



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

ottobre 2025

4 | 2025



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 4 / 2025
Ottobre

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, 2025

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 Maria Conti, Antonio Coran, Antonio Dalla Zuanna, Giuseppe Floccari, Simona Giglioli, Stefano Pica

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

Riquadri: Davide Delle Monache, Fadi Hassan, Michele Mancini, Fabiana Sabatini

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.2025.4>

Aggiornato con i dati disponibili al 16 ottobre 2025, 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	13
1.3 I mercati finanziari	20
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	24
2.2 Le imprese	27
2.3 Le famiglie	29
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	31
2.5 Il mercato del lavoro	35
2.6 La dinamica dei prezzi	37
2.7 Il credito e le condizioni di finanziamento	39
2.8 La finanza pubblica	41

INDICE DEI RIQUADRI

I dazi statunitensi e i primi effetti sugli scambi globali	9
Le tensioni commerciali e la domanda di credito delle imprese dell'area dell'euro	19
Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana	25
L'impatto dei dazi statunitensi sull'indotto delle imprese italiane	32

L'Appendice statistica è disponibile sul sito internet www.bancaditalia.it

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, divulgate 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 espressa 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 conseguenti, 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

L'economia globale continua a risentire delle tensioni commerciali internazionali

Gli accordi siglati dagli Stati Uniti con l'Unione europea e altri partner hanno avviato la definizione di un nuovo assetto delle relazioni commerciali. Il quadro è tuttavia in evoluzione e l'incertezza sulle politiche commerciali pesa ancora sulle prospettive dell'economia globale nel medio termine. Nel secondo trimestre i più alti dazi hanno già contribuito a ridurre il commercio internazionale, come atteso dai principali osservatori. Gli effetti sull'economia statunitense sono stati finora limitati: il PIL è tornato a espandersi, seppure in un contesto di indebolimento del mercato del lavoro. L'economia cinese continua a essere frenata dalla debolezza della domanda interna. Secondo le previsioni del Fondo monetario internazionale, nella media del biennio 2025-26 la crescita globale sarà leggermente inferiore a quella dello scorso anno.

La crescita del PIL dell'area è modesta

Nei mesi primaverili il PIL dell'area dell'euro ha nettamente decelerato; è venuta meno la straordinaria spinta della domanda statunitense che lo aveva sostenuto nel primo trimestre, connessa con l'anticipazione degli acquisti in vista dell'entrata in vigore dei dazi. Sulla base delle nostre stime, la crescita del prodotto è stata modesta anche nei mesi estivi. Secondo le più recenti proiezioni degli esperti della Banca centrale europea, il PIL dell'area aumenterà di poco più dell'1 per cento all'anno nella media del triennio 2025-27. L'inflazione al consumo si colloca attorno al 2 per cento dallo scorso maggio; è prevista in lieve discesa nel 2026, per poi tornare su valori non distanti dall'obiettivo nel 2027.

La BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali

Nelle riunioni di luglio e di settembre il Consiglio direttivo della BCE ha lasciato invariati i tassi ufficiali. Tra maggio e agosto il costo del credito alle imprese è ulteriormente diminuito per effetto della trasmissione del precedente allentamento della politica monetaria. Nonostante tale flessione, la dinamica dei prestiti è rimasta moderata, risentendo

della debolezza della domanda e delle tensioni commerciali; queste ultime in particolare hanno indotto una ricomposizione dei finanziamenti dalle scadenze a lungo termine verso quelle a breve.

L'economia italiana è tornata a crescere nei mesi estivi

Il PIL dell'Italia è sceso lievemente nel secondo trimestre, riflettendo il forte calo delle esportazioni, come in altri paesi dell'area. Sulla base delle nostre valutazioni, nel terzo trimestre l'economia italiana è tornata a espandersi, seppure in misura modesta. Al nuovo rialzo degli investimenti – grazie alle più favorevoli condizioni di finanziamento, agli incentivi fiscali e alle misure connesse con il PNRR – si è associato il leggero aumento dei consumi, sospinti dal miglioramento della fiducia delle famiglie e dalla tenuta dei redditi da lavoro. L'attività è cresciuta nei servizi e nelle costruzioni, mentre è restata debole nella manifattura.

Si è ampliato l'avanzo di conto corrente

Dopo la contrazione nei mesi primaverili, secondo nostre stime le esportazioni di beni in volume sono tornate a salire nel bimestre luglio-agosto. Tra aprile e giugno l'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti si è ampliato. Si è ulteriormente rafforzata la domanda di titoli italiani da parte degli investitori esteri. La posizione netta sull'estero resta largamente creditoria, seppure in riduzione a causa del deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro.

L'occupazione si è stabilizzata

Nel secondo trimestre il numero di occupati è rimasto pressoché invariato, a fronte di un leggero incremento delle ore lavorate pro capite. Il tasso di partecipazione è nuovamente salito fra i lavoratori più anziani, ma è diminuito tra i più giovani; quello di disoccupazione si conferma su valori bassi in tutte le classi anagrafiche. Si è attenuata la crescita delle retribuzioni contrattuali, che resta tuttavia al di sopra dell'inflazione. Nei mesi estivi l'occupazione si è mantenuta stabile e le retribuzioni hanno ancora rallentato.

**L'inflazione
resta contenuta**

Nel terzo trimestre l'inflazione si è confermata poco al di sotto del 2 per cento. Anche la componente di fondo si è collocata su valori simili: all'aumento molto debole dei prezzi dei beni non energetici si è contrapposto quello più robusto dei servizi. I prezzi dei beni alimentari hanno accelerato, a causa di fattori temporanei i cui effetti dovrebbero venire meno nei prossimi mesi. Rimane moderata la crescita dei prezzi alla produzione.

**La dinamica dei
prestiti alle imprese
è tornata positiva**

È proseguita la trasmissione delle riduzioni dei tassi ufficiali al costo della raccolta bancaria e a quello dei finanziamenti alle imprese. Il credito alle società non finanziarie ha ripreso a crescere: l'andamento dei prestiti è tornato positivo nei servizi e si è attenuata la flessione nell'industria. Le indagini presso le banche segnalano che la domanda di finanziamenti delle imprese si è rafforzata, in un contesto caratterizzato dall'assenza di tensioni dal lato dell'offerta. Il credito alle famiglie ha accelerato.

**L'indebitamento netto
scenderebbe
al 3 per cento del PIL**

In base al Documento programmatico di finanza pubblica 2025 approvato dal Governo il 2 ottobre, l'indebitamento netto si ridurrebbe al 3 per cento del PIL nel 2025; scenderebbe poi gradualmente fino al 2,3 nel 2028. Il debito pubblico continuerebbe ad au-

mentare portandosi al 137,4 per cento del prodotto nel 2026, per poi ridursi di circa un punto percentuale nel successivo biennio.

**Il prodotto italiano
beneficerà
dell'espansione
della domanda interna**

Secondo le nostre proiezioni, in Italia il PIL salirà dello 0,6 per cento nel 2025 e nel 2026 e dello 0,7 nel 2027. Lo scenario tiene conto degli accordi commerciali tra Stati Uniti e Unione europea e di una minore incertezza sulle politiche commerciali. Il prodotto sarà sostenuto dalla crescita degli investimenti, mentre nell'anno in corso le scelte di consumo resteranno improntate alla cautela, per poi riflettere maggiormente l'espansione del reddito disponibile. La domanda estera risentirà dei maggiori dazi e dell'apprezzamento dell'euro. L'inflazione al consumo si collocherà all'1,7 per cento nel 2025, scenderà all'1,5 nel 2026 e risalirà all'1,9 nel 2027.

Il quadro previsivo è soggetto a elevata incertezza, riconducibile in particolare all'evoluzione delle politiche commerciali e dei conflitti in corso. La crescita potrebbe risentire dei timori sulle prospettive delle finanze pubbliche nell'area dell'euro e in altre economie avanzate. D'altra parte, un orientamento più espansivo della politica di bilancio a livello europeo, connesso in particolare con un significativo incremento delle spese per la difesa, potrebbe sostenere l'attività economica.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Negli Stati Uniti l'attività economica ha ripreso a espandersi, ma sono peggiorate le condizioni del mercato del lavoro. L'economia cinese continua a risentire della debolezza della domanda interna. Le conseguenze delle nuove politiche commerciali statunitensi sono già visibili nei flussi di merci. Secondo le previsioni del Fondo monetario internazionale, nella media del biennio 2025-26 la crescita globale sarà leggermente inferiore a quella dello scorso anno; permangono inoltre rischi al ribasso legati all'evoluzione delle relazioni internazionali. L'incertezza sulle politiche commerciali resta elevata, nonostante gli accordi raggiunti dall'amministrazione statunitense con alcuni dei principali paesi e con l'Unione europea. La Federal Reserve ha tagliato i tassi di riferimento in considerazione del deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro e delle sue prospettive.

L'economia statunitense ha ripreso a crescere

Nel secondo trimestre il PIL degli Stati Uniti è tornato a salire (tav. 1). Si sono fortemente contratte le importazioni, dopo l'eccezionale incremento dell'inizio dell'anno, causato dall'anticipazione degli acquisti dall'estero in vista dell'entrata in vigore dei dazi (*front-loading*). Nel bimestre luglio-agosto il mercato del lavoro si è nettamente indebolito; nonostante il prolungato calo della fiducia delle famiglie, la dinamica dei consumi rimane robusta. Gli effetti dei più alti dazi sull'economia statunitense rimarrebbero ancora limitati: nel terzo trimestre il prodotto sarebbe aumentato a ritmo moderato nelle attese degli analisti e più sostenuto in base alle stime di alcune sedi regionali della Federal Reserve. L'evoluzione del quadro macroeconomico potrebbe però risentire nel breve termine anche del blocco delle attività amministrative federali (*government shutdown*) in atto dall'inizio di ottobre. In Cina nel secondo trimestre l'attività è cresciuta a un ritmo

Tavola 1

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

Fonte: per i dati sulla crescita, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e le previsioni, FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 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 FMI, *World Economic Outlook*, luglio 2025. –

(3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

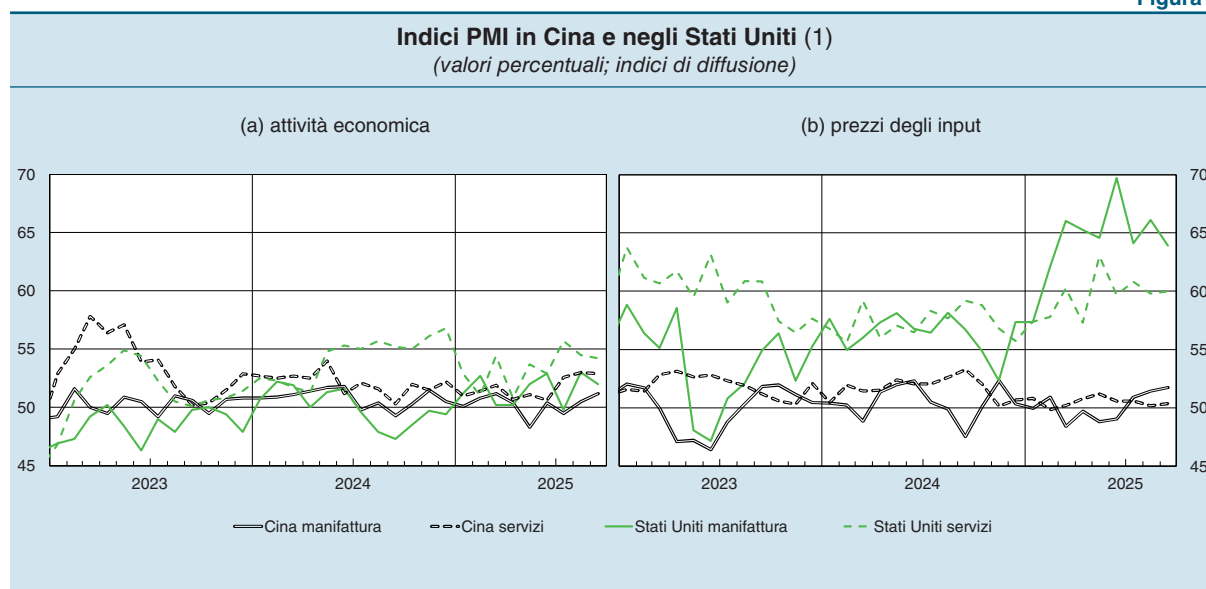
analogo a quello del primo, frenata dalla debolezza della domanda interna, che sarebbe proseguita anche nei mesi estivi. Nello stesso periodo si è accentuata la flessione delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti, compensata dall'incremento di quelle verso l'Asia, l'America latina e l'Unione europea.

L'attività manifatturiera negli Stati Uniti è sospinta dall'accumulazione delle scorte

Nel terzo trimestre l'indice dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) delle imprese manifatturiere negli Stati Uniti si è nuovamente collocato al di sopra della soglia compatibile con l'espansione (fig. 1.a); è stato sospinto dall'accumulazione delle scorte innescata dai timori di un rincaro degli input nei prossimi mesi, come segnalato dalla relativa componente del PMI (fig. 1.b).

In Cina l'indice dell'attività si è riportato al di sopra della soglia di espansione, in linea con il lieve miglioramento delle prospettive sulla domanda estera; vi ha inciso la sospensione fino al 10 novembre dell'entrata in vigore di dazi statunitensi molto più elevati di quelli applicati finora. I PMI dei servizi continuano a indicare la crescita dell'attività sia negli Stati Uniti sia in Cina.

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.

Le prospettive del commercio internazionale rimangono deboli

Nel secondo trimestre il commercio mondiale è diminuito a causa del forte calo delle importazioni statunitensi, dovuto alla fine dell'anticipazione degli acquisti e ai primi effetti diretti dei dazi (cfr. il riquadro: *I dazi statunitensi e i primi effetti sugli scambi globali*). Le prospettive del commercio internazionale restano deboli: nei mesi estivi gli indici globali degli ordini esteri si sono mantenuti al

di sotto della soglia compatibile con l'espansione, sia nella manifattura sia nei servizi.

Le previsioni della crescita globale sono pressoché invariate

Secondo le proiezioni pubblicate in ottobre dall'FMI il prodotto mondiale si espanderebbe del 3,2 per cento nel 2025 e del 3,1 nel 2026 (in leggero calo dal 3,3 del 2024), sostanzialmente in linea con quanto indicato in luglio.

Permangono tuttavia rischi al ribasso per l'attività economica globale a causa, da un lato, della perdurante incertezza sulle politiche commerciali, e dall'altro, delle prospettive di finanza pubblica in alcune economie avanzate e delle eventuali connesse tensioni sui mercati finanziari.

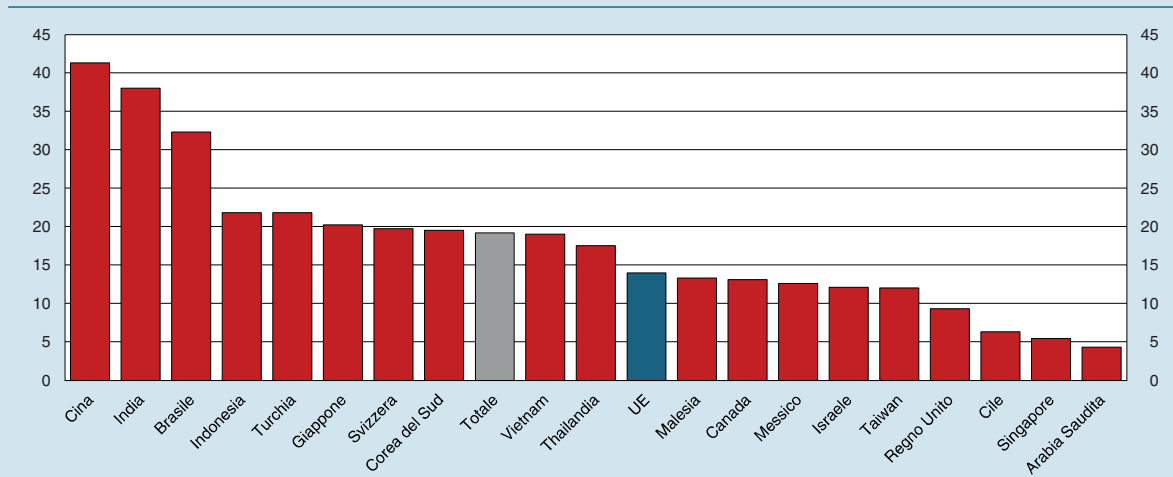
I DAZI STATUNITENSIS E I PRIMI EFFETTI SUGLI SCAMBI GLOBALI

Dall'inizio del 2025 l'amministrazione statunitense ha attuato una marcata svolta protezionista; ha in più riprese elevato i dazi per specifici settori (acciaio, alluminio, automotive, rame, prodotti farmaceutici) e li ha fortemente innalzati, dapprima nei confronti di Cina, Messico e Canada e in seguito verso tutti i paesi, prevedendo in molti casi aumenti mirati ("dazi reciproci"). Gli accordi commerciali conclusi successivamente con alcuni partner e altre revisioni hanno modificato le aliquote inizialmente previste, ma nell'insieme il dazio effettivo, in vigore da agosto, è prossimo al 20 per cento (era il 3 per cento alla fine del 2024).

Tra i partner commerciali maggiormente colpiti figurano Cina, India e Brasile (figura A)¹. Le economie che hanno concluso accordi bilaterali con gli Stati Uniti – tra cui Unione europea, Regno Unito e Giappone – hanno beneficiato in alcuni casi di esenzioni settoriali (come per il comparto automobilistico) e, in generale, di condizioni più favorevoli rispetto ai paesi che non hanno raggiunto alcun accordo.

Figura A

Livello dei dazi effettivi per i principali partner commerciali degli Stati Uniti (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati della Base pour l'analyse du commerce international (BACI) e del Market access map HS6 (MAcMap-HS6) del Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII); World Integrated Trade Solution (WITS) della Banca Mondiale; P. Fajgelbaum, P. Goldberg, P. Kennedy, A. Khandelwal e D. Taglioni, *The US-China trade war and global reallocations*, "American Economic Review: Insights", 6, 2, 2024, pp. 295-312; F.P. Conteduca, M. Mancini e A. Borin, *Roaring tariffs: the global impact of the US 2025 trade war*, "VoxEU CEPR", 6 maggio 2025.

(1) I livelli dei dazi rappresentati tengono conto delle esenzioni e pertanto differiscono dalle aliquote più elevate riportate negli ordini esecutivi dell'amministrazione statunitense.

Con l'accordo firmato il 27 luglio, le esportazioni di beni della UE sono assoggettate a un dazio base del 15 per cento, un valore inferiore all'aumento di 30 punti percentuali indicato in luglio dall'amministrazione statunitense, ma superiore di 13 punti all'aliquota effettiva in vigore alla fine del

¹ In seguito all'annuncio dei dazi reciproci del 2 aprile, la Cina ha avviato un'escalation commerciale con gli Stati Uniti caratterizzata da aumenti simmetrici che hanno oltrepassato i 100 punti percentuali. Il 12 maggio i due paesi hanno concordato una sospensione di 90 giorni che ha riportato il livello medio dei dazi sulle importazioni dalla Cina a circa il 40 per cento, un incremento di 30 punti percentuali rispetto al gennaio 2025. Tale sospensione è stata successivamente prorogata fino al 10 novembre. Nel caso dell'India, la decisione di aumentare fortemente i dazi è stata motivata dalla volontà di sanzionare l'importazione di petrolio russo da parte di questo paese; per il Brasile i provvedimenti, che hanno colpito più della metà delle esportazioni verso gli Stati Uniti, sono frutto delle tensioni politiche con il governo brasiliano.

2024². Da parte sua, l'Unione europea ha cancellato le misure ritorsive già approvate e si è impegnata a eliminare i dazi su beni intermedi provenienti dagli Stati Uniti, oltre a facilitare l'accesso di alcune esportazioni agricole statunitensi conformi agli standard dell'Unione e ad acquistare prodotti energetici americani per un valore complessivo di circa 750 miliardi di dollari entro il 2028. Sull'attuazione dell'accordo permane un certo margine di incertezza, legato sia alla necessità di approvazione da parte delle istituzioni europee sia al rischio di interpretazioni divergenti tra le parti³.

L'incertezza sulla politica commerciale statunitense resta elevata anche per la decisione della Corte d'appello federale statunitense del 29 agosto: questa ha stabilito che la maggioranza dei dazi è stata imposta dall'amministrazione in maniera illegittima, in quanto tale imposizione manca del necessario consenso da parte del Congresso⁴. La sentenza ha tuttavia mantenuto in vigore i dazi. È comunque improbabile che l'intero iter giudiziario conduca alla loro eliminazione, soprattutto nei confronti dei paesi che hanno deciso di sottoscrivere un accordo con gli Stati Uniti⁵. Il *trade policy uncertainty index*⁶, sebbene diminuito rispetto al picco di aprile, si mantiene su livelli significativamente superiori a quelli medi del periodo 2018-19, quando Stati Uniti e Cina avevano introdotto in modo deciso dazi sugli scambi bilaterali⁷.

Le conseguenze delle nuove politiche commerciali americane sono già visibili nei flussi di merci. Fino a marzo, il commercio mondiale ha accelerato grazie agli acquisti anticipati degli importatori statunitensi (*front-loading*). Con l'introduzione dei nuovi dazi, i volumi importati dagli Stati Uniti si sono significativamente ridotti, con effetti rilevanti sugli scambi globali (figura B, pannello a).

A pesare maggiormente su tale andamento è stato il calo delle importazioni statunitensi dalla Cina, diminuite di quasi il 40 per cento nel secondo trimestre rispetto al primo, e soggette a dazi sensibilmente più elevati di quelli degli altri paesi (figura B, pannello b). Le esportazioni cinesi sono tuttavia aumentate verso l'Asia, l'America latina e l'Unione europea.

² Il settore automobilistico europeo è attualmente soggetto ad aliquote del 15 per cento, rispetto al 27,5 in vigore prima dell'accordo. Anche per i settori farmaceutico e dei semiconduttori – che rappresentano circa il 26 per cento delle esportazioni europee verso gli Stati Uniti – è stato stabilito un tetto massimo del 15 per cento. Pertanto, i dazi del 100 per cento previsti sui prodotti farmaceutici di marca non dovrebbero riguardare l'Unione europea, al pari delle imprese di tale comparto che hanno già avviato la costruzione di stabilimenti negli Stati Uniti. Al contrario, i dazi sui mobili (pari al 50 per cento) e sui camion (25 per cento) potrebbero interessare anche le esportazioni europee, con potenziali ripercussioni sui settori coinvolti. I dazi su acciaio, alluminio e rame, aumentati di 50 punti percentuali rispetto al 2024, restano invariati; sono tuttavia in corso trattative per introdurre quote sulle esportazioni europee caratterizzate da dazi inferiori. Infine alcune categorie di prodotti, come aerei e componenti, nonché farmaci generici, rimarranno invece esenti da dazi.

³ Un esempio è rappresentato dalla lista dei prodotti importati dagli Stati Uniti per i quali l'Unione dovrebbe azzerare i dazi, non esplicitamente definita nel testo dell'accordo.

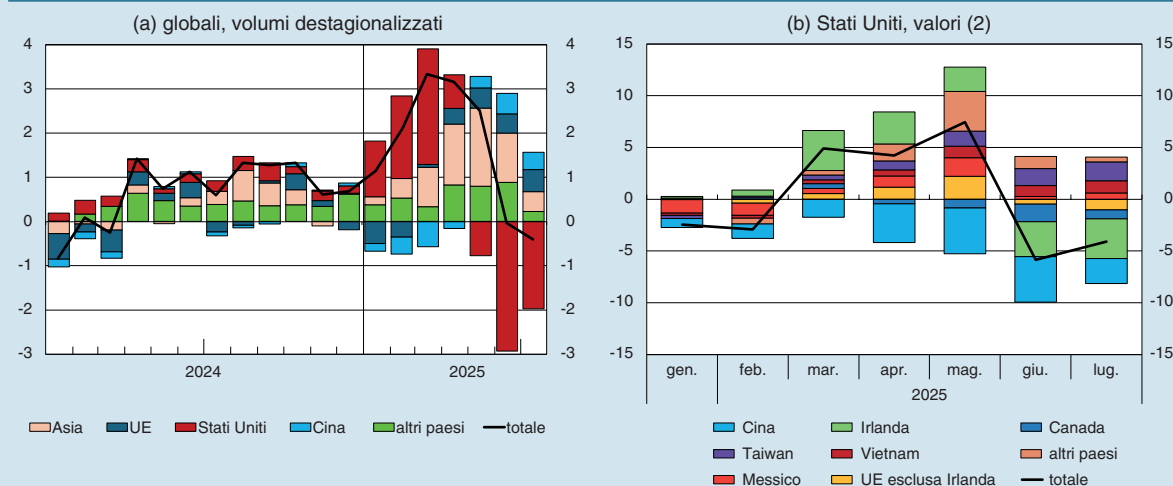
⁴ La Corte d'appello federale ha stabilito che la legge invocata dall'amministrazione statunitense per imporre dazi generalizzati (International Emergency Economic Powers Act) non attribuisce al Presidente tale potere, confermando una precedente sentenza.

⁵ La Corte Suprema esaminerà il caso il 5 novembre, in seguito all'appello presentato dall'amministrazione statunitense nei confronti della decisione della Corte d'appello federale.

⁶ L'indice misura la frequenza con cui termini legati alla politica commerciale e all'incertezza compaiono nei principali quotidiani. 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.

⁷ Oltre alle misure annunciate direttamente dal governo statunitense, si osserva un generale cambio di orientamento nell'amministrazione che contribuisce ad alimentare l'incertezza. Un esempio riguarda i dazi particolarmente elevati, pari a 92 punti percentuali, annunciati all'inizio di ottobre e destinati a colpire a partire dal gennaio 2026 alcuni produttori italiani di pasta. Queste misure, non ancora confermate, sono il risultato della conclusione di un'indagine avviata prima dell'insediamento dell'attuale amministrazione su presunte pratiche di dumping. Tali pratiche consistono nella vendita di beni all'estero a prezzi inferiori rispetto a quelli praticati nel mercato interno, spesso al di sotto dei costi di produzione, con l'obiettivo di acquisire quote di mercato in modo competitivamente scorretto.

Dinamica delle importazioni (1) (variazioni percentuali e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Centraal Planbureau (CPB) e US Census Bureau.

(1) Per il totale, variazioni percentuali sul periodo precedente delle medie mobili a tre mesi terminanti nell'ultimo mese indicato; per le altre voci, contributi alla crescita delle importazioni sul periodo precedente, medie mobili a tre mesi terminanti nell'ultimo mese indicato. – (2) Importazioni statunitensi in dollari a prezzi correnti da cui si escludono gli acquisti dall'estero di perle naturali o coltivate, pietre preziose o semipreziose, metalli preziosi, metalli rivestiti di metalli preziosi e articoli realizzati con questi ultimi; bigiotteria; moneta.

Alcune economie asiatiche, tra cui Vietnam e Taiwan, hanno continuato a registrare una forte crescita dei flussi verso gli Stati Uniti. Per il Vietnam questo andamento sembra legato ai dazi relativamente più contenuti rispetto a quelli imposti sui prodotti cinesi, che potrebbero avere favorito il transito indiretto di merci provenienti dalla Cina. Per contrastare tale pratica, l'amministrazione statunitense ha innalzato i dazi sui beni sospettati di riesportazione. Nel caso di Taiwan l'espansione delle esportazioni è invece riconducibile principalmente alla forte crescita delle vendite di semiconduttori, non ancora colpite da restrizioni commerciali.

Le importazioni dalla UE si sono contratte solo marginalmente nei mesi più recenti. Fanno eccezione quelle dall'Irlanda, che hanno inizialmente beneficiato dell'anticipo degli acquisti statunitensi di prodotti farmaceutici, per poi subire una forte flessione, dovuta verosimilmente al raggiungimento dei limiti di accumulo delle scorte⁸.

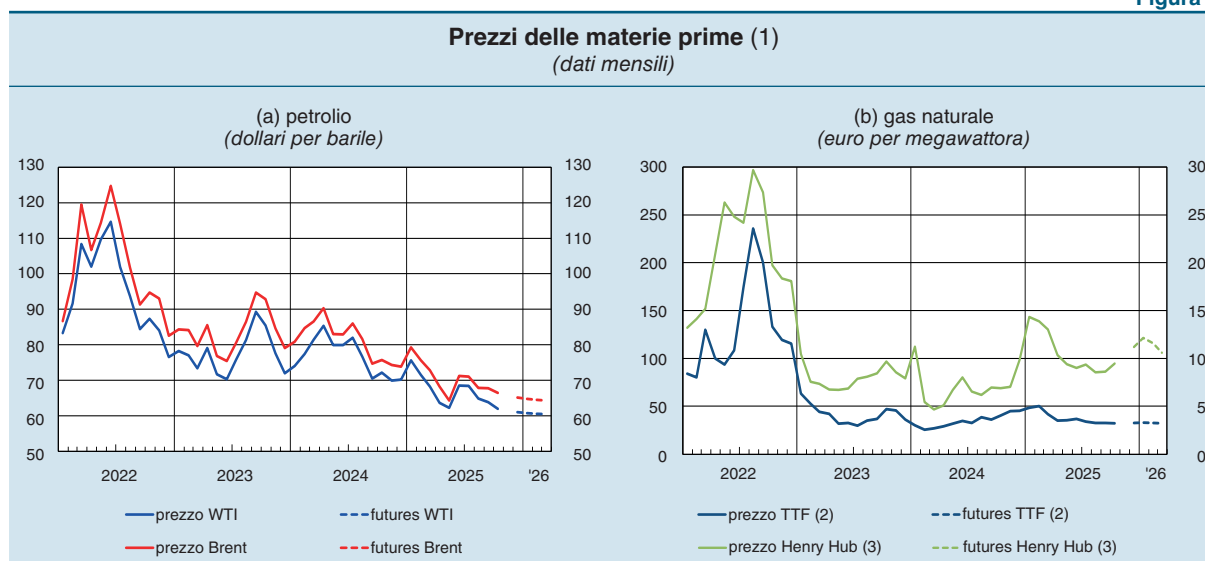
I dazi previsti dall'accordo tra Stati Uniti e Unione europea comporterebbero un impatto diretto relativamente contenuto sulla crescita del prodotto della UE, riconducibile alla perdita di competitività di prezzo delle imprese europee rispetto a quelle statunitensi. L'elevata incertezza sulle politiche commerciali potrebbe però avere un peso maggiore, frenando gli investimenti. Sulle esportazioni europee verso gli Stati Uniti è destinato a incidere anche il deprezzamento del dollaro verificatosi da inizio anno.

⁸ Le dinamiche degli scambi relative all'Irlanda devono essere interpretate con cautela, in quanto influenzate dalle pratiche contabili di ottimizzazione fiscale adottate dalle multinazionali con sede nel paese.

Le quotazioni del petrolio sono nuovamente scese...

Dopo il temporaneo rialzo a giugno dovuto all'intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente, i corsi petroliferi sono tornati a diminuire (fig. 2.a). Il prezzo del petrolio è sceso di quasi il 7 per cento rispetto alla prima settimana di luglio, collocandosi a circa 66,5 dollari al barile nella prima decade di ottobre. Il calo è stato guidato soprattutto dall'indebolimento della domanda globale; dal lato dell'offerta, gli annunci da

Figura 2



Fonte: LSEG.

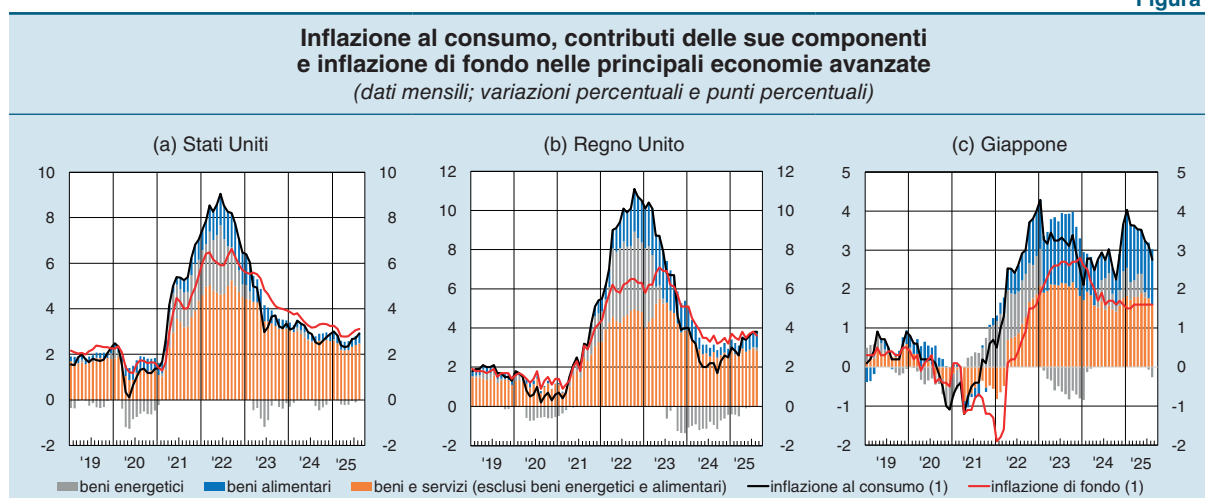
(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a settembre 2025; il dato di ottobre 2025 si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 10 ottobre 2025. Per i prezzi dei futures, quotazioni del 10 ottobre 2025. — (2) Prezzo del gas scambiato sul mercato TTF nei Paesi Bassi. — (3) Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub in Louisiana (USA). Scala di destra.

parte dell'OPEC+ di ulteriori aumenti della produzione hanno esercitato nuove pressioni al ribasso sui prezzi, solo parzialmente compensate da quelle al rialzo connesse con le sanzioni più severe degli Stati Uniti sulle esportazioni iraniane e con gli attacchi ucraini alle infrastrutture petrolifere russe. L'Agenzia internazionale per l'energia (International Energy Agency, IEA) e gli analisti privati prevedono un eccesso di offerta globale di petrolio per il resto del 2025 e per tutto il 2026. Le quotazioni futures sul Brent segnalano aspettative di sostanziale stabilità dei prezzi (con i contratti del dicembre 2025 vicini ai 65 dollari al barile).

... come quelle del gas naturale

Dalla prima settimana di luglio i prezzi di riferimento del gas naturale europeo (Title Transfer Facility, TTF) sono diminuiti, portandosi a circa 32 euro per

Figura 3



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

(1) Variazioni percentuali sui 12 mesi; l'inflazione di fondo esclude i beni energetici e alimentari.

megawattora in media nei primi dieci giorni di ottobre (fig. 2.b). In un contesto di condizioni di offerta stabili, il livello delle scorte nella UE è inferiore di circa 15 punti percentuali a quelli del 2024 e leggermente al di sotto della media stagionale di lungo periodo. In Europa i consumi di gas nel settore elettrico si sono ridotti, riflettendo l'abbondante produzione da fonti rinnovabili. Le quotazioni futures sul mercato TTF sono stabili; i contratti con scadenza a dicembre del 2025 si collocano a 32 euro per megawattora.

A settembre la Federal Reserve ha tagliato i tassi di riferimento Dal mese di maggio negli Stati Uniti è proseguito il rialzo dell'inflazione al consumo sui dodici mesi (al 2,9 in agosto; fig. 3.a), nonostante l'effetto dei maggiori dazi sia stato ancora contenuto. L'inflazione è salita anche nel Regno Unito, mentre è nuovamente scesa in Giappone (fig. 3.b e 3.c). Nello stesso periodo, la componente di fondo è aumentata sia negli Stati Uniti sia nel Regno Unito, mentre è rimasta stabile in Giappone.

Nella riunione di settembre la Federal Reserve ha deciso di ridurre i tassi di riferimento di 25 punti base, al 4,00-4,25 per cento, in considerazione dell'indebolimento del mercato del lavoro e dei maggiori rischi di un nuovo peggioramento nei prossimi mesi. Le proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) indicano ulteriori tagli dei tassi entro dicembre per 50 punti base complessivi. A settembre sia la Bank of England sia la Banca del Giappone hanno mantenuto invariati i tassi di riferimento, rispettivamente al 4,0 e allo 0,5 per cento; la Bank of England ha anche deciso di abbassare il ritmo del programma di riduzione del proprio bilancio per attenuare le pressioni al rialzo sui rendimenti dei titoli sovrani. La Banca centrale cinese ha lasciato immutati i tassi sulle operazioni di rifinanziamento e di riserva obbligatoria, conservando un atteggiamento cauto pur a fronte dei segnali di indebolimento della fase congiunturale.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nel secondo trimestre il PIL dell'area dell'euro ha nettamente decelerato rispetto ai primi tre mesi dell'anno, quando aveva beneficiato dell'incremento straordinario delle importazioni statunitensi. Nei mesi estivi l'attività sarebbe lievemente cresciuta, sospinta dal contributo ancora positivo dei servizi a fronte di un calo nell'industria. L'inflazione al consumo si colloca dalla scorsa primavera attorno al 2 per cento. Nelle riunioni di luglio e di settembre il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto invariati i tassi ufficiali. Tra maggio e agosto il costo del credito alle imprese si è ridotto, riflettendo il progressivo calo di quello della raccolta bancaria. La dinamica dei finanziamenti alle imprese è divenuta più sostenuta, ma resta debole nel confronto storico.

Nel secondo trimestre del 2025 il PIL dell'area è marginalmente aumentato... Nei mesi primaverili il prodotto dell'area dell'euro è salito dello 0,1 per cento sul periodo precedente (da 0,6 nel primo trimestre; tav. 2). Dopo il forte incremento dei mesi invernali dovuto all'anticipazione delle vendite verso gli Stati Uniti, la domanda estera si è ridotta: le

Tavola 2				
Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro				
(variazioni percentuali)				
PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2024	2025 1° trim. (1)	2025 2° trim. (1)	2025 settembre (2)
Francia	1,2	0,1	0,3	1,1
Germania	-0,5	0,3	-0,3	2,4
Italia	0,7	0,3	-0,1	1,8
Spagna	3,5	0,6	0,8	3,0
Area dell'euro	0,9	0,6	0,1	(2,2)

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).

esportazioni nette hanno sottratto 0,2 punti percentuali alla crescita del PIL. Anche la domanda interna al netto delle scorte è risultata debole. I consumi delle famiglie hanno nuovamente rallentato (a 0,1 per cento, da 0,3), risentendo dell'elevata incertezza sulle valutazioni correnti e prospettiche relative alla situazione finanziaria personale e dell'economia nel suo complesso. Il reddito disponibile ha invece proseguito la crescita a ritmi sostenuti, che si è riflessa in un aumento del tasso di risparmio. Al netto delle marcate oscillazioni in Irlanda, gli investimenti in beni strumentali e immateriali sono aumentati a un tasso moderato; quelli in costruzioni sono scesi.

Il valore aggiunto è cresciuto debolmente nella manifattura e nei servizi, mentre è diminuito nelle costruzioni. La produzione industriale è stata sostenuta dalla ricostituzione delle scorte di prodotti finiti, scese nei tre mesi precedenti al di sotto dei livelli desiderati.

Tra i principali paesi dell'area, il PIL si è ridotto in Italia e, in misura più decisa, in Germania; in entrambi i casi il calo è dovuto soprattutto al contributo negativo della domanda estera netta. In Spagna l'attività economica ha invece continuato a espandersi a ritmo sostenuto, trainata, a differenza degli altri paesi, dalla domanda interna.

**... e la crescita
sarebbe stata
modesta anche
nei mesi estivi**

Le più recenti informazioni congiunturali sono coerenti con un ulteriore modesto incremento del PIL dell'area dell'euro nel terzo trimestre. Secondo nostre valutazioni, l'attività è nuovamente cresciuta nei servizi, dove l'indice PMI si colloca poco al di sopra della soglia di espansione (fig. 4.a). Le indagini della Commissione europea riportano attese più favorevoli sull'andamento

della domanda, sebbene permangano alcuni fattori che frenano lo slancio del settore, tra cui il livello dei costi.

Nella manifattura la produzione sarebbe diminuita in estate, riflettendo la flessione di agosto; il relativo PMI si è portato tuttavia su un valore che indica stabilità dell'attività nella media del trimestre. Il calo della produzione è stato attenuato dall'esigenza di ricostituire le scorte in alcuni settori che avevano beneficiato dell'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti. In generale, le prospettive rimangono fragili: sebbene le attese di produzione siano più favorevoli, come rilevato nelle inchieste della Commissione europea, continuano a prevalere giudizi negativi riguardo al livello della domanda.

**La domanda interna
rimane debole**

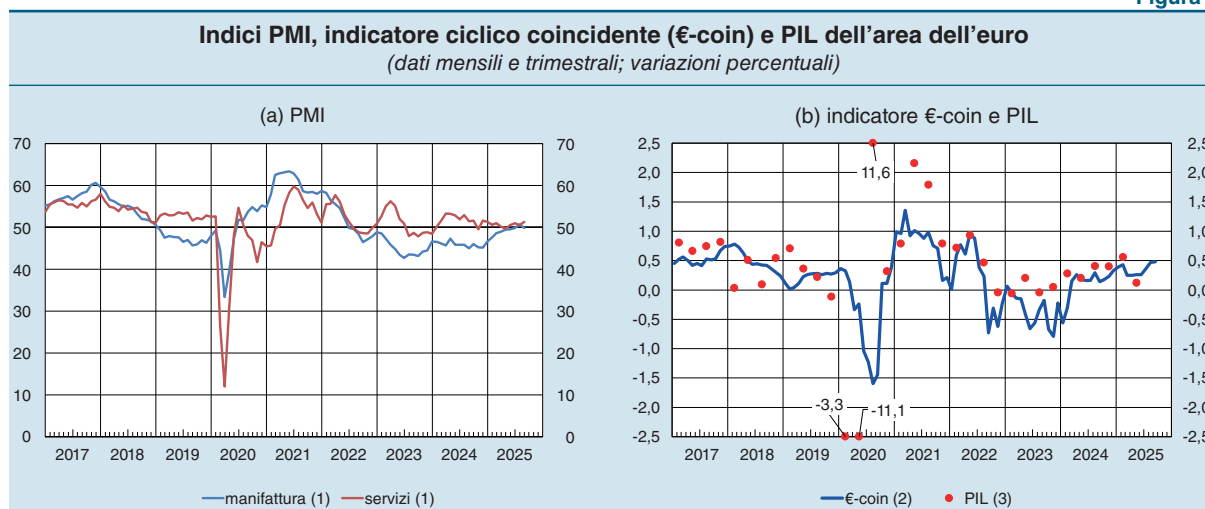
Sulle prospettive dei consumi e degli investimenti grava l'incertezza generata dalle tensioni globali e da fattori interni all'area, come l'instabilità politica in Francia. Nel terzo trimestre l'indice di fiducia dei consumatori è cresciuto, ma

le valutazioni restano improntate al pessimismo, soprattutto relativamente allo sviluppo della situazione economica generale. La dinamica degli investimenti si conferma nel complesso moderata; la fiducia dei produttori di beni strumentali è in lieve ripresa negli ultimi tre trimestri. In alcuni paesi l'accumulazione di capitale, orientata soprattutto alla ristrutturazione e all'ammodernamento degli impianti, è stata incoraggiata da incentivi fiscali.

Nei mesi estivi l'impulso alla crescita proveniente dalle esportazioni sarebbe stato trascurabile e le prospettive sono nell'insieme modeste: l'indicatore PMI sui nuovi ordini dall'estero è diminuito, mantenendosi sotto il livello compatibile con un'espansione, come dall'inizio del 2022. Il maggiore flusso di importazioni di beni manufatti dalla Cina verso l'area dell'euro contribuirebbe a deprimere l'apporto del commercio estero netto alla crescita.

In settembre l'indicatore €-coin è rimasto invariato, beneficiando ancora della spinta positiva che le circostanze eccezionali dell'inizio dell'anno hanno impresso all'economia, soprattutto in alcuni settori (fig. 4.b).

Figura 4



Fonte: Standard&Poor's Global Ratings, Banca d'Italia ed Eurostat.

(1) Dati mensili. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. – (2) Stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche; ultimo dato: settembre 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)*. – (3) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente.

La BCE ha rivisto al rialzo le previsioni di crescita dell'area per l'anno in corso

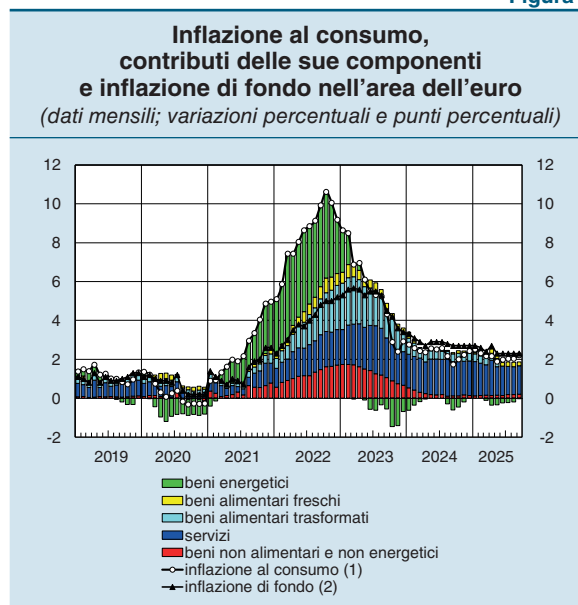
di un aggiornamento dei dati del primo trimestre e della fine del 2024. La stima di crescita per il 2026 è stata invece rivista al ribasso di un decimo, a causa dell'apprezzamento dell'euro e di una domanda estera più debole.

L'inflazione in settembre si colloca poco sopra il 2 per cento

di fondo, che esclude i beni alimentari ed energetici, si è mantenuta stabile da maggio (al 2,3 per cento): è lievemente salita quella dei servizi (al 3,2 per cento), mentre per i beni industriali non energetici è rimasta contenuta (0,8 per cento). Fra le componenti volatili ha continuato a ridursi l'inflazione dei beni alimentari (3,0 per cento), grazie alla decelerazione dei prezzi dei prodotti freschi; si è attenuato il calo dei prezzi dei beni energetici (-0,4 per cento).

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in settembre¹, dopo un incremento dello 0,9 per cento nel 2024 il prodotto dell'area si espanderà dell'1,2 quest'anno, dell'1,0 nel 2026 e dell'1,3 nel 2027. Rispetto allo scorso giugno le previsioni sono state riviste al rialzo di 3 decimi nel 2025, principalmente per effetto

Figura 5



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.

¹ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dallo staff della BCE*, settembre 2025.

Le pressioni all'origine si stanno allentando. I prezzi all'importazione, esclusa l'energia, sono ulteriormente scesi (dello 0,7 per cento ad agosto rispetto allo stesso mese dell'anno precedente). Vi ha inciso l'apprezzamento del tasso di cambio nominale effettivo dell'euro in corso dal mese di marzo e, secondo nostre valutazioni, il reindirizzamento dei flussi di commercio globale verso i mercati europei (cfr. il riquadro: *I dazi statunitensi e i primi effetti sugli scambi globali* e il riquadro: *Gli effetti delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina sui prezzi al consumo nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 3, 2025). In agosto, inoltre, l'inflazione alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno nell'area dell'euro, al netto dell'energia, si è mantenuta all'1,0 per cento su base annua. L'indice PMI del settore manifatturiero relativo ai costi degli input è rimasto stabile nei mesi estivi su livelli poco superiori alla soglia di espansione.

Le retribuzioni e l'occupazione rallentano

Su base annua l'incremento delle retribuzioni orarie di fatto nell'area dell'euro è stato pari al 3,8 per cento nel secondo trimestre, in calo di un decimo rispetto ai tre mesi precedenti. Le retribuzioni reali si collocano su livelli prossimi a quelli del secondo trimestre del 2021 (quasi il 2 per cento in più nel confronto con il 2019). In base alle informazioni disponibili, la decelerazione dei salari è proseguita anche nei mesi estivi e si protrarrebbe fino alla metà del prossimo anno. Il numero di occupati nell'area è salito solo lievemente (0,1 per cento).

Le proiezioni di inflazione rimangono attorno al 2 per cento

Secondo le proiezioni di settembre formulate dagli esperti della BCE, l'inflazione si porterà al 2,1 per cento nel 2025, all'1,7 nel 2026 e all'1,9 nel 2027. Rispetto alle stime di giugno, le previsioni sono state riviste al rialzo di un decimo per quest'anno e per il 2026. Tale revisione riflette l'andamento più elevato dei prezzi delle materie prime energetiche, sia osservati sia attesi, nonché le conseguenze derivanti dall'aumento dei corsi internazionali delle materie prime alimentari, che hanno più che compensato l'apprezzamento dell'euro. Per il 2027 si prevede al contrario una prevalenza degli effetti ritardati di tale apprezzamento, che determina una revisione al ribasso di un decimo.

Le imprese e le famiglie si attendono incrementi moderati dei prezzi

Nella media del terzo trimestre, le indagini della Commissione europea segnalano una riduzione delle aspettative a breve sui propri listini da parte delle imprese manifatturiere, a fronte di una revisione al rialzo per quelle del settore dei servizi.

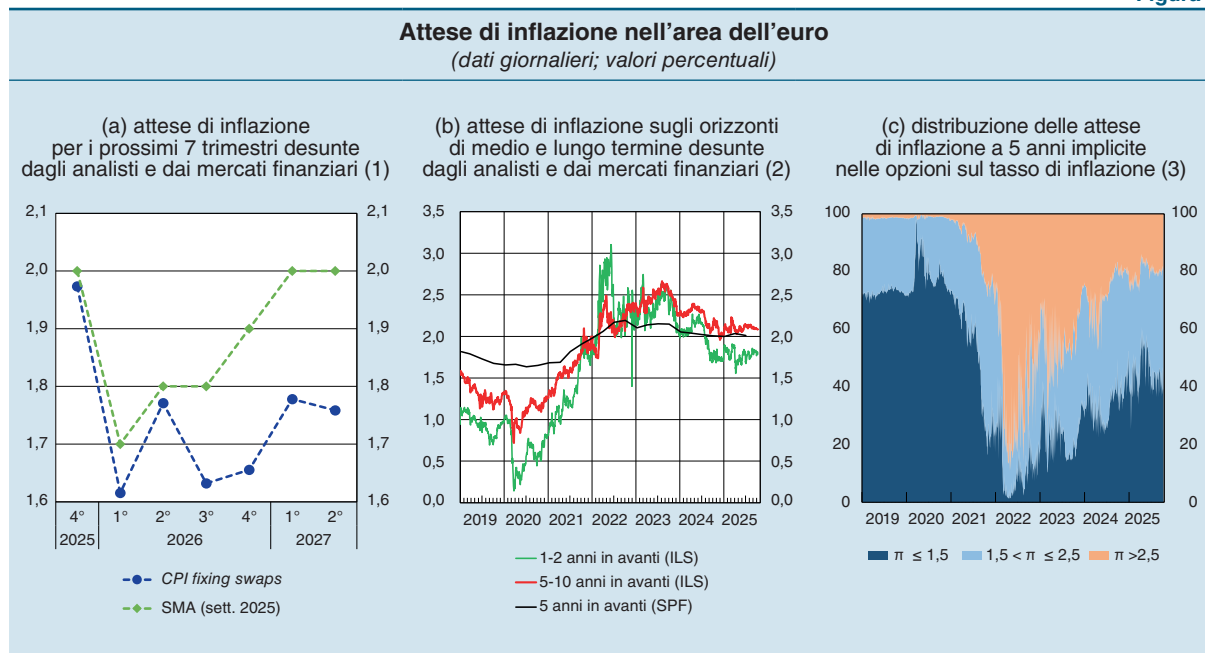
Secondo la *Consumer Expectations Survey* della BCE, in agosto la mediana delle aspettative di inflazione al consumo delle famiglie nell'area dell'euro è cresciuta al 2,8 per cento sull'orizzonte a dodici mesi; le attese a tre anni sono rimaste stabili al 2,5 per cento, pressoché immutate da aprile del 2023.

Le attese di inflazione restano al di sotto dell'obiettivo per tutto il 2026

All'inizio di ottobre le attese di inflazione basate sui contratti di *CPI fixing swap*² ne indicano una riduzione attorno all'1,6 per cento nel corso del 2026 e una risalita all'1,8 nella prima metà del 2027. Secondo gli operatori intervistati dalla BCE tra il 25 e il 27 agosto nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA), il calo dell'inflazione si esaurirebbe nel primo trimestre del 2026, per

² 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.

Figura 6



Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg. L'ultimo dato si riferisce al 10 ottobre 2025, ove 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 25 e il 27 agosto 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 previsori professionali (*Survey of Professional Forecasters*, SPF; l'ultimo dato si riferisce a luglio 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.

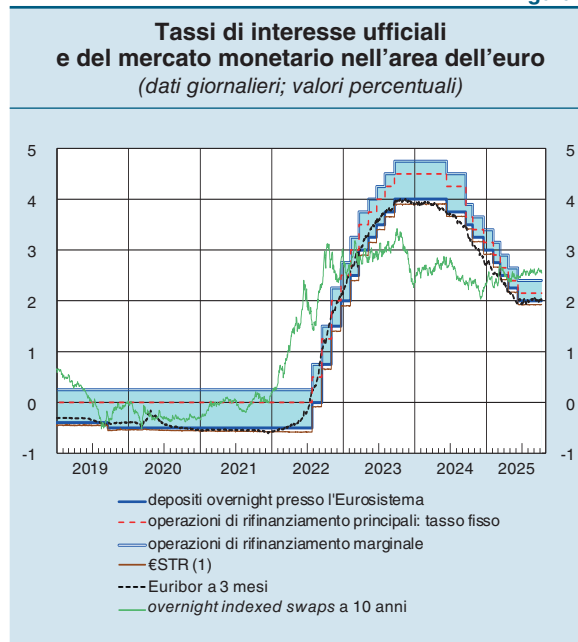
tornare all'obiettivo del 2 per cento all'inizio dell'anno successivo (fig. 6.a). Sull'orizzonte tra uno e due anni in avanti le aspettative di inflazione implicite nei contratti *inflation-linked swaps* (ILS) sono rimaste stabili intorno all'1,8 per cento; quelle su orizzonti più lunghi si sono portate al 2,1 per cento, mentre le attese a lungo termine degli analisti si sono mantenute saldamente ancorate all'obiettivo (fig. 6.b). Infine, la distribuzione delle aspettative di inflazione desunte dai prezzi delle opzioni indica una probabilità del 48 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 19 per cento (fig. 6.c).

La BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali...

Nelle riunioni di luglio e di settembre 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 (fig. 7). Le decisioni si sono basate su valutazioni sostanzialmente

Figura 7



Fonte: BCE e LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 10 ottobre 2025. (1) Dal 1° ottobre 2019 l'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.

immutate rispetto alle precedenti riunioni, a fronte di attese di inflazione a medio termine coerenti con l'obiettivo e di rischi più equilibrati, sebbene in un contesto di elevata incertezza.

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

Dall'inizio di luglio le attese sui tassi di riferimento implicite nei contratti swap sul tasso €STR sono state riviste al rialzo su tutte le scadenze, in seguito alla percezione dell'approssimarsi della conclusione del ciclo espansivo della politica monetaria da parte dei mercati. All'inizio di ottobre questi ultimi consideravano assai poco probabile una riduzione dei tassi di riferimento entro il 2025. Le aspettative degli analisti rilevate tra il 25 e il 27 agosto dalla BCE nell'ambito della SMA risultavano sostanzialmente allineate a tale scenario.

Il costo del credito diminuisce per le imprese e si conferma stabile per i mutui alle famiglie

Tra maggio e agosto è proseguito il calo del tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie (al 3,5 per cento, dal 3,7; fig. 8). Questa dinamica riflette la progressiva discesa del costo della raccolta bancaria e l'andamento dei tassi di mercato a breve termine privi di rischio. Il costo dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è invece rimasto pressoché stabile (al 3,3 per cento), a fronte di un incremento dei tassi a lungo termine³.

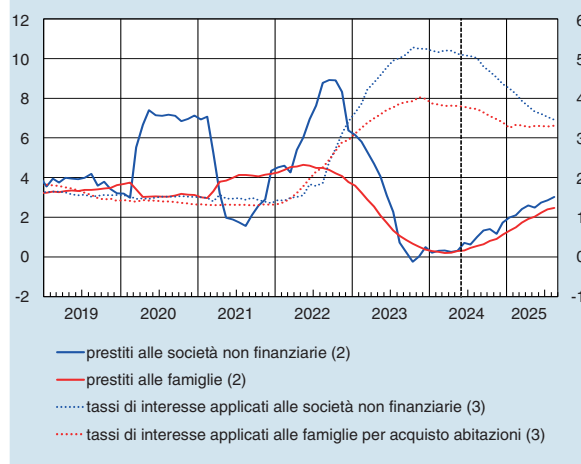
Il credito alle imprese è aumentato, pur restando debole nel confronto storico

La dinamica dei prestiti alle società non finanziarie nell'area dell'euro si è rafforzata (3,0 per cento in agosto su base annua, da 2,5 in maggio; fig. 8), pur mantenendosi inferiore alla media storica. Tra i principali paesi, la crescita dei finanziamenti alle imprese si conferma più sostenuta in Francia e in Spagna, più contenuta in Italia (cfr. il paragrafo 2.7) e molto bassa in Germania. Nell'area dell'euro l'andamento del credito alle società non finanziarie riflette una domanda ancora debole, nonostante il calo dei tassi di interesse⁴. Le tensioni commerciali internazionali hanno verosimilmente rallentato la richiesta di finanziamenti, soprattutto quelli a lungo termine (cfr. il riquadro: *Le tensioni commerciali e la domanda di credito delle imprese dell'area dell'euro*). I criteri di offerta sono rimasti sostanzialmente invariati.

I prestiti alle famiglie hanno lievemente accelerato in ragione d'anno (2,5 per cento in agosto, da 2,0 in maggio). La dinamica dei mutui continua a essere sostenuta dalla crescita moderata della domanda di finanziamenti, che ha beneficiato del calo dei tassi di interesse, delle più favorevoli prospettive del mercato immobiliare e, in misura minore, del miglioramento della fiducia dei consumatori.

Figura 8

Prestiti e tassi di interesse nell'area dell'euro (1)
(dati mensili)



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.

³ L'Euribor a tre mesi e l'*interest rate swap* (IRS) a dieci anni sono i tassi convenzionalmente considerati di riferimento per i prestiti alle imprese e per i mutui, rispettivamente. Tra maggio e agosto l'Euribor era sceso di circa 7 punti base; nello stesso orizzonte temporale l'IRS era salito di circa 13 punti.

⁴ Per maggiori informazioni, cfr. BCE, *July 2025 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 22 luglio 2025.

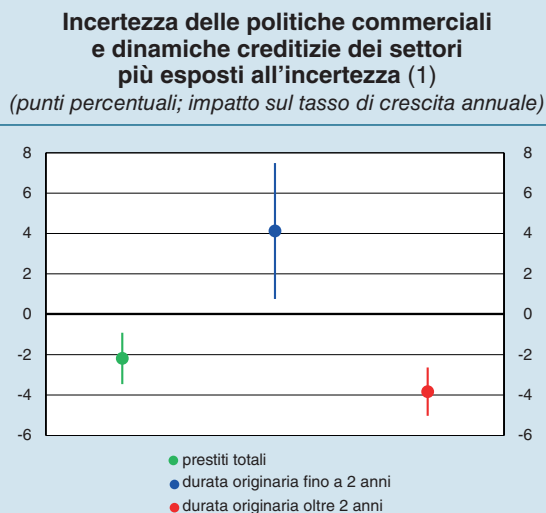
Il tasso di crescita annuo del credito alle imprese dell'area dell'euro è salito in parallelo con l'allentamento monetario avviato nel giugno 2024 (al 3,0 per cento ad agosto del 2025, dallo 0,3 nel maggio 2024). Dalla fine dello scorso anno i prestiti a breve e medio termine hanno registrato un'accelerazione maggiore rispetto a quelli con durata più lunga. L'andamento piuttosto favorevole dei finanziamenti a più breve scadenza, oltre alla trasmissione della riduzione dei tassi di riferimento, riflette plausibilmente anche il notevole aumento delle tensioni commerciali. Le aziende maggiormente esposte potrebbero avere preferito il credito a più breve termine sia per fronteggiare le accresciute necessità di capitale circolante connesse con il *front-loading* prima dell'entrata in vigore dei dazi, sia per costituire riserve precauzionali di liquidità; allo stesso tempo, le stesse imprese potrebbero avere ridimensionato i piani di investimento, riducendo le richieste di prestiti a lunga scadenza.

Un'analisi econometrica per i quattro principali paesi dell'area dell'euro conferma questa ipotesi. Dal novembre 2024, in corrispondenza con le elezioni presidenziali statunitensi, la richiesta di credito dei settori più esposti alle tensioni commerciali con gli Stati Uniti è stata inferiore a quella del resto dell'economia¹ (figura). Con riferimento alla scadenza, le imprese dei settori maggiormente esposti hanno richiesto più credito con durata fino a due anni e meno finanziamenti con durata oltre i due anni rispetto al resto dell'economia. Restrungendo l'analisi ai soli dati italiani si ottengono stime analoghe.

In prospettiva, il freno delle tensioni commerciali alla dinamica del credito totale potrebbe accentuarsi. L'effetto negativo sulla domanda di prestiti a più lungo termine potrebbe protrarsi anche a causa del persistere di condizioni di elevata incertezza, mentre l'effetto positivo sulla domanda a più breve termine potrebbe affievolirsi, venendo meno i fattori di natura temporanea che l'hanno finora sostenuta.

¹ L'analisi tiene conto dei fattori che influenzano l'offerta di credito ed è condotta mediante il metodo delle differenze nelle differenze, utilizzando dati di fonte AnaCredit ed Eurostat. L'esposizione all'incertezza delle politiche commerciali è misurata sulla base della distribuzione dall'incidenza delle esportazioni verso gli Stati Uniti sul valore aggiunto. I dati sono disponibili fino a luglio del 2025 e riportano la scadenza originaria del credito, consentendo la distinzione tra prestiti con durata al di sotto e al di sopra di due anni, che tradizionalmente rappresenta la scadenza più elevata per i prestiti con finalità di finanziamento del capitale circolante.

Figura



Fonte: BCE (AnaCredit) ed Eurostat (Full International and Global Accounts for Research in Input-Output Analysis, FIGARO).

(1) Viene mostrato il risultato di una stima di differenze nelle differenze condotta su un dataset a livello banca-settore-paese-tempo. Il tasso di crescita annuale dei prestiti erogati da una singola banca a un settore in un dato paese a luglio 2025 oppure ottobre 2024 è regredito sull'interazione tra: (a) una variabile dicotomica pari a 1 se il settore è altamente esposto alle esportazioni verso gli Stati Uniti, a 0 altrimenti; (b) una variabile dicotomica pari a 1 se il periodo considerato è successivo a ottobre 2024, a 0 altrimenti. La figura riporta il coefficiente stimato su questa interazione. L'esposizione all'incertezza delle politiche commerciali è misurata con una variabile dicotomica pari a 1 se la coppia settore-paese si trova nel quartile più alto della distribuzione dell'incidenza delle esportazioni verso gli Stati Uniti sul valore aggiunto, a 0 altrimenti. I dati sono disponibili fino a luglio 2025.

La Germania ha adottato il proprio piano strutturale di bilancio di medio termine

Il 16 luglio il governo tedesco ha adottato il proprio piano strutturale di bilancio di medio termine per gli anni 2025-29, approvato il 10 ottobre dal Consiglio della UE. La Germania programma di aumentare sensibilmente gli investimenti in infrastrutture, sicurezza e difesa, anche sfruttando la clausola di salvaguardia

nazionale del Patto di stabilità e crescita (cfr. il riquadro: *La spesa per la difesa nei Paesi della UE* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2024). Nei piani del governo, l'indebitamento netto salirà dal 2,7 per cento nel 2024 al 3,8 nel 2026; successivamente inizierà a scendere, fino a raggiungere l'1,8 per cento nel 2029. Il rapporto tra debito pubblico e prodotto è previsto in crescita dal 62,5 per cento nel 2024 al 66,5 nel 2027; rimarrà poi sostanzialmente stabile, attestandosi al 66,5 anche nel 2029. Il governo tedesco prevede di estendere il periodo di aggiustamento a sette anni, a fronte dell'impegno ad attuare un pacchetto di riforme e investimenti.

Dal 10 luglio scorso sono stati erogati 45 miliardi di euro in finanziamenti connessi con i piani nazionali di ripresa e resilienza dei singoli Stati membri, di cui 18 all'Italia (cfr. il paragrafo 2.8), portando il totale degli esborsi a 362 miliardi.

**La spesa in difesa
nell'Unione europea
è in crescita**

Il 1° settembre l'Agenzia europea per la difesa (European Defense Agency, EDA) ha pubblicato il rapporto *Defence Data 2024-2025*⁵. La spesa in difesa dei ventisette Stati membri ha raggiunto 343 miliardi nel 2024 (pari all'1,9 per cento del PIL complessivo), in rialzo del 19 per cento rispetto al 2023. Il 31 per cento della spesa totale è rappresentata da investimenti; la quota di quella relativa a ricerca e sviluppo rimane poco al di sotto del 4 per cento (13 miliardi): si tratta di un valore significativamente più basso del 16 per cento (134 miliardi di euro) degli Stati Uniti. Nel 2025 la spesa complessiva in difesa dei paesi della UE dovrebbe raggiungere il 2,1 per cento del prodotto. La NATO ha annunciato che, nello stesso anno, spenderanno in difesa almeno il 2 per cento del PIL 31 paesi dell'Alleanza, rispetto ai 18 del 2024⁶.

Il 9 settembre la Commissione europea ha comunicato l'allocazione provvisoria tra i paesi richiedenti dei 150 miliardi disponibili nell'ambito di *Security Action for Europe* (SAFE), uno strumento pensato per finanziare investimenti in difesa, infrastrutture a utilizzo sia civile sia militare, *cybersecurity* e filiere strategiche. Alla fine di luglio Belgio, Bulgaria, Cipro, Croazia, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Lettonia, Lituania, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Spagna e Ungheria avevano manifestato interesse a ricorrere a tale strumento. In base all'allocazione provvisoria, decisa in funzione delle richieste di questi paesi, le maggiori risorse sono destinate a Polonia (43,7 miliardi), Francia, Romania, Ungheria (circa 16 miliardi per ciascun paese) e Italia (14,9 miliardi). La ripartizione finale dei fondi tra gli Stati membri dipenderà dalle richieste formali, che devono essere presentate assieme ai piani di investimento entro il 30 novembre 2025.

1.3 I MERCATI FINANZIARI

Nel terzo trimestre i rendimenti dei titoli governativi sono saliti in Giappone, nel Regno Unito e in Francia, risentendo dell'acuirsi dell'incertezza politica e dei connessi timori di un deterioramento delle finanze pubbliche. Nelle restanti economie dell'area dell'euro i rendimenti sono aumentati lievemente, mentre negli Stati Uniti si sono ridotti, soprattutto per l'affermarsi di aspettative di un orientamento più accomodante della Federal Reserve. È proseguita la crescita dei corsi azionari delle principali piazze finanziarie a fronte di una dinamica molto sostenuta degli utili realizzati e attesi – in particolare nel settore tecnologico – e di una maggiore propensione al rischio degli investitori. Tra l'inizio di luglio e la prima decade di ottobre il cambio dell'euro nei confronti delle principali valute è rimasto pressoché invariato.

⁵ Per maggiori dettagli, cfr. EDA, *Defence Data 2024-2025*, 2025.

⁶ Per ulteriori informazioni, cfr. NATO, *Defence Expenditure of NATO Countries (2014-2025)*, comunicato stampa del 28 agosto 2025. Nei dati diffusi non è inclusa l'Islanda, l'unico paese appartenente alla NATO senza un esercito.

I rendimenti dei titoli pubblici sono saliti nelle economie avanzate, tranne che negli Stati Uniti...

Dalla prima settimana di luglio i rendimenti dei titoli di Stato sulle scadenze decennali e trentennali sono aumentati nelle principali economie avanzate, ad eccezione degli Stati Uniti (fig. 9.a). Sia in Giappone sia nel Regno Unito i rialzi sono stati guidati dall'incertezza politica e dai crescenti timori sulle prospettive delle finanze pubbliche, in un contesto di ampia offerta netta di titoli. Negli Stati Uniti le attese di un orientamento più accomodante da parte della Federal Reserve (cfr. il

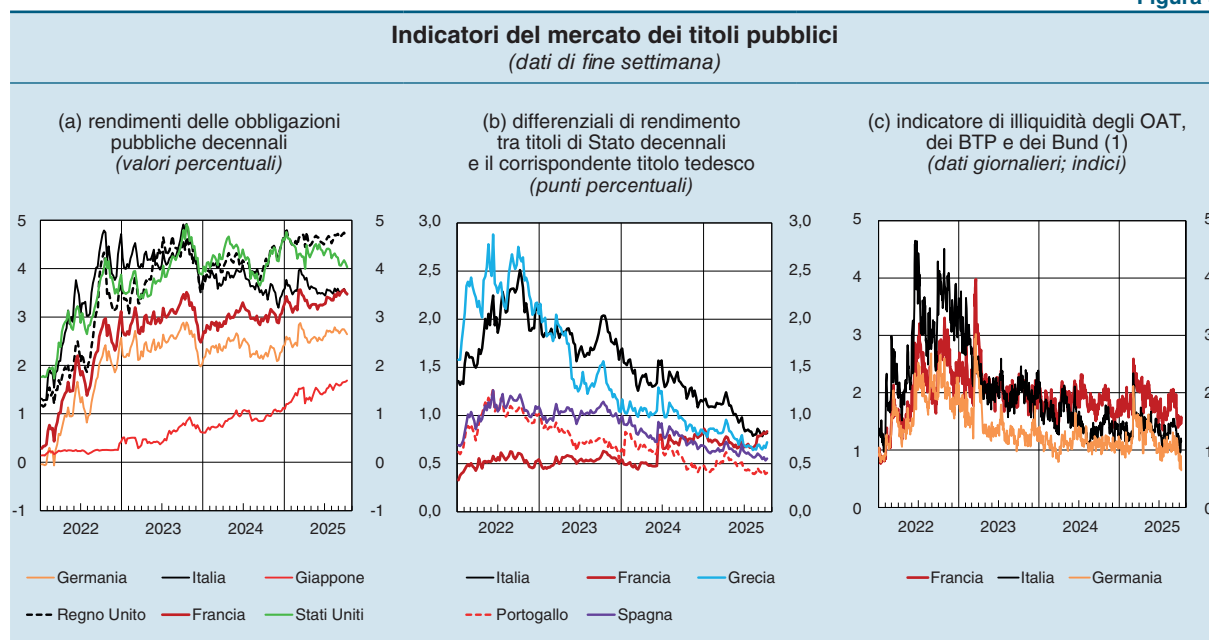
paragrafo 1.1), rafforzatesi in settembre, hanno più che compensato le preoccupazioni sulle prospettive fiscali di medio e lungo periodo.

... e sono cresciuti lievemente nell'area dell'euro

I rendimenti dei titoli pubblici sulla scadenza decennale sono lievemente saliti nei principali paesi dell'area dell'euro (fig. 9.a). Il rialzo è stato più accentuato in Francia, dove i rendimenti dei titoli pubblici (*obligations assimilables du Trésor*, OAT) hanno risentito dell'instabilità politica e

dell'incertezza sulle prospettive per le politiche di bilancio; questi fattori, già emersi nella seconda metà dello scorso anno, hanno indotto alla metà di settembre le agenzie di rating Fitch e Morningstar DBRS a ridurre il merito di credito dei titoli pubblici francesi. Dalla prima decade di luglio, il rendimento degli OAT sulla scadenza decennale è aumentato di 20 punti base; il differenziale rispetto al corrispondente titolo tedesco ha raggiunto gli 85 punti base, vicino al massimo registrato dalla crisi dei debiti sovrani (fig. 9.b). Gli effetti di queste dinamiche sui differenziali di rendimento degli altri paesi dell'area sono stati limitati e temporanei. Nel complesso del periodo, il differenziale tra i titoli pubblici italiani e quelli tedeschi sulla scadenza decennale si è confermato sostanzialmente invariato, collocandosi poco al di sopra di 80 punti base; il divario si è mantenuto su livelli contenuti anche grazie alla robusta domanda per i titoli italiani osservata durante le più recenti aste di collocamento. In settembre l'agenzia di rating Fitch ha rivisto al rialzo il merito di credito dei titoli italiani in considerazione di entrate fiscali superiori alle attese e di un rapporto tra debito e PIL stabile. Le condizioni di liquidità sul mercato dei titoli pubblici francesi hanno risentito solo temporaneamente dell'instabilità

Figura 9



Fonte: LSEG, elaborazioni su dati Bloomberg e Tradeweb. L'ultimo dato si riferisce al 10 ottobre 2025.

(1) 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.

politica e dall'inizio di luglio sono migliorate, come sul mercato italiano e quello tedesco (fig. 9.c).

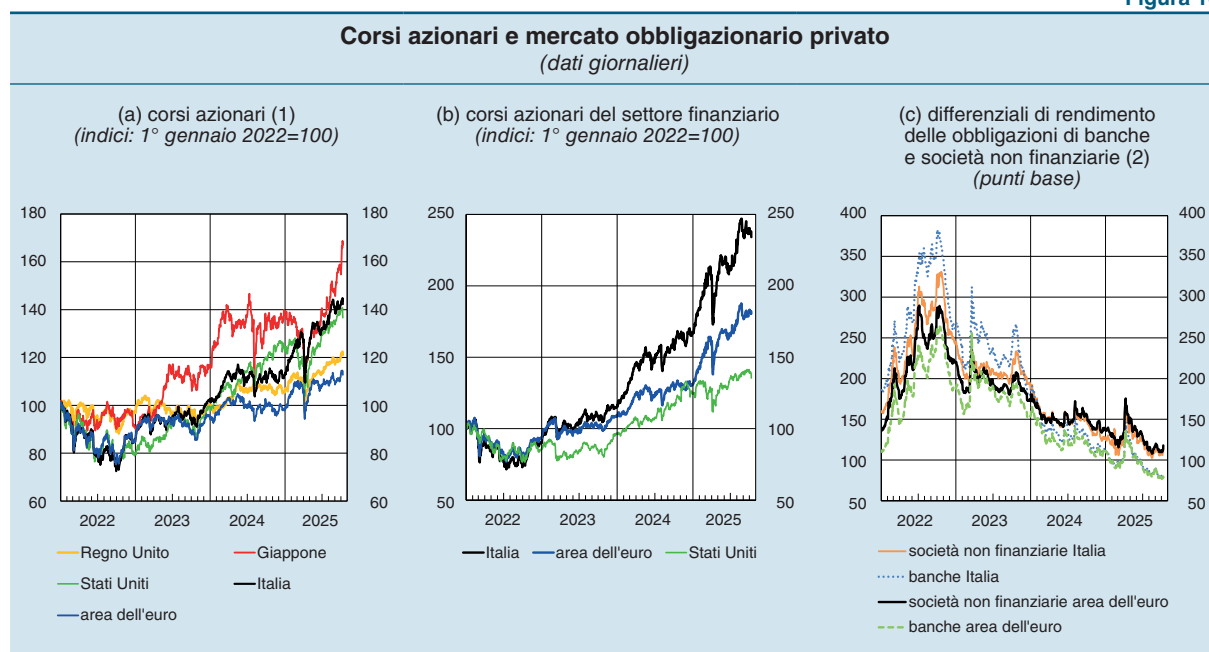
È proseguito l'aumento dei corsi azionari negli Stati Uniti...

Dalla prima settimana di luglio gli indici dei mercati azionari delle principali economie avanzate hanno segnato un nuovo incremento, toccando nella prima decade di ottobre i valori più elevati del 2025; successivamente hanno risentito dei segnali di nuove tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina (fig. 10.a). L'indice Standard & Poor's 500 (S&P 500) risultava più elevato di 4,4 punti percentuali. In estate i corsi azionari sono stati trainati principalmente dalle quotazioni di alcune grandi imprese del comparto tecnologico, sospinte dall'aumento degli utili attesi. La volatilità si mantiene nel complesso contenuta sia nei mercati azionari sia in quelli obbligazionari, su livelli di poco superiori a quelli prevalenti prima del 2 aprile.

... e in misura minore nell'area dell'euro

I corsi azionari dell'area dell'euro sono cresciuti in maniera più moderata, scontando risultati finanziari delle aziende, pubblicati e attesi, più deboli rispetto a quelli delle imprese statunitensi. Dalla prima decade di luglio l'indice azionario dell'area è salito del 3,9 per cento; l'incremento delle quotazioni è stato nettamente inferiore per le imprese più esposte ai dazi statunitensi rispetto al resto del mercato. I corsi in Italia sono aumentati dell'8,1 per cento (fig. 10.a). Il rialzo degli indici è riconducibile in buona parte alle quotazioni nel settore finanziario – cresciute del 12,3 per cento in Italia e del 9,2 nell'area dell'euro – per effetto del buon andamento degli utili e delle prospettive di possibili consolidamenti (fig. 10.b). I differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dalle banche e il tasso privo di rischio hanno continuato a comprimersi sia in Italia sia nell'area dell'euro (fig. 10.c), collocandosi su valori molto bassi in prospettiva storica. Il calo è stato più pronunciato nel segmento delle obbligazioni ad alto rendimento a causa della maggiore propensione al rischio degli investitori internazionali.

Figura 10



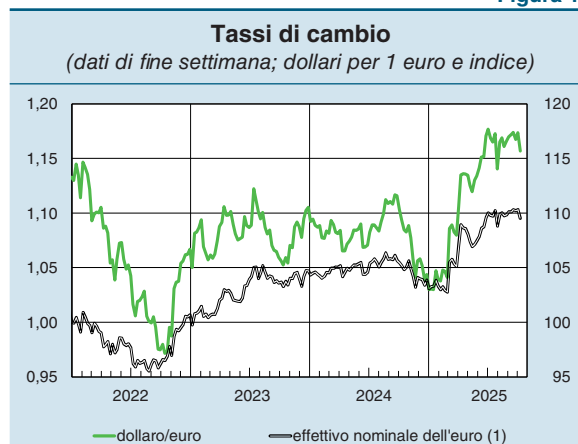
Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch e LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 10 ottobre 2025.

(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.

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

Tra l'inizio di luglio e la prima decade di ottobre il tasso di cambio dell'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile rispetto alle principali valute (fig. 11). Il cambio euro-dollaro ha mostrato un'elevata volatilità. La valuta statunitense, che si era apprezzata durante il mese di luglio, si è successivamente indebolita; vi ha inciso soprattutto il rafforzamento delle attese di riduzione dei tassi di interesse ufficiali da parte della Federal Reserve in seguito alla pubblicazione dei dati sul mercato del lavoro di luglio e agosto. Nella seconda settimana di ottobre l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro, in connessione con l'aumento dell'incertezza politica in Francia.

Figura 11



Fonte: BCE e LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 10 ottobre 2025.
(1) Indice: 1^a settimana gen. 2022=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro. Scala di destra.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Nel secondo trimestre il PIL dell'Italia è leggermente diminuito; è stato frenato dal forte calo delle esportazioni seguito al venire meno dell'effetto di anticipazione delle vendite negli Stati Uniti. Sulla base delle nostre valutazioni, nel terzo trimestre l'economia italiana ha ripreso a crescere in misura modesta, grazie all'attività nei servizi e nelle costruzioni. La domanda estera è rimasta debole, i consumi sono tornati ad aumentare, seppure lievemente, ed è proseguita l'espansione degli investimenti.

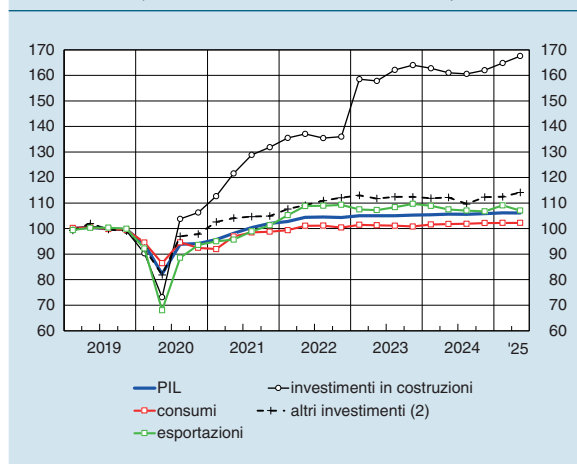
Nel secondo trimestre l'attività economica è leggermente diminuita...

Dopo un avvio di anno positivo, nella scorsa primavera l'economia italiana si è indebolita. Il PIL si è ridotto appena (-0,1 per cento rispetto al primo trimestre; fig. 12 e tav. 3), frenato dal calo delle esportazioni. Il contributo negativo della domanda estera netta ha prevalso su quello positivo della domanda interna.

La marcata flessione delle esportazioni (-1,9 per cento sul trimestre precedente) è in larga parte dovuta all'attenuazione dell'effetto di anticipazione delle vendite verso gli Stati Uniti che aveva caratterizzato i primi tre mesi dell'anno. La spesa delle famiglie è rimasta invariata, risentendo delle incertezze sulla situazione economica personale e macroeconomica (cfr. il paragrafo 2.3). Gli investimenti fissi hanno invece continuato a espandersi, in un contesto di condizioni finanziarie nel complesso più favorevoli per le imprese, nonché grazie agli incentivi fiscali¹ e alle altre misure di sostegno connesse con il *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR; cfr. il paragrafo 2.2). Il processo di ricostituzione delle scorte delle aziende, dopo la pronunciata diminuzione dell'inizio dell'anno, ha fornito un apporto di quasi mezzo punto percentuale alla crescita del prodotto.

Figura 12

PIL e principali componenti della domanda (1)
(dati trimestrali; indici: 2019=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. –
(2) 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.

¹ Il piano Transizione 4.0, introdotto con la legge di bilancio per il 2020 (L. 160/2019 e successive modifiche), prevede l'erogazione di un credito di imposta in favore di investimenti in beni strumentali materiali e immateriali tecnologicamente avanzati. Il piano Transizione 5.0 (introdotto dal DL 19/2024 e successive modifiche) incentiva il medesimo tipo di investimenti, ma ne condiziona i benefici al conseguimento di risparmio energetico; sono inoltre incentivati gli investimenti in beni materiali finalizzati all'autoproduzione di energia da fonti rinnovabili destinata all'autoconsumo. La legge di bilancio per il 2025 (L. 207/2024) ha semplificato e reso meno stringenti le procedure di accesso al beneficio.

PIL e principali componenti (1)*(variazioni percentuali sul periodo precedente e punti percentuali)*

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

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.

Il valore aggiunto dell’industria in senso stretto è diminuito di oltre mezzo punto percentuale, in linea con la flessione del fatturato delle imprese, in particolare quello estero (cfr. il paragrafo 2.2). L’attività nelle costruzioni si è ampliata dell’1,5 per cento, sospinta dalla realizzazione delle opere legate al PNRR. Il valore aggiunto ha ristagnato nei servizi per il terzo trimestre consecutivo: l’attività è rimasta invariata nei settori connessi con il commercio e il turismo, mentre è aumentata nei servizi professionali e di supporto alle imprese.

**... ma è lievemente
aumentata
nei mesi estivi**

Sulla base delle nostre stime, nel terzo trimestre il prodotto è tornato a salire, seppure in misura modesta, per effetto della ripresa nei servizi e del nuovo rialzo nelle costruzioni.

Gli indicatori segnalano un andamento contenuto dei consumi delle famiglie, nonostante la dinamica favorevole del reddito disponibile: questo atteggiamento di spesa prudente si traduce in un tasso di risparmio che permane su valori relativamente elevati (cfr. il paragrafo 2.3). Gli investimenti hanno continuato a espandersi, ancora sospinti dai fattori che li hanno sostenuti nei mesi primaverili (cfr. il paragrafo 2.2). I dati sul commercio estero di beni indicano un contributo marginale della domanda estera (cfr. il paragrafo 2.4).

Secondo le nostre proiezioni macroeconomiche, pubblicate nel mese di ottobre, il PIL aumenterà dello 0,6 per cento sia nel 2025 sia nel 2026, e dello 0,7 nel 2027 (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l’economia italiana*).

LE PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'ECONOMIA ITALIANA

La Banca d’Italia ha appena pubblicato le proiezioni per l’economia italiana relative al periodo 2025-27¹. Rispetto alle proiezioni dello scorso giugno, lo scenario previsivo incorpora gli accordi commerciali tra

¹ Per maggiori dettagli, cfr. *Proiezioni macroeconomiche per l’economia italiana*, Banca d’Italia, 17 ottobre 2025.

Stati Uniti e Unione europea raggiunti il 27 luglio, che implicano sia un livello dei dazi effettivi per le imprese europee leggermente più elevato di quello considerato precedentemente², sia un parziale rientro dell'incertezza sulle politiche commerciali, che si manterrebbe comunque su livelli ben superiori alla media storica. Nel complesso si ipotizza che gli scambi internazionali subiscano un rallentamento nella seconda metà dell'anno in corso e nel prossimo, cui seguirebbe un recupero nel 2027. Coerentemente con le indicazioni provenienti dai futures, si prefigura una graduale diminuzione delle quotazioni delle materie prime energetiche e alimentari. Si ipotizza inoltre che i costi di finanziamento per famiglie e imprese, in calo rispetto al 2024, rimarranno sostanzialmente stabili nel triennio di previsione³. Lo scenario tiene conto delle informazioni sull'andamento della finanza pubblica desumibili dal *Documento programmatico di finanza pubblica 2025* (DPFP 2025) approvato il 2 ottobre dal Consiglio dei ministri.

La crescita del PIL è stimata pari allo 0,6 per cento nel 2025 e nel 2026 e allo 0,7 nel 2027 (tavola). L'attività economica beneficerà principalmente dell'andamento della domanda interna: le scelte di consumo restano improntate alla cautela nell'anno in corso, ma accelereranno progressivamente con l'espansione del reddito disponibile reale; gli investimenti, pur risentendo del permanere di condizioni di incertezza, saranno sostenuti dalle condizioni di finanziamento favorevoli e dalle misure incluse nel PNRR. Le vendite all'estero, penalizzate dell'inasprimento delle politiche commerciali e dall'apprezzamento dell'euro, ristagnerebbero nella media del biennio 2025-26, per tornare a salire nel 2027.

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	2025	2026	2027
Banca d'Italia (ottobre)	0,6	0,6	0,7	1,7	1,5	1,9
Commissione europea (maggio)	0,7	0,9	–	1,8	1,5	–
OCSE (settembre)	0,6	0,6	–	1,9	1,8	–
FMI (ottobre)	0,5	0,8	–	1,7	2,0	–
UPB (agosto)	0,5	0,5	–	1,8	1,7	–
MEF quadro tendenziale (ottobre)	0,5	0,7	0,7	1,8	1,7	1,8
MEF quadro programmatico (ottobre)	0,5	0,7	0,8	1,8	1,7	1,8
per memoria: Banca d'Italia (giugno)	0,6	0,8	0,7	1,5	1,5	2,0

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 17 ottobre 2025; Commissione europea, *European Economic Forecast. Spring 2025*, maggio 2025; OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, settembre 2025; FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2025 (le previsioni per il 2027 sono disponibili in World Economic Outlook Database); Ufficio parlamentare di bilancio (UPB), *Nota sulla congiuntura*, agosto 2025; MEF, *Documento programmatico di finanza pubblica*, 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 questa correzione e nelle nostre previsioni, il PIL crescerebbe dello 0,5 per cento nel 2025, dello 0,7 nel 2026 e dello 0,7 per cento nel 2027. – (2) Misurata sull'IPCA. Le previsioni dell'UPB sono riferite al deflatore dei consumi.

Si prevede che l'occupazione continui a espandersi per tutto il triennio, seppure a ritmi meno sostenuti rispetto a quelli osservati negli ultimi anni. Il tasso di disoccupazione si manterrà nel complesso stabile lungo l'orizzonte previsivo.

Si stima che l'inflazione rimarrà su valori contenuti, collocandosi all'1,7 per cento quest'anno, all'1,5 nel 2026 e all'1,9 nel 2027, quando l'introduzione del nuovo sistema di scambio di quote di emissione di gas a effetto serra nell'Unione europea (*EU Emissions Trading System 2*) comporterà un temporaneo

² L'aliquota media effettiva dei dazi statunitensi sulle importazioni di beni è a circa il 20 per cento; nei confronti dell'Unione europea e della Cina si colloca rispettivamente intorno al 15 e al 40 per cento.

³ Le proiezioni sono state formulate sulla base delle informazioni disponibili fino al 10 ottobre.

rincaro dei prezzi dell'energia. Al netto dei beni energetici e alimentari, la crescita dei prezzi al consumo è prevista pari all'1,9 per cento nel 2025 e all'1,6 nel prossimo biennio. Rispetto a quelle pubblicate in giugno, le proiezioni di crescita sono invariate nel 2025 e nel 2027, mentre risultano più modeste nel 2026. L'inflazione è leggermente più elevata nell'anno in corso e più contenuta nel 2027.

Il quadro previsivo è soggetto a forte incertezza, riconducibile in particolare all'evoluzione delle politiche commerciali e dei conflitti in corso. Nel caso in cui le tensioni internazionali si dovessero acuire, soprattutto se accompagnate da un forte incremento della volatilità dei mercati finanziari, l'impatto sul prodotto sarebbe particolarmente negativo. Un ampliamento dei premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro e in altre economie avanzate avrebbe inoltre ripercussioni negative sulle condizioni di finanziamento e sull'attività economica. Per contro, un orientamento maggiormente espansivo della politica di bilancio a livello europeo, anche in connessione con gli annunci di aumento delle spese per la difesa, potrebbe rafforzare la crescita. Per quanto riguarda l'inflazione, un deterioramento più marcato e persistente della domanda aggregata potrebbe esercitare pressioni al ribasso sui prezzi, mentre effetti di segno opposto potrebbero provenire da rincari delle materie prime legati alle tensioni geopolitiche.

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

2.2 LE IMPRESE

Secondo nostre valutazioni, nel terzo trimestre l'attività nei servizi ha mostrato segnali di ripresa, la crescita nel settore delle costruzioni si è attenuata e la produzione industriale è diminuita. Gli investimenti hanno continuato a espandersi, beneficiando delle migliori condizioni di finanziamento, degli incentivi fiscali e di altre misure connesse con il PNRR. Le prospettive restano incerte a causa dell'elevata instabilità geopolitica e delle ripercussioni delle tensioni commerciali.

Nei mesi estivi la produzione industriale è diminuita...

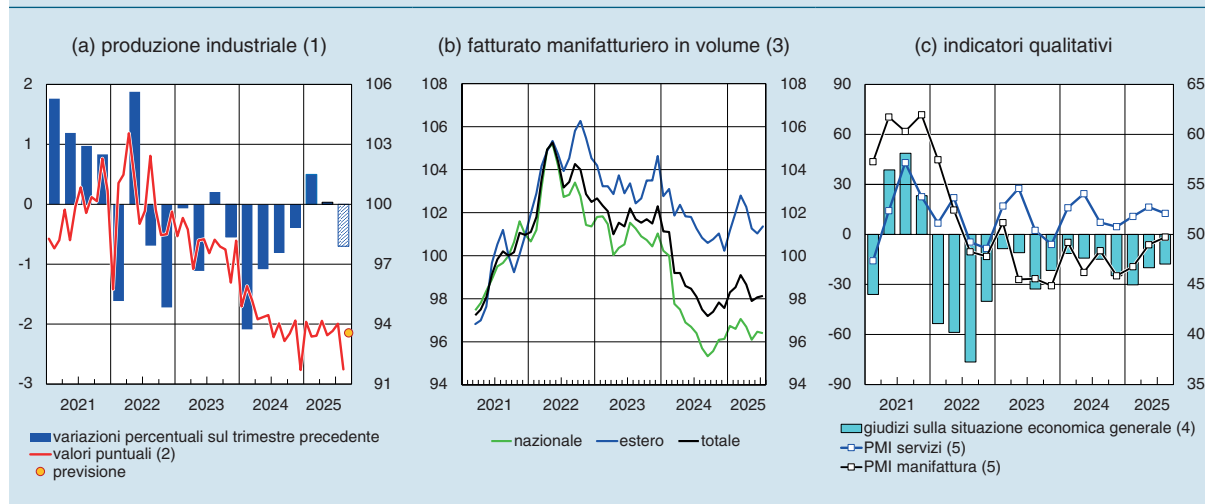
Nel secondo trimestre la produzione industriale è lievemente cresciuta (fig. 13.a), dopo l'aumento nei mesi invernali, anche per l'esigenza di ricostituire le scorte ai valori desiderati. Si è ampliata la produzione di beni strumentali, mentre l'attività è diminuita in tutti gli altri principali comparti. Il fatturato in volume si è invece ridotto, in particolare quello estero, determinando una contrazione del valore aggiunto (fig. 13.b).

La produzione industriale si è contratta nel bimestre luglio-agosto e le nostre stime, basate su indicatori quantitativi e qualitativi, suggeriscono un recupero in settembre. Nel complesso del terzo trimestre l'attività industriale segnerebbe tuttavia un calo moderato.

Le più recenti valutazioni delle imprese manifatturiere sono coerenti con una debolezza del comparto, sebbene esse siano divenute meno sfavorevoli rispetto sia all'andamento degli ordini, sia al livello della produzione. L'indice PMI per il settore della manifattura si è collocato su livelli coerenti con la stagnazione dell'attività e le prospettive sui nuovi ordini sono migliorate (fig. 13.c). Anche le inchieste dell'Istat segnalano un miglioramento degli ordini stessi, in particolare quelli interni, nonostante la fiducia permanga su valori bassi. Secondo l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia tra agosto e settembre, le imprese sono lievemente meno ottimiste sulle proprie condizioni operative a breve, a causa dell'incertezza economica e geopolitica. Il sondaggio sullo stato della congiuntura territoriale condotto dalle Filiali della Banca d'Italia indica che in alcune aree del Centro Nord le aziende esprimono timori sulle possibili maggiori pressioni concorrenziali dovute alle importazioni dall'Asia, soprattutto su prodotti standardizzati e di gamma non elevata.

Figura 13

**Produzione industriale, fatturato manifatturiero
e indicatori qualitativi nell'industria e nei servizi**
(dati trimestrali, se non diversamente specificato)



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 settembre 2025, l'ultima barra indica quella per il 3° 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, 9 ottobre 2025). — (5) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.

**... ma l'attività
nei servizi
ha ripreso ad ampliarsi**

Dopo tre trimestri di ristagno, nei mesi estivi l'attività nei servizi ha mostrato segnali di ripresa. Sulla base di informazioni sia qualitative sia quantitative, il contributo alla crescita è venuto principalmente dai servizi di supporto alle imprese. I dati sui flussi dei viaggiatori nonché quelli della spesa turistica prefigurano un contributo modesto del turismo: alla prolungata espansione di quello internazionale si associa un lieve calo del turismo interno. Le aziende dei servizi intervistate nelle inchieste della Banca d'Italia hanno segnalato una sostanziale stabilità della domanda.

**È proseguita
la crescita
nelle costruzioni**

Nei mesi estivi il settore delle costruzioni è ancora cresciuto, seppure in misura meno marcata rispetto al secondo trimestre. Un apporto significativo è giunto dalla realizzazione delle opere previste dal PNRR. Nelle indagini della Banca d'Italia le imprese di costruzione si attendono un miglioramento della dinamica delle vendite e del quadro operativo; continuano a esprimere prospettive più ottimistiche rispetto a quelle degli altri settori. Secondo la rilevazione più recente della Banca d'Italia sul mercato immobiliare, prosegue l'andamento favorevole nel segmento residenziale. Sulla base delle inchieste dell'Istat, la durata dell'attività assicurata dai lavori in corso o da eseguire si è portata su valori massimi nel confronto storico, segnalando una buona tenuta del comparto anche nel resto del 2025.

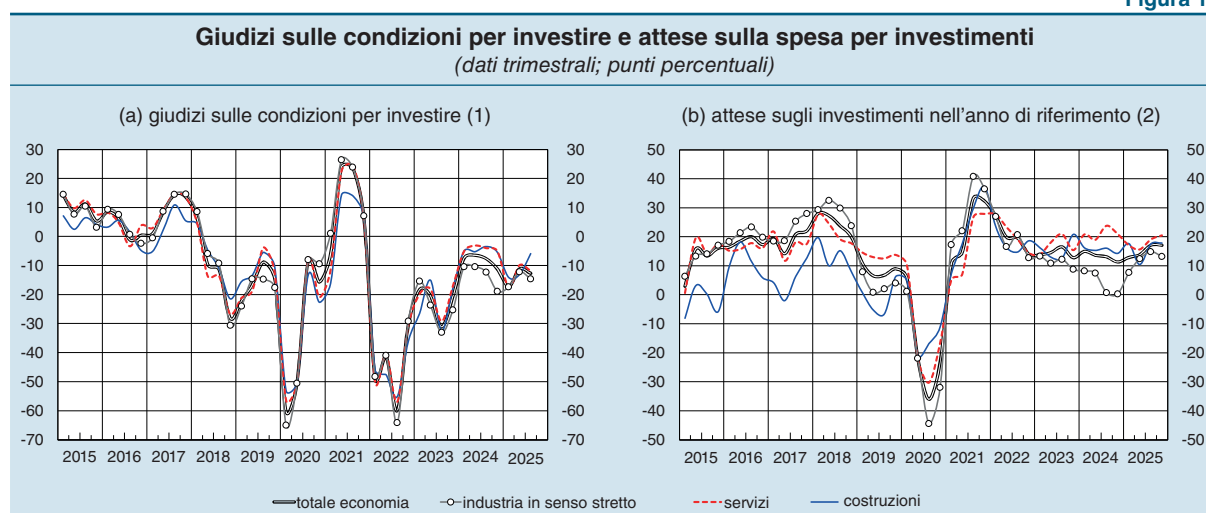
**Gli investimenti
sono aumentati
nel secondo trimestre
e hanno continuato
a espandersi nel terzo**

Nel secondo trimestre gli investimenti sono saliti al passo sostenuto dei due periodi precedenti; vi hanno contribuito le elevate riserve di liquidità delle imprese e la flessione dei tassi di interesse, nonché la disponibilità di incentivi fiscali e l'attuazione di alcune misure del PNRR. La variazione è stata positiva per tutte le principali componenti. La spesa in macchinari, attrezzature e beni immateriali ha continuato ad ampliarsi e ha recuperato quasi interamente la flessione osservata tra la fine del 2023 e l'estate del 2024. Anche la dinamica

degli investimenti in costruzioni è stata positiva, sia per le abitazioni sia per i fabbricati non residenziali.

In base alle informazioni più recenti, gli investimenti sono nuovamente cresciuti nel terzo trimestre, ancora sostenuti dalle agevolazioni fiscali e da altri interventi connessi con il PNRR. In particolare, la spesa in macchinari e attrezzature è stata sospinta anche dagli incentivi del piano Transizione 5.0, che termineranno alla fine di quest'anno e la cui richiesta è sensibilmente aumentata dalla scorsa primavera. Secondo i dati dell'Associazione italiana leasing (Assilea), vi è stato un deciso incremento dei contratti di leasing stipulati nel trimestre per l'acquisto di beni strumentali. Sia le valutazioni correnti sia quelle prospettiche sui livelli degli ordini e della produzione delle imprese del comparto dei beni di investimento sono divenute meno sfavorevoli. Nelle inchieste della Banca d'Italia la maggioranza delle aziende continua a prevedere di aumentare o di lasciare invariata la spesa nominale per investimenti fissi nel 2025 (fig. 14). Sulle prospettive degli investimenti gravano tuttavia rischi al ribasso legati alle tensioni globali che alimentano l'incertezza e che potrebbero indurre a ritardare le decisioni di spesa.

Figura 14



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 ottobre 2025.

(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.

2.3 LE FAMIGLIE

Nel secondo trimestre la spesa delle famiglie si è mantenuta sui livelli del periodo precedente. Sulla base degli indicatori più recenti, è leggermente aumentata nei mesi estivi, grazie al miglioramento del clima di fiducia e alla tenuta del mercato del lavoro. Resta tuttavia elevata l'incertezza, che si riflette in scelte di consumo prudenti e in una maggiore propensione al risparmio.

Nei mesi primaverili i consumi delle famiglie si sono mantenuti stabili...

La spesa delle famiglie nel secondo trimestre si è confermata invariata in termini reali, dopo quattro trimestri consecutivi di moderata espansione, risentendo di valutazioni più negative sulla situazione economica personale e generale. Si è arrestata la crescita della spesa per servizi, pur a fronte di un dato lievemente positivo per quelli legati al turismo, e si è contratta la spesa per i beni semidurevoli;

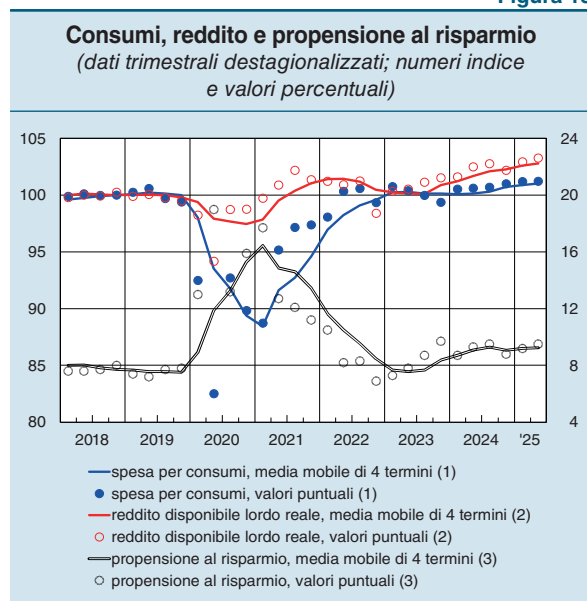
gli acquisti di beni durevoli hanno recuperato solo in piccola parte il forte calo dell'inizio dell'anno. Di contro, il reddito disponibile ha continuato a salire, in termini sia nominali sia reali; ne è conseguito un rialzo del tasso di risparmio (al 9,5 per cento; fig. 15).

... e sono cresciuti
moderatamente
nel terzo trimestre

Sulla base delle informazioni disponibili, nei mesi estivi i consumi delle famiglie hanno ripreso a sostenere il PIL, sebbene in misura modesta. Nel bimestre luglio-agosto l'indicatore di Confcommercio è aumentato sia per i beni sia per i servizi e le vendite al dettaglio sono cresciute di poco.

Nelle inchieste dell'Istat la fiducia dei consumatori è leggermente migliorata nel terzo trimestre (fig. 16), riflettendo valutazioni più favorevoli sulla situazione economica generale e sul bilancio familiare. Le intenzioni di acquisto delle famiglie sono rinsaldate dalla tenuta del mercato del lavoro e dalle attese di un'inflazione moderata; tuttavia, la propensione al risparmio rimane più elevata che nel decennio precedente la pandemia.

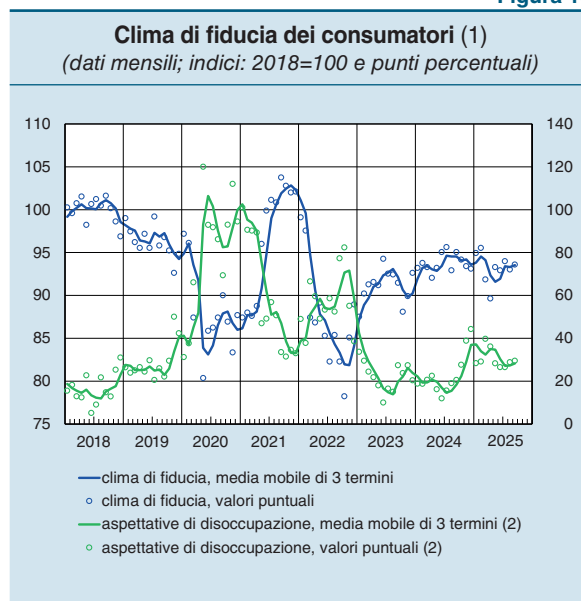
Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; indice: 2018=100. — (2) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti; indice: 2018=100. — (3) Rapporto tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici. Scala di destra.

Figura 16



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 incremento del saldo segnala un peggioramento delle attese sul tasso di disoccupazione. Scala di destra.

Nell'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane*, condotta dalla Banca d'Italia tra la fine di agosto e l'inizio di ottobre, la maggior parte delle famiglie prevedeva una stabilità dei consumi nel 2025 rispetto al 2024. Per i beni durevoli e i servizi turistici e ricreativi la quota di chi si attende una riduzione supera quella di chi prevede un incremento. Tra i nuclei familiari che segnalano una contrazione, i prezzi elevati rappresentano la principale motivazione; tra quelli meno abbienti vi incide anche la diminuzione del reddito, mentre tra i nuclei più benestanti rilevano pure motivi di natura precauzionale. Le intenzioni di acquisto delle famiglie restano improntate alla cautela per l'elevata incertezza del contesto internazionale, specie tra quelle con maggiori difficoltà economiche.

Prosegue
il rafforzamento
del mercato immobiliare

Nel secondo trimestre la crescita dei prezzi delle abitazioni si è ridotta al 3,9 per cento (dal 4,4 nel primo trimestre); il rallentamento ha riguardato sia i prezzi delle case già esistenti sia quelli delle nuove costruzioni. Le compravendite sono lievemente aumentate (fig. 17).

Nostre elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, indicano che in estate la domanda di abitazioni si è mantenuta vivace. Le prospettive sul mercato residenziale rilevate tra giugno e luglio nell'ambito del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* hanno continuato a migliorare, anche grazie alla minore difficoltà per ottenere un mutuo (cfr. il paragrafo 2.7). È proseguita la crescita dei canoni di locazione.

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

Nel secondo trimestre le esportazioni in volume sono diminuite significativamente, risentendo soprattutto delle minori vendite di beni negli Stati Uniti. Sulla base di nostre stime, nel bimestre luglio-agosto sono cresciute. Tra aprile e giugno l'avanzo di conto corrente è aumentato, in particolare per il miglioramento del saldo dei redditi da capitale. Gli acquisti netti di titoli italiani da parte degli investitori esteri si sono rafforzati ulteriormente. La posizione creditoria netta sull'estero si è ridotta a causa del deprezzamento del dollaro.

Le esportazioni sono diminuite nel secondo trimestre...

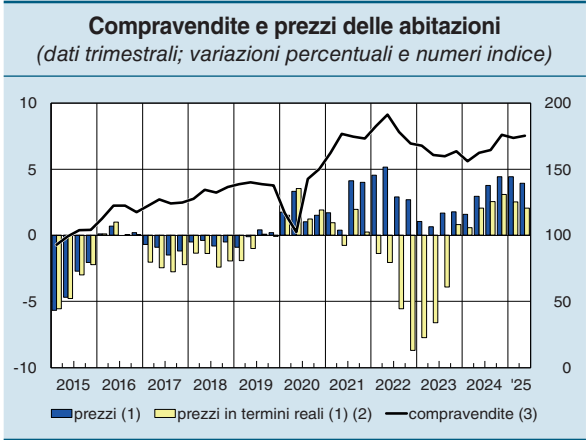
Dopo il pronunciato rialzo nei primi tre mesi dell'anno, dovuto principalmente al *front-loading* e alla vendita di mezzi di navigazione marittima, le esportazioni in volume sono tornate a diminuire nel secondo trimestre (tav. 4). Si sono contratte soprattutto le vendite di beni nei mercati esterni all'area dell'euro, specie negli Stati Uniti (fig. 18), dove è venuto meno l'impatto temporaneo della vendita delle navi e hanno

Tavola 4

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

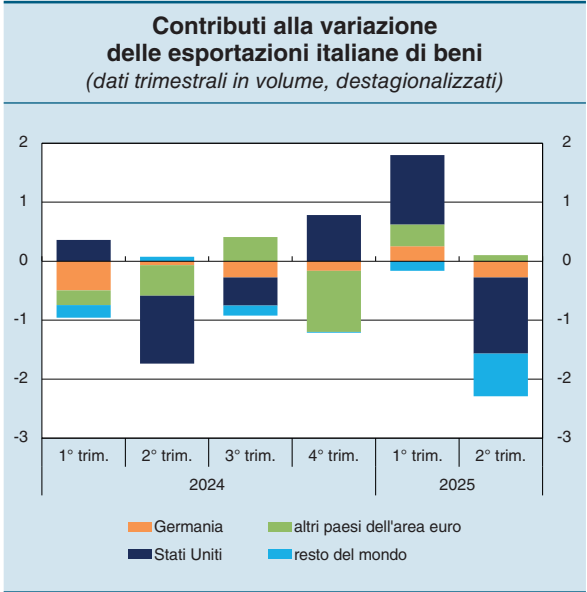
Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale e di commercio estero. (1) Valori concatenati; dati annuali grezzi; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include i paesi non specificati e, per le esportazioni, le provviste di bordo.

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) 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.

Figura 18



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

cominciato a incidere l'incremento dei dazi e le incertezze sulla loro applicazione. Sul mercato statunitense si sono ridotte in particolare le esportazioni di autoveicoli (soggetti a dazi più elevati), di prodotti alimentari e bevande e della meccanica; si sono invece ulteriormente ampliate quelle di prodotti farmaceutici, sospinte dal *front-loading* volto a sfruttare l'esenzione di tali prodotti dal rialzo dei dazi. Le vendite estere di servizi sono scese di poco; la crescita della spesa in Italia dei turisti stranieri è stata più che compensata dal calo delle esportazioni degli altri servizi.

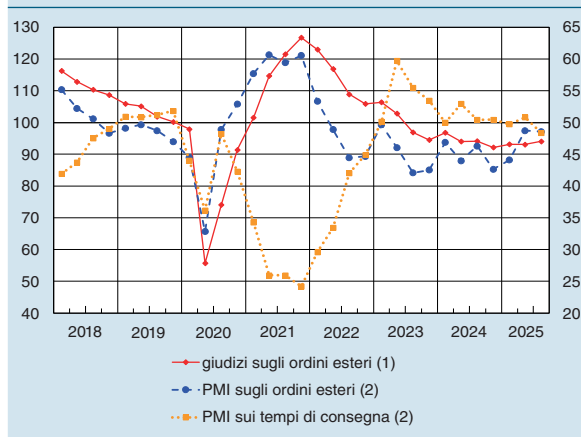
Nel secondo trimestre le importazioni in volume sono aumentate in misura contenuta, guidate da quelle dei servizi; gli acquisti di merci dall'estero sono invece lievemente diminuiti, in special modo quelli di beni intermedi e strumentali, che hanno risentito della riduzione delle esportazioni.

**... e sono aumentate
nel bimestre
luglio-agosto**

In base a nostre stime su dati di commercio estero, le vendite di beni in volume, al netto della stagionalità, sono cresciute nel bimestre luglio-agosto, in buona parte grazie al contributo positivo di componenti volatili, come prodotti petroliferi raffinati e imbarcazioni. In prospettiva, sia l'indicatore sugli ordini dell'indagine dell'Istat presso le imprese manifatturiere, sia il corrispondente indice PMI prefigurano una debolezza della domanda estera (fig. 19). Come per gli altri paesi dell'area, le esportazioni risentirebbero inoltre della perdita di competitività legata all'apprezzamento dell'euro osservato a partire da marzo. Le ripercussioni degli incrementi dei dazi statunitensi sugli esportatori e sul loro indotto sarebbero tuttavia contenute (cfr. il riquadro: *L'impatto dei dazi statunitensi sull'indotto delle imprese italiane*). Nel comparto turistico, in luglio è proseguita la crescita della spesa dei viaggiatori stranieri.

Figura 19

Valutazioni sugli ordini esteri e sui tempi di consegna da parte delle imprese manifatturiere
(dati trimestrali destagionalizzati)



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.

L'IMPATTO DEI DAZI STATUNITENSIS SULL'INDOTTO DELLE IMPRESE ITALIANE

L'aumento dei dazi recentemente introdotto dall'amministrazione statunitense¹ avrà effetti non solo sulle imprese italiane che esportano negli Stati Uniti ma anche sui loro fornitori. Per le imprese esportatrici il mercato statunitense rappresenta in media il 5,5 per cento dei ricavi². Per i fornitori l'esposizione indiretta ai dazi dipende sia dall'importanza che il mercato statunitense ha sul fatturato dei clienti che esportano, sia dal peso che tali clienti hanno sul loro fatturato. Per l'80 per cento dei fornitori questa esposizione è inferiore all'1 per cento delle vendite (figura A)³; per tali imprese, ipotizzando che la domanda di input da parte dei clienti esportatori si distribuisca in

¹ Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro: *I dazi statunitensi e i primi effetti sugli scambi globali* del capitolo 1.

² Per un'analisi degli effetti diretti dei dazi sulle vendite e sui margini di profitto delle imprese esportatrici italiane, cfr. il riquadro: *L'esposizione delle esportazioni italiane ai dazi statunitensi*, in *Bollettino economico*, 2, 2025.

³ L'esposizione di ciascun cliente è misurata dal rapporto tra le sue esportazioni dirette verso gli Stati Uniti e le sue vendite totali ed è poi pesata dalla corrispondente quota di fatturato che il fornitore realizza con il cliente esportatore.

modo proporzionale tra tutti i fornitori, persino il completo venire meno delle esportazioni verso gli Stati Uniti comporterebbe una riduzione del fatturato al di sotto dell'1 per cento.

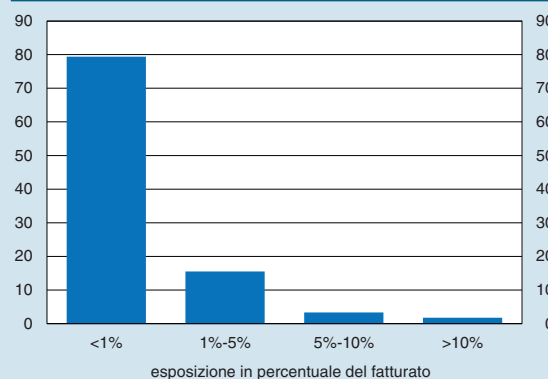
L'esposizione indiretta è superiore al 10 per cento solo per circa 5.400 imprese fornitrici – pari all'1,3 per cento dei fornitori totali – quasi tutte di piccola dimensione. Il peso di queste aziende sul fatturato complessivo dei rispettivi comparti è in genere limitato; raggiunge i valori più elevati nei settori degli altri mezzi di trasporto (5,5 per cento), dei prodotti in metallo (3,9) e dei mobili (3,3). In qualche raro caso, le imprese più esposte assorbono una quota di occupazione relativamente significativa a livello territoriale (tra il 4 e il 9 per cento del totale degli addetti).

Per il complesso dei fornitori, il margine operativo lordo in rapporto ai ricavi è pari in media al 10 per cento (figura B, pannello a); tra i fornitori con un'esposizione superiore al 10 per cento i margini risultano più alti (in media pari al 12 per cento)⁴.

Secondo nostre simulazioni, la flessione dei profitti delle imprese dell'indotto dovuta all'imposizione dei dazi sarebbe in media trascurabile, data la bassa esposizione indiretta, ma potrebbe salire di 1,5 punti

Figura A

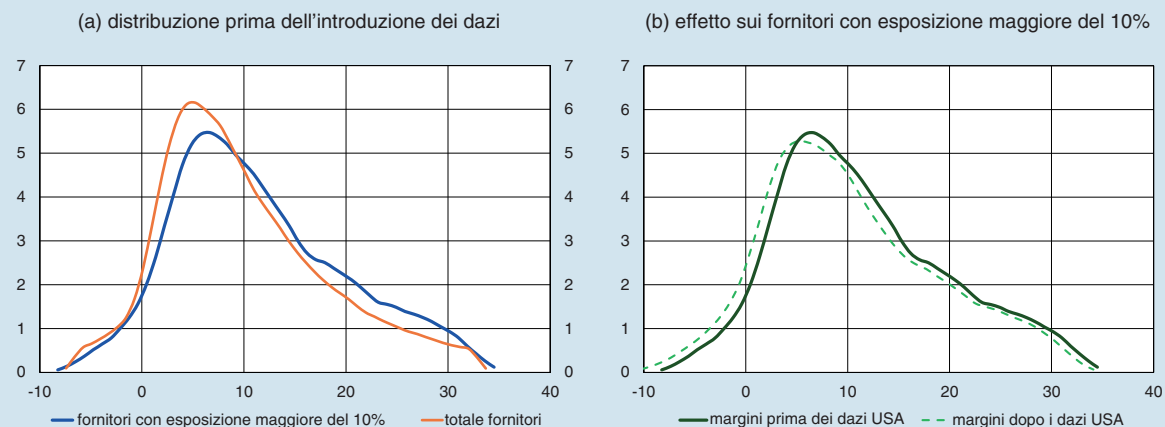
Distribuzione dell'esposizione indiretta dell'indotto
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sui dati doganali e di transazioni tra aziende (*business-to-business*); dati relativi al 2023.

Figura B

Margine operativo lordo dei fornitori delle imprese esportatrici verso gli Stati Uniti (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati doganali, transazioni tra aziende (*business-to-business*) e Cerved; dati relativi al 2023.

(1) Sull'asse delle ascisse è indicato il rapporto tra margini operativi lordi e ricavi delle imprese.

⁴ Il margine operativo lordo è definito come valore della produzione al netto degli acquisti netti di materie prime, dei costi per servizi e godimento di beni terzi e del costo del lavoro, cui va aggiunta la variazione delle scorte di materie prime. La figura B mostra la distribuzione troncata ai percentili 5 e 95.

percentuali per i fornitori con un'esposizione di almeno il 10 per cento⁵ (figura B, pannello b). Il numero di fornitori che vedrebbero i propri margini passare da positivi a negativi è molto limitato⁶, anche se il peggioramento dei margini stessi potrebbe assumere una rilevanza non trascurabile in alcuni territori.

Nonostante alcune possibili difficoltà a livello locale, l'impatto indiretto dei dazi sull'indotto domestico delle aziende che esportano negli Stati Uniti sarebbe contenuto, grazie a una buona diversificazione delle vendite da parte delle imprese fornitrici, nonché a margini di profitto sufficientemente elevati. Tuttavia, gli effetti negativi dei dazi su queste aziende potrebbero essere accentuati da altri fattori, fra cui l'esposizione ai dazi dei loro clienti esteri, la riconfigurazione geografica delle catene globali del valore e l'impatto delle tensioni geopolitiche sui tassi di cambio e sulla domanda internazionale.

⁵ Ipotizzando un'elasticità di prezzo a un anno pari a -0,75, in linea con le stime storiche per l'aggregato delle esportazioni italiane, i dazi del 15 per cento (del 50 per acciaio e alluminio), se interamente traslati sui prezzi finali, implicherebbero una riduzione delle vendite verso gli Stati Uniti dell'11,25 per cento (del 37,5 per acciaio e alluminio). Applicando queste variazioni agli esportatori attivi sul mercato statunitense, è possibile ottenere per ciascuno di essi una stima della corrispondente riduzione dei ricavi, che in media risulta pari allo 0,5 per cento. È stato poi stimato l'impatto indiretto di tale calo sulle imprese fornitrici, proporzionalmente al peso che gli esportatori verso gli Stati Uniti hanno sul fatturato di queste aziende. La simulazione considera esclusivamente l'effetto dei dazi sul valore della produzione e sugli acquisti di materie prime, senza includere eventuali aggiustamenti sul costo del lavoro, al fine di isolarne l'impatto prima di possibili interventi sul fronte occupazionale. L'elasticità di prezzo utilizzata è coerente con quanto esposto in G. Bulligan, F. Busetti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017.

⁶ Qualora si considerasse una più forte elasticità delle esportazioni (-1,5 anziché -0,75), le imprese fornitrici per le quali i margini passerebbero da positivi a negativi sarebbero circa lo 0,12 per cento del totale. Tra il 2022 e il 2023 nello stesso campione di imprese tale percentuale era stata pari all'1 per cento.

Il surplus di conto corrente è salito

Nel secondo trimestre il saldo di conto corrente, al netto di fattori stagionali, ha registrato un avanzo di 9,2 miliardi di euro, raggiungendo l'1,6 per cento del PIL trimestrale, dall'1,0 del periodo precedente (fig. 20 e tav. 5). L'aumento è stato guidato dal miglioramento del saldo dei redditi primari, in particolare di quelli da capitale. Il calo dei tassi di interesse ufficiali ha contribuito a questo risultato, considerato il maggiore peso degli strumenti di debito a breve termine sulle passività rispetto alle attività.

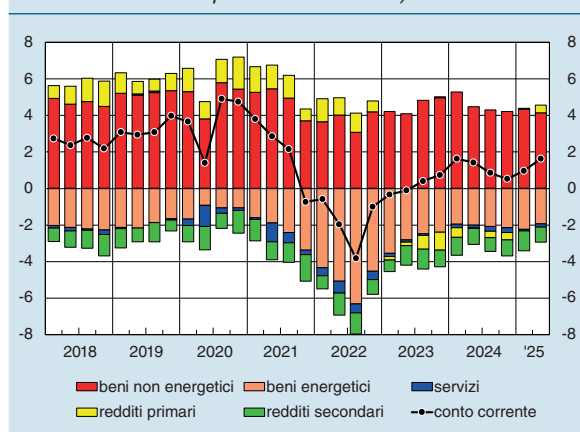
Si è ulteriormente ampliata la domanda dall'estero di titoli pubblici italiani

Nei mesi primaverili il conto finanziario ha riportato un'espansione delle attività nette sull'estero (7,4 miliardi di euro), a causa principalmente della nuova riduzione del saldo debitorio sul sistema TARGET (incluso nelle passività alla voce "altri investimenti"; tav. 5). La raccolta netta all'estero delle banche residenti è diminuita.

L'andamento del saldo passivo degli investimenti di portafoglio ha riflesso il rafforzamento degli afflussi verso titoli italiani (tav. 5). Gli acquisti di titoli pubblici da parte dei non residenti sono ancora cresciuti (56,9 miliardi di euro, superiori alle emissioni nette), in un contesto di forte domanda degli investitori internazionali per le attività denominate in euro. È aumentata anche la domanda estera per le obbligazioni del settore privato, soprattutto per quelle emesse da società non finanziarie.

Figura 20

Saldo del conto corrente e sue componenti (dati trimestrali in valore, destagionalizzati; in percentuale del PIL)



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

Gli acquisti all'estero degli investitori italiani (24,6 miliardi) hanno riguardato soprattutto quote di fondi comuni da parte delle famiglie e titoli di debito a lungo termine dalle compagnie di assicurazione.

Il saldo debitorio su TARGET è nuovamente diminuito Nel secondo trimestre la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema TARGET si è ridotta di 14,3 miliardi, collocandosi a 394,2 miliardi alla fine di giugno. Il calo ha riflesso in misura prevalente gli investimenti esteri in titoli pubblici italiani. In luglio e agosto il saldo ha continuato a diminuire, portandosi a 385,7 miliardi.

La posizione creditoria netta sull'estero ha risentito del deprezzamento del dollaro Al termine del secondo trimestre la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 238 miliardi, pari al 10,7 per cento del PIL (al 12,6 per cento alla fine di marzo). La riduzione di 39,2 miliardi rispetto alla fine del primo trimestre riflette aggiustamenti di valutazione negativi di entità significativa nel confronto storico, in larga parte connessi con il deprezzamento del dollaro (circa 34 miliardi). L'impatto è risultato ampio a causa della significativa esposizione dell'Italia in attività denominate in valuta statunitense (oltre il 20 per cento del PIL al netto delle passività in dollari).

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Dalla primavera di quest'anno l'occupazione è rimasta sostanzialmente stabile. Il tasso di partecipazione ha continuato a salire fra i lavoratori più anziani, ma è diminuito tra i più giovani. La crescita delle retribuzioni nel settore privato non agricolo si è indebolita.

L'occupazione è rimasta sostanzialmente stazionaria nel secondo trimestre... Nel secondo trimestre, in base ai *Conti economici trimestrali* (CET), il numero di occupati si è mantenuto pressoché invariato (-0,1 per cento sul periodo precedente; fig. 21.a). La domanda di lavoro rimane debole nella manifattura e ha ristagnato nei comparti dei servizi e delle costruzioni, dove l'occupazione era cresciuta maggiormente negli ultimi quattro anni. Le ore lavorate totali sono aumentate dello 0,2 per cento nel settore privato non agricolo, sospinte da un'espansione di quelle pro capite. Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro*, è proseguita la riduzione dell'incidenza del lavoro part-time, iniziata nel 2022. La quota di lavoratori a tempo parziale è scesa al 16 per cento, un punto percentuale in meno rispetto a un anno fa.

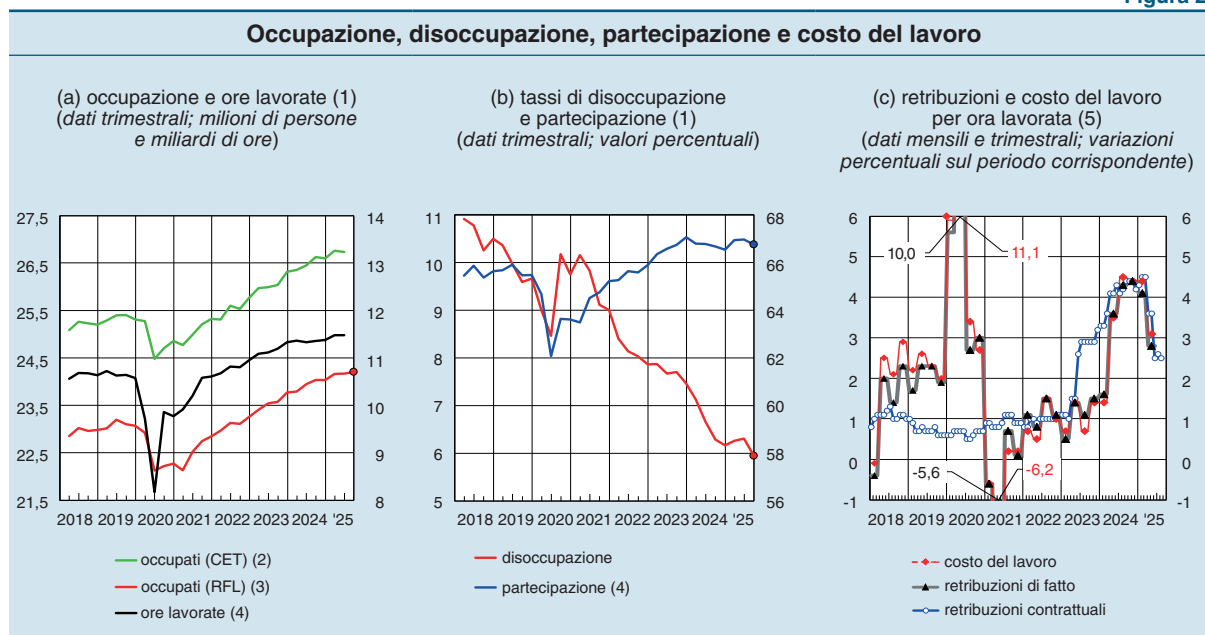
Il tasso di attività è rimasto stabile (al 67 per cento; fig. 21.b): la partecipazione si è ulteriormente ampliata nella classe di età 50-64 anni (0,2 punti percentuali), mentre è scesa quella dei i più giovani, che reagisce maggiormente alle condizioni cicliche (-0,2 punti percentuali nella fascia 15-34 anni). Il tasso di disoccupazione si è mantenuto sostanzialmente costante in tutte le classi anagrafiche.

Tavola 5

Bilancia dei pagamenti (saldi in miliardi di euro)					
VOCI	2024	2024		2025	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Conto corrente	23,8	9,5	3,6	-2,1	10,7
corretto per la stagionalità e per i giorni lavorativi	24,3	4,7	2,9	5,4	9,2
per memoria: in % del PIL (1)	1,1	0,9	0,5	1,0	1,6
Conto capitale	-0,4	0,2	1,0	0,3	0,8
Conto finanziario	51,8	28,7	22,3	-8,1	7,4
Investimenti diretti	17,5	5,9	5,2	-2,3	-3,2
Investimenti di portafoglio	-78,8	..	-17,8	-0,9	-33,4
Derivati	3,4	1,2	0,5	0,1	0,1
Altri investimenti (2)	107,7	21,5	34,1	-4,5	41,7
Variazione riserve ufficiali	2,1	..	0,3	-0,5	2,2
Errori e omissioni	28,4	18,9	17,7	-6,3	-4,1

(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.

Figura 21



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (CET), per l'occupazione, le ore lavorate, le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro; Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), per l'occupazione, il tasso di partecipazione e quello di disoccupazione; Istat, *Retribuzioni contrattuali per tipo di contratto*, per le retribuzioni contrattuali.
(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 3° trimestre 2025 indicano la media del bimestre luglio-agosto. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese. – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari. – (4) Scala di destra. – (5) Settore privato non agricolo. Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

... come anche in luglio e agosto

Sulla base dei dati provvisori della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, in luglio e agosto il numero di occupati è rimasto costante. Il calo del tasso di attività nei mesi estivi, concentrato tra le classi di età più giovani, ha contribuito alla riduzione del tasso di disoccupazione; quest'ultimo si è collocato al 6,0 per cento nel totale della popolazione e al 10,7 nella fascia 15-34 anni, sui livelli minimi da aprile del 2007.

Si riduce la crescita delle retribuzioni

In primavera l'incremento delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo si è attenuato (al 3,2 per cento nel secondo trimestre su base annua, dal 4,4 del periodo precedente; fig. 21.c); in un contesto di debolezza ciclica, le retribuzioni orarie di fatto hanno continuato a salire, ma a tassi inferiori (al 2,8 per cento, dal 4,1). In termini reali, le retribuzioni contrattuali e di fatto erano ancora al di sotto dei valori del secondo trimestre del 2021 (del 6,9 e dell'8,5 per cento, rispettivamente), mentre nell'area dell'euro quelle effettive avevano quasi completato il recupero (cfr. il paragrafo 1.2). L'indebolimento della dinamica salariale, che ha interessato sia la manifattura sia i servizi, ha contribuito a contenere l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto (cfr. il paragrafo 2.6).

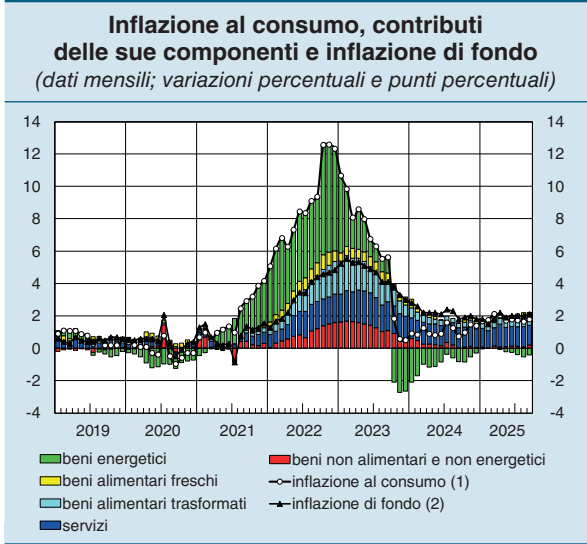
Il rallentamento delle retribuzioni contrattuali è proseguito nei mesi di luglio e agosto (al 2,6 per cento) e si estenderà anche alla seconda metà dell'anno sulla base degli accordi in vigore (cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva*, in *Bollettino economico*, 2, 2025). La dinamica complessiva dipenderà però anche dalle trattative in corso, in particolare quella relativa al comparto metalmeccanico, il cui contratto, scaduto a giugno dello scorso anno, interessa quasi l'80 per cento dei lavoratori in attesa di rinnovo nel settore privato non agricolo.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nel terzo trimestre l'inflazione è rimasta al di sotto del 2 per cento. Anche la componente di fondo si è collocata su valori simili: alla dinamica molto debole dei prezzi dei beni industriali non energetici si è contrapposta quella più robusta dei servizi. Le pressioni inflazionistiche all'origine si stanno attenuando. Famiglie e imprese hanno confermato le aspettative di una lieve accelerazione, rispettivamente, dei prezzi al consumo e dei propri listini.

L'inflazione al consumo rimane contenuta In settembre l'inflazione armonizzata al consumo è aumentata rispetto al mese precedente, portandosi all'1,8 per cento sui dodici mesi (dall'1,6 in agosto; fig. 22 e tav. 6). L'inflazione di fondo, che non include i beni alimentari ed energetici, è lievemente salita (al 2,1 per cento): alla stabilità dell'inflazione dei

Figura 22



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	Indice generale	Indice generale
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
2024 – giu.	0,9	1,7	-8,6	2,1	0,8	-3,5
lug.	1,6	1,2	-4,0	2,4	1,3	-1,6
ago.	1,2	1,3	-6,2	2,3	1,1	-1,1
set.	0,7	1,4	-8,7	1,8	0,7	-2,7
ott.	1,0	2,5	-9,0	1,9	0,9	-3,8
nov.	1,5	2,8	-5,4	2,0	1,3	-0,7
dic.	1,4	2,1	-2,7	1,8	1,3	1,3
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	–

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.
(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.

servizi si è contrapposta la prolungata debolezza di quella dei beni industriali non energetici (3,0 e 0,7 per cento, rispettivamente). Tra le componenti più volatili dell'indice, si è ridotto il calo dei prezzi dei beni energetici (a -3,8 per cento). L'inflazione dei beni alimentari è invece diminuita, guidata dalla decelerazione dei prezzi dei beni freschi. Come nel complesso dell'area dell'euro, in primavera ed estate i prezzi degli alimentari hanno risentito in particolare dei rincari delle carni e dell'ortofrutta, determinati da fattori temporanei i cui effetti dovrebbero venire meno nei prossimi mesi.

L'inflazione nel comparto dei servizi è rimasta pressoché stabile dall'inizio dell'anno. La dinamica dei prezzi continua a riflettere andamenti eterogenei tra le diverse componenti: le tariffe assicurative e i canoni di locazione, che incorporano con ritardo i passati aumenti generali dei prezzi, mostrano una crescita ancora elevata, mentre i prezzi dei servizi di alloggio ne registrano una più contenuta.

Rallentano i prezzi alla produzione

In agosto l'inflazione alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno si è ridotta (0,5 per cento sui dodici mesi, da 2,4 in luglio), per il deciso rallentamento dei prezzi dei beni energetici. Al netto dell'energia, l'inflazione alla produzione è invece salita, pur mantenendosi su livelli modesti (0,9 per cento, da 0,6 in luglio).

Nel terzo trimestre gli indici PMI relativi ai prezzi degli input sono marginalmente cresciuti nella manifattura, portandosi poco sopra la soglia di espansione; quelli dei servizi, al contrario, sono risultati in lieve calo, ma continuano a segnalare un aumento dei costi.

Nel secondo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore privato non agricolo ha decelerato (4,1 per cento su base annua, da 4,3; fig. 23), grazie al rallentamento delle retribuzioni e nonostante il marcato calo della produttività (-0,9 per cento su base annua, dalla situazione di stabilità dei mesi invernali); la decelerazione si è concentrata nei servizi privati. I margini di profitto sono rimasti in media sul livello del primo trimestre, ancora superiori ai valori precedenti la pandemia; si confermano modesti nella manifattura, mentre sono leggermente scesi nei servizi privati.

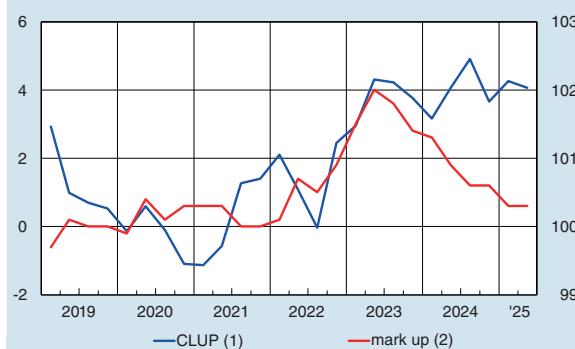
Le attese di famiglie e imprese restano coerenti con una lieve accelerazione dei prezzi

Le aziende intervistate tra agosto e settembre nell'ambito dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* prevedono in media un aumento dei prezzi di vendita nei prossimi dodici mesi del 2 per cento, in lieve rialzo rispetto al trimestre precedente, riflettendo pressioni più elevate nel settore delle costruzioni (fig. 24). Le aspettative delle imprese sull'inflazione al consumo in un orizzonte di dodici mesi si sono ridotte all'1,8 per cento.

Sulla base della *Consumer Expectations Survey* della BCE di agosto, il valore mediano dell'inflazione attesa a dodici mesi dalle famiglie è invece moderatamente salito. Nelle inchieste dell'Istat, in settembre la quota di nuclei familiari che si attende un incremento dei prezzi nei prossimi dodici mesi è diminuita.

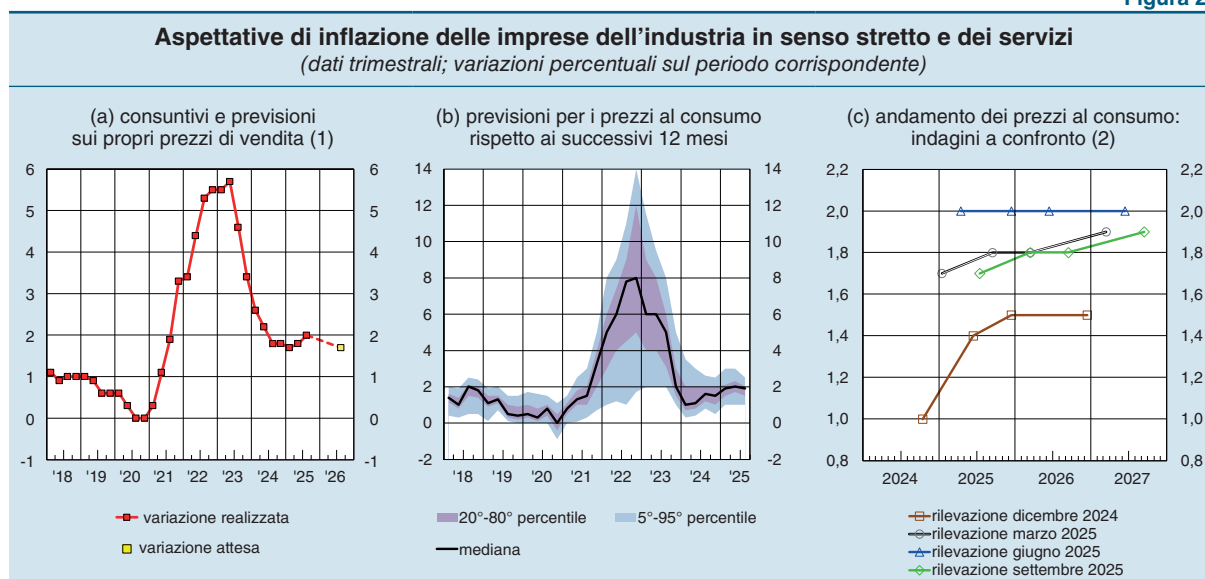
Figura 23

Costo del lavoro per unità di prodotto e mark up (dati trimestrali; variazioni percentuali e numeri indice)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; settore privato non agricolo. – (2) Il mark up è definito come il rapporto tra il deflatore dell'output e i costi totali variabili. Indice: 4° trim. 2019=100. Totale economia; scala di destra.



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, Banca d'Italia, Statistiche, 9 ottobre 2025.

(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.

2.7 IL CREDITO E LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

In estate il costo della raccolta bancaria ha continuato a diminuire; i tassi sui nuovi prestiti alle imprese sono ulteriormente scesi, in linea con il calo dei tassi privi di rischio a breve termine. La riduzione del costo del credito ha contribuito all'espansione della domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie, in un contesto caratterizzato dall'assenza di tensioni dal lato dell'offerta. La variazione del credito alle imprese è tornata positiva per la prima volta da gennaio del 2023. È proseguita la dinamica robusta delle emissioni obbligazionarie delle aziende; il loro rendimento medio è rimasto pressoché invariato da maggio.

Continua la flessione del costo della raccolta bancaria

Tra maggio e agosto il costo marginale della raccolta bancaria è sceso di 9 punti base (all'1,1 per cento; fig. 25.a), riflettendo soprattutto il calo dei tassi sui depositi a vista e sul mercato interbancario.

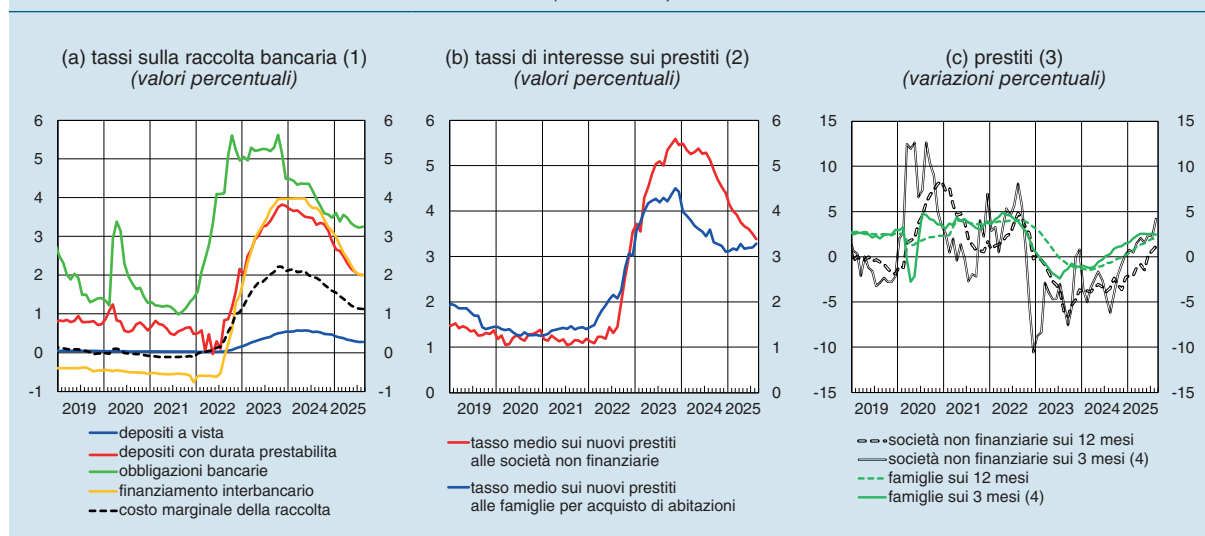
La variazione sui dodici mesi della provvista bancaria è tornata positiva². I depositi dei residenti hanno rallentato, per via della riduzione della componente detenuta dalle società non finanziarie a fronte della stabilità di quella riconducibile alle famiglie.

I tassi sui prestiti alle imprese scendono ulteriormente

È proseguita la trasmissione del calo dei tassi ufficiali al costo del credito alle società non finanziarie. In agosto i tassi di interesse sui nuovi prestiti alle imprese sono scesi al 3,4 per cento, dal 3,7 in maggio (fig. 25.b), una diminuzione lievemente superiore a quella dell'Euribor a tre mesi. Anche il

² La dinamica della raccolta è stata sostenuta dall'accelerazione dei depositi di non residenti, legata prevalentemente ad alcune operazioni infragruppo di un singolo intermediario.

Costo della raccolta bancaria, costo e andamento del credito in Italia
(dati mensili)



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 sosterrrebbe 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 riclassificazioni, 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.

costo medio dei finanziamenti in essere ha continuato a ridursi per effetto dell'ampia quota di operazioni a tasso variabile. Tra maggio e agosto il tasso di interesse sui nuovi mutui alle famiglie, il cui periodo di rideterminazione è in prevalenza a lungo termine, è lievemente salito (al 3,3 per cento), in linea con la variazione dell'IRS a dieci anni.

**La dinamica del
credito alle aziende
è tornata positiva**

Nei mesi estivi i prestiti alle società non finanziarie sono tornati a crescere per la prima volta da gennaio del 2023 (1,2 per cento sui dodici mesi in agosto, da -1,4 in maggio; fig. 25.c), soprattutto quelli con scadenza fino a cinque anni.

I finanziamenti alle società di maggiore dimensione hanno ripreso ad aumentare (1,7 per cento, da -0,9), mentre quelli alle imprese più piccole hanno continuato a diminuire, seppure meno intensamente (-7,0 per cento, da -8,7). Tra i settori di attività economica, l'andamento dei prestiti è tornato positivo per le imprese dei servizi (1,4 per cento, da -1,6) ed è divenuto meno negativo per le aziende operanti nella manifattura e nelle costruzioni (-0,5 e -0,9 per cento, da -2,7 e -2,6, rispettivamente).

Tra maggio e agosto i finanziamenti alle famiglie³ hanno accelerato (2,0 per cento, da 1,5), rispecchiando il miglioramento della dinamica dei mutui (2,9 per cento, da 2,5). La crescita del credito al consumo è proseguita a un ritmo sostenuto, ma sostanzialmente invariato rispetto a maggio (4,8 per cento).

³ 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.

La domanda di credito delle imprese è aumentata

Secondo gli intermediari intervistati tra la fine di giugno e l'inizio di luglio nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS), la maggiore domanda di prestiti delle imprese nel secondo trimestre ha beneficiato soprattutto della riduzione dei tassi di interesse e ha riflesso un fabbisogno più elevato di finanziamento per investimenti fissi e per scorte e capitale circolante. Allo stesso tempo, la più intensa pressione concorrenziale ha indotto gli intermediari ad allentare lievemente i criteri di offerta sui prestiti alle imprese. Sulla base delle informazioni più recenti desunte dalle inchieste dell'Istat sulla fiducia delle imprese e dall'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotte nel mese di settembre, le condizioni di accesso al credito bancario sono leggermente peggiorate nel terzo trimestre.

Per quanto riguarda il credito alle famiglie, 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.

Le obbligazioni emesse dalle società non finanziarie continuano a crescere

In agosto la crescita delle obbligazioni emesse dalle imprese si è confermata robusta (al 7,5 per cento su base annua). Tra maggio e la prima decade di ottobre i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane si sono mantenuti pressoché invariati (al 3,5 per cento). Il finanziamento netto mediante capitale di rischio è ancora contenuto.

2.8 LA FINANZA PUBBLICA

In base al Documento programmatico di finanza pubblica 2025 approvato dal Governo il 2 ottobre, l'indebitamento netto si ridurrebbe al 3 per cento del PIL nel 2025; scenderebbe poi gradualmente fino al 2,3 per cento nel 2028. Il debito pubblico continuerebbe ad aumentare, fino a raggiungere il 137,4 per cento del prodotto nel 2026, per poi ridursi nel biennio successivo.

Secondo le stime del Governo, nel 2025 l'indebitamento netto raggiungerebbe il 3 per cento

Lo scorso 2 ottobre il Governo ha approvato il *Documento programmatico di finanza pubblica 2025* (DPFP 2025)⁴. Secondo le stime tendenziali del documento, nell'anno in corso l'indebitamento netto scenderebbe al 3 per cento del PIL, raggiungendo tale soglia un anno prima rispetto a quanto previsto in aprile (tav. 7); questo risultato sarebbe riconducibile sia alla revisione dei conti del 2024 (che ha incrementato l'avanzo primario registrato lo scorso anno di 0,1 punti percentuali del PIL, allo 0,5), sia a un andamento delle entrate e delle spese nel 2025 marginalmente migliore delle attese. Sempre nel 2025, la crescita dell'indicatore di spesa netta⁵ sarebbe pari all'1,3 per cento, in linea con gli obiettivi del Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-29 (PSBMT 2025-29) e con le stime del *Documento di finanza pubblica 2025* (DFP 2025). L'incidenza del debito pubblico sul prodotto aumenterebbe di 1,3 punti percentuali rispetto al 2024.

Le entrate tributarie sono in crescita

Con riferimento al complesso delle Amministrazioni pubbliche, per cui sono disponibili i dati relativi ai primi otto mesi dell'anno, il fabbisogno è stato pari a 76,8 miliardi, un dato leggermente più alto di quello dello stesso periodo del

⁴ Per ulteriori dettagli, cfr. *Audizione preliminare all'esame del Documento programmatico di finanza pubblica 2025*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia Andrea Brandolini, 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, 8 ottobre 2025.

⁵ La spesa netta è l'aggregato di riferimento per il monitoraggio dei conti pubblici in base alla nuova governance economica europea. Essa è costituita dalle uscite delle Amministrazioni pubbliche al netto delle seguenti voci: (a) spesa per interessi; (b) misure discrezionali sul lato delle entrate; (c) spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziata dai fondi europei; (d) spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dalla UE; (e) componente ciclica delle uscite per le indennità di disoccupazione (che includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni); (f) misure una tantum; (g) altre misure temporanee.

2024⁶. Le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato sono più alte di circa il 2 per cento nei primi nove mesi del 2025 rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.

Tavola 7

Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2025 (percentuali del PIL e variazioni percentuali)						
VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:	
	Indebitamento netto	Indebitamento netto strutturale	Avanzo primario	variazione del debito (1)	crescita del PIL reale	crescita del PIL nominale
Obiettivi						
Settembre 2024 (2)	3,3	3,8	0,6	1,1	1,2	3,3
Ottobre 2025 (3)	3,0	3,4	0,9	1,3	0,5	2,8
Stime tendenziali						
Settembre 2024 (2)	2,9	...	1,0	...	0,9	3,0
Aprile 2025 (4)	3,3	3,8	0,7	1,3	0,6	2,9
Ottobre 2025 (3)	3,0	...	0,9	1,3	0,5	2,8

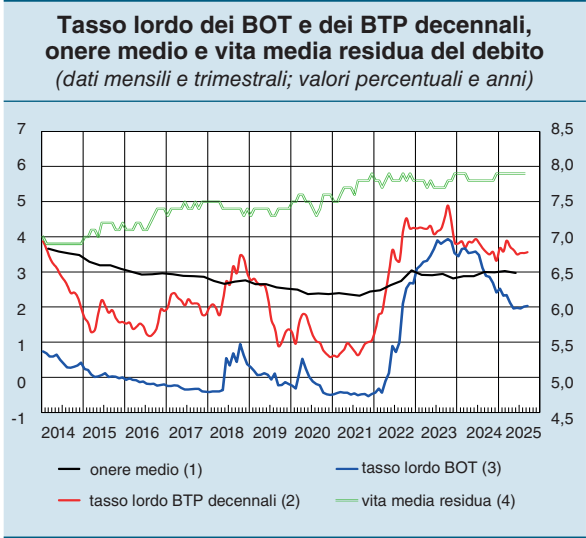
Fonte: PSBMT 2025-29, DFP 2025 e DPFP 2025.
(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) PSBMT 2025-29. – (3) DPFP 2025. – (4) DFP 2025.

Ad agosto il debito delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari a 3.082,2 miliardi di euro, in aumento di 115 miliardi rispetto alla fine del 2024. La vita media residua del debito è stata di 7,9 anni, come al termine dello scorso anno. La quota del debito pubblico detenuto dalla Banca d'Italia è scesa al 19,2 per cento, proseguendo la flessione in atto dalla chiusura del 2022. Alla fine di giugno l'onere medio del debito è rimasto stabile, collocandosi al 2,9 per cento (fig. 26).

Nel quadro tendenziale il disavanzo è previsto in graduale discesa fino al 2028

Il DPFP 2025 ha aggiornato l'andamento tendenziale dei conti fino al 2027 e ha esteso la previsione al 2028. Rispetto a quanto previsto nel DFP 2025, l'indebitamento netto migliorerebbe di circa 0,2 punti percentuali del PIL in media all'anno nel biennio 2026-27, grazie prevalentemente a un più positivo andamento dei conti dell'anno in corso. Nel confronto con il percorso concordato con la Commissione europea e con il Consiglio di gennaio, la crescita della spesa netta risulterebbe leggermente più elevata nel 2026 e più moderata nei due anni successivi.

Figura 26



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.

⁶ Nei primi nove mesi dell'anno, il fabbisogno del settore statale – per il quale si dispone di dati più aggiornati – è stato di circa 110 miliardi, un valore sostanzialmente in linea con quello dello stesso periodo del 2024.

Nel quadro programmatico la discesa del disavanzo è meno accentuata nel 2027 e nel 2028

Rispetto al quadro tendenziale, si programma pertanto una lieve frenata della spesa netta (dello 0,1 per cento) nel 2026 e una sua accelerazione nel biennio seguente (dello 0,6 e dello 0,1 per cento, rispettivamente). In linea con questi obiettivi, la prossima manovra di bilancio lascerebbe in sostanza invariato il disavanzo al suo livello tendenziale nel 2026 e lo aumenterebbe di poco in seguito (0,3 punti percentuali del PIL nel 2027 e nel 2028). Nel quadro programmatico,

che ne incorpora gli effetti, l'indebitamento netto si ridurrebbe gradualmente nel corso del triennio, passando dal 2,8 per cento nel 2026 al 2,3 per cento nel 2028 (tav. 8); il rapporto fra il debito e il PIL crescerebbe fino al 2026 (al 137,4 per cento), per poi iniziare a scendere collocandosi al 136,4 per cento nel 2028. Secondo il DPFP 2025, i programmi non tengono conto, se non in parte, dei maggiori oneri derivanti dal potenziamento della capacità di difesa concordato a livello internazionale. Nel documento si considera realistico un aumento di questa voce di spesa fino a 0,5 punti di PIL nel 2028. L'Italia è tra i 19 paesi che hanno manifestato interesse per lo strumento SAFE (cfr. il paragrafo 1.2).

Tavola 8

Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali indicatori di finanza pubblica (1)
(percentuali del PIL)

VOCI	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.

Lo scorso 14 ottobre il Governo ha approvato il *Documento programmatico di bilancio 2026* nel quale si definiscono le linee essenziali della prossima manovra. Tra le misure espansive si segnalano: (a) riduzione dal 35 al 33 per cento della seconda aliquota dell'Irpef, con limiti al beneficio per i redditi più alti; (b) interventi di carattere fiscale per favorire l'adeguamento delle retribuzioni al costo della vita e per rafforzare il legame tra produttività e salari; (c) misure a sostegno di famiglie e imprese, anche attraverso incentivi agli investimenti in beni materiali; (d) incrementi delle risorse destinate al Fondo sanitario nazionale. Tra i principali provvedimenti a copertura sono indicate la rimodulazione delle spese del PNRR e misure a carico del settore finanziario e assicurativo, nonché interventi di revisione alle spese dei ministeri.

È stato rivisto il profilo di spesa tendenziale del PNRR ed è stata incassata la settima rata

Il DPFP 2025 ha rivisto il profilo tendenziale delle spese finanziate dal Dispositivo di ripresa e resilienza, che rappresenta il fulcro del PNRR. Rispetto ad aprile le stime sono più basse di circa mezzo punto percentuale del PIL per l'anno in corso e di circa 1,2 punti per il 2026. Il documento prevede spese successive al 2026 pari a 1,6 punti di PIL, invece della stima di circa mezzo punto desumibile dal DFP 2025. Una revisione del PNRR è attesa per novembre.

L'Italia ha incassato ad agosto la settima rata nell'ambito del Dispositivo, di ammontare pari a 18,3 miliardi (13,7 a titolo di prestiti e 4,6 a titolo di sovvenzioni), portando il totale delle erogazioni fin qui ricevute a 140,4 miliardi. Le rate rimanenti ammontano complessivamente a 54 miliardi (33,3 in prestiti e 20,8 in sovvenzioni).

