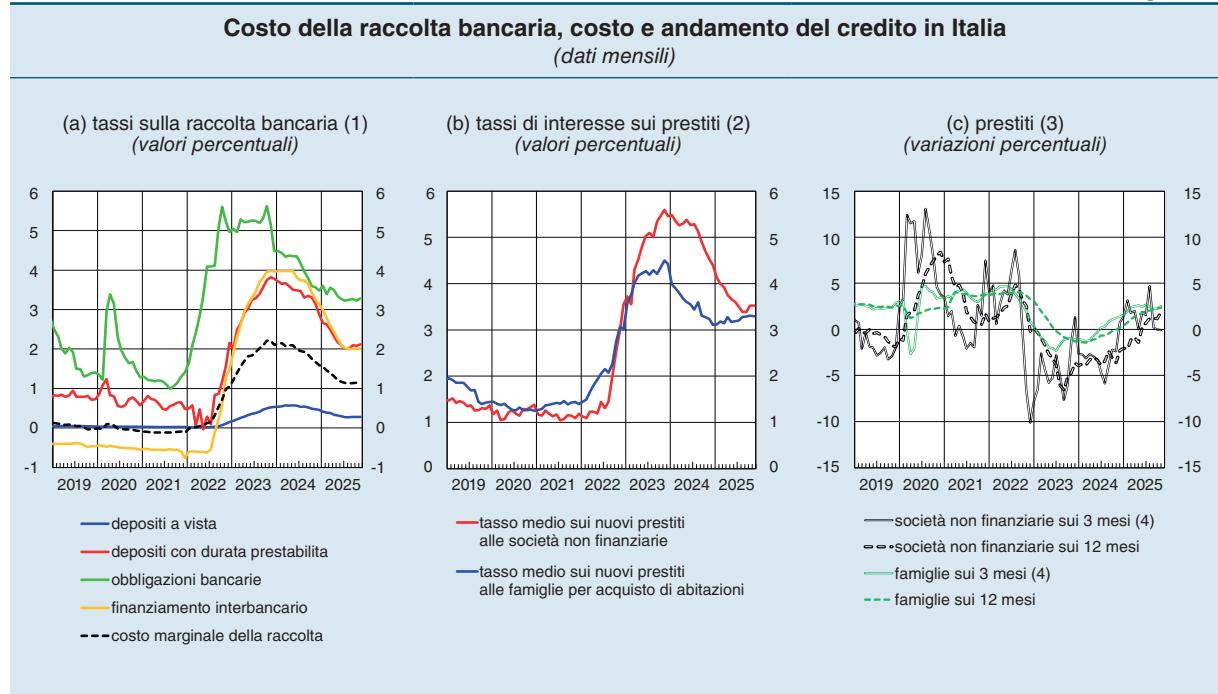
In autunno il costo della raccolta bancaria e i tassi sui prestiti a imprese e famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati. Si è rafforzata la dinamica positiva dei finanziamenti. Le politiche di offerta di credito non sono mutate; la domanda di prestiti da parte sia delle imprese sia delle famiglie per l'acquisto di abitazioni è in lieve aumento. La crescita delle emissioni obbligazionarie delle aziende si conferma robusta, pur riducendosi di poco; il rendimento medio è leggermente salito.

Il costo della raccolta bancaria si è mantenuto invariato

Il costo marginale della raccolta bancaria è rimasto invariato tra agosto e novembre (all'1,1 per cento; fig. 26.a), riflettendo la sostanziale stabilità di tutte le componenti.

La variazione sui dodici mesi della provvista bancaria è aumentata (al 4,7 per cento, dal 4,1), beneficiando principalmente dell'accelerazione delle passività nette verso non residenti e della minore flessione delle passività verso l'Eurosistema. La crescita dei depositi dei residenti non ha registrato variazioni di rilievo; il rallentamento delle componenti detenute dalle famiglie e dalle società finanziarie è stato in parte compensato dall'accelerazione di quelle delle società non finanziarie e delle Amministrazioni pubbliche.

Figura 26



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Bloomberg e ICE Bank of America Merrill Lynch.

(1) Il costo marginale della raccolta è calcolato come media ponderata del costo delle varie fonti di provvista delle banche, utilizzando come pesi le rispettive consistenze. Si tratta del costo che la banca sosterrebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento. – (2) Valori medi. I tassi sui prestiti si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (3) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riconfigurazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Le variazioni percentuali sui 3 mesi sono in ragione d'anno. – (4) I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo.

I tassi sui prestiti sono rimasti pressoché immutati Tra agosto e novembre il costo dei nuovi prestiti alle imprese è lievemente salito (al 3,6 per cento, dal 3,5; fig. 26.b), riportandosi sui livelli di luglio⁴; l'incremento è stato maggiore per i nuovi finanziamenti fino a un milione di euro, mentre è stato più limitato per quelli di importo superiore. Il differenziale tra i due tassi si mantiene contenuto in prospettiva storica. Il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie, che hanno un periodo di rideterminazione del tasso in prevalenza a lungo termine, è rimasto invariato (al 3,3 per cento), in linea con la sostanziale stabilità dell'*interest rate swap* (IRS) a dieci anni.

Da maggio 2024, appena prima dell'avvio della fase di allentamento della politica monetaria, i tassi di interesse medi sui prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti rispettivamente di circa 180 e di quasi 70 punti base.

Si è rafforzata la dinamica positiva del credito alle imprese e alle famiglie In novembre la crescita dei prestiti alle società non finanziarie è aumentata rispetto a quella di agosto (1,8 per cento sui dodici mesi, da 1,2; fig. 26.c): la dinamica si è ridotta per i prestiti fino a un anno, è rimasta sostanzialmente stabile per quelli tra 1 e 5 anni ed è divenuta meno negativa per le scadenze oltre i 5 anni.

La crescita dei finanziamenti alle società di maggiore dimensione si è intensificata (2,4 per cento, da 1,7), mentre si è attenuata la diminuzione dei prestiti alle imprese più piccole (-6,5 per cento, da -7,0). Tra i settori di attività economica, l'espansione del credito alle imprese dei servizi si è rafforzata, l'andamento dei prestiti alle aziende operanti nelle costruzioni è tornato positivo per la prima volta da gennaio 2023 e la contrazione dei finanziamenti nella manifattura si è attenuata.

Tra agosto e novembre il credito alle famiglie⁵ ha accelerato (2,3 per cento, da 2,0), rispecchiando il rafforzamento della dinamica dei mutui (3,3 per cento, da 2,9) e una crescita del credito al consumo che si è mantenuta stabile e sostenuta (4,4 per cento).

Le politiche di offerta di credito alle aziende sono rimaste invariate Secondo gli intermediari italiani che hanno partecipato all'ultima indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*, BLS)⁶, condotta tra la fine di settembre e l'inizio di ottobre, sia i criteri di offerta sui prestiti alle imprese sia i termini e le condizioni generali applicati a tali finanziamenti sono rimasti invariati nel terzo trimestre. Nelle valutazioni delle banche, l'incertezza geopolitica e le tensioni commerciali non hanno avuto effetti significativi sulle politiche di offerta alle aziende. La domanda di credito da parte delle imprese ha segnato un nuovo lieve incremento, generato dal minore ricorso all'autofinanziamento e da maggiori necessità sia per gli investimenti fissi sia per il rifinanziamento del debito. Sulla base dei risultati relativi al quarto trimestre delle indagini condotte presso le imprese dall'Istat e dalla Banca d'Italia, le condizioni di accesso al credito bancario non hanno registrato nel complesso variazioni di rilievo⁷.

⁴ Il tasso medio dei nuovi prestiti alle imprese in agosto potrebbe avere risentito del volume contenuto di nuove erogazioni effettuate nel mese (27 miliardi di euro, a fronte di una media di 42 miliardi nell'ultimo anno).

⁵ La definizione di famiglie cui si fa riferimento è quella armonizzata dell'Eurosistema, che include le famiglie consumatrici, le imprese individuali e le società prive di personalità giuridica.

⁶ Per ulteriori informazioni sull'indagine e sui risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Indagine sul credito bancario \(BLS\)](#).

⁷ L'indagine dell'Istat sulla fiducia delle imprese manifatturiere segnala un lieve peggioramento delle condizioni di accesso al credito, di intensità comunque minore rispetto a quello osservato lo scorso trimestre per tutte le classi dimensionali.

Per quanto riguarda il credito alle famiglie, nel terzo trimestre del 2025 i criteri di offerta sono rimasti immutati per i prestiti destinati all'acquisto di abitazioni, mentre sono stati resi più restrittivi per il credito al consumo; la domanda di finanziamenti da parte delle famiglie è lievemente aumentata per i mutui ed è diminuita per il credito al consumo.

Le obbligazioni emesse dalle società non finanziarie hanno continuato a crescere

In novembre la crescita delle obbligazioni emesse dalle imprese, pur attenuandosi, si è confermata robusta (al 5,3 per cento su base annua, dal 7,7 in agosto). Tra ottobre e l'inizio di gennaio i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane sono saliti appena (al 3,6 per cento, dal 3,5); da maggio 2024 il rendimento medio si è ridotto di circa 80 punti base. Il finanziamento netto mediante capitale di rischio è ancora contenuto.

2.8 LA FINANZA PUBBLICA

Sulla base delle informazioni disponibili, nel 2025 in rapporto al PIL l'indebitamento netto si sarebbe ridotto e il debito pubblico sarebbe invece cresciuto. La legge di bilancio approvata dal Parlamento in dicembre dà attuazione ai programmi delineati dal Governo con il Documento programmatico di finanza pubblica di ottobre. Vengono confermati nella sostanza i saldi del disegno di legge per la manovra di bilancio relativa al triennio 2026-28, lasciando invariato il disavanzo nel 2026 rispetto alla legislazione previgente e aumentandolo di 0,3 punti percentuali di PIL in media all'anno nel biennio successivo. La manovra destina risorse per il sostegno al reddito delle persone fisiche, le imprese, la sanità e le spese in conto capitale; le coperture più consistenti riguardano l'inasprimento della tassazione a carico degli intermediari finanziari e delle assicurazioni, la riprogrammazione del PNRR e tagli e posticipi di spesa.

Nel 2025 l'indebitamento netto in rapporto al prodotto si sarebbe ridotto

Sulla base delle informazioni attualmente disponibili si può valutare che, in linea con le attese del Governo e della Commissione europea, lo scorso anno l'indebitamento netto si sia ridotto nel confronto con il valore registrato nel 2024 (3,4 per cento del PIL).

Sono coerenti con questa valutazione anche le stime recentemente diffuse dell'Istat sui tre trimestri iniziali del 2025. Nei primi nove mesi dello scorso anno il disavanzo è stato più contenuto di quello dello stesso periodo del 2024 di circa 0,2 punti percentuali del prodotto, per effetto di un aumento delle entrate (in particolare dei contributi sociali).

Il rapporto tra il debito e il PIL sarebbe cresciuto

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche dei primi undici mesi del 2025 è stato pari a 127 miliardi di euro, circa 8 in più del corrispondente periodo del 2024⁸. Negli stessi mesi le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato sono risultate più alte del 2 per cento rispetto all'anno precedente.

A fine novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 3.124,9 miliardi di euro, in aumento di 158 miliardi dalla fine del 2024, riflettendo, oltre all'incremento del fabbisogno, soprattutto quello di quasi 27 miliardi delle disponibilità liquide. Nell'intero anno, come atteso, il rapporto con il prodotto sarebbe cresciuto. A novembre la vita media residua del debito corrispondeva a 7,8 anni, sostanzialmente in linea con quella osservata al termine dell'anno precedente. La quota del debito pubblico detenuto dalla Banca d'Italia era scesa al 18,6 per cento, proseguendo la flessione in atto dagli ultimi mesi del 2022. Alla fine di settembre l'onere medio del debito risultava marginalmente inferiore a quello del 2024, al 2,9 per cento (fig. 27).

⁸ A dicembre, il settore statale – per il quale si dispone di dati più aggiornati – ha registrato un avanzo di cassa pari a 11,7 miliardi, un valore superiore di quasi 4 miliardi a quello del 2024.

Tavola 7

| VOCI | Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali indicatori di finanza pubblica (1) (percentuali del PIL) | | | | |
|---------------------------------|---|-------|-------|-------|-------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Indebitamento netto | 3,4 | 3,0 | 2,8 | 2,6 | 2,3 |
| Avanzo primario | 0,5 | 0,9 | 1,2 | 1,5 | 1,9 |
| Spesa per interessi | 3,9 | 3,9 | 3,9 | 4,1 | 4,3 |
| Indebitamento netto strutturale | 4,1 | 3,4 | 2,9 | 2,8 | 2,6 |
| Debito (2) | 134,9 | 136,2 | 137,4 | 137,3 | 136,4 |

Fonte: DPFP 2025.

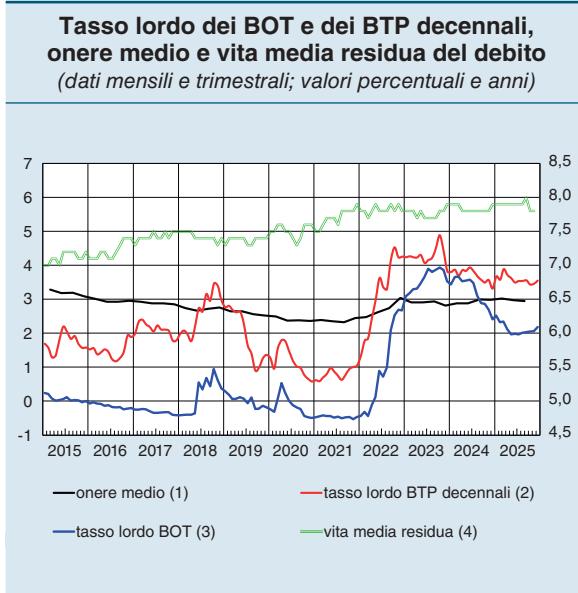
(1) Dati di consuntivo per il 2024 e obiettivi ufficiali per gli anni 2025-28. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi dell'area dell'euro.

Il Parlamento ha approvato la manovra di bilancio per il triennio 2026-28

Lo scorso autunno il Governo ha presentato il disegno di legge per la manovra di bilancio relativa al triennio 2026-28⁹, dando attuazione ai programmi delineati dal Governo con il *Documento programmatico di finanza pubblica 2025* (DPFP 2025; tav. 7). Nel confronto con la legislazione previgente, il disavanzo rimaneva invariato nel 2026 e aumentava di 0,3 punti percentuali di PIL in media all'anno nel biennio 2027-28.

Il disegno di legge destinava quasi 6 miliardi in media all'anno al sostegno del reddito disponibile delle persone fisiche, 2,6 miliardi alla sanità e 3,7 alla spesa in conto capitale, tra cui gli investimenti di Anas e Rete ferroviaria italiana spa.

Tra le coperture, le più consistenti erano rappresentate dall'inasprimento di diversi regimi di tassazione a carico degli intermediari finanziari e delle assicurazioni (oltre 4 miliardi di euro in media all'anno nel biennio 2026-27 e 1,8 nel 2028) e dalla riprogrammazione degli interventi finanziati dal PNRR (circa 5 miliardi nel 2026 e mezzo miliardo in media all'anno nel 2027-28). Erano inoltre previsti tagli e posticipi di spesa a valere sul Fondo di sviluppo e coesione e a carico delle Amministrazioni centrali (circa 3 miliardi in media all'anno).

Figura 27

Fonte: Istat, per la spesa per interessi.

(1) Rapporto tra la spesa per interessi nei 4 trimestri terminanti in quello di riferimento e la consistenza del debito alla fine del corrispondente trimestre dell'anno precedente. – (2) Media mensile del rendimento a scadenza del titolo benchmark scambiato sul mercato telematico dei titoli di Stato. – (3) Rendimento all'emissione calcolato come media ponderata, sulla base delle quantità assegnate, dei tassi composti di aggiudicazione alle aste di emissione regolate nel mese. – (4) Scala di destra.

⁹ Per maggiori dettagli, cfr. *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2026-28*, testimonianza del Vice Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia F. Balassone, Commissioni riunite 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 6 novembre 2025.

Lo scorso 30 dicembre il Parlamento ha approvato la legge di bilancio, confermando nella sostanza i saldi del disegno di legge e apportando alcune modifiche. Si segnalano in particolare gli interventi che interessano le imprese: da un lato un aumento della spesa per incentivi agli investimenti; dall'altro maggiori entrate soprattutto a seguito di un ampliamento della platea di imprese tenute al versamento del trattamento di fine rapporto all'INPS, nonché dell'introduzione di un acconto del contributo al servizio sanitario nazionale sui premi delle assicurazioni dei veicoli e dei natanti.

Il Documento programmatico di bilancio 2026 è in linea con la raccomandazione del Consiglio della UE

Nel pacchetto d'autunno del semestre europeo diffuso a novembre, la Commissione si è espressa in merito al *Documento programmatico di bilancio 2026*, valutando la manovra per l'anno in corso coerente con il tetto di crescita della spesa netta delineato nella raccomandazione rivolta al Governo italiano dal Consiglio della UE il 21 gennaio 2025.

La Commissione ha inoltre approvato la riprogrammazione del PNRR richiesta dal Governo. La dotazione totale del Piano rimane invariata, tuttavia vengono introdotte ulteriori misure, mentre altre sono state modificate o soppresse. Per alcuni provvedimenti sono istituiti nuovi strumenti attuativi che permetteranno la diluizione della spesa negli anni successivi a quello di formale chiusura del Piano. La Commissione ha infine effettuato il pagamento dell'ottava rata del PNRR (la terzultima), pari a 12,8 miliardi (di cui 9,7 a titolo di prestiti e 3,1 a titolo di sovvenzioni). Il totale delle erogazioni finora percepite dall'Italia ammonta a 153,2 miliardi (di cui 54,1 in sovvenzioni).

