



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

aprile 2025

2 | 2025



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 2 / 2025
Aprile

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

Lisa Rodano e Michele Loberto (coordinamento), Lorenzo Braccini, Federica Daniele, Simone Emiliozzi, Elia Moracci, Raffaella Nizzi, Giacomo Oddo, Jacopo Tozzo

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

Riquadri: Andrea Giovanni Gazzani, Fadi Hassan, Alessandro Modica, Raffaella Nizzi, Claudia Pacella

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.2025.2>

Aggiornato con i dati disponibili al 7 aprile 2025, salvo diversa indicazione

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	12
1.3 I mercati finanziari	18
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	21
2.2 Le imprese	24
2.3 Le famiglie	27
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	29
2.5 Il mercato del lavoro	34
2.6 La dinamica dei prezzi	37
2.7 Il credito e le condizioni di finanziamento	40
2.8 La finanza pubblica	43

INDICE DEI RIQUADRI

Il recente andamento dei prezzi del gas naturale in Europa	10
Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana	22
L'esposizione delle esportazioni italiane ai dazi statunitensi	30
L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva	35
L'offerta e la domanda di credito dall'inizio della fase di allentamento della politica monetaria	41

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'esplicito 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

Con le nuove misure protezionistiche peggiorano le prospettive per la crescita globale

In un contesto di incertezza eccezionalmente elevata l'attività economica globale ha mostrato segni di rallentamento. La crescita si è indebolita negli Stati Uniti e stenta a rafforzarsi in Cina. Il 2 aprile l'amministrazione statunitense ha annunciato un drastico aumento dei dazi verso quasi tutti gli altri paesi, commisurato al loro avanzo commerciale nei confronti degli Stati Uniti. Si tratta di una netta cesura rispetto alle politiche adottate finora, che potrebbe avere ripercussioni pesanti sull'economia globale e sulla cooperazione internazionale. L'espansione del PIL mondiale, già rivista al ribasso nelle proiezioni formulate dall'OCSE prima del 2 aprile, potrà risentire significativamente degli effetti diretti e indiretti dei nuovi dazi e dell'incertezza connessa con le politiche commerciali restrittive.

La reazione dei mercati finanziari è stata decisamente negativa

L'annuncio dei nuovi dazi ha causato una rapida e decisa correzione dei mercati finanziari internazionali: i corsi azionari hanno registrato cali consistenti, soprattutto nei settori più esposti al commercio mondiale. Il marcato aumento della volatilità ha indotto gli investitori a riallocare i propri portafogli a favore di attività più sicure. A differenza di altri passati episodi di forte turbolenza sui mercati, il dollaro si è deprezzato rispetto a tutte le principali valute. Le quotazioni di petrolio e gas naturale sono bruscamente diminuite, riflettendo prospettive di un deterioramento della domanda. Il 9 aprile l'amministrazione statunitense ha annunciato una sospensione parziale dei dazi per un periodo di tre mesi, durante il quale verrà applicata un'aliquota ridotta al 10 per cento verso tutti i partner commerciali, tranne la Cina. I mercati finanziari hanno recuperato in parte i cali registrati dal 2 aprile, ma permane un contesto di elevata incertezza.

Nel primo trimestre la crescita dell'area dell'euro è stata moderata

Secondo le informazioni disponibili, il PIL dell'area dell'euro ha continuato a crescere moderatamente nei pri-

mi mesi dell'anno, sostenuto dall'evoluzione ancora positiva dei consumi, a fronte della debolezza degli investimenti in beni strumentali. Il prodotto ha ulteriormente beneficiato dell'espansione dei servizi e di un recupero dell'attività nella manifattura, su cui tuttavia inciderà negativamente l'incertezza indotta dalle politiche commerciali statunitensi. L'inflazione è scesa, collocandosi poco al di sopra del 2 per cento. Le proiezioni formulate in marzo dagli esperti della BCE, che non tenevano conto dei dazi imposti all'Unione europea dall'amministrazione degli Stati Uniti, collocavano la crescita dell'area allo 0,9 per cento nel 2025 e su valori lievemente più alti nel prossimo biennio; l'inflazione era prefigurata in diminuzione e si sarebbe stabilizzata intorno al 2 per cento all'inizio del 2026.

La BCE ha ridotto ancora i tassi ufficiali

Nelle riunioni di gennaio e marzo il Consiglio direttivo della BCE ha abbassato il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale per un totale di 50 punti base, portandolo al 2,5 per cento, 150 punti base al di sotto del picco raggiunto a giugno 2024. I mercati si attendono ulteriori tagli dei tassi ufficiali tra 75 e 100 punti base complessivamente nel corso del 2025. Le passate riduzioni si stanno trasmettendo regolarmente al costo del credito; la dinamica dei prestiti nell'area dell'euro rimane tuttavia modesta.

In Italia il prodotto è cresciuto moderatamente

Secondo le nostre valutazioni, il PIL dell'Italia è aumentato in misura moderata nei primi mesi dell'anno. L'attività economica è stata sospinta dalla dinamica dei consumi, a sua volta favorita dalla tenuta dell'occupazione e dall'incremento delle retribuzioni. Resta comunque debole l'andamento degli investimenti in beni strumentali, anche a causa del basso grado di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni di finanziamento ancora restrittive. L'attività è stata sostenuta dai servizi; la manifattura ha segnato un lieve miglioramento, ma in prospettiva potrà subire le ripercussioni dei nuovi dazi e, più in generale, dell'instabilità del contesto internazionale. Nelle costruzioni, lo stimolo

fornito dalla progressiva realizzazione delle opere del PNRR ha compensato la riduzione nel comparto abitativo, conseguente al venire meno dei generosi incentivi alla riqualificazione degli immobili residenziali.

Si è ampliato l'avanzo di conto corrente

Nel quarto trimestre del 2024 l'avanzo di conto corrente è aumentato, beneficiando del miglioramento del saldo mercantile. È proseguito l'acquisto di titoli pubblici italiani da parte degli investitori esteri. Le esportazioni di beni sarebbero tornate a crescere nei primi due mesi di quest'anno, verosimilmente sospinte anche dall'anticipazione degli acquisti prima dell'entrata in vigore dei dazi statunitensi; in prospettiva le esportazioni risentiranno degli effetti dell'incremento dei dazi, anche se la composizione settoriale, il posizionamento qualitativo e il buon livello di profittabilità delle imprese italiane operanti sul mercato statunitense potrebbero mitigare le conseguenze del calo della domanda da parte degli Stati Uniti, quantomeno nel breve periodo.

L'occupazione è tornata a crescere all'inizio dell'anno

Dopo aver ristagnato nello scorcio del 2024, l'occupazione nei primi mesi dell'anno, accompagnato da un aumento del tasso di attività. Il tasso di disoccupazione è nuovamente diminuito, soprattutto fra i più giovani. La dinamica delle retribuzioni rimarrebbe sostenuta nel corso del 2025, concorrendo al recupero ancora parziale del potere d'acquisto delle famiglie. In prospettiva tuttavia le pressioni salariali si attenuerebbero.

L'inflazione rimane contenuta

Nei primi mesi del 2025 il rincaro dell'energia ha fatto salire lievemente l'inflazione, al 2,1 per cento in marzo. Quella dei servizi, più elevata dell'inflazione complessiva, sta gradualmente diminuendo. Con il decreto "bollette" il Governo ha introdotto agevolazioni per mitigare l'aumento del costo dell'energia di famiglie e imprese. Per l'anno in corso le aziende prefigurano rialzi contenuti dei propri listini.

Prosegue la flessione del costo del credito

La riduzione dei tassi ufficiali si sta trasmettendo al costo della raccolta bancaria e a quello del credito, in linea con le regolarità storiche. I prestiti alle imprese hanno tuttavia continuato a diminuire sui dodici mesi, in misura più marcata per

quelle di minore dimensione. Vi hanno inciso una domanda complessivamente fiacca, seppure in lieve ripresa, l'ampio ricorso all'autofinanziamento e condizioni di offerta ancora improntate alla cautela, in particolare per le piccole imprese. Prosegue il rafforzamento della dinamica dei prestiti alle famiglie.

L'indebitamento netto si è ridotto in modo significativo

Nel 2024 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si è più che dimezzato rispetto al 2023, grazie al forte miglioramento del saldo primario, tornato positivo per la prima volta dal 2019. Vi ha contribuito soprattutto il venire meno del Superbonus. Per contro, il rapporto tra il debito e il PIL, fortemente influenzato dagli effetti di cassa di questa agevolazione concessa in passato, è aumentato leggermente, al 135,3 per cento.

L'inasprimento dei dazi acuisce i rischi per le prospettive di crescita

Le nostre proiezioni pubblicate lo scorso 4 aprile e riportate in questo Bollettino prefigurano che in Italia il prodotto aumenterà dello 0,6 per cento nell'anno in corso, dello 0,8 nel prossimo e dello 0,7 nel 2027. Lo scenario include una prima e necessariamente parziale valutazione degli effetti dei dazi annunciati il 2 aprile dagli Stati Uniti, ma non tiene conto degli impatti di eventuali misure ritorsive, delle possibili conseguenze sui mercati internazionali, della temporanea e parziale sospensione annunciata il 9 aprile. Il PIL sarà frenato dalla domanda estera per effetto dei dazi; sarà invece sostenuto dall'espansione dei consumi, favorita dal buon andamento dei redditi reali. Gli investimenti beneficeranno delle misure del PNRR, ma saranno penalizzati dall'incertezza connessa con le tensioni commerciali, oltre che dagli effetti del venir meno degli incentivi all'edilizia residenziale. Si valuta che l'inflazione al consumo si manterrà su valori intorno all'1,5 per cento sia nel 2025 sia nel 2026, per salire al 2,0 nel 2027.

Su queste prospettive grava la possibilità di ricadute più accentuate dell'inasprimento delle politiche commerciali. La crescita potrebbe risentire in modo particolarmente pronunciato di eventuali misure ritorsive, di ulteriori aumenti dell'incertezza, nonché di tensioni prolungate sui mercati finanziari, da cui potrebbero derivare un forte rallentamento della domanda estera e un deterioramento della fiducia di famiglie e imprese.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Nei primi mesi dell'anno l'attività economica globale ha mostrato segni di rallentamento, in particolare negli Stati Uniti, dove le imprese e i consumatori risentono dell'incertezza sulle prospettive economiche. Il 2 aprile l'amministrazione statunitense ha annunciato nuovi dazi su tutte le importazioni, con incrementi particolarmente elevati per i paesi con un avanzo commerciale nei confronti degli Stati Uniti, tra cui Cina, Unione europea, Giappone e le economie del Sud Est asiatico. Il 9 aprile la misura è stata parzialmente sospesa per tre mesi verso i principali partner commerciali, ad eccezione della Cina, verso cui sono stati ulteriormente inaspriti. La decisione del 2 aprile rappresenta un netto cambio di rotta rispetto alle politiche commerciali adottate finora e introduce comunque significativi rischi sulle prospettive dell'interscambio globale. I prezzi del petrolio e del gas, dopo un picco a febbraio, sono scesi riflettendo prospettive di un indebolimento della domanda mondiale. Le previsioni di crescita globale, che erano divenute meno favorevoli già prima del 2 aprile, risentiranno ulteriormente delle tensioni commerciali, in un clima di forte incertezza sul futuro delle relazioni internazionali.

Negli Stati Uniti la crescita ha rallentato, in Cina è rimasta debole

Alla fine del 2024 l'attività economica negli Stati Uniti ha continuato a espandersi (2,4 per cento), rallentando rispetto al terzo trimestre (tav. 1). Nei primi mesi del 2025 la dinamica dei consumi, che aveva trainato la crescita nel 2024, si è affievolita. In Cina l'attività ha accelerato nell'ultimo trimestre del 2024, ma all'inizio del

Tavola 1

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

Fonte: per i dati sulla crescita, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e le previsioni, OCSE, *OECD Economic Outlook. Interim Report. Steering Through Uncertainty*, marzo 2025.

(1) Dati trimestrali. Per area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per gli altri paesi, variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Punti percentuali; revisioni rispetto a OCSE, *OECD Economic Outlook*, dicembre 2024. – (3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

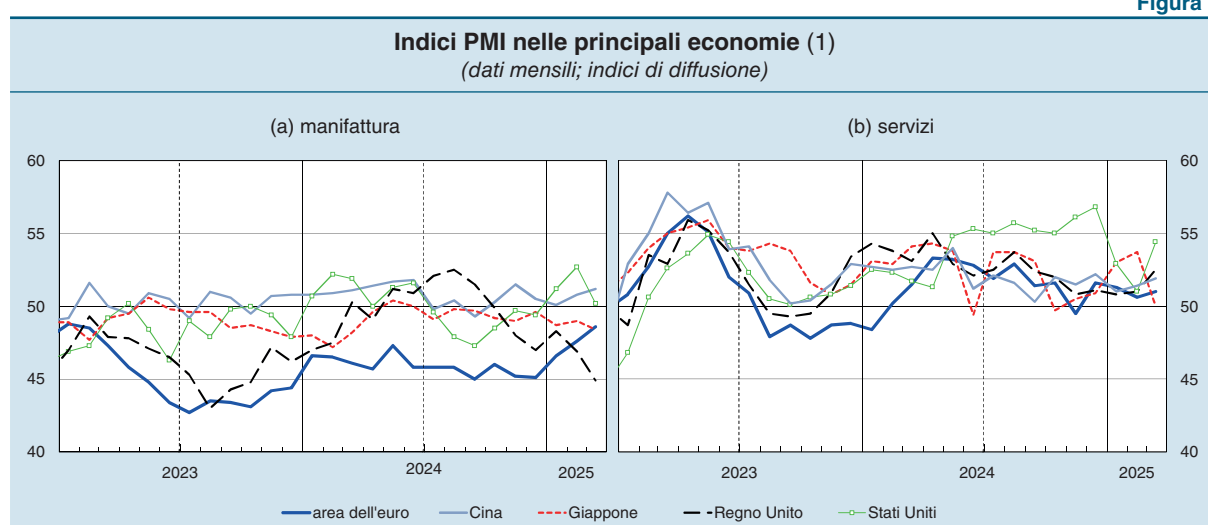
nuovo anno i consumi sono rimasti fiacchi. Lo scorso marzo il governo ha fissato l'obiettivo di crescita del PIL reale per il 2025 a "circa il 5 per cento", e ha aumentato quello sul disavanzo di bilancio di un punto percentuale del prodotto (al 4 per cento).

L'attività globale ha perso slancio nei servizi

I segnali congiunturali desunti dagli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' indices*, PMI) elaborati prima del 2 aprile delineavano un quadro eterogeneo tra settori e paesi. Nella media del primo trimestre i PMI della manifattura si sono collocati appena al di sopra della soglia di espansione in

Cina e negli Stati Uniti, prefigurando una crescita fiacca per l'inizio dell'anno (fig. 1.a). Nello stesso periodo gli indici dei servizi sono scesi negli Stati Uniti, presumibilmente a causa dei tagli attesi alla spesa pubblica federale e del possibile aumento dei costi legati alle tensioni commerciali; sono tuttavia rimasti al di sopra della soglia di espansione, come pure nelle altre principali economie avanzate e in Cina (fig. 1.b).

Figura 1



Fonte: Markit e Standard & Poor's.

(1) Indici di diffusione relativi all'attività economica 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". Un valore superiore a 50 è compatibile con l'espansione nel comparto.

Le prospettive del commercio mondiale peggiorano

Nel quarto trimestre dello scorso anno il commercio mondiale ha perso slancio, nonostante un forte incremento degli scambi di merci a dicembre. Questi ultimi hanno ulteriormente accelerato in gennaio, sospinti dal marcato aumento delle importazioni degli Stati Uniti. Tali recenti segnali suggeriscono che l'anticipazione

degli acquisti per attenuare gli effetti dei dazi imposti dalla nuova amministrazione statunitense abbia temporaneamente sostenuto i flussi del commercio. Nei mesi invernali gli indici globali degli ordini esteri manifatturieri, sebbene in miglioramento, sono rimasti al di sotto del livello coerente con l'espansione; quelli dei servizi, ancora in linea con un aumento degli ordini, si sono indeboliti. L'incertezza delle politiche commerciali, misurata sulla base del *trade policy uncertainty index*¹, ha raggiunto il massimo storico in marzo.

Il 2 aprile, con un deciso cambio di passo rispetto alle disposizioni precedenti, l'amministrazione del Presidente Trump ha annunciato un nuovo pacchetto di dazi. Le misure prevedono un incremento minimo di 10 punti percentuali, con aumenti oltre questa soglia differenziati per paese, più marcati per le economie con un avanzo commerciale nei confronti degli Stati Uniti, come Cina, Sud Est asiatico, Giappone e Unione europea. I provvedimenti del 2 aprile si applicano alla quasi totalità dei beni. Fanno

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

eccezione quelli già soggetti a restrizioni, che includono le produzioni dell'acciaio, dell'alluminio e quelle del settore automobilistico, nonché una lista di prodotti temporaneamente esentati, tra cui semiconduttori e farmaci, che saranno oggetto di interventi specifici ancora in fase di definizione. Non sono stati colpiti dai nuovi rialzi Messico e Canada, già soggetti a un precedente incremento dei dazi, ed è stata confermata l'esenzione sui prodotti conformi alle regole dell'accordo commerciale di libero scambio tra Stati Uniti, Messico e Canada (*United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA*). Per determinare l'aliquota applicata a ciascun paese, l'amministrazione statunitense ha adottato un criterio basato sul rapporto tra il disavanzo bilaterale degli Stati Uniti con ogni paese e il valore delle importazioni dallo stesso, senza considerare il differenziale effettivo tra i dazi statunitensi e quelli imposti dai partner commerciali. Il 9 aprile la misura è stata parzialmente sospesa per un periodo di tre mesi, durante il quale verrà applicata un'aliquota ridotta al 10 per cento verso tutti i partner commerciali degli Stati Uniti, fatta eccezione per la Cina. Nei confronti di quest'ultima, infatti, i dazi sono stati elevati molto al di sopra del 100 per cento, a seguito delle ritorsioni pressoché simmetriche da essa introdotte. L'introduzione di questi nuovi dazi, unita all'incertezza anche sull'effettiva applicazione degli stessi e sulle possibili contromosse dei partner potrebbe avere profonde e negative ripercussioni sugli scambi commerciali, con effetti che si estenderebbero anche al prossimo anno.

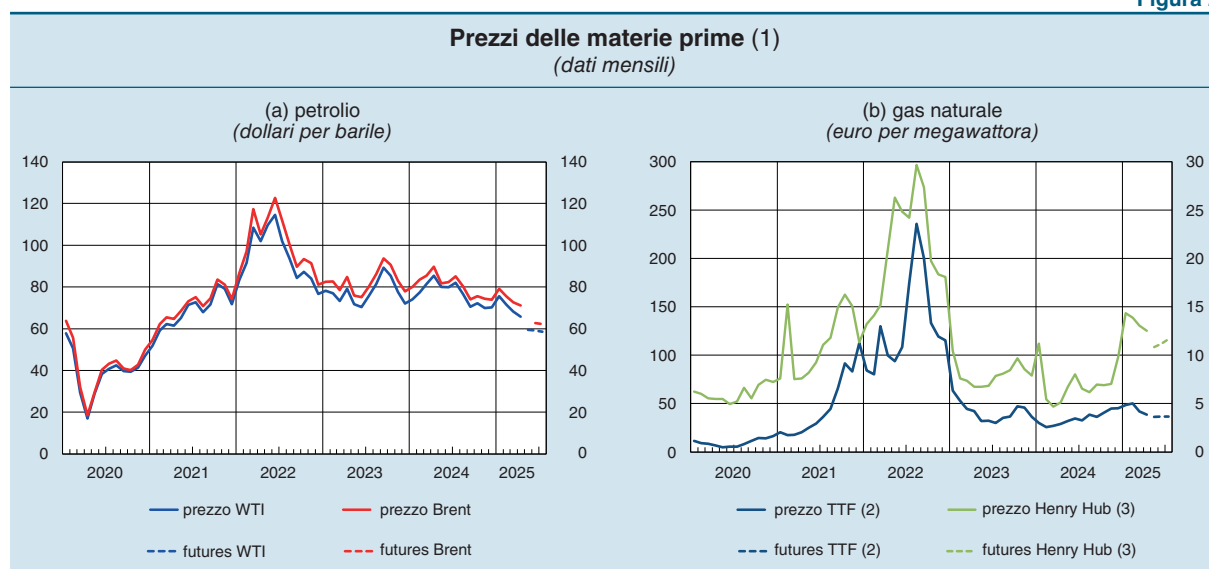
Le previsioni sulla crescita globale sono state riviste al ribasso

Secondo le proiezioni pubblicate in marzo dall'OCSE, il prodotto mondiale si espanderebbe del 3,1 per cento nel 2025, con un rallentamento rispetto all'anno precedente. Le stime sono state corrette al ribasso rispetto a quanto prefigurato a dicembre. Permangono significative differenze nella dinamica del PIL tra i principali paesi avanzati: la crescita degli Stati Uniti si collocherebbe al 2,2 per cento (in diminuzione rispetto al 2024), resterebbe prossima al 5 per cento in Cina e rimarrebbe debole nell'area dell'euro. L'acuirsi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti, Europa e Cina costituisce un forte rischio al ribasso per l'attività economica globale e al rialzo sull'inflazione, specie negli Stati Uniti.

Le quotazioni del petrolio sono diminuite in misura significativa

Dopo il picco raggiunto a metà gennaio, il prezzo del Brent è sceso notevolmente, collocandosi a 63 dollari al barile l'8 aprile, il livello più basso da agosto 2021 (fig. 2.a). Il calo è riconducibile alla debolezza della domanda mondiale di petrolio e all'aumento dell'offerta dell'OPEC+, che ha comunicato di voler incrementare a

Figura 2



Fonte: LSEG.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a marzo 2025; il dato di aprile 2025 si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° all'8 aprile 2025. Per i prezzi dei futures, quotazioni dell'8 aprile 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.

maggia la produzione di circa 411.000 barili al giorno, al di sopra dell'obiettivo iniziale di circa 140.000. Nonostante i nuovi dazi statunitensi non si applichino a petrolio, gas e combustibili raffinati, il loro annuncio ha contribuito a comprimere sensibilmente le quotazioni del petrolio, inducendo timori di riduzione della domanda globale. Sia l'Agenzia internazionale per l'energia (International Energy Agency, IEA) sia gli analisti privati prevedono che le condizioni di offerta rimangano distese per tutto il 2025; sulla base dei contratti futures, il prezzo del Brent si collocherebbe a dicembre di quest'anno a 61 dollari al barile.

I prezzi del gas naturale si sono marcatamente ridotti

Dopo essere cresciuto per gran parte del 2024 e ancora all'inizio dell'anno in corso, il prezzo di riferimento del gas naturale europeo (Title Transfer Facility, TTF) ha registrato un forte calo portandosi intorno ai 35 euro per megawattora (fig. 2.b).

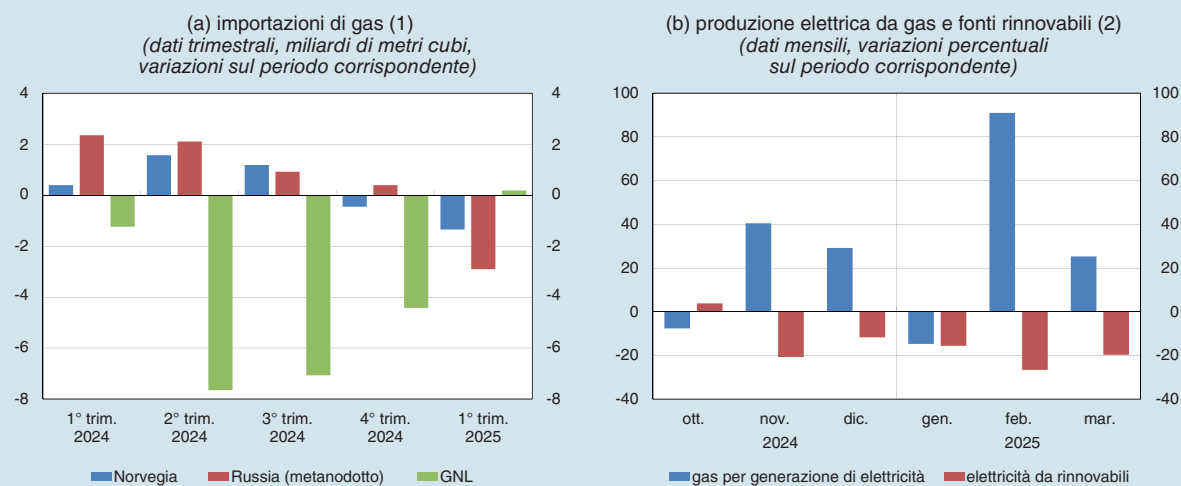
Il calo riflette i timori che le tensioni commerciali globali deprimano l'attività economica, nonché il riassorbirsi di alcuni shock temporanei che avevano contribuito ai precedenti rincari (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dei prezzi del gas naturale in Europa*).

IL RECENTE ANDAMENTO DEI PREZZI DEL GAS NATURALE IN EUROPA

In Europa il prezzo del gas naturale sui mercati all'ingrosso, dopo essere cresciuto gradualmente nel corso del 2024, ha segnato un brusco rialzo nelle prime settimane di quest'anno. Il 10 febbraio esso ha sfiorato i 60 euro per megawattora, quasi il doppio rispetto alle quotazioni dell'anno precedente¹. I corsi sono poi scesi, portandosi a 35 euro per megawattora nelle settimane successive (un valore ancora superiore di circa il 50 per cento a quello dello stesso periodo del 2024). L'aumento dei prezzi è il risultato della combinazione di una contrazione dell'offerta e di una crescita della domanda di gas naturale.

Figura

Importazioni di gas naturale e produzione elettrica da gas e fonti rinnovabili nella UE



Fonte: elaborazioni su dati Bruegel e Centro per la ricerca sull'energia e l'aria pulita (Centre for Research on Energy and Clean Air, CREA).
(1) Le importazioni non includono tutte le fonti di approvvigionamento di gas naturale. – (2) Le fonti rinnovabili includono l'eolico e l'idroelettrico.

Lo scorso anno le importazioni europee di gas naturale sono scese del 6 per cento rispetto al 2023. Dal lato dell'offerta, hanno pesato le minori forniture di gas naturale liquefatto (GNL), inferiori del 15 per cento sia per l'accresciuta domanda del mercato asiatico (in competizione con quello europeo), sia per

¹ La variazione sui dodici mesi è calcolata come differenza percentuale tra la quotazione media di febbraio 2025 e la corrispondente media di febbraio 2024.

alcuni guasti verificatisi in impianti di liquefazione statunitensi (che hanno ridotto l'offerta di GNL durante l'estate)². A partire dall'autunno, il consolidarsi delle attese di un mancato rinnovo dell'accordo tra Russia e Ucraina ha spinto al rialzo i prezzi. Le forniture dalla Russia riconducibili ai transiti attraverso l'Ucraina (circa il 5 per cento del totale importato dalla UE) si sono interrotte all'inizio del 2025 (figura, pannello a). Nell'ultimo inverno inoltre le consegne di gas dalla Norvegia via metanodotto sono diminuite a causa di manutenzioni più lunghe del previsto in alcuni impianti produttivi.

La domanda è stata alimentata da fattori climatici. Dallo scorso novembre, venti deboli e scarsa disponibilità di acqua, in particolare nel Nord Ovest dell'Europa, hanno determinato cali significativi della produzione di elettricità da fonti rinnovabili (figura, pannello b), compensati da un maggiore ricorso alle centrali a gas. Anche ondate di freddo più intense rispetto agli ultimi due inverni hanno sostenuto i consumi di gas per riscaldamento.

Queste variazioni nella domanda e nell'offerta hanno comportato una rapida riduzione degli stoccaggi di gas accumulati la scorsa estate. Le scorte, per quanto in linea con i valori medi osservati nel periodo 2015-22, si collocano su livelli notevolmente inferiori a quelli gli ultimi due inverni.

Dalla seconda metà di febbraio 2025, le quotazioni del gas si sono gradualmente ridotte grazie alla normalizzazione dei flussi dalla Norvegia, ai crescenti quantitativi di GNL attratti in Europa dal livello dei prezzi elevato nel confronto internazionale, nonché a fattori climatici divenuti più favorevoli. Anche i segnali di un avvio dei negoziati di pace fra Russia e Ucraina avrebbero spinto al ribasso i corsi, in vista di una possibile ripresa dei flussi di gas attraverso l'Ucraina e di maggiori esportazioni di GNL dalla Russia. All'inizio di aprile i prezzi sono ulteriormente scesi, risentendo delle più deboli prospettive della domanda globale in relazione alla guerra commerciale in corso.

Le quotazioni dei futures sul mercato TTF e le previsioni degli analisti segnalano attese fra 35 e 40 euro per megawattora per la maggior parte dell'anno in corso. L'attuale curva a termine non mostra la consueta configurazione stagionale, caratterizzata da prezzi più elevati in inverno e inferiori in estate. Le quotazioni relativamente stabili per tutto il 2025 deriverebbero dalla necessità di ricostituire gli stoccaggi durante i mesi estivi, anche al fine di raggiungere gli obiettivi formulati in sede europea (90 per cento della capacità di stoccaggio entro il 1° novembre), partendo da un livello inferiore rispetto agli ultimi due anni. Questo fattore potrebbe essere mitigato dall'introduzione di una maggiore flessibilità nel conseguimento degli obiettivi attualmente in discussione in sede europea. Le quotazioni del prossimo inverno sarebbero inoltre calmierate da previsioni di espansione della produzione di GNL, in particolare negli Stati Uniti.

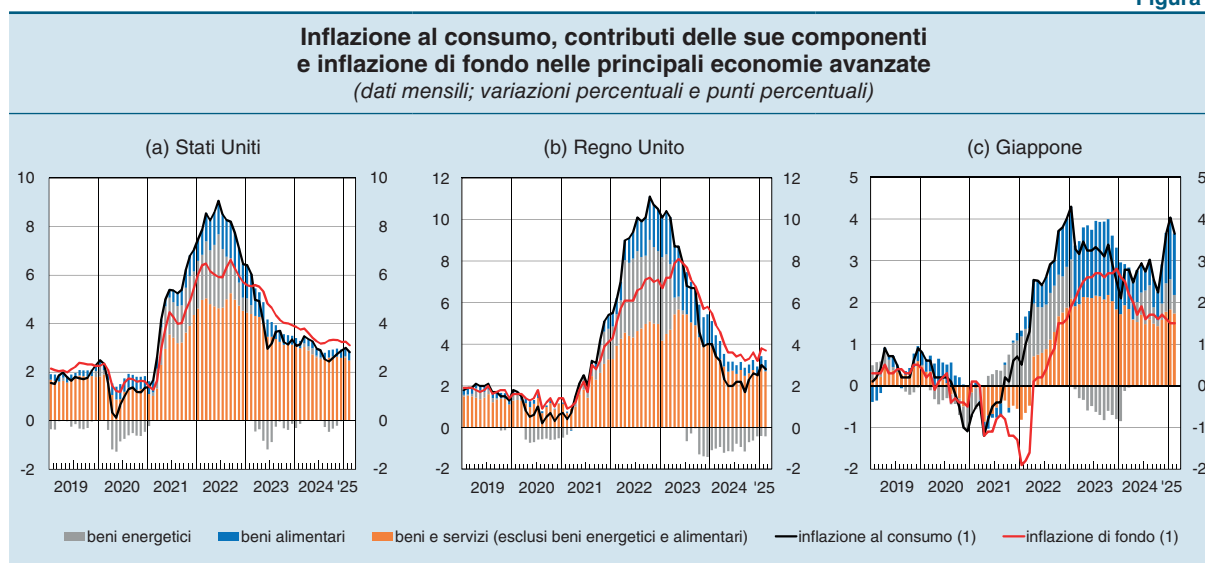
Fino a quando non si concretizzerà tale aumento nell'offerta di GNL, il prezzo del gas potrebbe essere soggetto a significative fluttuazioni.

² Nel 2024 il GNL ha contribuito al 38 per cento delle forniture europee; il restante 62 per cento è stato importato tramite metanodotti.

A marzo la Federal Reserve ha mantenuto invariati i tassi di riferimento

In febbraio l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa – rispetto al mese precedente – negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone; la componente di fondo è diminuita ovunque tranne che in Giappone, dove è rimasta stabile (fig. 3).

Nella riunione di marzo la Federal Reserve ha nuovamente mantenuto i tassi di riferimento invariati, al 4,25-4,50 per cento. A fronte del deterioramento delle prospettive di crescita e di attese di una più sostenuta dinamica dei prezzi – per via degli annunci sui dazi da parte dell'amministrazione



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

statunitense – le proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) continuano a indicare due tagli dei tassi di riferimento entro dicembre 2025. Per lo stesso orizzonte temporale, i mercati a inizio aprile stimano almeno quattro tagli con una probabilità di circa il 70 per cento. A marzo anche la Bank of England e la Banca del Giappone hanno lasciato invariati i tassi di riferimento, rispettivamente al 4,5 e allo 0,5 per cento. La Banca centrale cinese ha confermato un orientamento monetario accomodante, impegnandosi a intensificare il sostegno all'attività economica; nella riunione di marzo ha mantenuto stabili i tassi di riferimento sui prestiti a uno e a cinque anni, rispettivamente al 3,1 e al 3,6 per cento.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Gli indicatori congiunturali più recenti segnalano una dinamica ancora moderata del PIL dell'area dell'euro nel primo trimestre dell'anno. Il prodotto ha beneficiato del proseguimento della crescita dei servizi e del recupero dell'attività nella manifattura. L'andamento dei consumi si è confermato positivo, mentre quello degli investimenti resta debole. Sulle prospettive economiche dell'area grava l'introduzione dei nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense. L'inflazione è rimasta poco sopra al 2 per cento; negli ultimi due mesi la dinamica dei prezzi dei servizi si è avviata su un sentiero di disinflazione. Nelle riunioni di gennaio e di marzo il Consiglio direttivo della BCE ha ulteriormente abbassato di complessivi 50 punti base il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, portandolo al 2,5 per cento. La riduzione dei tassi, pari a 150 punti base dall'avvio del ciclo di allentamento monetario, si sta trasmettendo al costo del credito, in linea con le regolarità storiche.

**Alla fine del 2024
la dinamica del PIL
ha perso slancio...**

Nel quarto trimestre del 2024 il prodotto dell'area dell'euro è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente (da 0,4 nel trimestre estivo; tav. 2). Il valore aggiunto è salito nei servizi e nelle costruzioni, ma è sceso nell'industria in senso stretto.

Il PIL è diminuito sia in Germania sia in Francia (-0,2 e -0,1 per cento, rispettivamente), è leggermente aumentato in Italia (0,1 per cento) e ha continuato a crescere vigorosamente in Spagna (0,8 per cento),

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

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2024	2024 3° trim. (1)	2024 4° trim. (1)	2025 marzo (2)
Francia	1,2	0,4	-0,1	(0,9)
Germania	-0,2	0,1	-0,2	(2,3)
Italia	0,7	0,0	0,1	(2,1)
Spagna	3,2	0,8	0,8	(2,2)
Area dell'euro	0,9	0,4	0,2	(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, stime preliminari; variazioni sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

grazie alla solida espansione della domanda interna². L'attività nell'area, non tenendo conto della volatilità degli andamenti in Irlanda³, ha risentito del contributo negativo della domanda estera netta, dovuto sia alla contrazione delle esportazioni sia all'incremento delle importazioni. I consumi delle famiglie sono ulteriormente saliti, sebbene con intensità minore nel confronto con il trimestre precedente, quando erano stati sospinti da alcuni fattori temporanei, come i giochi olimpici. Seppure con un rallentamento rispetto ai tre mesi precedenti, gli investimenti hanno continuato a crescere, anche grazie a una dinamica sostenuta in Italia, nei Paesi Bassi e in Spagna.

... e sarebbe rimasta moderata anche nel primo trimestre del 2025

Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono una crescita ancora moderata del PIL dell'area dell'euro nel primo trimestre dell'anno in corso.

Secondo le nostre valutazioni, il ciclo industriale ha segnato una parziale ripresa, come indicato dal recupero della produzione in gennaio dopo la flessione alla fine del 2024. Gli indici PMI sono compatibili con un recupero dell'attività nel corso del primo trimestre: la componente relativa alla produzione corrente ha superato in marzo la soglia di espansione per la prima volta da aprile 2023. Tuttavia le indicazioni prospettiche desumibili dai PMI relativi agli ordini e dagli indici sul clima di fiducia elaborati dalla Commissione europea confermano un quadro di complessiva debolezza dell'attività manifatturiera. Anche le valutazioni delle imprese dei servizi sull'attività corrente e sulla domanda attesa – nell'ambito delle indagini della Commissione europea – sono divenute meno favorevoli, prefigurando un'attenuazione della crescita nel corso dell'anno. È proseguita anche nei mesi invernali l'espansione moderata dell'attività nelle costruzioni. Vi ha contribuito la ripresa del mercato immobiliare in alcuni paesi, favorita dal progressivo allentamento delle condizioni di finanziamento.

Sulla base delle informazioni disponibili, nel primo trimestre i consumi hanno continuato a espandersi a tassi contenuti, riflettendo la debolezza della fiducia delle famiglie, che rimane su valori inferiori alla media storica. Gli investimenti hanno ristagnato, in particolare per l'andamento fiacco dei beni strumentali, come segnalato dalle rilevazioni sulla fiducia delle imprese produttrici di beni capitali e dal basso grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria.

In un contesto di tensioni commerciali particolarmente accentuate, l'evoluzione della domanda estera netta rimane soggetta a forte incertezza. Nei primi tre mesi dell'anno l'indicatore PMI degli ordini dall'estero, come pure il relativo indice desunto dalle indagini della Commissione europea, benché in miglioramento rispetto all'ultimo trimestre del 2024, suggerivano un calo delle vendite. Tuttavia, secondo i dati di commercio estero, le esportazioni di beni sono aumentate in gennaio sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro. L'incremento delle vendite verso i paesi esterni all'area, sostenuto dal buon andamento di quelle verso gli Stati Uniti, potrebbe segnalare l'anticipazione di alcuni acquisti prima dell'entrata in vigore

² Nell'ultimo trimestre del 2024 in Spagna la domanda interna ha contribuito all'espansione del prodotto per 1,2 punti percentuali, grazie alla crescita dei consumi e ai maggiori investimenti (in particolare quelli in mezzi di trasporto, che hanno beneficiato degli incentivi per i veicoli a basse emissioni prima della scadenza delle misure, prevista per la fine dell'anno). Dal lato dell'offerta, l'attività economica è stata sospinta dal settore immobiliare (con un aumento del valore aggiunto delle costruzioni e dei servizi connessi con il comparto).

³ In Irlanda il PIL è aumentato del 3,6 per cento sul trimestre precedente, grazie a un elevato contributo della domanda estera netta.

dei dati statunitensi, annunciati nelle settimane antecedenti (cfr. il paragrafo 1.1).

In marzo l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia continuava a prefigurare per i mesi invernali un'espansione dell'attività di fondo complessivamente contenuta (fig. 4).

La BCE ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per l'area

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in marzo⁴, dopo una crescita dello 0,9 per cento nel 2025

il prodotto dell'area si espanderà dell'1,2 nel 2026 e dell'1,3 nel 2027. Rispetto allo scorso dicembre le previsioni sono state riviste al ribasso complessivamente per circa 4 decimi nel biennio 2025-26. La revisione riflette soprattutto il protrarsi della debolezza degli investimenti e delle esportazioni. L'aumento dei dazi introdotto dall'amministrazione statunitense, non incluso nelle previsioni, eserciterà ulteriori effetti negativi sull'attività dell'area.

L'inflazione si mantiene poco sopra il 2 per cento

In marzo l'inflazione al consumo è diminuita al 2,2 per cento sui dodici mesi (dal 2,3 in febbraio; fig. 5). La dinamica dei prezzi dell'energia è tornata negativa (-0,7 per cento), dopo il rialzo dei mesi passati dovuto in parte ai rialzi dei corsi petroliferi e del prezzo all'ingrosso di elettricità e gas. Per contro, è aumentata l'inflazione dei beni alimentari, principalmente a causa dei rincari delle relative materie prime.

L'inflazione di fondo, misurata al netto dei beni alimentari ed energetici, è ulteriormente scesa al 2,4 per cento. Tale dinamica è attribuibile all'inflazione dei servizi, in diminuzione per il terzo mese consecutivo (3,4 per cento).

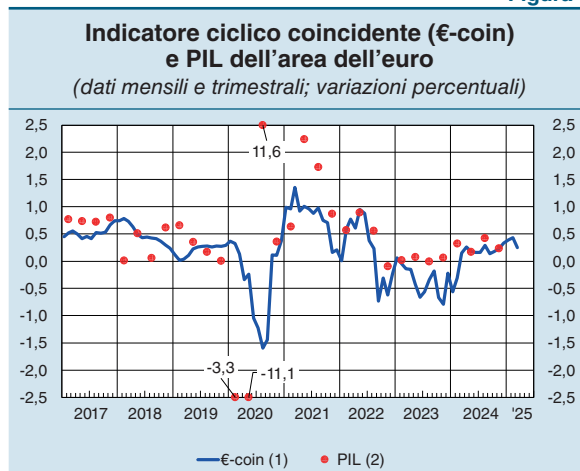
In febbraio i prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno sono aumentati del 3,0 per cento sui dodici mesi: la riduzione dei prezzi registrata dalla primavera del 2023 si è progressivamente attenuata nel corso dell'anno passato. Ciò ha riflesso principalmente l'andamento dei prezzi delle materie prime energetiche, che sono cresciuti in misura marcata fino a febbraio.

In autunno la crescita delle retribuzioni è stata robusta

Nel quarto trimestre del 2024 la crescita delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è rimasta superiore al 4 per cento; le retribuzioni orarie di fatto hanno però rallentato. In media l'occupazione è aumentata appena (0,1 per cento): a

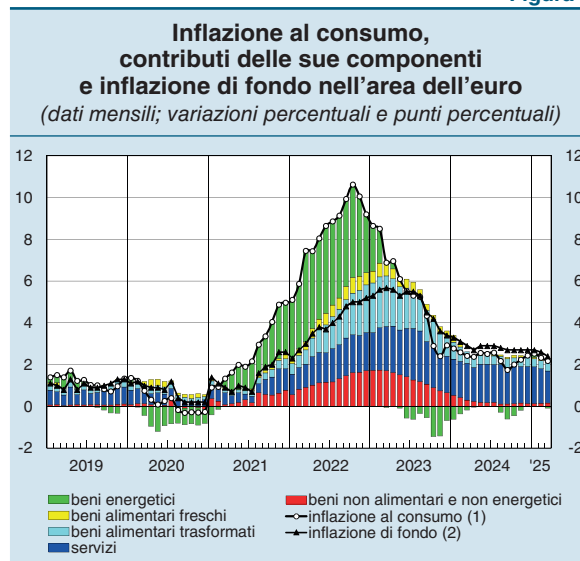
⁴ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dallo staff della BCE*, marzo 2025.

Figura 4



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

Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat; stime preliminari per marzo 2025.
(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. – (2) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA al netto di energetici e alimentari.

fronte di una sostanziale stabilità in Francia, Germania e Italia, ha continuato a espandersi in Spagna. Le ore lavorate sono salite (dello 0,6 per cento), trainate dall'accelerazione registrata in Spagna (1,8 per cento) e dall'incremento più moderato in Germania e in Italia (0,6 e 0,2 per cento, rispettivamente).

Le proiezioni dell'inflazione sono state riviste lievemente al rialzo nel 2025

Secondo le proiezioni di marzo formulate dagli esperti della BCE, l'inflazione si collocherà al 2,3 per cento nel 2025, all'1,9 nel 2026 e al 2,0 nel 2027. Rispetto alle stime di dicembre, le previsioni sono state riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali per l'anno in corso, rispecchiando soprattutto aumenti più marcati all'inizio dell'anno dei prezzi dei beni energetici, mentre sono rimaste invariate per il 2026 e sono diminuite di un decimo per il 2027.

Le famiglie e le imprese si aspettano incrementi moderati dei prezzi

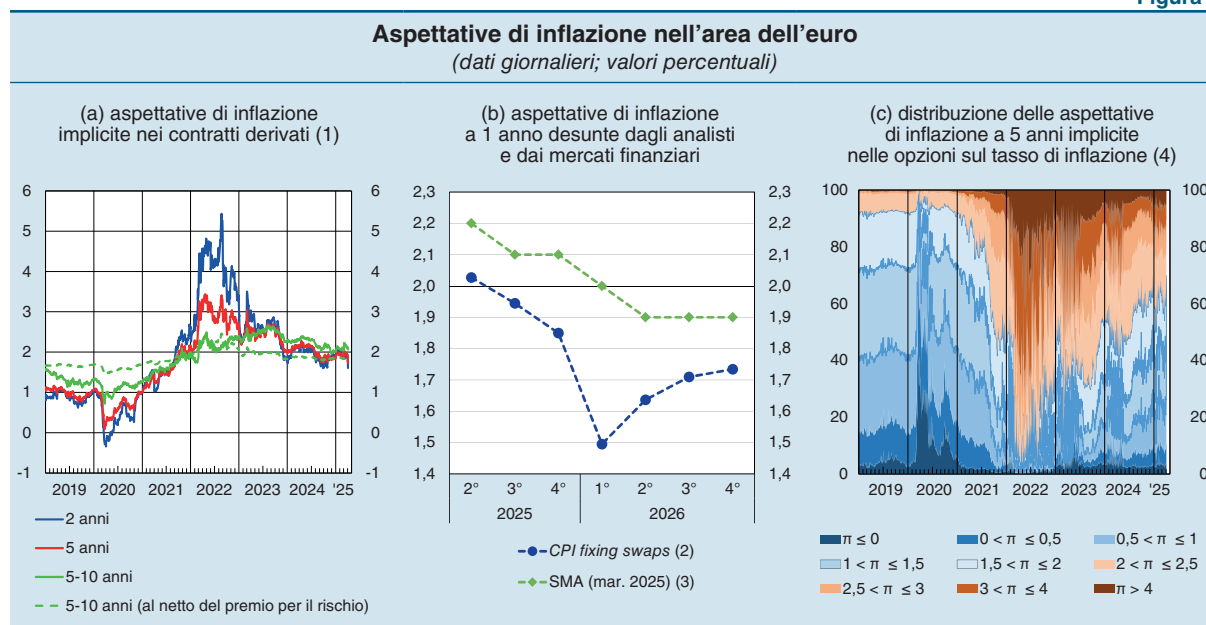
In base alle indagini della Commissione europea, nella media del primo trimestre le aspettative delle imprese sugli aumenti dei propri listini nei tre mesi successivi si sono mantenute stabili nei servizi (dove si collocano al di sopra della media storica), mentre sono aumentate nella manifattura (pur confermandosi inferiori alla media dei valori passati).

In febbraio le aspettative delle famiglie sull'andamento dei prezzi al consumo, censite dalla BCE nella *Consumer Expectations Survey*, si sono attestate su un valore mediano del 2,6 per cento sull'orizzonte a dodici mesi e del 2,4 su quello a tre anni, invariate rispetto a gennaio. La percentuale delle famiglie che si attende un rialzo dell'inflazione sui dodici mesi è aumentata nelle ultime rilevazioni.

Le attese di inflazione a medio termine si sono ridotte

A inizio aprile i rendimenti dei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) sugli orizzonti a due e a cinque anni sono scesi all'1,6 e all'1,7 per cento, rispettivamente (fig. 6.a); sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti si sono collocati al 2,0 per

Figura 6



Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti ILS con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti al netto del rischio di inflazione, cfr. S. Cecchetti, A. Grasso e M. Pericoli, *An analysis of objective inflation expectations and inflation risk premia*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1380, 2022. – (2) Tassi di inflazione attesi a 1 anno impliciti nei contratti di *CPI fixing swap* a varie scadenze. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'IPCA dell'area dell'euro al netto dei tabacchi. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA condotta tra il 17 e il 19 febbraio 2025. – (4) 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.

cento (al netto delle stime del premio per il rischio di inflazione, i rendimenti sono rimasti stabilmente intorno all'1,8 per cento da inizio anno). Sull'orizzonte più breve, le attese basate sui contratti di *CPI fixing swap*⁵ indicano una riduzione dell'inflazione intorno all'1,5 per cento nel primo trimestre del 2026, e una graduale risalita fino all'1,7 nel resto dell'anno. Secondo gli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA), l'inflazione si collocherebbe tra il 2,1 e il 2,2 per cento nello scorcio del 2025, per stabilizzarsi all'1,9 a partire dal secondo trimestre del 2026 (fig. 6.b). Infine la distribuzione delle aspettative di inflazione desunte dal prezzo delle opzioni indica una probabilità del 51 per cento che l'inflazione risulti inferiore all'1,5 per cento in media nei prossimi cinque anni; la probabilità che questa superi il 2,5 è pari al 17 per cento (fig. 6.c).

La BCE ha abbassato ancora i tassi ufficiali

Nelle riunioni di gennaio e marzo il Consiglio direttivo della BCE ha ulteriormente ridotto di complessivi 50 punti base il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, portandolo al 2,5 per cento (fig. 7); le decisioni hanno riflesso la valutazione aggiornata delle prospettive di inflazione, della dinamica dell'inflazione di fondo e della trasmissione della politica monetaria. La riduzione complessiva dall'avvio del ciclo di allentamento della politica monetaria è pari a 150 punti base.

Dalla metà di gennaio le attese sui tassi di riferimento implicite nei contratti swap sul tasso €STR sono scese, risentendo del peggioramento delle prospettive economiche e delle tensioni geopolitiche. A inizio aprile i mercati si attendevano un nuovo taglio dei tassi di riferimento, compreso tra i 75 e i 100 punti base, entro la fine del 2025. Gli operatori intervistati dalla BCE a metà febbraio nell'ambito della SMA prevedevano un profilo di riduzione lievemente meno marcato.

Mercati e analisti si attendono nuove riduzioni dei tassi di riferimento

Tra novembre e febbraio è proseguito il calo del tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie e sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (rispettivamente al 4,1 e al 3,3 per cento, dal 4,5 e dal 3,5; fig. 8). La riduzione osservata dall'inizio del ciclo di allentamento è in linea con quella dei tassi di riferimento privi di rischio⁶ e con la diminuzione del costo della raccolta bancaria.

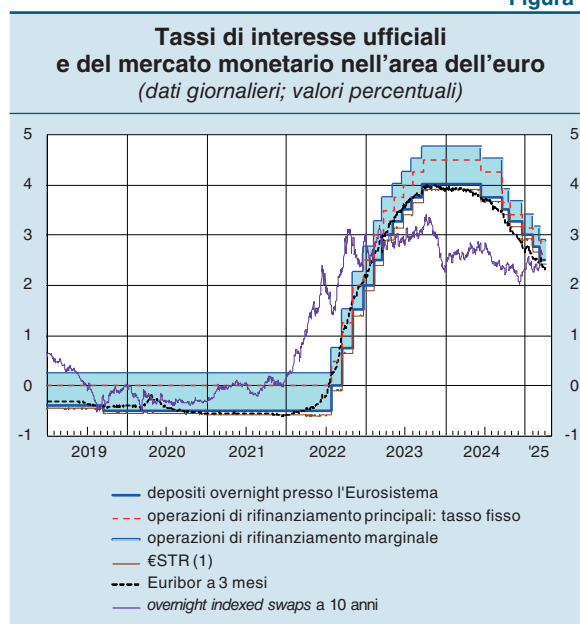
Tra novembre e febbraio è proseguito il calo del tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie e sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (rispettivamente al 4,1 e al 3,3 per cento, dal 4,5 e dal 3,5; fig. 8). La riduzione osservata dall'inizio del ciclo di allentamento è in linea con quella dei tassi di riferimento privi di rischio⁶ e con la diminuzione del costo della raccolta bancaria.

I tagli dei tassi ufficiali continuano a trasmettersi al costo del credito

Tra novembre e febbraio è proseguito il calo del tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie e sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (rispettivamente al 4,1 e al 3,3 per cento, dal 4,5 e dal 3,5; fig. 8). La riduzione osservata dall'inizio del ciclo di allentamento è in linea con quella dei tassi di riferimento privi di rischio⁶ e con la diminuzione del costo della raccolta bancaria.

raccolta bancaria.

Figura 7



Fonte: BCE e LSEG.
(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.

⁵ I *CPI fixing swaps* sono contratti derivati collegati alla pubblicazione dei dati mensili sull'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro, misurata sull'indice IPCA al netto dei prezzi del tabacco. I tassi implicite 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 dell'euro e nelle altre principali economie.

⁶ L'Euribor a tre mesi è il tasso generalmente considerato di riferimento per i prestiti a tasso variabile, che in febbraio hanno costituito l'82 per cento delle nuove erogazioni alle imprese e il 14 per cento di quelle alle famiglie per l'acquisto di abitazioni; a fine febbraio l'Euribor a tre mesi era diminuito di circa 130 punti base dall'inizio del ciclo di allentamento monetario. L'*interest rate swap* (IRS) a dieci anni è il tasso di riferimento per i prestiti a tasso fisso e nello stesso periodo era sceso di circa 45 punti base.

La dinamica dei prestiti resta debole

La dinamica del credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro si è leggermente rafforzata rispetto a novembre, ma resta nel complesso debole (fig. 8); in febbraio era pari al 4,6 per cento sui tre mesi e al 2,1 su base annua, un valore ben al di sotto della media dell'ultimo ventennio. Tra i principali paesi, la crescita dei finanziamenti alle imprese si conferma più robusta in Francia e Spagna, mentre si mantiene fiacca in Germania e negativa in Italia (cfr. il paragrafo 2.7). Queste dinamiche risentono dell'eterogeneità nell'andamento dei criteri di offerta, in un contesto caratterizzato da una moderata ripresa della domanda di finanziamenti, supportata dal calo dei tassi⁷. I finanziamenti alle famiglie, pur rimanendo deboli nel confronto storico, hanno accelerato sui tre mesi e in ragione d'anno (2,7 e 1,5 per cento, rispettivamente), rispecchiando il miglioramento della domanda di prestiti per acquisto di abitazioni.

La Commissione europea sta lavorando alla proposta di un piano per accrescere la spesa per la difesa

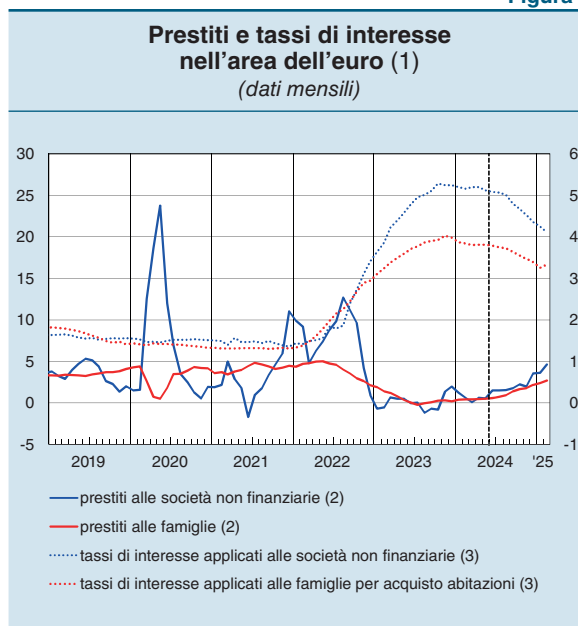
Il 4 marzo la Commissione ha annunciato la proposta riguardante un nuovo piano, denominato *ReArm Europe*, finalizzato ad aumentare rapidamente e in modo significativo le capacità di difesa dell'Unione, la cui spesa militare nel 2024 ammontava sempre secondo la Commissione all'1,9 per cento del PIL (326 miliardi di euro)⁸. Il piano potrebbe consentire fino a 800 miliardi di maggiori spese militari nei prossimi quattro anni e prevede, tra l'altro: (a) l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale del Patto di stabilità e crescita, in modo da permettere per i prossimi quattro anni agli Stati membri di deviare dalla traiettoria di spesa netta delineata nei rispettivi piani strutturali di bilancio di medio termine (o dal sentiero correttivo, per i paesi sottoposti a Procedura per i disavanzi eccessivi), per aumentare la spesa per la difesa fino a un massimo dell'1,5 per cento del PIL; (b) prestiti concessi dalla UE ai paesi membri fino a un ammontare complessivo di 150 miliardi di euro, da impiegare per iniziative di *public procurement* congiunte (anche con partner esterni all'Unione europea); (c) la possibilità, su iniziativa di uno Stato membro, di reindirizzare verso spese per la difesa i fondi di coesione di cui dispone⁹. Il Consiglio europeo, il Consiglio della UE e il Parlamento si sono espressi nel complesso positivamente in merito al piano *ReArm Europe*, incoraggiando la Commissione a proseguire i lavori.

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

⁸ Ulteriori dettagli sono stati definiti in occasione della presentazione, il 19 marzo scorso, del documento che definisce il quadro delle criticità e delle possibili strategie della UE in materia di difesa nel breve e nel medio termine, nel cui ambito si inserisce il piano *ReArm Europe*. Per approfondimenti, cfr. Commissione europea e Alto rappresentante dell'Unione europea per gli affari esteri e la politica di sicurezza, *Joint white paper for European defence readiness 2030*, JOIN(2025) 120 final, 2025.

⁹ La stima di 800 miliardi di risorse da dedicare alla difesa deriverebbe da 150 miliardi di prestiti concessi dalla UE, e da una stima di 650 miliardi di maggiore spesa, ottenuta assumendo che gli Stati membri aumentino la propria spesa militare gradualmente, fino a raggiungere l'1,5 per cento del PIL entro la fine dei prossimi quattro anni.

Figura 8



Fonte: BCE.

(1) La linea verticale in corrispondenza del giugno 2024 indica l'inizio del ciclo di allentamento della politica monetaria della BCE. – (2) Variazioni percentuali sui 3 mesi in ragione d'anno. 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. I dati sono depurati dalla componente stagionale. – (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.

Alla fine di marzo in Germania sono state approvate alcune modifiche costituzionali, che consentono tra l'altro al governo di indebitarsi per le spese per la difesa eccedenti l'1 per cento del PIL. Si è inoltre deciso di costituire un fondo di 500 miliardi in dodici anni per investimenti in infrastrutture. Ogni incremento di spesa sarà comunque vincolato dalla flessibilità concessa dalle regole europee in caso di attivazione della clausola di salvaguardia nazionale nei limiti indicati dalla Commissione¹⁰.

1.3 I MERCATI FINANZIARI

Nei primi mesi del 2025 i mercati finanziari sono stati caratterizzati da un progressivo aumento della volatilità, che si è acuito all'inizio di aprile. Da metà gennaio i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi marcatamente negli Stati Uniti, riflettendo segnali di indebolimento dell'attività economica e una ricomposizione dei portafogli degli investitori innescata dalla crescente incertezza sulle politiche commerciali. Questa dinamica si è nettamente accentuata dopo il 2 aprile, con l'introduzione di nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense. I rendimenti sono rimasti sostanzialmente invariati nell'area dell'euro, dove erano dapprima saliti con l'annuncio di una maggiore spesa pubblica per la difesa e le infrastrutture in Germania, e sono poi scesi con l'inasprirsi delle tensioni commerciali. Le quotazioni azionarie sono diminuite significativamente negli Stati Uniti, in Giappone, nell'area dell'euro e in Italia, risentendo, soprattutto dopo il 2 aprile, di una forte correzione al ribasso in un contesto di elevata volatilità. Sul mercato valutario, dopo il forte apprezzamento a seguito delle elezioni negli Stati Uniti, a partire da metà febbraio il dollaro si è indebolito nei confronti dell'euro e dello yen. Le attività finanziarie a più alto rischio hanno recuperato parte dei cali registrati dopo l'annuncio, il 9 aprile, di una sospensione parziale e temporanea dei dazi da parte dell'amministrazione statunitense.

I rendimenti dei titoli pubblici scendono negli Stati Uniti...

Dalla metà di gennaio, dopo il deciso rialzo di fine 2024, i rendimenti dei titoli pubblici decennali sono diminuiti nettamente negli Stati Uniti; sono rimasti pressoché invariati in Giappone (fig. 9.a). Negli Stati Uniti la discesa è stata particolarmente rilevante per via del peggioramento della fiducia degli investitori, di segnali di rallentamento dell'attività economica e della crescente incertezza sulle politiche commerciali del paese (cfr. il paragrafo 1.1), che hanno portato a una ricomposizione dei portafogli degli investitori verso i titoli di Stato statunitensi. Tale dinamica si è intensificata dopo gli annunci del 2 aprile e la risposta della Cina all'introduzione di nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense, generando un'elevata volatilità nei rendimenti dei titoli di Stato. In Giappone i rendimenti avevano toccato alla fine di marzo i livelli più alti degli ultimi 16 anni, sostenuti da attese di una politica monetaria più restrittiva. Il rialzo è stato in parte riassorbito dopo il 2 aprile.

... e rimangono pressoché invariati nell'area dell'euro

Nel complesso del periodo compreso tra la metà di gennaio e l'8 aprile, i rendimenti dei titoli pubblici dell'area dell'euro sono rimasti pressoché invariati, ma si sono registrati alcuni episodi di forte variazione. Dopo l'annuncio all'inizio di marzo di una maggiore spesa pubblica per la difesa e le infrastrutture in Germania, i rendimenti erano saliti marcatamente; in seguito, i timori sulla crescita generati dalle tensioni sul commercio internazionale li hanno spinti al ribasso. In Italia il rendimento dei titoli pubblici decennali è aumentato di 9 punti base al 3,86 per cento. I differenziali di rendimento tra i titoli dei principali paesi dell'area e quello tedesco sono lievemente aumentati, fatta eccezione per la Francia (fig. 9.b). Il differenziale italiano si è ampliato di 5 punti base, raggiungendo i 123 punti, risentendo negli ultimi giorni anche della ricomposizione dei portafogli

¹⁰ Commissione europea, *Accommodating increased defence expenditure within the Stability and Growth Pact*, C(2025) 2000 final, 2025.

degli investitori verso attività a più basso rischio. La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale è leggermente aumentata, ma rimane su livelli contenuti nel confronto storico, mentre le condizioni di liquidità sono rimaste invariate (fig. 9.c).

Figura 9

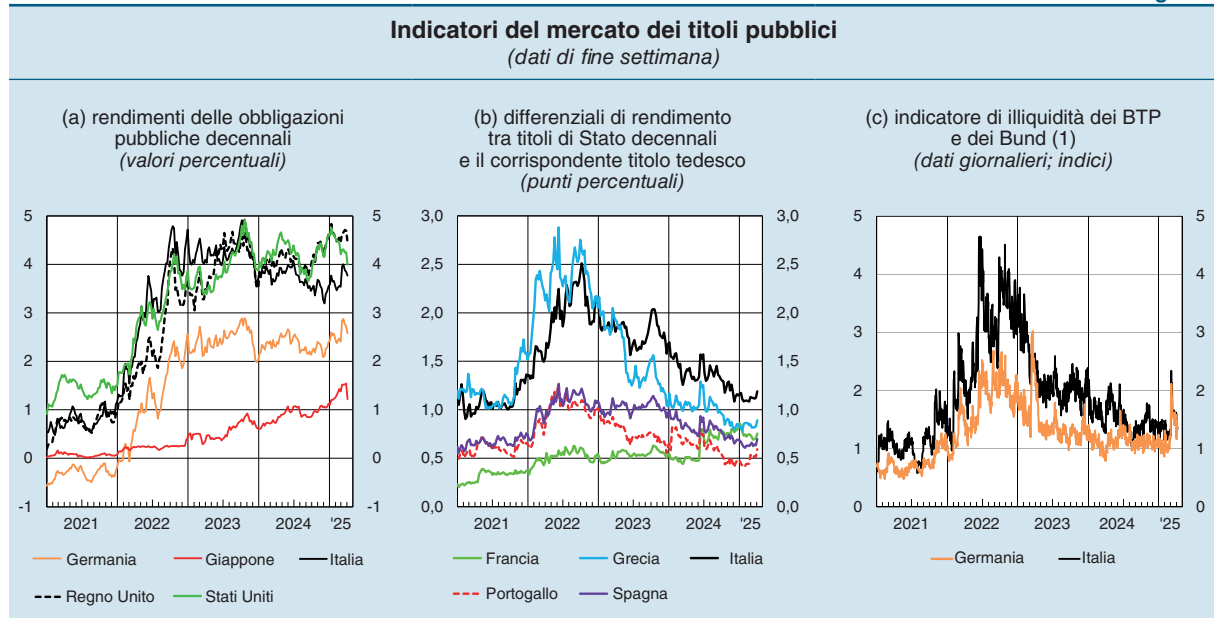
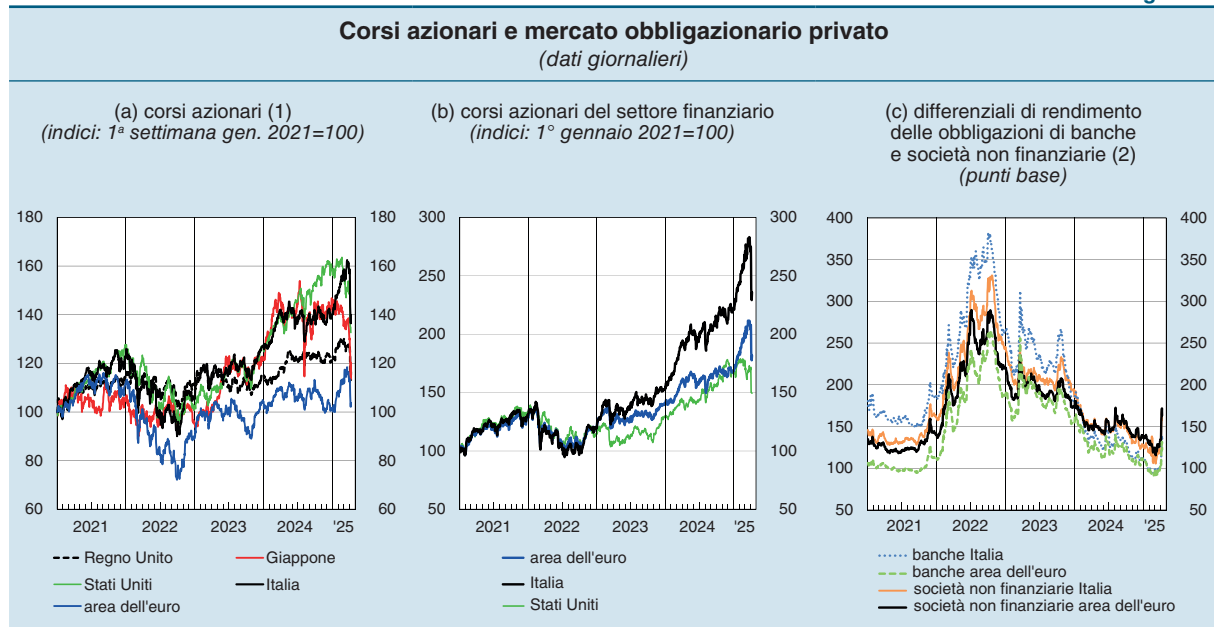


Figura 10



I corsi azionari hanno subito una marcata correzione negli Stati Uniti...

Da metà gennaio gli indici azionari hanno subito una netta flessione in Giappone e negli Stati Uniti, dove hanno risentito del forte calo delle quotazioni del settore automobilistico, di quello tecnologico e delle imprese più esposte – in termini di fatturato – al commercio internazionale (fig. 10.a). Vi hanno contribuito l'emergere di segnali di indebolimento della crescita e l'intensificarsi delle tensioni commerciali, culminate con l'introduzione di nuovi dazi. La volatilità implicita dell'indice S&P 500, misurata dall'indice VIX¹¹, si è innalzata significativamente nella prima decade di aprile. In Cina i corsi azionari da gennaio sono scesi, in un trimestre caratterizzato da ampie oscillazioni. Dopo un forte rialzo in gennaio e febbraio legato ad un aumento degli utili e all'ottimismo del settore tecnologico, le quotazioni sono crollate nei primi giorni di aprile per via delle tensioni commerciali. L'annuncio del 9 aprile ha indotto un parziale recupero delle quotazioni negli Stati Uniti e in Giappone; il recupero è stato di entità inferiore in Cina.

... e sono diminuiti nell'area e in Italia

Nell'area dell'euro i corsi azionari sono diminuiti, anche se in misura minore rispetto a quelli statunitensi. Fino alla seconda decade di marzo sono stati sostenuti dall'avvio dei negoziati di pace tra Ucraina e Russia e da aspettative di un'espansione della spesa pubblica in Germania. Ai primi di aprile hanno registrato importanti perdite con l'acuirsi delle tensioni commerciali; hanno recuperato parte dei cali dopo l'annuncio del 9 aprile. Le quotazioni sono scese soprattutto nei settori maggiormente esposti al commercio internazionale e al ciclo economico, mentre sono cresciute per i titoli dell'industria aerospaziale e della difesa, favorite dagli annunci dei nuovi piani di spesa europei e nazionali, e per quelli del settore bancario, dove la remunerazione attesa degli azionisti rimane elevata (fig. 10.b). Tra la metà di gennaio e l'8 aprile nel nostro paese l'indice generale di borsa è diminuito complessivamente del 4 per cento; le quotazioni delle banche sono cresciute dell'1,8, un dato inferiore a quello dell'area dell'euro (7,5 per cento). I differenziali rispetto al tasso privo di rischio dei rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dalle banche sono fortemente aumentati nei primi giorni di aprile (fig. 10.c).

Il dollaro si è fortemente deprezzato

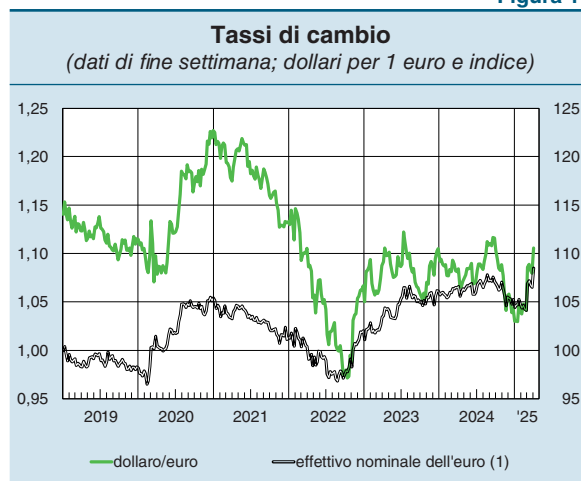
Dopo il deciso apprezzamento intercorso tra novembre e la prima metà di gennaio 2025, il dollaro si è nettamente indebolito soprattutto rispetto all'euro e allo yen (fig. 11). Il deprezzamento del dollaro riflette il marcato calo dei rendimenti sui titoli di Stato statunitensi nel confronto con quelli dell'area dell'euro e del Giappone, nonché l'acuirsi delle tensioni commerciali a seguito delle decisioni dell'amministrazione statunitense. Questa tendenza si è accentuata con il primo annuncio della Cina dell'imposizione di dazi sui beni degli Stati Uniti e con le successive misure ritorsive adottate da entrambi i paesi.

Da metà gennaio gli indici azionari hanno subito una netta flessione in Giappone e negli Stati Uniti, dove hanno risentito del forte calo delle quotazioni del settore automobilistico, di quello tecnologico e delle imprese più esposte – in termini di fatturato – al commercio internazionale (fig. 10.a). Vi hanno contribuito l'emergere di segnali di indebolimento della crescita e l'intensificarsi delle tensioni commerciali, culminate con l'introduzione di nuovi dazi. La volatilità implicita dell'indice S&P 500, misurata dall'indice VIX¹¹, si è innalzata significativamente nella prima decade di aprile. In Cina i corsi azionari da gennaio sono scesi, in un trimestre caratterizzato da ampie oscillazioni. Dopo un forte rialzo in gennaio e febbraio legato ad un aumento degli utili e all'ottimismo del settore tecnologico, le quotazioni sono crollate nei primi giorni di aprile per via delle tensioni commerciali. L'annuncio del 9 aprile ha indotto un parziale recupero delle quotazioni negli Stati Uniti e in Giappone; il recupero è stato di entità inferiore in Cina.

Nell'area dell'euro i corsi azionari sono diminuiti, anche se in misura minore rispetto a quelli statunitensi. Fino alla seconda decade di marzo sono stati sostenuti dall'avvio dei negoziati di pace tra Ucraina e Russia e da aspettative di un'espansione della spesa pubblica in Germania. Ai primi di aprile hanno registrato importanti perdite con l'acuirsi delle tensioni commerciali; hanno recuperato parte dei cali dopo l'annuncio del 9 aprile. Le quotazioni sono scese soprattutto nei settori maggiormente esposti al commercio internazionale e al ciclo economico, mentre sono cresciute per i titoli dell'industria aerospaziale e della difesa, favorite dagli annunci dei nuovi piani di spesa europei e nazionali, e per quelli del settore bancario, dove la remunerazione attesa degli azionisti rimane elevata (fig. 10.b). Tra la metà di gennaio e l'8 aprile nel nostro paese l'indice generale di borsa è diminuito complessivamente del 4 per cento; le quotazioni delle banche sono cresciute dell'1,8, un dato inferiore a quello dell'area dell'euro (7,5 per cento). I differenziali rispetto al tasso privo di rischio dei rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dalle banche sono fortemente aumentati nei primi giorni di aprile (fig. 10.c).

Dopo il deciso apprezzamento intercorso tra novembre e la prima metà di gennaio 2025, il dollaro si è nettamente indebolito soprattutto rispetto all'euro e allo yen (fig. 11). Il deprezzamento del dollaro riflette il marcato calo dei rendimenti sui titoli di Stato statunitensi nel confronto con quelli dell'area dell'euro e del Giappone, nonché l'acuirsi delle tensioni commerciali a seguito delle decisioni dell'amministrazione statunitense. Questa tendenza si è accentuata con il primo annuncio della Cina dell'imposizione di dazi sui beni degli Stati Uniti e con le successive misure ritorsive adottate da entrambi i paesi.

Figura 11



Fonte: BCE e LSEG.
(1) Indice: 1^a settimana gen. 2019=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro. Scala di destra.

¹¹ Il *Chicago board options exchange volatility index* (CBOE VIX) è un indicatore sintetico della volatilità attesa del mercato azionario statunitense a 30 giorni, derivato dai prezzi delle opzioni sull'indice S&P 500. È comunemente utilizzato come misura del grado di incertezza o di avversione al rischio degli investitori.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Alla fine dello scorso anno il prodotto è cresciuto marginalmente, grazie all'espansione dell'industria, mentre i servizi hanno sostanzialmente ristagnato. Secondo le nostre stime l'attività economica si è espansa moderatamente nei primi mesi dell'anno. Dal lato della domanda, il prodotto è stato sospinto dai consumi, che beneficiano dell'incremento dei redditi da lavoro. Gli investimenti in beni strumentali sono tornati a indebolirsi, in un contesto di basso utilizzo della capacità produttiva e condizioni di finanziamento ancora restrittive; lo stimolo fornito dalla progressiva realizzazione delle opere del PNRR ha però sostenuto gli investimenti in costruzioni. Il consolidamento della ripresa è tuttavia soggetto alla forte incertezza connessa con le politiche commerciali degli Stati Uniti.

Nei mesi autunnali l'attività economica è aumentata in misura marginale...

Nell'ultimo trimestre del 2024 l'espansione del prodotto è stata contenuta (0,1 per cento; fig. 12 e tav. 3). Sono cresciuti lievemente i consumi – sospinti dai redditi da lavoro – e, in misura maggiore, gli investimenti. Questi ultimi hanno recuperato il calo del trimestre precedente, ma restano al di sotto dei livelli dello stesso periodo del 2023. La ripresa congiunturale dell'accumulazione ha

riguardato tutte le principali componenti, ad eccezione del comparto delle abitazioni (cfr. il paragrafo 2.2). Un apporto fortemente positivo è derivato dalle costruzioni non residenziali, che avrebbero beneficiato della progressiva realizzazione dei progetti del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR). Al netto del contributo negativo delle scorte (-0,4 punti percentuali), nel complesso la

Tavola 3

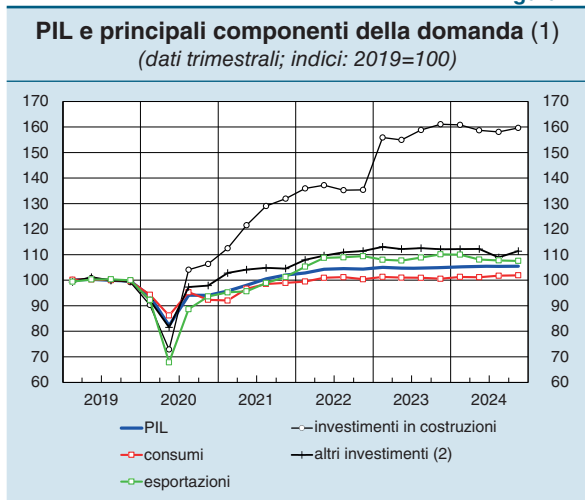
VOCI	PIL e principali componenti (1)				
	2024	2024			
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
PIL	0,7	0,3	0,1	0,0	0,1
Importazione di beni e servizi	-0,7	-0,1	0,2	1,2	-0,4
Domanda nazionale (2)	0,4	0,4	0,7	0,5	0,1
Consumi nazionali	0,6	0,7	-0,1	0,6	0,2
spesa delle famiglie (3)	0,4	1,0	-0,3	0,6	0,2
spesa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

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.

domanda interna ha sostenuto la crescita per circa mezzo punto percentuale. Le esportazioni, che hanno risentito della debolezza della domanda internazionale, sono scese per il quarto trimestre consecutivo (-0,2; cfr. il paragrafo 2.4). Tuttavia, la flessione più accentuata delle importazioni (-0,4 per cento) ha determinato un contributo appena positivo della domanda estera netta alla crescita del prodotto.

Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto dell'industria in senso stretto ha recuperato il calo del terzo trimestre del 2024 (0,8 per cento), nonostante la riduzione della produzione (cfr. il paragrafo 2.2). Anche il settore delle costruzioni è tornato a crescere (1,2 per cento), mentre i servizi, che nei trimestri precedenti avevano sospinto in misura rilevante la dinamica del valore aggiunto, hanno ristagnato (-0,1 per cento). Si è interrotta l'espansione delle attività connesse con il turismo (soprattutto per un minore contributo dei trasporti); dopo quattro trimestri consecutivi di crescita, i servizi finanziari e assicurativi hanno registrato una diminuzione.



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.

... e segnerebbe un nuovo rialzo all'inizio dell'anno

Secondo nostre stime il prodotto è aumentato moderatamente anche nel primo trimestre del 2025. Il valore aggiunto è tornato a crescere nei servizi e ha segnato un nuovo, contenuto rialzo nell'industria in senso stretto; l'andamento di quest'ultima nei prossimi mesi è soggetto alla forte incertezza legata agli effetti delle politiche commerciali degli Stati Uniti. Nelle costruzioni l'attività ha mostrato un'espansione sostenuta.

Dal lato della domanda, i consumi hanno proseguito a crescere in misura moderata. La dinamica degli investimenti invece si è nuovamente attenuata, con andamenti eterogenei fra le componenti. L'indebolimento degli investimenti in capitale produttivo è stato compensato dal rafforzamento di quelli in costruzioni, ascrivibile alla componente non residenziale. Sebbene in un contesto di notevole incertezza, le vendite all'estero sono salite nei primi mesi dell'anno; vi potrebbe aver inciso fra l'altro l'anticipazione degli acquisti dagli Stati Uniti in vista dell'entrata in vigore dei dazi.

Sulla base delle nostre proiezioni più recenti, che incorporano una prima valutazione dell'impatto dei dazi statunitensi, il prodotto crescerà dello 0,6 per cento nell'anno in corso, dello 0,8 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

In questo riquadro sono riportate le proiezioni per l'economia italiana relative al triennio 2025-27 pubblicate lo scorso 4 aprile¹.

Lo scenario include una prima e necessariamente parziale valutazione degli effetti dei dazi annunciati il 2 aprile dagli Stati Uniti. Non tiene conto dell'impatto di possibili misure ritorsive da parte dell'Unione

¹ Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 4 aprile 2025.

europea e di altre economie, delle ripercussioni economiche derivanti dalle turbolenze sui mercati internazionali, nonché della sospensione annunciata il 9 aprile di parte degli incrementi dei dazi introdotti la settimana precedente. Nonostante l'inasprimento delle politiche commerciali, si ipotizza che la domanda estera continui a espandersi, seppure a tassi contenuti. Coerentemente con le informazioni desumibili dagli andamenti di mercato, le proiezioni incorporano sia un progressivo calo dei prezzi delle materie prime energetiche e dei tassi di interesse a breve termine, sia un aumento dei rendimenti a lungo termine.

Si stima che il prodotto salirà dello 0,6 per cento nell'anno in corso (0,5 nel 2024), dello 0,8 nel prossimo e dello 0,7 nel 2027. Secondo le nostre proiezioni la crescita del PIL sarà sospinta dall'espansione dei consumi, grazie al buon andamento dell'occupazione e al rafforzamento dei redditi reali delle famiglie. La dinamica degli investimenti rimarrà invece moderata. Si stima che la spesa in costruzioni, benché ancora frenata dal venire meno dei generosi incentivi all'edilizia residenziale, sia sostenuta dai progetti finanziati con i fondi del PNRR. Sugli investimenti in beni strumentali pesa invece l'incertezza relativa alle politiche commerciali, i cui effetti potrebbero essere più che compensati quest'anno da quelli degli incentivi connessi con i programmi Transizione 4.0 e 5.0. Nel prossimo biennio un ulteriore stimolo dovrebbe provenire dal progressivo miglioramento delle condizioni di finanziamento, indotto dalla riduzione dei tassi ufficiali della BCE in corso dall'estate del 2024. Nelle nostre valutazioni le esportazioni saranno frenate in misura significativa dalle conseguenze dell'annunciato incremento dei dazi da parte degli Stati Uniti. Si valuta inoltre che l'occupazione si espanda a ritmi lievemente inferiori a quelli del prodotto e che il tasso di disoccupazione si mantenga stabile su valori prossimi al 6 per cento.

Nelle proiezioni l'inflazione al consumo aumenta all'1,6 per cento nell'anno in corso, riflettendo soprattutto il rialzo della componente energetica, e si colloca all'1,5 per cento il prossimo anno. Nel 2027 l'entrata in vigore del nuovo sistema di scambio di quote di emissione di gas a effetto serra nell'Unione europea (*EU Emissions Trading System 2*) dovrebbe determinare un ulteriore, temporaneo incremento dei prezzi dell'energia, che si ipotizza possa riportare l'inflazione al 2,0 per cento. Al netto dei beni energetici e alimentari, la crescita dei prezzi al consumo è invece stimata in riduzione, su valori intorno all'1,5 per cento (dal 2,2 del 2024).

Le proiezioni di crescita, rispetto alle quelle pubblicate lo scorso dicembre, sono riviste al ribasso, rispecchiando ipotesi più sfavorevoli sul contesto internazionale connesse con l'inasprimento delle politiche commerciali². Le previsioni di inflazione sono pressoché invariate.

Lo scenario descritto è soggetto a forte incertezza, soprattutto per l'evoluzione del contesto internazionale. La crescita potrebbe risentire in modo particolarmente pronunciato di un ulteriore aumento dell'incertezza sulle politiche commerciali, di eventuali misure ritorsive, nonché di tensioni prolungate sui mercati finanziari. Effetti positivi potrebbero manifestarsi a seguito di un orientamento più espansivo della politica di bilancio a livello europeo, anche in connessione con gli annunci di incremento delle spese per la difesa. Per quanto riguarda l'inflazione, pressioni al ribasso potrebbero essere determinate da un potenziale deterioramento della domanda aggregata; per contro, un'accelerazione dei prezzi potrebbe discendere, in particolare nel breve termine, da eventuali aumenti dei dazi da parte della UE in risposta a quelli statunitensi.

Le proiezioni di crescita presentate in questo riquadro sono leggermente inferiori a quelle più recenti delle principali istituzioni nazionali e internazionali (tavola), tutte formulate prima del 2 aprile e di conseguenza basate su ipotesi più favorevoli sull'evoluzione delle politiche commerciali a livello internazionale. Le nostre stime di inflazione sono più basse di quelle degli altri previsori per quest'anno e per il prossimo.

² Si stima che l'inasprimento dei dazi annunciato il 2 aprile dagli Stati Uniti determinerà un impatto negativo sul prodotto di oltre mezzo punto percentuale nel triennio 2025-27.

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

VOCI	PIL (1)			IPCA (2)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Banca d'Italia (aprile 2025)	0,6	0,8	0,7	1,6	1,5	2,0
Commissione europea (novembre 2024)	1,0	1,2	–	1,9	1,7	–
OCSE (marzo 2025)	0,7	0,9	–	1,7	1,9	–
FMI (gennaio 2025 e ottobre 2024)	0,7	0,9	–	2,1	2,0	–
Ufficio parlamentare di bilancio (febbraio 2025)	0,8	0,9	–	2,1	2,0	–
per memoria: Banca d'Italia (dicembre 2024)	0,8	1,1	0,9	1,5	1,5	2,0

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 4 aprile 2025 e *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 13 dicembre 2024; Commissione europea, *European Economic Forecast. Autumn 2024*, novembre 2024; OCSE, *OECD Economic Outlook*, marzo 2025; FMI, *World Economic Outlook Update*, gennaio 2025 (per la crescita) e *World Economic Outlook*, ottobre 2024 (per l'inflazione); Ufficio parlamentare di bilancio, *Nota sulla congiuntura*, febbraio 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 la correzione nelle nostre previsioni il PIL crescerebbe dello 0,5 per cento nel 2025, dello 0,9 nel 2026 e dello 0,7 nel 2027. – (2) Le previsioni dell'Ufficio parlamentare di bilancio sono riferite al deflatore dei consumi.

2.2 LE IMPRESE

Nel primo trimestre dell'anno si è interrotta la flessione della produzione industriale in atto dalla seconda metà del 2023. Anche gli indicatori qualitativi sulla manifattura hanno segnalato un quadro meno sfavorevole rispetto ai mesi autunnali. In prospettiva, tuttavia, le tensioni commerciali con gli Stati Uniti, in un contesto di instabilità geopolitica e di costi dell'energia ancora elevati, rendono assai incerto il consolidamento della ripresa. L'attività nelle costruzioni, in crescita, è stata sostenuta dalla componente non residenziale connessa con la realizzazione dei progetti del PNRR; quella nei servizi sarebbe tornata a espandersi in misura modesta.

La produzione industriale ha mostrato segnali di recupero, ma le prospettive rimangono incerte...

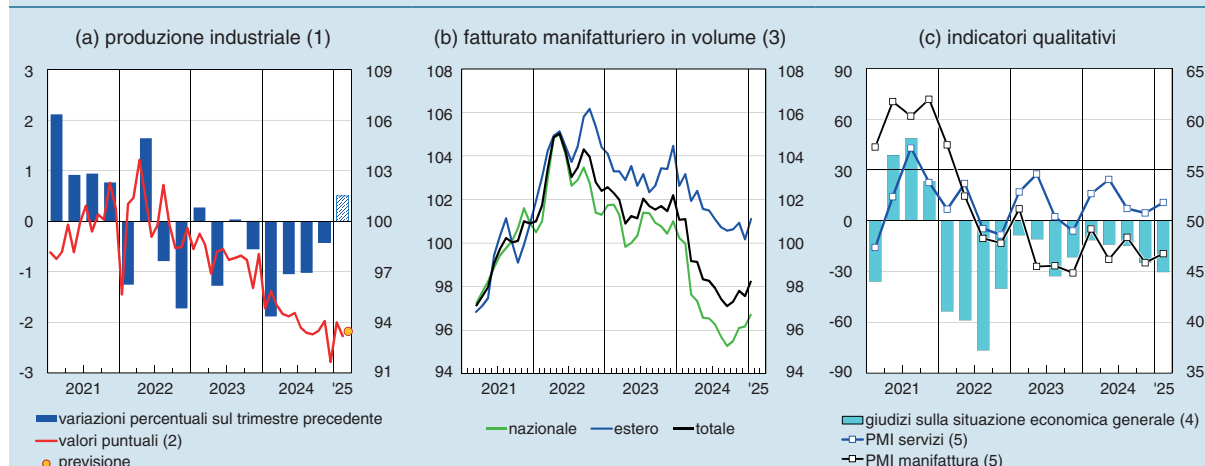
Nel quarto trimestre del 2024, nonostante il calo della produzione industriale, il valore aggiunto è salito nell'industria in senso stretto, amplificando un disallineamento negli andamenti delle due grandezze presente già prima della crisi pandemica¹.

Nei primi due mesi del 2025 la produzione industriale ha recuperato la flessione dei mesi autunnali (fig. 13.a); tutte le componenti hanno registrato un'espansione, ad eccezione del comparto dei beni strumentali. Anche i dati più recenti relativi al fatturato sono compatibili con un lieve recupero dell'attività rispetto all'ultima parte del 2024 (fig. 13.b).

Gli indicatori qualitativi, dopo un recupero in gennaio e febbraio, sono tornati a peggiorare in marzo, segnalando un quadro ancora debole e incerto per il futuro. Nel primo trimestre l'indice PMI per la manifattura, pur rimanendo inferiore alla soglia compatibile con l'espansione per l'ottavo trimestre consecutivo, ha segnato un lieve incremento, riflettendo valutazioni nel complesso meno sfavorevoli sulla produzione corrente (fig. 13.c). Anche la fiducia delle imprese manifatturiere è migliorata marginalmente, pur restando su livelli bassi.

¹ Il valore aggiunto misura la differenza tra il valore della produzione e i costi dei beni intermedi, mentre la produzione industriale misura il volume della produzione. Nel complesso dello scorso anno, nonostante una diminuzione di quasi il 3 per cento della produzione nella manifattura, il valore aggiunto si è ridotto di poco più di mezzo punto percentuale; alla differenza hanno contribuito significativamente i comparti chimico e farmaceutico, nei quali il valore aggiunto è salito rispettivamente del 7 e del 9 per cento, a fronte di un sostanziale ristagno della produzione. Lo scollamento fra le due misure, comune alle maggiori economie dell'area dell'euro, si è manifestato prima in Francia e Italia che in Germania, associandosi verosimilmente a una produzione manifatturiera che si è progressivamente orientata verso beni a più alto valore aggiunto.

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, Markit e Terna.

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Il cerchio giallo rappresenta la previsione per marzo 2025, l'ultima barra indica quella per il 1° 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, 8 aprile 2025). – (5) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.

Le imprese manifatturiere che hanno partecipato all'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* della Banca d'Italia condotta tra febbraio e marzo hanno giudicato le proprie condizioni operative a breve termine ancora fiacche, sebbene in lieve miglioramento rispetto alla fine dello scorso anno. Le valutazioni sull'andamento delle vendite si sono rafforzate, grazie soprattutto a giudizi più favorevoli sulla domanda proveniente dall'estero formulati all'inizio dell'anno; l'incertezza e le preoccupazioni sugli effetti delle politiche commerciali degli Stati Uniti gravano tuttavia sull'attività delle aziende per tutto il 2025.

Le nostre stime, basate su un ampio insieme di indicatori quantitativi e qualitativi², segnalano complessivamente che la produzione industriale nei primi tre mesi dell'anno sarebbe aumentata di circa mezzo punto percentuale, dopo cinque trimestri consecutivi di calo. Il consolidamento del recupero manifatturiero nei prossimi mesi è soggetto a un'incertezza eccezionalmente elevata, connessa in special modo con le decisioni sui dazi e con la fase di accentuata instabilità geopolitica e commerciale che ne consegue.

... mentre i servizi hanno ripreso a espandersi nei primi mesi del 2025

All'inizio del 2025 gli indicatori qualitativi per il settore terziario hanno mostrato un recupero dell'attività dopo la marginale flessione alla fine dello scorso anno. Gli indici del fatturato in volume in gennaio e i PMI disponibili fino a marzo erano coerenti con un incremento del fatturato corrente e un rialzo delle nuove commesse. Segnali moderatamente favorevoli sulle vendite sono pervenuti anche

dagli indici di fiducia delle imprese che offrono servizi di mercato, nonostante un tenue deterioramento delle aspettative sugli ordini futuri. Nella media dei primi tre mesi la fiducia delle imprese che operano nel settore turistico è migliorata, grazie alle valutazioni positive delle strutture alberghiere. Indicazioni simili sono giunte dalle imprese dei servizi intervistate nelle inchieste della Banca d'Italia condotte tra

² Tali stime tengono conto dei dati sui consumi di elettricità e di gas, sul traffico autostradale e su rotaia, nonché degli indicatori qualitativi sulla fiducia e sulle aspettative delle imprese.

febbraio e marzo, che hanno segnalato nel complesso una modesta espansione dell'attività, pur a fronte di una decelerazione della domanda.

È proseguita la crescita nelle costruzioni

Si è protratto a inizio anno il rialzo della produzione nelle costruzioni, dove, secondo le indagini della Banca d'Italia, i giudizi sulla domanda e sulle condizioni operative delle imprese sono rimasti migliori di quelli formulati in altri settori dell'economia; per contro, l'attività delle aziende più attive nel comparto residenziale ha rallentato. Oltre la metà di quelle censite prevede di beneficiare, in maniera diretta o indiretta, dei provvedimenti connessi con il PNRR.

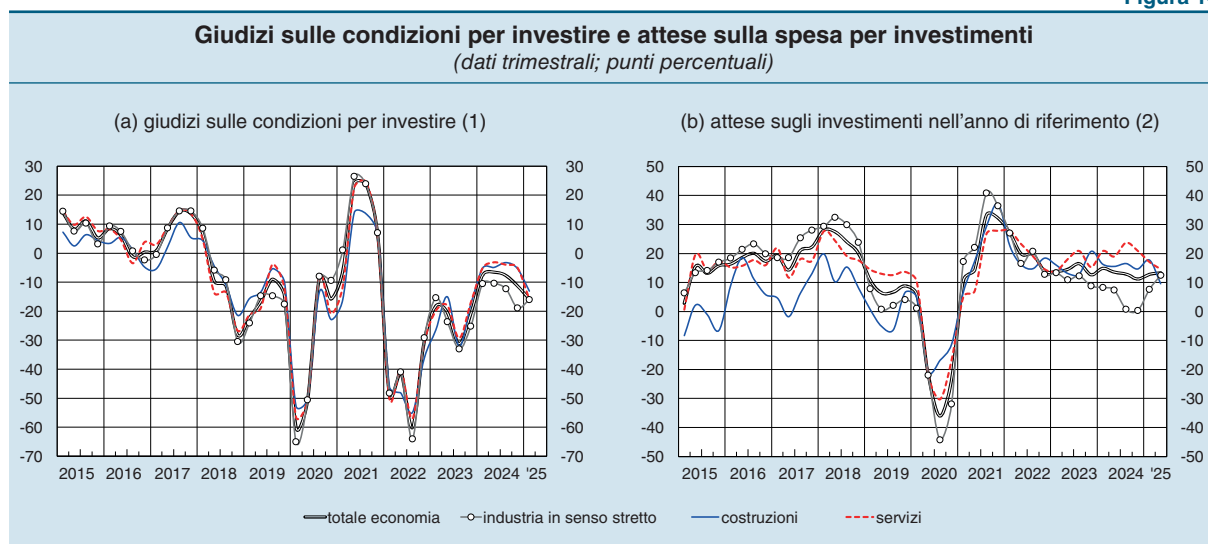
Gli investimenti nel primo trimestre sono stati sostenuti dalle costruzioni non residenziali

Alla fine del 2024 gli investimenti sono tornati a crescere (1,6 per cento), in controtendenza rispetto ai tre trimestri precedenti. Il recupero ha riguardato tutte le principali componenti, ad eccezione del comparto abitativo. Sono aumentati in misura marcata gli investimenti nei fabbricati non residenziali, verosimilmente sospinti dalla progressiva realizzazione delle opere del PNRR. Dopo quattro trimestri di flessione, la spesa in macchinari e attrezzature ha segnato un forte incremento, pur rimanendo al di sotto del livello osservato alla fine dell'anno precedente; l'espansione nei prodotti di proprietà intellettuale e nei mezzi di trasporto è stata invece contenuta.

Secondo le nostre valutazioni, all'inizio dell'anno in corso la dinamica degli investimenti si è tuttavia attenuata. Le inchieste della Banca d'Italia presso le imprese suggeriscono che le condizioni per investire sono peggiorate nei servizi e sono migliorate solo lievemente nell'industria in senso stretto (fig. 14.a). La capacità utilizzata nella manifattura ha continuato a diminuire, portandosi al di sotto dei valori medi del periodo precedente la pandemia; ciò segnala una minore necessità di effettuare investimenti. È proseguito, invece, il rialzo della spesa per costruzioni, ancora trainata dal comparto non residenziale.

Il saldo tra la quota di aziende censite dalla Banca d'Italia che si attendono per il complesso del 2025 un'espansione della spesa per investimenti e quella delle imprese che si attendono una riduzione è rimasto comunque positivo e in linea con quanto atteso alla fine dello scorso anno (fig. 14.b).

Figura 14



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

In autunno i consumi delle famiglie sono cresciuti lievemente, riflettendo l'aumento degli acquisti di servizi di ristorazione e alberghieri. Le informazioni più recenti indicano che la spesa è salita in misura moderata nel primo trimestre del 2025, sostenuta dall'espansione dei redditi da lavoro e dalla tenuta dell'occupazione. La fiducia dei consumatori ha continuato a migliorare fino a febbraio, riportandosi sulla media di lungo periodo, ma ha segnato un brusco arretramento in marzo, risentendo dell'incertezza sull'evoluzione dell'economia.

I consumi delle famiglie sono aumentati lievemente nel quarto trimestre del 2024...

Nei mesi autunnali la spesa delle famiglie è salita in misura contenuta (0,2 per cento in termini reali), in rallentamento rispetto al trimestre precedente³. L'espansione dei consumi è stata sospinta principalmente dal rialzo della componente dei servizi (0,4 per cento), dovuto soprattutto alla forte crescita di quelli di ristorazione e alberghieri. Gli acquisti di beni hanno invece nel complesso ristagnato: è diminuita la spesa per i semidurevoli, a fronte di un contenuto aumento di quelli durevoli, in parte sostenuta dall'accelerazione del credito al consumo; sono rimasti sostanzialmente stabili gli acquisti di beni non durevoli.

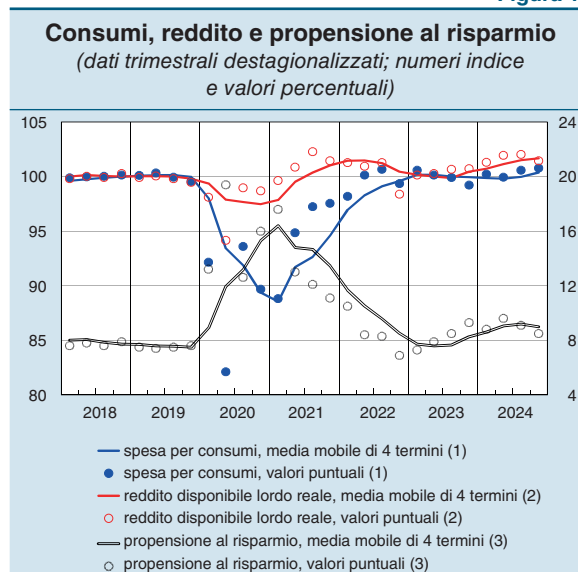
La dinamica dei consumi ha continuato a beneficiare della crescita delle retribuzioni e della tenuta dei livelli occupazionali (cfr. il paragrafo 2.5). Il reddito disponibile in termini reali ha mostrato una lieve flessione congiunturale, frenato dalla componente dei redditi diversi da quelli da lavoro dipendente. Il ristagno del reddito disponibile nominale nel quarto trimestre, associato all'andamento positivo dei consumi, ha determinato la diminuzione della propensione al risparmio, che è rimasta comunque su livelli leggermente superiori a quelli precedenti la pandemia (fig. 15).

I dati dettagliati sulla spesa mostrano nel complesso del 2024 una nuova diminuzione dei consumi in volume di beni alimentari e bevande – che risentono dei passati incrementi dei prezzi – e di quelli in vestiario e calzature. È rimasta per contro vivace l'espansione della spesa in trasporti e quella in alberghi e ristoranti, ancora sostenuta dal recupero delle attività turistiche e ricreative; si è consolidata la crescita dei consumi di informazione e comunicazione. Nonostante la parziale ripresa nella seconda metà dell'anno, nel 2024 è diminuita la spesa per servizi sanitari, che si è riportata su livelli compatibili con la tendenza di lungo periodo. I consumi connessi con l'abitazione, incluse le utenze, hanno recuperato in termini reali la flessione del 2023.

... e la crescita è proseguita nel primo trimestre

Secondo nostre stime, i consumi delle famiglie hanno continuato a crescere ancora

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.

³ Con la diffusione dei conti trimestrali per il quarto trimestre del 2024, coerenti con la contabilità annuale, il profilo temporale della spesa delle famiglie è stato significativamente rivisto per l'ultimo quadriennio. Rispetto alla diffusione precedente, la revisione dei coefficienti di stagionalità ha implicato che i consumi (in particolare di servizi alberghieri e di ristorazione) risultino adesso meno elevati nei due trimestri centrali dell'anno e maggiori nel primo e nel quarto; la spesa è nel complesso lievemente minore e meno volatile nel corso dell'anno, più in linea con le informazioni sulla fiducia e sui redditi.

moderatamente nei primi mesi dell'anno, sebbene gli indicatori a più alta frequenza forniscano informazioni parzialmente divergenti fra le tipologie di spesa. Le immatricolazioni di automobili, al netto della stagionalità, sono aumentate nel primo trimestre del 2025 recuperando in parte i forti cali dell'anno precedente. Nel bimestre gennaio-febbraio l'indicatore di Confcommercio si è mantenuto in linea con il trimestre precedente, riflettendo la stabilità degli acquisti sia di beni sia di servizi. Per contro, i prelievi e i pagamenti elettronici, valutati in termini reali, si sono indeboliti rispetto ai tre mesi precedenti e le vendite al dettaglio hanno ristagnato.

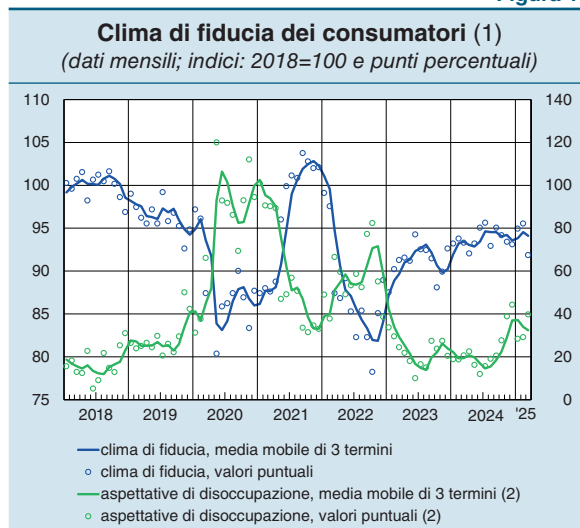
Nell'*Indagine congiunturale sulle famiglie*, condotta dalla Banca d'Italia tra febbraio e marzo, le famiglie giudicavano migliorate le proprie condizioni economiche rispetto a settembre. In particolare, la quota dei nuclei che si attendeva un incremento della spesa nel corso del 2025 è aumentata, anche per le famiglie meno abbienti. Nelle inchieste dell'Istat la fiducia dei consumatori è migliorata nel primo trimestre, avvicinandosi ai livelli medi di lungo periodo, grazie a giudizi più favorevoli sulle condizioni economiche familiari (fig. 16); le valutazioni sull'opportunità attuale di risparmio sono rimaste nel complesso stabili. La media trimestrale è il risultato di un netto rialzo della fiducia in gennaio e febbraio seguito da un brusco peggioramento in marzo, plausibilmente connesso con il susseguirsi di notizie che alimentano l'incertezza sull'evoluzione dell'economia. In questo mese si sono in particolare deteriorate le attese sulla disoccupazione e sulle possibilità future di risparmio; sono inoltre emerse più frequenti valutazioni di dilazione nell'acquisto di beni durevoli.

Si consolidano i segnali di ripresa del mercato immobiliare

Nel quarto trimestre del 2024 i prezzi delle abitazioni hanno accelerato sui dodici mesi (4,5 per cento, da 3,9), sia nel segmento delle nuove costruzioni sia in quello degli immobili esistenti (fig. 17). La variazione tendenziale dei prezzi si è estesa a tutte le aree del paese e alle maggiori città. Il volume delle compravendite è ulteriormente aumentato, riportandosi sui livelli di metà 2022.

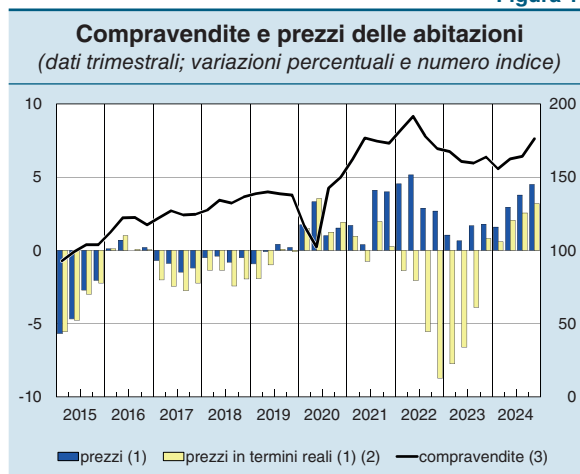
Secondo nostre elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, a inizio anno la domanda di abitazioni ha mostrato una crescita robusta. Le prospettive sulle condizioni del mercato sono migliorate anche nei giudizi degli agenti immobiliari intervistati tra gennaio e febbraio nell'ambito del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*; si sono inoltre

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

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.

attenuate ancora le difficoltà di acquisto mediante mutuo (cfr. il paragrafo 2.7). Alle pressioni al rialzo sui prezzi ha contribuito in special modo un rafforzamento della domanda, con un incremento dei potenziali acquirenti e tempi di vendita molto contenuti. Nel primo trimestre è rimasta relativamente sostenuta la crescita dei canoni di affitto, che secondo gli agenti si prolungherebbe nell'anno in corso.

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

Nel quarto trimestre dello scorso anno le esportazioni in volume si sono lievemente ridotte, in un contesto di rallentamento del commercio mondiale; anche le importazioni si sono contratte. Secondo dati preliminari, le esportazioni di beni sarebbero aumentate nei primi due mesi del 2025; in prospettiva tuttavia potrebbero risentire significativamente dell'effetto dei dazi introdotti dall'amministrazione statunitense. Nel quarto trimestre l'avanzo di conto corrente è aumentato, trainato dal miglioramento del saldo mercantile. Gli investitori esteri hanno proseguito gli acquisti di titoli italiani, soprattutto pubblici. La posizione creditoria netta sull'estero si è ampliata.

Le esportazioni si sono lievemente ridotte anche nel quarto trimestre...

In un quadro di rallentamento del commercio mondiale (cfr. il paragrafo 1.1), nel quarto trimestre del 2024 è proseguita la

flessione delle esportazioni in volume, in atto dall'inizio dell'anno (tav. 4): la diminuzione della componente dei beni ha risentito del forte calo delle vendite sui mercati interni all'area, mentre hanno registrato una ripresa quelle sui mercati esterni all'area, soprattutto verso Stati Uniti, Turchia e Regno Unito. Tra i settori, la riduzione delle vendite è risultata particolarmente marcata in quello dei mezzi di trasporto. La flessione complessiva è stata in parte compensata dalla crescita delle esportazioni di servizi.

Nello stesso periodo anche le importazioni in volume si sono ridotte, soprattutto a causa della contrazione degli acquisti di servizi.

... ma quelle di beni sarebbero cresciute nei primi due mesi del 2025

In base a nostre valutazioni su dati di commercio estero, le esportazioni di beni in volume, al netto della stagionalità, sarebbero aumentate in

Tavola 4

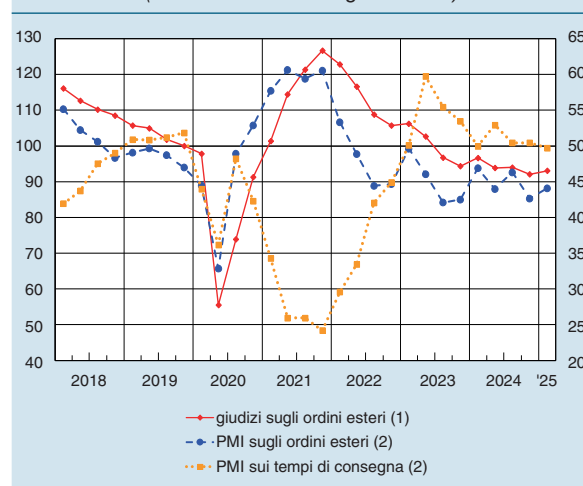
Esportazioni e importazioni in volume (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2024		2024			
			1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Esportazioni	0,4	-0,1	-1,7	-0,3	-0,2	
Beni	-0,3	-0,3	-2,0	-0,4	-0,5	
in paesi dell'area dell'euro	-1,7	-1,0	-1,0	..	-3,4	
in paesi esterni all'area (2)	0,7	0,3	-2,8	-0,6	1,8	
Servizi	3,3	0,3	-0,4	-0,2	1,0	
Importazioni	-0,7	-0,1	0,2	1,2	-0,4	
Beni	-1,1	-0,5	0,4	1,1	0,1	
da paesi dell'area dell'euro	2,6	5,1	-2,1	2,4	-1,4	
da paesi esterni all'area (2)	-4,9	-6,2	3,2	-0,2	1,9	
Servizi	0,7	1,3	-0,6	1,2	-2,4	

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 18

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



Fonte: Istat e Standard & Poor's.

(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.

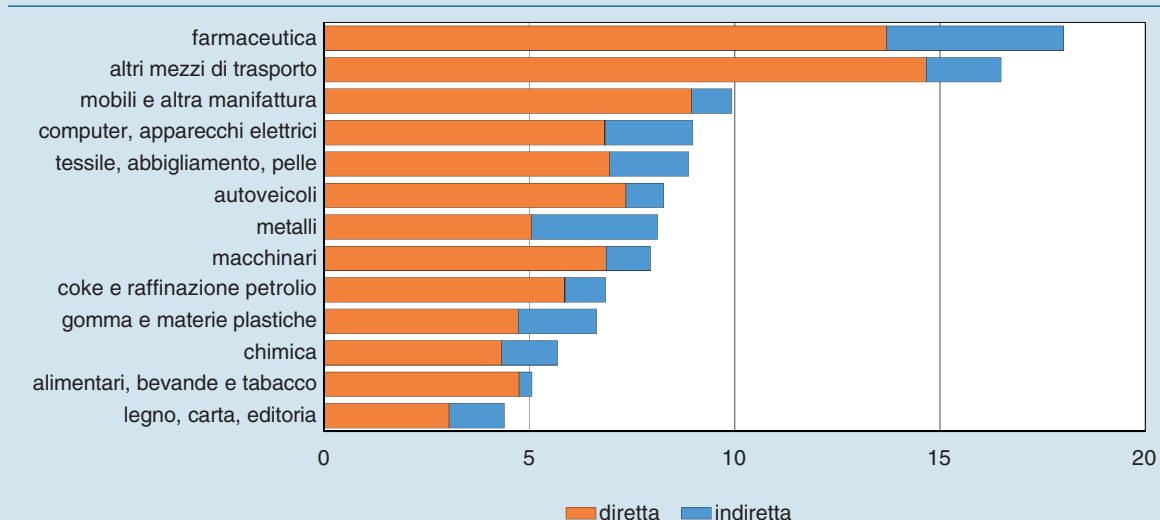
gennaio rispetto alla media del trimestre precedente. L'espansione nei mercati esterni alla UE sarebbe proseguita anche a febbraio, soprattutto in Svizzera e negli Stati Uniti – dove potrebbe aver inciso un effetto di anticipazione degli acquisti in risposta ai dazi annunciati – e, in misura minore, nel Regno Unito. Nella media dei primi tre mesi del 2025 l'indicatore degli ordini esteri, desunto dall'indagine dell'Istat presso le imprese manifatturiere, e il corrispondente indice PMI delineavano ancora un quadro di domanda estera debole, con tempi di consegna stabili (fig. 18). Sulle prospettive delle esportazioni potranno pesare in misura rilevante le conseguenze dell'aumento dei dazi (cfr. il riquadro: *L'esposizione delle esportazioni italiane ai dazi statunitensi*).

L'ESPOSIZIONE DELLE ESPORTAZIONI ITALIANE AI DAZI STATUNITENSIS

Gli Stati Uniti rappresentano uno dei principali mercati di sbocco per le esportazioni di beni delle imprese italiane, con un valore complessivo di 60 miliardi di euro nel 2024 (pari al 10,4 per cento del totale). Tuttavia, dato il ruolo pervasivo delle catene produttive globali nel commercio internazionale, si rende necessario considerare non solo l'esposizione diretta, connessa con le vendite delle imprese italiane a controparti statunitensi, ma anche quella indiretta, che tiene conto del fatto che i prodotti che gli altri paesi esportano verso gli Stati Uniti possono utilizzare come input beni intermedi prodotti nel nostro paese. Inoltre, è importante identificare il valore aggiunto creato in Italia, al netto di quello dei beni intermedi importati. Le tavole input-output globali consentono di isolare il valore aggiunto domestico delle esportazioni italiane destinate, direttamente o indirettamente, al mercato statunitense. In base alle nostre analisi, l'8,1 per cento del valore aggiunto della manifattura italiana – circa l'1,2 per cento del PIL – giunge negli Stati Uniti (il 6,4 per cento per via diretta). I comparti più esposti sono quello della farmaceutica e quello degli altri mezzi di trasporto (che includono la cantieristica e l'industria aerospaziale; figura A). La componente indiretta ha generalmente un peso limitato, tranne che nella farmaceutica.

Figura A

Esposizione diretta e indiretta dei settori manifatturieri alla domanda finale degli Stati Uniti (1) (quote percentuali rispetto al valore aggiunto)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Asian Development Bank.
(1) Dati relativi al 2023.

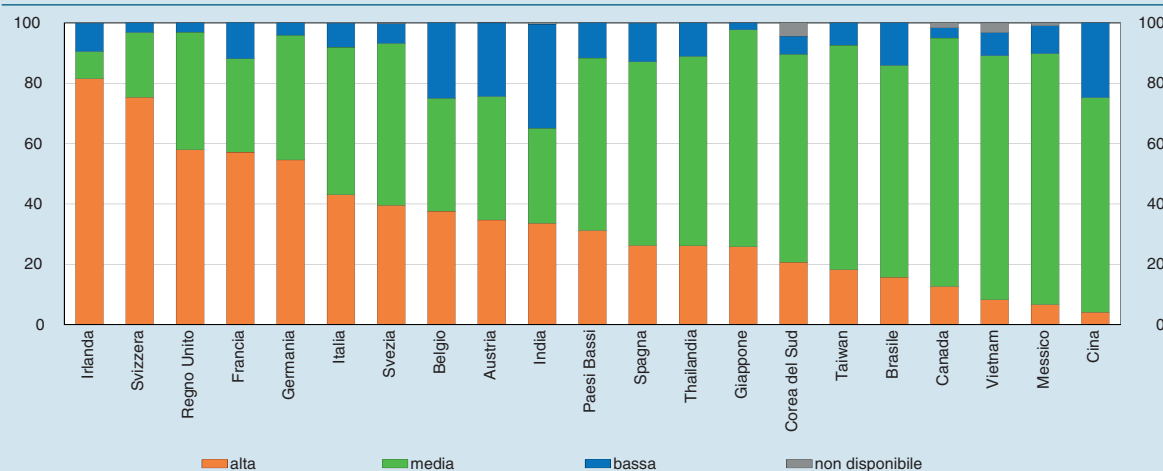
Nonostante la significativa esposizione del nostro sistema produttivo al mercato statunitense, alcuni aspetti strutturali possono attenuare nel breve periodo l'impatto diretto dei dazi. Innanzitutto, anche se gli Stati Uniti costituiscono un mercato diretto di destinazione per quasi un terzo delle aziende esportatrici italiane¹, poco più della metà delle vendite verso questo paese è realizzata da imprese di grande dimensione (con almeno 250 addetti), caratterizzate da una più alta diversificazione produttiva (cfr. il riquadro: *Incertezza sulle politiche commerciali ed esposizione delle imprese italiane al mercato statunitense*, in *Bollettino economico*, 1, 2025).

Inoltre l'impatto diretto dei dazi sulle vendite delle imprese italiane dipenderà principalmente da due fattori: (a) la misura in cui consumatori e imprese statunitensi sostituiranno beni finali e intermedi italiani con prodotti domestici o di altri paesi; (b) la capacità delle imprese italiane di contenere l'aumento dei prezzi dei beni venduti mediante una riduzione dei margini di profitto.

Riguardo al primo fattore, la natura multilaterale dei dazi imposti dall'amministrazione degli Stati Uniti limita sensibilmente le possibilità di sostituzione dei prodotti italiani con quelli di paesi nostri concorrenti, in quanto questi ultimi sono in larga parte soggetti a dazi uguali o superiori. Si stima inoltre che le esportazioni di beni verso gli Stati Uniti siano costituite da prodotti di qualità alta per il 43 per cento e media per il 49 per cento (figura B)². Nel confronto con i principali paesi della UE, la composizione per qualità delle esportazioni italiane è lievemente inferiore solo a quella di Francia e Germania; altri paesi dell'OCSE, come Giappone, Corea del Sud e Messico, e alcune economie emergenti come Cina e Vietnam presentano invece una maggiore incidenza di prodotti di fascia media

Figura B

Qualità delle esportazioni verso gli Stati Uniti per paese di origine (1)
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati della Base pour l'analyse du commerce international (BACI) del Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII). (1) Dati relativi al 2023.

¹ Secondo i dati relativi al 2023 dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli, le imprese italiane che esportano negli Stati Uniti sono 34.000 (dato relativo alle sole persone giuridiche). Le ulteriori statistiche che si riportano fanno riferimento al sottoinsieme delle società di capitale comprese negli archivi Cerved, escluse quelle classificate come immobiliari o finanziarie e quelle con attivo o ricavi nulli. Tale campione comprende l'80 per cento delle imprese esportatrici negli Stati Uniti, che rappresentano il 93 per cento del valore delle esportazioni.

² Sulla base della letteratura economica, le stime di qualità sono effettuate in base alla distribuzione dei valori unitari per prodotto-paese. Un prodotto esportato viene considerato: (a) di qualità alta se ha un valore unitario superiore di almeno il 20 per cento rispetto a quello medio dei concorrenti sullo stesso mercato; (b) di qualità bassa se il valore unitario è inferiore di almeno il 20 per cento rispetto alla media; (c) di qualità media nei rimanenti casi.

e bassa. L'elevata qualità delle esportazioni italiane – verosimilmente orientate verso acquirenti ad alto reddito e imprese leader nei loro rispettivi settori – ne rende la domanda meno reattiva al prezzo.

Con riferimento al secondo fattore, le imprese italiane potrebbero limitare il potenziale calo della domanda statunitense assorbendo parte dell'aumento dei prezzi causato dai dazi attraverso una riduzione dei propri margini di profitto. Per le imprese manifatturiere italiane che esportano negli Stati Uniti l'incidenza delle vendite su questo mercato è in media pari al 5,5 per cento del fatturato totale, mentre il margine operativo lordo è in media pari al 10 per cento del fatturato³. Anche considerando l'intera distribuzione dei margini di tali imprese, si osserva che essi sono relativamente elevati: per tre quarti delle aziende sono superiori al 5 per cento. Secondo nostre simulazioni, la flessione delle vendite sul mercato statunitense che deriverebbe da un rialzo dei prezzi coerente con i dazi⁴, comporterebbe in media un calo del fatturato totale di circa un punto percentuale⁵. Il margine operativo lordo, valutato in rapporto ai ricavi, si ridurrebbe al massimo di mezzo punto percentuale per tre quarti delle imprese. Il numero di aziende che passerebbe da margini positivi a negativi è esiguo e la quota di esportatori con perdite elevate aumenterebbe di 4 punti percentuali⁶. Il deterioramento riguarderebbe prevalentemente quelli di piccola dimensione.

Nel complesso, l'esposizione degli esportatori italiani al mercato statunitense è significativa, ma la composizione settoriale, il posizionamento qualitativo e la buona profittabilità delle imprese potrebbero attenuare le ricadute dirette più sfavorevoli dell'inasprimento dei dazi, almeno nel breve periodo. Tuttavia alcune imprese con una maggiore dipendenza dal mercato statunitense e con margini di profitto più ridotti potrebbero subire effetti rilevanti. Conseguenze più gravi potrebbero emergere in caso di forti ricadute dell'inasprimento delle restrizioni commerciali sulla domanda globale e sui mercati finanziari.

³ 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, a cui va aggiunta la variazione delle scorte di materie prime.

⁴ Le stime presentate in questo riquadro sono coerenti con i dazi prefigurati al 2 aprile. Se si tenesse conto della parziale e temporanea riduzione dei dazi decisa il 9 aprile dall'amministrazione statunitense, i risultati dell'esercizio sarebbero più contenuti.

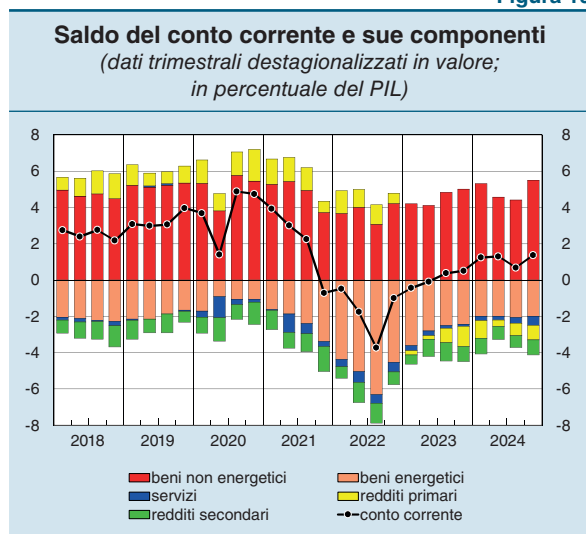
⁵ Ipotizzando un'elasticità di prezzo a un anno in linea con le stime storiche per l'aggregato delle esportazioni italiane (pari a -0,75), i dazi al 20 per cento (al 25 per autoveicoli e acciaio), se interamente traslati sui prezzi finali, indurrebbero una riduzione delle vendite verso gli Stati Uniti del 15 per cento (del 19 per autoveicoli e acciaio). Applicando queste variazioni alle esportazioni sul mercato statunitense delle singole imprese, si ottiene per ognuna di esse una stima dell'impatto su ricavi e margini. La simulazione considera solo l'effetto diretto dei dazi sul valore della produzione e sugli acquisti di materie prime; non tiene conto di possibili aggiustamenti sul costo del lavoro per isolarne l'impatto prima di eventuali 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 Si definiscono elevate le perdite inferiori al quinto percentile dell'attuale distribuzione dei margini di profitto delle imprese esportatrici verso gli Stati Uniti (circa il -8 per cento). Qualora si considerasse una più forte elasticità delle esportazioni (-1,5 anziché -0,75), l'aumento della percentuale di imprese con perdite severe sarebbe solo lievemente più intenso (pari a 4,3 punti percentuali), in quanto le aziende più colpite avevano già dei margini negativi.

Il surplus di conto corrente si è ampliato

Nel quarto trimestre dello scorso anno il saldo di conto corrente, al netto della stagionalità, ha registrato un avanzo di 7,6 miliardi di euro (1,4 per cento del PIL trimestrale, da 0,7 nel trimestre precedente; fig. 19 e tav. 5). Il miglioramento del saldo mercantile ha più che compensato l'aumento del disavanzo nei servizi e nei redditi. Nel complesso del 2024 il surplus di conto corrente ha raggiunto l'1,1 per cento del prodotto, dopo il sostanziale pareggio dell'anno precedente. Il ritorno a un saldo positivo si inserisce in un quadro di progressivo riassorbimento degli effetti dello shock energetico, che nel 2022 aveva causato un marcato peggioramento del conto corrente (-1,7 per cento del PIL) e interrotto una lunga fase di surplus iniziata nel 2013.

Figura 19



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

Tavola 5

Bilancia dei pagamenti
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2024				
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Conto corrente	24,8	0,3	6,2	8,3	9,9
corretto per la stagionalità e per i giorni lavorativi	25,2	6,7	7,1	3,7	7,6
per memoria: in % del PIL (1)	1,1	1,2	1,3	0,7	1,4
Conto capitale	-0,6	-0,5	-1,0	0,3	0,6
Conto finanziario	51,0	2,2	-0,1	28,5	20,4
Investimenti diretti	11,4	5,4	-1,0	1,8	5,1
Investimenti di portafoglio	-73,7	-25,6	-32,6	2,8	-18,3
Derivati	3,5	1,3	0,2	1,4	0,5
Altri investimenti (2)	107,7	20,8	31,7	22,5	32,7
Variazione riserve ufficiali	2,1	0,2	1,5	..	0,3
Errori e omissioni	26,8	2,4	-5,3	19,9	9,8

(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.

Il saldo del conto finanziario ha segnato nel quarto trimestre un incremento delle attività nette sull'estero per 20,4 miliardi (tav. 5).

Gli investitori esteri hanno continuato ad acquistare titoli italiani, in prevalenza pubblici

Nello stesso periodo il saldo degli investimenti di portafoglio è tornato negativo, riflettendo il rallentamento degli investimenti dei residenti in titoli esteri,

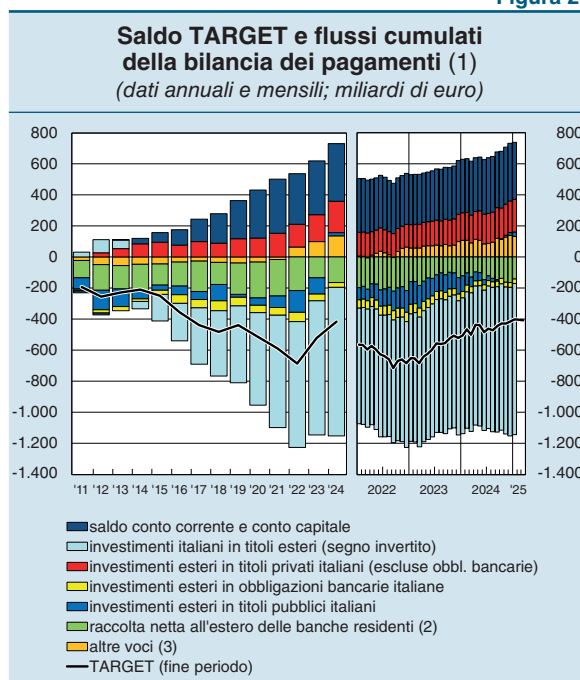
nonché l'intensificarsi degli acquisti esteri di titoli italiani. Tali acquisti si sono concentrati per circa tre quarti sulle obbligazioni del settore pubblico (30,1 miliardi di euro), nonostante le emissioni nette della Pubblica amministrazione nel trimestre siano state relativamente contenute (8,7 miliardi).

È proseguita la riduzione del saldo debitorio su TARGET

Nel quarto trimestre la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema TARGET si è ridotta di

30,5 miliardi di euro, collocandosi a 415,9 miliardi alla fine di dicembre (fig. 20). Questa dinamica ha riflesso principalmente gli afflussi di capitale legati agli investimenti esteri in titoli italiani e, in misura minore, l'avanzo della sesta rata del PNRR nel mese di dicembre. All'inizio del 2025 il saldo debitorio è ulteriormente diminuito, portandosi a 408,5 miliardi alla fine di marzo.

Figura 20



(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti). – (3) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

La posizione creditoria netta sull'estero si è ulteriormente ampliata

In chiusura del 2024 la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 334,9 miliardi di euro, pari al 15,3 per cento del PIL; l'incremento rispetto alla fine di settembre, di 58,4 miliardi, è attribuibile in larga parte ad aggiustamenti di valutazione positivi, soprattutto sul lato delle attività, e più limitatamente all'avanzo di conto corrente e conto capitale.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

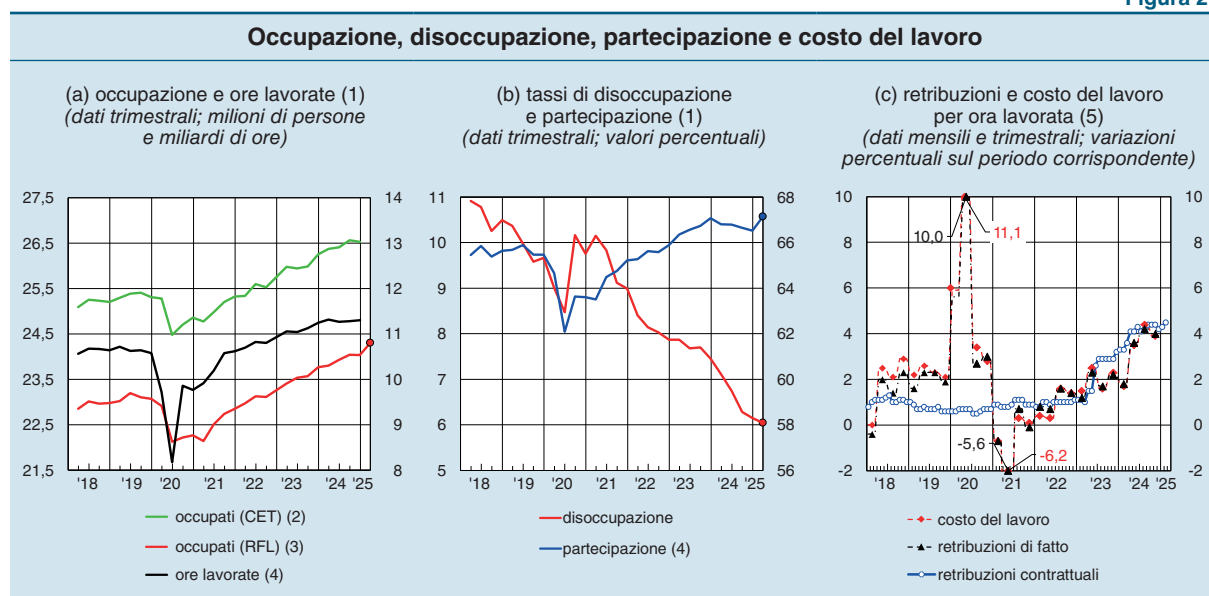
Nel quarto trimestre del 2024 l'occupazione ha ristagnato, frenata in particolare dalla flessione nei servizi. Il ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG) è ancora cresciuto, in particolare nella manifattura. Il tasso di partecipazione è diminuito, soprattutto tra i giovani, contribuendo alla diminuzione di quello di disoccupazione. La dinamica salariale è rimasta sostenuta. Nel primo bimestre del 2025 si è registrata una ripresa sia dell'occupazione, sia della partecipazione.

L'occupazione è rimasta stabile nel quarto trimestre...

Secondo i dati dei *Conti economici trimestrali*, nel quarto trimestre del 2024 l'occupazione ha ristagnato (-0,1 per cento; fig. 21.a). Il numero degli occupati si è ridotto nel terziario (-0,4 per cento) ed è rimasto stabile nell'industria in senso stretto. Nelle costruzioni si è invece osservato un aumento sia del numero di addetti, sia, dopo tre trimestri di flessione, delle ore per lavoratore; ciò ha determinato un incremento delle ore lavorate nel complesso dell'economia.

È ancora cresciuto, in termini tendenziali, il ricorso agli strumenti di integrazione salariale, come già si era osservato nei trimestri precedenti: la perdurante debolezza del settore manifatturiero ha contribuito all'espansione delle ore autorizzate di CIG, quasi raddoppiate rispetto al corrispondente periodo del 2019.

Figura 21



Fonte: per l'occupazione, le ore lavorate, le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro, Istat, *Conti economici trimestrali* (CET); per l'occupazione, il tasso di partecipazione e quello di disoccupazione, Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL); per le retribuzioni contrattuali, Istat, *Retribuzioni contrattuali per tipo di contratto*.

(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 1° trimestre 2025 indicano la media del bimestre gennaio-febbraio. – (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.

Il tasso di attività è lievemente sceso (-0,1 punti percentuali; fig. 21.b), per effetto della diminuzione della partecipazione nelle coorti più giovani, in atto dall'inizio dell'anno scorso, a fronte dell'aumento nelle fasce di età superiori a 50 anni, sulle quali continuano a incidere gli effetti delle passate riforme pensionistiche. Il tasso di disoccupazione è sceso di un decimo, al 6,2 per cento; il calo è stato più significativo tra i giovani (principalmente a causa della riduzione della partecipazione) e tra gli ultracinquantenni (riflettendo invece la crescita marcata del tasso di occupazione).

... ma è risalita all'inizio dell'anno

Secondo i dati provvisori della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, il numero di occupati è salito nella media dei primi due mesi dell'anno (0,9 per cento rispetto ai due mesi precedenti), sia nella componente alle dipendenze – anche in quella a termine – sia tra gli autonomi. Il tasso di attività è aumentato, non solo nelle classi di età più anziane ma anche tra gli occupati fino a 35 anni. Il tasso di disoccupazione è diminuito di poco (al 6,0 per cento nel primo bimestre).

La dinamica delle retribuzioni contrattuali si è mantenuta robusta...

Nel quarto trimestre la crescita delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo è rimasta sostenuta (al 4,3 per cento su base annua; fig. 21.c), specialmente per effetto degli incrementi già erogati nella prima parte dell'anno nella manifattura, nel commercio e nel credito. Anche la crescita delle retribuzioni orarie di fatto, che includono le componenti aggiuntive ai minimi contrattuali, è rimasta elevata, pur attenuandosi di poco (al 4,0 per cento dal 4,2). L'andamento positivo della produttività, in particolare nei servizi privati, ha contribuito al rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto (cfr. il paragrafo 2.6).

... e ha continuato a essere sostenuta anche all'inizio del 2025

La crescita delle retribuzioni contrattuali si è confermata robusta nei primi due mesi del 2025. Sulla base dei contratti in vigore, la dinamica resterebbe sostenuta in tutto il primo trimestre, per attenuarsi successivamente (cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva*). La quota di lavoratori del settore privato in attesa di rinnovo è ancora elevata (36,8 per cento nella media del primo bimestre), a causa soprattutto del ritardo nelle trattative nel settore della metalmeccanica, il cui contratto, scaduto a giugno scorso, interessa oltre un quinto degli addetti.

L'IMPATTO DEI RECENTI AUMENTI CONTRATTUALI SULLA DINAMICA RETRIBUTIVA

Nel corso del 2024 la dinamica salariale nell'area dell'euro è stata nel complesso sostenuta, seppure in un quadro di forte eterogeneità fra i principali paesi: le retribuzioni contrattuali hanno rallentato in Francia e in Spagna, mentre hanno accelerato marcatamente in Germania¹.

In Italia la crescita delle retribuzioni contrattuali del settore privato non agricolo è stata del 4,0 per cento nel 2024, in forte aumento rispetto all'anno precedente. Vi ha contribuito il rinnovo di contratti che hanno interessato oltre 5 milioni di occupati, tra cui alcuni del settore dei servizi scaduti da più di due anni. La dinamica salariale è stata inoltre sospinta dai pagamenti previsti dai contratti già vigenti e dai meccanismi di adeguamento automatico in alcuni comparti del settore manifatturiero². Nonostante gli incrementi dello scorso anno, nel febbraio 2025 le retribuzioni contrattuali in termini

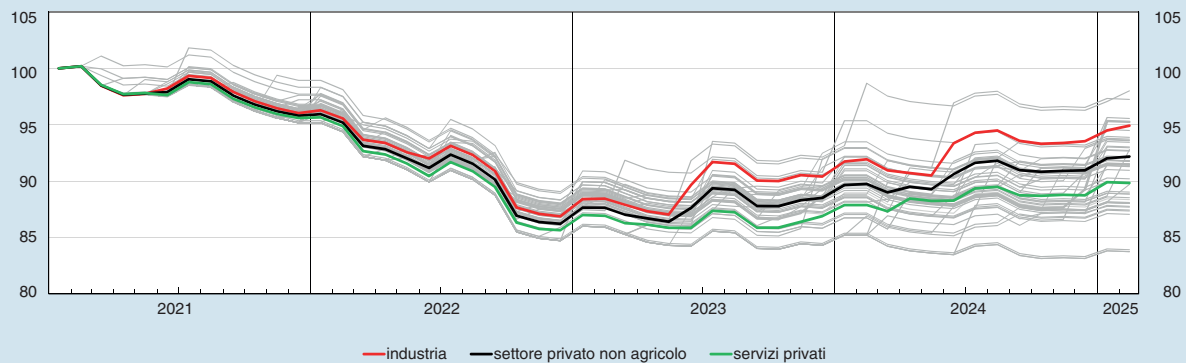
¹ In Germania, nella prima parte dello scorso anno, sono stati firmati alcuni importanti rinnovi (chimica, edilizia, commercio al dettaglio, all'ingrosso e internazionale) con incrementi salariali nominali superiori alla media; tuttavia si tratta di contratti scaduti da diversi anni, che hanno solo parzialmente recuperato la perdita di potere d'acquisto dovuta all'elevata inflazione registrata dalla metà del 2021.

² Alcuni contratti del settore, in particolare quello della metalmeccanica, prevedono un sistema di verifica annuale del differenziale inflativo tra l'IPCA al netto dei beni energetici importati (IPCA-NEI) realizzato nell'anno precedente e la dinamica retributiva prevista al momento del rinnovo. Il CCNL dell'industria del legno e dell'arredamento effettua la verifica del differenziale inflativo a inizio anno, sulla base dell'IPCA generale.

reali del settore privato non agricolo rimanevano ancora inferiori dell'8 per cento circa rispetto ai livelli del 2021. La perdita di potere di acquisto delle retribuzioni è stata particolarmente marcata nei servizi (-10,2 per cento), più contenuta nell'industria (-5,1 per cento; figura A).

Figura A

Salari reali medi contrattuali nei diversi settori (1)
(numero indice: gennaio 2021=100)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Istat e sulle informazioni raccolte nell'archivio dei contratti collettivi nazionali di lavoro (CCNL) del settore privato non agricolo gestito dalla Banca d'Italia, che comprende quasi 10 milioni di dipendenti tra operai e impiegati (con l'esclusione dei dirigenti).
(1) Ogni linea grigia rappresenta un diverso CCNL. I dati sono deflazionati con la serie dell'IPCA.

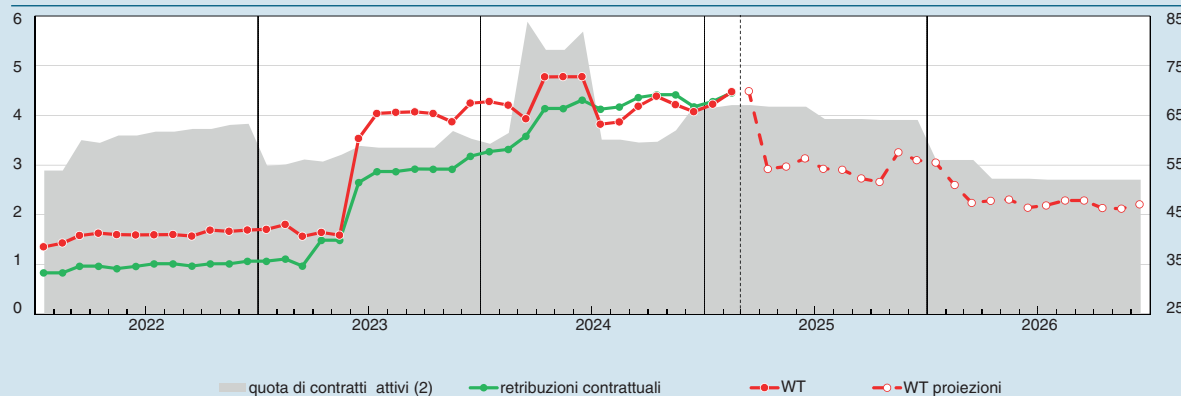
Nei prossimi trimestri l'andamento delle retribuzioni sarà determinato dagli incrementi previsti sia dagli accordi già firmati e ancora attivi, sia da quelli che saranno oggetto di rinnovo. Il *wage tracker* (WT) per l'Italia, indicatore che misura la crescita delle retribuzioni sulla base dei soli contratti collettivi in vigore escludendo quelli scaduti³, si è collocato al 4,3 per cento nella media del 2024. In linea con le valutazioni precedenti (cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva*, *Bollettino economico*, 4, 2024) le pressioni salariali sono rimaste elevate nei primi mesi dell'anno in corso, per effetto anche dei rinnovi più recenti. In particolare, quelli della logistica e delle costruzioni, siglati tra dicembre e gennaio, hanno definito aumenti a regime superiori all'inflazione prevista dall'Istat⁴. La dinamica salariale rallenterà tuttavia a partire dal secondo trimestre, principalmente per via dell'attenuarsi della crescita nel settore del commercio, il cui contratto prevede l'erogazione di tranches di importo inferiore rispetto all'anno passato. In media d'anno, nel 2025 il WT si porterà al 3,3 per cento e si ridurrà ulteriormente al 2,3 nel 2026 (figura B).

Il contenuto informativo del WT dipende però dalla quota di contratti attivi in ogni momento nel tempo e si riduce a mano a mano che gli accordi giungono a scadenza. Nel corso dell'anno la dinamica delle retribuzioni a livello aggregato risentirà in misura crescente dei contratti che verranno rinnovati. Di particolare rilievo è il CCNL della metalmeccanica, scaduto nel giugno 2024, che interessa oltre 2 milioni di lavoratori e per il quale le trattative tra le parti sono in stallo. Il modello attualmente adottato nel comparto prevede aumenti retributivi ancorati alle previsioni di inflazione dell'Istat, che si collocano su valori contenuti.

³ L'indice delle retribuzioni contrattuali prodotto dall'Istat nell'indagine *Contratti collettivi e retribuzioni contrattuali* (linea verde della figura B) include anche i contratti scaduti: il suo campione si basa sui 75 CCNL più rappresentativi all'interno di ogni settore di attività considerato, compresi quelli del comparto agricolo e del pubblico impiego, che coprono oltre 13 milioni di dipendenti tra operai e impiegati (con l'esclusione dei dirigenti).

⁴ L'Accordo interconfederale del 2009 e il Patto della fabbrica del 2018 prevedono che gli incrementi negoziati siano ancorati alle previsioni dell'IPCA-NEI pubblicate annualmente dall'Istat. Le ultime, rilasciate lo scorso giugno, collocavano l'IPCA-NEI all'1,9 per cento nel 2024 e al 2 nel triennio 2025-27.

Crescita tendenziale dei contratti vigenti su base annua: settore privato non agricolo (1)
(punti percentuali)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Istat e sulle informazioni raccolte nell'archivio dei CCNL del settore privato non agricolo gestito dalla Banca d'Italia.
(1) La linea nera verticale tratteggiata corrisponde all'ultimo aggiornamento disponibile per la serie dell'indice delle retribuzioni contrattuali dell'Istat (febbraio 2025). In ogni punto del tempo il WT rappresenta la crescita salariale prevista dai CCNL in vigore in quel momento. – (2) Scala di destra.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nel primo trimestre del 2025 l'inflazione è rimasta su livelli contenuti, seppure in aumento rispetto al periodo precedente. Vi ha inciso il rialzo dei prezzi dell'energia, connesso con gli incrementi delle quotazioni del petrolio e del gas naturale registrati fino a febbraio. La dinamica dei prezzi è scesa nei servizi, mantenendosi tuttavia più elevata dell'inflazione complessiva. Famiglie e imprese consolidano le loro aspettative di una crescita moderata dei prezzi.

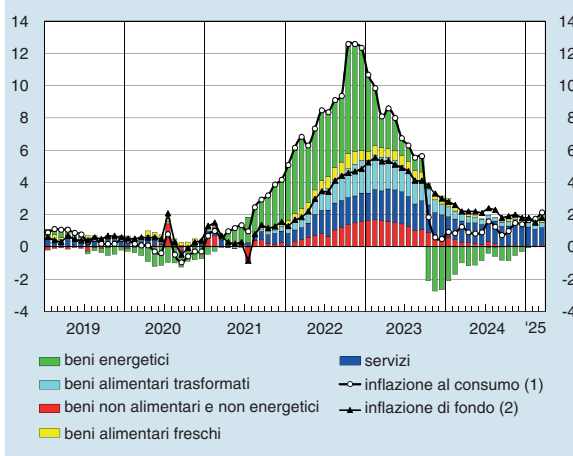
L'inflazione al consumo è rimasta contenuta

In marzo l'inflazione armonizzata al consumo è aumentata rispetto al mese precedente, portandosi al 2,1 per cento sui dodici mesi (fig. 22 e tav. 6). La dinamica dei prezzi dei beni energetici, tornata positiva in febbraio per la prima volta dall'autunno del 2023, è salita ulteriormente per effetto dei rincari di elettricità e gas. Anche l'inflazione dei beni alimentari è cresciuta, riflettendo l'accelerazione dei prezzi sia dei prodotti alimentari trasformati sia di quelli freschi, sospinti tra l'altro dalle quotazioni delle materie prime a essi associate. La componente di fondo (al netto dei beni energetici e alimentari) è aumentata (1,8 per cento, da 1,5), principalmente a causa dei rincari dei beni industriali non energetici, ascrivibili all'abbigliamento al termine della stagione dei saldi invernali. L'accelerazione dei prezzi dei servizi è stata solo marginale (al 2,7 per cento, dal 2,6), guidata dalle componenti relative al turismo; nel complesso del primo trimestre l'inflazione dei servizi si è significativamente ridotta nel confronto con il periodo precedente.

La dinamica dei prezzi dei beni energetici, tornata positiva in febbraio per la prima volta dall'autunno del 2023, è salita ulteriormente per effetto dei rincari di elettricità e gas. Anche l'inflazione dei beni alimentari è cresciuta, riflettendo l'accelerazione dei prezzi sia dei prodotti alimentari trasformati sia di quelli freschi, sospinti tra l'altro dalle quotazioni delle materie prime a essi associate. La componente di fondo (al netto dei beni energetici e alimentari) è aumentata (1,8 per cento, da 1,5), principalmente a causa dei rincari dei beni industriali non energetici, ascrivibili all'abbigliamento al termine della stagione dei saldi invernali. L'accelerazione dei prezzi dei servizi è stata solo marginale (al 2,7 per cento, dal 2,6), guidata dalle componenti relative al turismo; nel complesso del primo trimestre l'inflazione dei servizi si è significativamente ridotta nel confronto con il periodo precedente.

Figura 22

Inflazione al consumo, contributi delle sue componenti e inflazione di fondo
(dati mensili; variazioni percentuali e punti percentuali)



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.

Indicatori di inflazione in Italia
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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 – gen.	0,9	5,4	-20,7	2,8	0,8	-14,0
feb.	0,8	3,7	-17,4	2,6	0,8	-14,2
mar.	1,2	2,7	-10,9	2,2	1,2	-12,7
apr.	0,9	2,7	-12,2	2,2	0,8	-8,0
mag.	0,8	2,1	-11,7	2,2	0,8	-4,9
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)	(3,3)	(1,8)	(2,0)

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.

Dopo un aumento di circa il 20 per cento nei primi tre mesi dell'anno rispetto all'ultimo trimestre del 2024, l'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) ha annunciato per il secondo trimestre una riduzione di circa il 2 per cento delle tariffe elettriche sul mercato regolamentato per gli utenti vulnerabili. Tale diminuzione è riconducibile al recente andamento dei prezzi del gas naturale (cfr. il riquadro: *L'andamento recente dei prezzi del gas naturale in Europa* del capitolo 1).

Sulla dinamica dei prezzi nei prossimi mesi potrà incidere inoltre il DL 19/2025 (decreto “bollette”; cfr. il paragrafo 2.8), che prevede interventi per alleviare la spesa energetica di famiglie a basso reddito e imprese, a fronte dei rincari di elettricità e gas osservati dalla seconda metà dello scorso anno. Sulla base di nostre valutazioni, tale provvedimento comporterebbe una riduzione della crescita dei prezzi del gas e dell'elettricità compresa tra i 2 e i 3 punti percentuali sulla media dell'anno.

Le pressioni inflazionistiche all'origine sono aumentate

In febbraio l'inflazione alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno è ulteriormente salita (8,5 per cento sui dodici mesi, da 6,0 in gennaio), riflettendo il forte rialzo dei prezzi dei beni energetici (22,5 per cento, da 15,2). I settori più coinvolti dai rincari sono l'attività estrattiva e la fornitura di energia elettrica e gas. Pressioni più contenute hanno interessato i beni intermedi.

Nei mesi invernali i PMI hanno segnalato un incremento dei costi dei beni intermedi nella manifattura e dei costi degli input nei servizi; dalle inchieste qualitative della Commissione europea emergono indicazioni di un rialzo dei prezzi di vendita attesi.

Nel quarto trimestre del 2024 il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore privato non agricolo ha rallentato (al 3,4 per cento, dal 4,8), per effetto di un aumento della produttività, soprattutto nei servizi privati (cfr. il paragrafo 2.5). I margini di profitto sono rimasti stabili, su livelli

nettamente inferiori rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (fig. 23); hanno continuato a ridursi nella manifattura, mentre nelle costruzioni e nei servizi privati si sono collocati ancora al di sopra dei valori pre-pandemici.

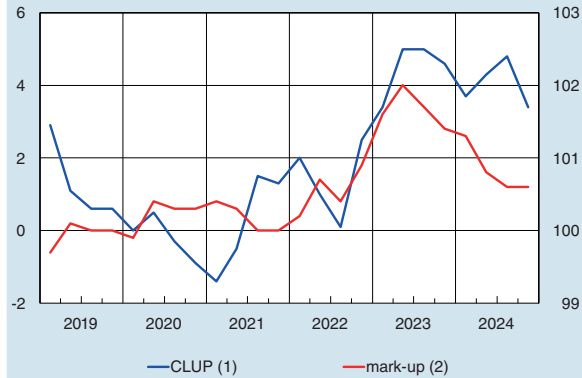
Famiglie e imprese si attendono una crescita moderata dei prezzi

Secondo le inchieste dell'Istat, nei primi tre mesi dell'anno è aumentata la quota di famiglie che si attende un aumento dei prezzi. Sulla base della *Consumer Expectations Survey* della BCE di febbraio, il valore medio dell'inflazione attesa si è attestato al 2,9 per cento sull'orizzonte di dodici mesi; su quello a tre anni è diminuito al 2,6 per cento (dal 2,9 in gennaio).

Le aziende intervistate a febbraio e marzo nell'ambito dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* prefiguravano un aumento dei propri listini nei successivi dodici mesi poco al di sotto del 2 per cento in media, in linea con la variazione realizzata nell'ultimo anno e con le indicazioni riportate nelle precedenti rilevazioni (fig. 24). Le aspettative delle imprese sull'inflazione al consumo sono lievemente aumentate, collocandosi attorno all'1,7 per cento nell'orizzonte dei dodici mesi e all'1,8 per gli orizzonti più lontani.

Figura 23

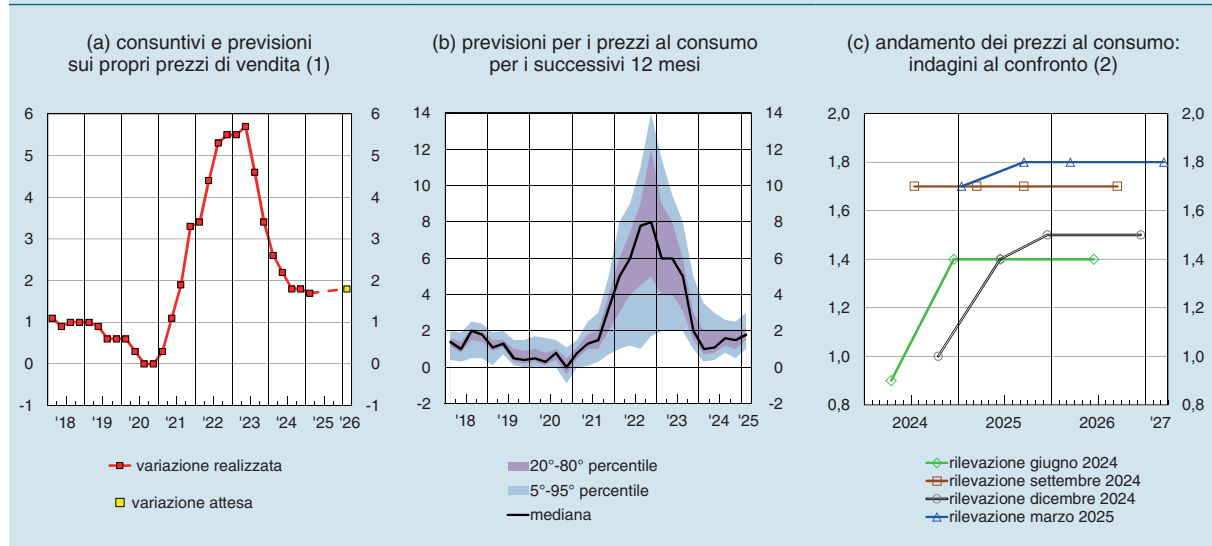
Costo del lavoro per unità di prodotto e mark-up
(dati trimestrali; variazioni percentuali e numero indice)



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.

Figura 24

Aspettative di inflazione delle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia. Fino a ottobre 2018 l'indagine è stata svolta in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*.
(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 dell'inflazione disponibile 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

La riduzione dei tassi ufficiali continua a trasmettersi al costo della raccolta bancaria e ai tassi sui prestiti alle famiglie e alle imprese, complessivamente in linea con le regolarità storiche. I finanziamenti alle società non finanziarie si sono ulteriormente ridotti, riflettendo una domanda di credito modesta e criteri di concessione ancora restrittivi, nonostante i moderati allentamenti osservati da giugno 2024. Le obbligazioni emesse dalle imprese hanno continuato a crescere.

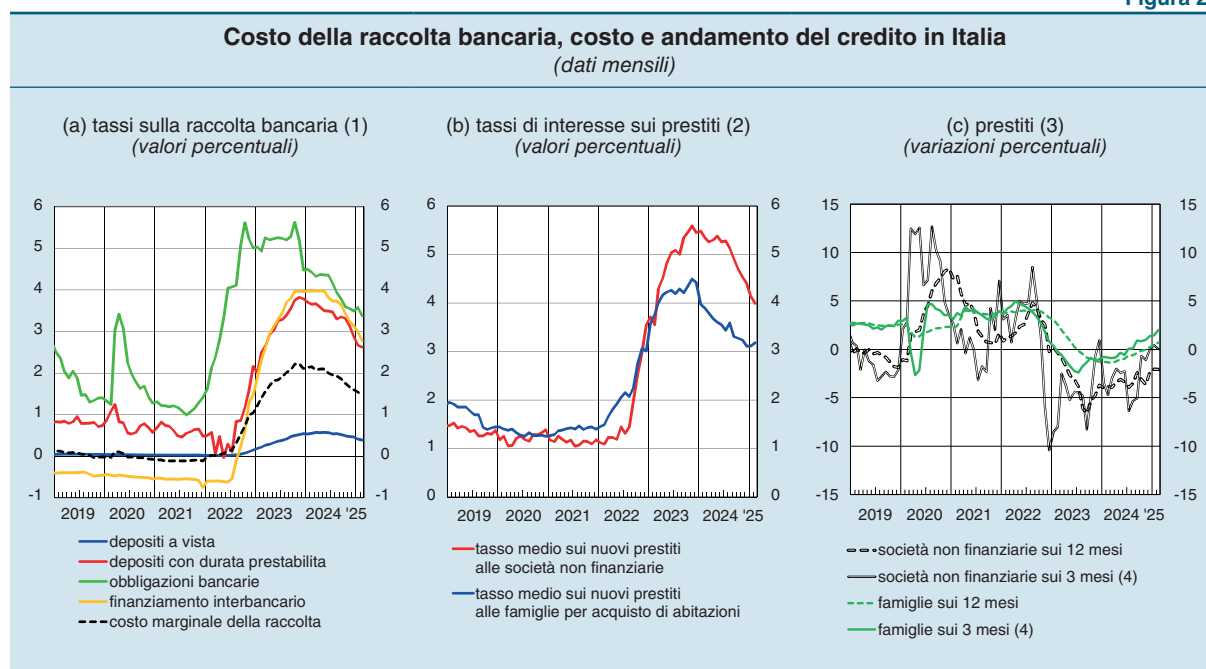
Il costo della raccolta bancaria è nuovamente diminuito...

Tra novembre e febbraio il costo marginale della raccolta bancaria è sceso di 21 punti base (all'1,5 per cento; fig. 25.a). Vi hanno contribuito la flessione del rendimento dei nuovi depositi con durata prestabilita, il calo dei tassi sul mercato interbancario, nonché il minore costo della raccolta obbligazionaria. In febbraio la raccolta bancaria si è ulteriormente contratta (-2,9 per cento sui dodici mesi); la riduzione su base annua continua a riflettere principalmente il rimborso dei fondi della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO3*), che si è concluso lo scorso dicembre. La dinamica dei depositi dei residenti è rimasta robusta.

... così come i tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie

La trasmissione del calo dei tassi ufficiali al costo del credito alle società non finanziarie e alle famiglie per acquisto di abitazioni è proseguita in modo nel complesso coerente con quanto osservato in passato. In febbraio i tassi di interesse sui nuovi prestiti alle imprese sono scesi (al 4,0 per cento, dal 4,5 in novembre; fig. 25.b), rispecchiando la discesa del tasso di riferimento privo di

Figura 25



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 sosterebbe 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.

rischio⁴. Anche il costo dei finanziamenti in essere si sta progressivamente riducendo, per via dell'ampia quota di operazioni a tasso variabile. Dall'avvio della fase di allentamento della politica monetaria i tassi di interesse sono diminuiti per i prestiti di tutti gli importi, sebbene il calo sia stato inferiore per i finanziamenti con ammontare al di sotto di 250.000 euro, tipicamente concessi alle imprese più piccole. Tra novembre e febbraio il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie è leggermente sceso (al 3,2 per cento).

Il credito alle imprese rimane debole... In febbraio i prestiti alle società non finanziarie hanno continuato a contrarsi su base annua, seppure in misura minore rispetto a novembre (-2,1 per cento, da -3,6; fig. 25.c). La flessione resta più significativa per le imprese con meno di 20 addetti (-8,9 per cento, a fronte di -1,6 per le società di maggiore dimensione) e per i comparti della manifattura e delle costruzioni. Tra novembre e febbraio i finanziamenti alle famiglie⁵ sono tornati a crescere leggermente (0,7 per cento, da -0,1), guidati dall'accelerazione dei mutui; la dinamica del credito al consumo si è mantenuta robusta.

... risentendo di una domanda fiacca e di politiche di offerta ancora caute Secondo gli intermediari intervistati nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS) relativa all'ultimo trimestre del 2024, le dinamiche creditizie per le imprese sono riconducibili in particolare alla debolezza della domanda. Quest'ultima, pur avendo registrato un lieve miglioramento verso la fine dello scorso anno, continua a risentire dell'ampio ricorso all'autofinanziamento. Le politiche di offerta rimangono improntate alla cautela, nonostante il loro moderato allentamento osservato nell'ultimo trimestre⁶ (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito dall'inizio della fase di allentamento della politica monetaria*). Le indagini condotte presso le imprese confermano che la domanda di prestiti rimane nel complesso debole⁷ e segnalano condizioni di accesso al credito sostanzialmente invariate, dopo gli irrigidimenti registrati durante il recente ciclo di restrizione della politica monetaria; le imprese di minore dimensione riportano un leggero peggioramento⁸.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO DALL'INIZIO DELLA FASE DI ALLENTAMENTO DELLA POLITICA MONETARIA

Secondo le indicazioni fornite nell'ambito della *Bank Lending Survey*, dall'avvio della fase di riduzione dei tassi di interesse di politica monetaria, nel giugno 2024, le banche italiane hanno allentato solo lievemente i criteri di offerta applicati ai prestiti alle imprese (figura, pannello a). Questo allentamento,

⁴ In febbraio l'88 per cento delle nuove erogazioni alle imprese è stato costituito da prestiti a tasso variabile. Il tasso generalmente considerato di riferimento per tale tipologia di prestiti è l'Euribor a 3 mesi, che tra novembre e febbraio è diminuito di 45 punti base.

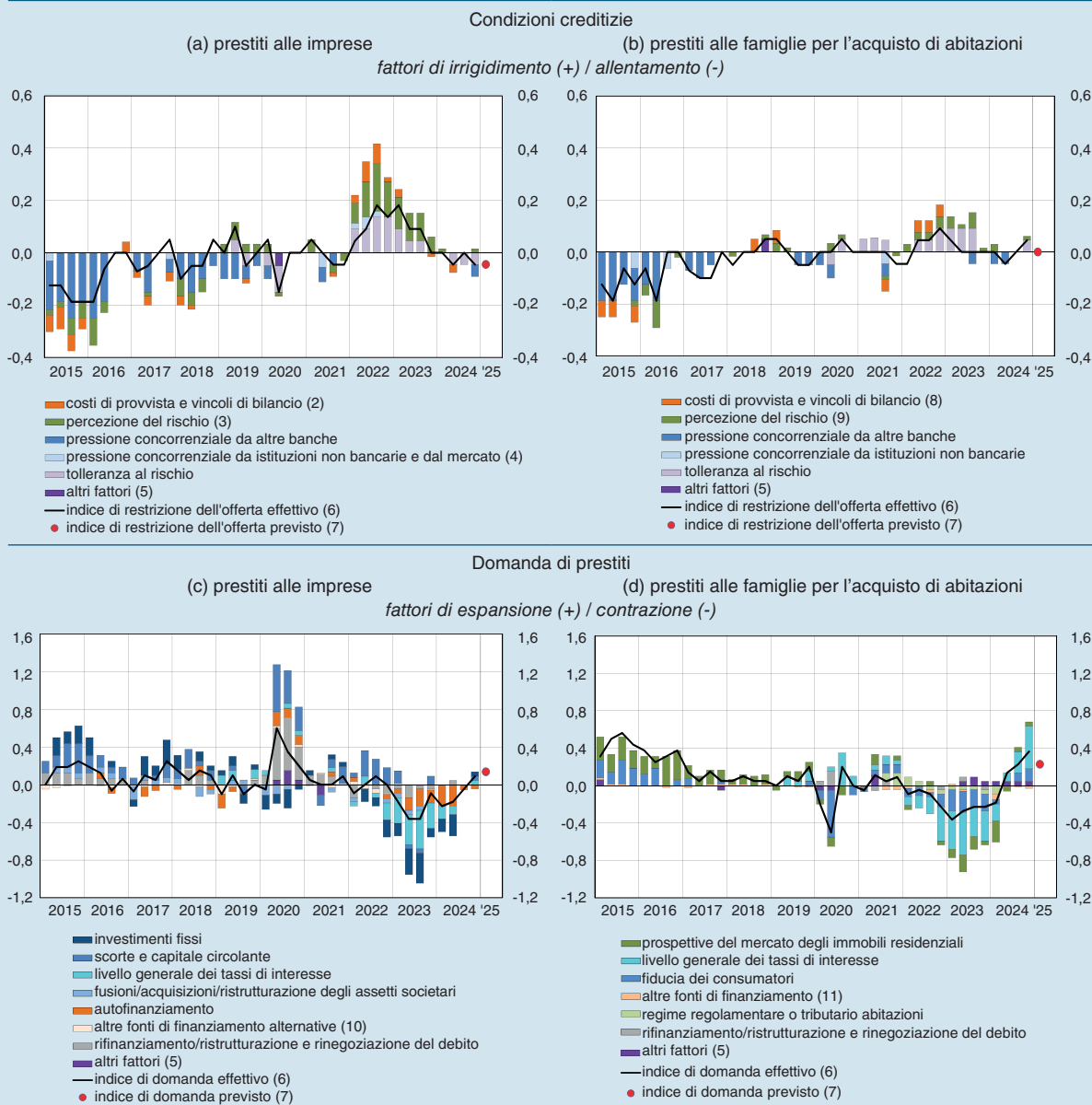
⁵ La definizione di famiglie cui si fa riferimento è quella armonizzata dell'Eurosistema, che include le famiglie consumatrici, le imprese individuali e le società prive di personalità giuridica.

⁶ Nella parte finale del 2024 le banche hanno segnalato andamenti divergenti della domanda e dell'offerta di credito per le diverse classi dimensionali di impresa. Per le società più grandi gli intermediari hanno indicato un leggero aumento della domanda e un modesto allentamento dei criteri di concessione; per quelle di minore dimensione hanno riportato un ulteriore calo nelle richieste di prestiti e un nuovo irrigidimento dei criteri di offerta.

⁷ Nell'ambito del sondaggio della BCE sulla situazione finanziaria e sull'accesso al credito delle imprese (*Survey on the access to finance of enterprises*, SAFE) condotto tra il 20 novembre e il 18 dicembre 2024, la quota di imprese italiane che ha dichiarato di non avere presentato domanda per ottenere prestiti bancari nei tre mesi precedenti si è collocata su livelli elevati; le imprese hanno inoltre segnalato un fabbisogno di prestiti bancari sostanzialmente invariato. Secondo le società intervistate nel *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* condotto fra il 10 settembre e il 4 ottobre dalla Banca d'Italia tra le aziende con almeno 20 addetti, la domanda di prestiti sarebbe aumentata solo moderatamente nel secondo semestre del 2024.

⁸ Le imprese con un numero di addetti inferiore a 50 intervistate nell'ambito dell'*Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere* condotta dall'Istat nel marzo del 2025 hanno segnalato un peggioramento nelle condizioni di accesso al credito, seppure di entità inferiore a quanto osservato nei trimestri precedenti. Anche il sondaggio SAFE conferma una migliore evoluzione delle condizioni di offerta per le imprese di dimensione maggiore rispetto a quelle più piccole e in particolare alle microimprese (aziende con un numero di addetti inferiore a 10).

Criteria di offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1) (dati trimestrali; indici di diffusione)



Fonte: BLS.

(1) Per gli indici generali, valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente; per i fattori, valori positivi indicano un contributo alla restrizione dell'offerta o all'aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per la domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. - (2) Media dei seguenti fattori: posizione patrimoniale della banca; capacità della banca di finanziarsi sul mercato; posizione di liquidità della banca. - (3) Media dei seguenti fattori: situazione e prospettive economiche generali; situazione e prospettive relative a particolari settori o imprese; rischi connessi con le garanzie. - (4) Media dei seguenti fattori: pressione concorrenziale da parte di istituzioni non bancarie; pressione concorrenziale da parte di altre fonti di finanziamento. - (5) Media di ulteriori fattori che nella valutazione delle banche hanno contribuito a variazioni nei criteri di offerta o nella domanda di prestiti. - (6) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. - (7) Previsioni formulate nel trimestre precedente. - (8) Da aprile 2022, media dei seguenti fattori: posizione patrimoniale della banca; capacità della banca di finanziarsi sul mercato; posizione di liquidità della banca. - (9) Media dei seguenti fattori: situazione e prospettive economiche generali; prospettive del mercato degli immobili residenziali; merito di credito del mutuatario. - (10) Media dei seguenti fattori: prestiti erogati dalle altre banche; prestiti erogati dalle istituzioni non bancarie; emissioni/rimborsi di titoli di debito; emissioni/rimborsi azionari. - (11) Media dei seguenti fattori: autofinanziamento per l'acquisto di abitazioni mediante risparmio; prestiti erogati da altre banche; altre fonti di finanziamento esterno.

concentrato nell'ultimo trimestre del 2024, ha interessato soprattutto le imprese di grande dimensione e segue una fase di irrigidimento di entità relativamente più marcata avvenuta durante la restrizione monetaria. I criteri per i finanziamenti alle famiglie sono rimasti pressoché invariati (figura, pannello b). La percezione del rischio da parte degli intermediari ha continuato a esercitare un effetto leggermente restrittivo su tutte le categorie di prestiti, sebbene in misura inferiore rispetto a quanto osservato durante la fase di aumento dei tassi di interesse di politica monetaria. Tale effetto è stato compensato, per i prestiti alle imprese, dalla maggiore propensione degli intermediari a farsi carico del rischio e, nell'ultimo trimestre dell'anno, dall'incremento della pressione concorrenziale.

I termini e le condizioni applicati ai finanziamenti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono stati resi più favorevoli principalmente attraverso la riduzione del tasso di interesse applicato, che ha beneficiato anche della compressione dei margini. In entrambi i comparti la pressione concorrenziale ha agevolato la concessione di condizioni più accomodanti. Per i prestiti con finalità di consumo l'allentamento è stato più contenuto e si è materializzato solo nell'ultima parte dell'anno.

Secondo le valutazioni delle banche intervistate, la domanda di credito da parte delle imprese, in calo dall'inizio del 2023 per via dell'elevato livello dei tassi di interesse e delle minori esigenze di finanziamento degli investimenti, ha mostrato deboli segnali di ripresa nell'ultimo trimestre del 2024, nonostante continui a rimanere frenata dal ricorso all'autofinanziamento (figura, pannello c). La ripresa della domanda di mutui da parte delle famiglie è stata più marcata (figura, pannello d): dopo il calo significativo osservato dall'inizio del 2022, la domanda è aumentata già a partire dal secondo trimestre del 2024, sostenuta in prevalenza dalla diminuzione del livello dei tassi di interesse. Secondo gli intermediari anche la richiesta di credito al consumo è stata favorita dai tassi più bassi, sebbene la sua crescita sia stata di lieve entità.

Le banche intervistate non hanno segnalato impatti di rilievo della flessione della liquidità in eccesso detenuta presso l'Eurosistema sulle politiche di offerta e sui volumi erogati nell'ultimo semestre del 2024. Secondo le previsioni degli intermediari la riduzione attesa della liquidità continuerebbe a non esercitare effetti sulle politiche di offerta e sui volumi anche nei primi sei mesi del 2025.

**La crescita
delle obbligazioni
emesse dalle imprese
è proseguita**

In febbraio la crescita su base annua delle obbligazioni emesse dalle imprese è proseguita, sebbene a un ritmo inferiore rispetto a novembre (3,1 per cento, da 3,8), riflettendo un aumento dei rimborsi che ha più che compensato le maggiori emissioni lorde. Il finanziamento netto mediante capitale di rischio è rimasto contenuto. Dalla metà di gennaio i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane si sono mantenuti sostanzialmente invariati (al 3,7 per cento), in linea con l'andamento del tasso di riferimento privo di rischio⁹.

2.8 LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2024 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stato pari al 3,4 per cento del PIL, un valore più che dimezzato rispetto al 2023; il saldo primario è tornato positivo, collocandosi allo 0,4 per cento del prodotto. Tale miglioramento è dovuto in larga parte alla riduzione dell'incidenza della spesa primaria, trainata dalla forte contrazione dei contributi agli investimenti connessi con il Superbonus. Il rapporto tra debito e PIL è però tornato a crescere, portandosi al 135,3 per cento, per l'effetto di cassa dei crediti edilizi riferiti agli anni precedenti.

⁹ Il tasso generalmente considerato di riferimento per le emissioni obbligazionarie è l'*interest rate swap* (IRS) a cinque anni, che all'inizio di aprile si è collocato sugli stessi livelli osservati intorno alla metà di gennaio.

**Nel 2024
l'indebitamento
netto si è ridotto
significativamente**

Nel 2024 l'indebitamento netto in rapporto al PIL si è più che dimezzato rispetto al 2023, scendendo al 3,4 per cento (dal 7,2). Il calo è dovuto all'andamento del saldo primario, che è migliorato di 4 punti percentuali ed è tornato positivo per la prima volta dal 2019 (0,4 per cento del prodotto); l'incidenza della spesa per interessi è invece aumentata di poco (di 0,2 punti percentuali, al 3,9 per cento)¹⁰.

Tavola 7

Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche				
VOCI	Miliardi di euro		Variazioni percentuali	
	2023	2024	2023	2024
SPESE				
Redditi da lavoro	188,1	196,6	2,6	4,5
Consumi intermedi	120,1	128,2	0,1	6,7
Prestazioni sociali in natura	54,2	51,0	6,7	-5,8
Prestazioni sociali in denaro	424,5	446,0	4,3	5,1
Interessi passivi	77,8	85,2	-4,6	9,5
Altre spese correnti	89,2	83,7	-3,9	-6,2
Spese correnti	953,8	990,6	2,0	3,9
in % del PIL	44,8	45,2		
Spese correnti al netto degli interessi	876,0	905,4	2,6	3,4
in % del PIL	41,1	41,3		
Investimenti (1)	67,6	77,2	28,0	14,3
Altre spese in c/capitale	128,6	40,6	17,4	-68,4
Spese in c/capitale	196,1	117,8	21,0	-39,9
Totale spese al netto degli interessi	1.072,2	1.023,2	5,5	-4,6
in % del PIL	50,3	46,7		
TOTALE SPESE	1.150,0	1.108,4	4,8	-3,6
in % del PIL	54,0	50,6		
ENTRATE				
Imposte dirette	321,8	343,2	10,8	6,6
Imposte indirette	291,4	309,1	4,1	6,1
Contributi sociali	268,2	279,6	3,0	4,3
Produzione vendibile e per uso proprio	49,5	49,8	7,3	0,4
Altre entrate correnti	40,2	44,4	-1,4	10,5
Entrate correnti	971,1	1.026,1	5,9	5,7
in % del PIL	45,6	46,8		
Entrate in c/capitale	24,6	6,8	35,8	-72,4
di cui: imposte	1,6	1,8	-5,6	13,0
TOTALE ENTRATE	995,7	1.032,9	6,4	3,7
in % del PIL	46,7	47,1		
di cui: pressione fiscale	41,4	42,6		
INDEBITAMENTO NETTO	-154,3	-75,5		
in % del PIL	-7,2	-3,4		
Saldo primario	-76,5	9,6		
in % del PIL	-3,6	0,4		

Fonte elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Anni 2022-2024. PIL e indebitamento AP. Prodotto interno lordo, indebitamento netto e saldo primario delle Amministrazioni pubbliche*, Statistiche flash, 3 marzo 2025).

(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi delle vendite di immobili.

¹⁰ La spesa per interessi in rapporto al prodotto, che aveva superato il 5 per cento in corrispondenza con la crisi del debito sovrano, era poi diminuita fino al 3,3 per cento nel 2019.

La riduzione dell'indebitamento netto è stata superiore a quanto indicato lo scorso autunno nel Piano strutturale di bilancio di medio termine (PSBMT 2025-29), per effetto di un avanzo primario superiore alle attese (0,4 contro 0,1 per cento del PIL).

Il saldo primario è migliorato, soprattutto per effetto della forte diminuzione della spesa pubblica

Il miglioramento del saldo primario rispetto al 2023 è dovuto soprattutto alla forte contrazione della spesa primaria (di 3,6 punti percentuali del PIL, al 46,7 per cento), sostanzialmente attribuibile al netto calo dei crediti di imposta connessi con il Superbonus (tav. 7). Le entrate hanno registrato una lieve espansione in rapporto al prodotto (di 0,4 punti percentuali): la crescita significativa della pressione fiscale (di 1,2 punti percentuali, al 42,6 per cento del

PIL) è stata in larga parte compensata dalla riduzione delle entrate in conto capitale diverse dalle imposte (-0,9 punti percentuali), ascrivibile per lo più alla diminuzione delle sovvenzioni legate all'attuazione del PNRR. Sull'incremento della pressione fiscale ha influito l'andamento delle imposte dirette. Anche i contributi sociali e le imposte indirette, tra cui quelle energetiche (che hanno beneficiato dell'integrale ripristino degli oneri generali di sistema), sono cresciuti a un tasso superiore a quello del prodotto, in controtendenza rispetto al biennio precedente.

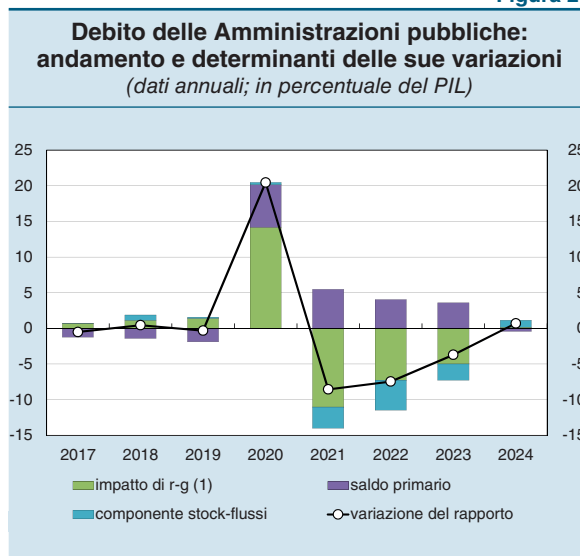
Il rapporto tra il debito e il PIL è leggermente aumentato

Nel 2024, interrompendo il calo registrato nel periodo 2021-23, il rapporto tra il debito e il PIL è lievemente aumentato (0,7 punti percentuali), portandosi al 135,3 per cento del prodotto (tav. 8)¹¹; l'incremento è stato inferiore a quello prospettato nel PSBMT 2025-29 dello scorso settembre, in ragione del migliore avanzo primario. Lo scorso anno il contributo sfavorevole della componente

stock-flussi – dovuto principalmente al rafforzarsi degli effetti di cassa dei crediti connessi con il Superbonus maturati negli anni precedenti – è stato solo in parte ridotto dal conseguimento di un avanzo primario (fig. 26). L'effetto del differenziale tra tasso di crescita e onere medio del debito, diversamente dai precedenti tre anni, è stato lievemente sfavorevole, soprattutto per la riduzione della crescita del PIL nominale (2,9 per cento contro l'8,5 annuo in media nel triennio 2021-23), a fronte di un onere medio appena più elevato di quello del recente passato (3,0 per cento contro 2,8).

In termini nominali il debito è salito di quasi 97 miliardi di euro rispetto al 2023 (tav. 8). L'aumento riflette in larga misura il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (pari a 105,4 miliardi), quest'ultimo soltanto in parte controbilanciato dalla riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro¹². La quota di debito detenuta dalla Banca d'Italia ha

Figura 26



Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL, Istat; per il debito, Banca d'Italia.
(1) Contributo dato dalla differenza tra onere medio del debito (r) e tasso di crescita del PIL a prezzi correnti (g).

¹¹ In questo Bollettino vengono diffusi i dati sul debito e sul fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche rivisti in occasione della notifica trasmessa lo scorso 31 marzo alla Commissione europea nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi. Le lievi modifiche rispetto ai dati pubblicati lo scorso 14 marzo riflettono l'ordinario aggiornamento delle fonti; per ulteriori dettagli, cfr. *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione.

¹² Nel primo trimestre del 2025 il fabbisogno del settore statale è stato pari a 48,4 miliardi, inferiore di 2,6 rispetto al primo trimestre del 2024.

Variazione del debito delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti
(miliardi di euro)

VOCI	2021	2022	2023	2024
Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)	108,5	77,6	105,4	96,9
(a) Fabbisogno complessivo	95,6	46,8	89,4	105,4
<i>di cui:</i> sostegno ai paesi UEM	-0,2	-0,8	-1,1	-1,5
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro	5,0	-4,0	6,5	-12,3
(c) Scarti di emissione (1)	7,6	34,6	9,6	3,9
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	0,2	0,2	0,0	0,0
Debito	2.686,6	2.764,2	2.869,6	2.966,6
in % del PIL	145,8	138,3	134,6	135,3

(1) È incluso l'effetto della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione.

continuato a scendere durante il 2024, collocandosi al 21,6 per cento a fine anno, contro il 24,2 del 2023. È cresciuta la percentuale di debito in mano a soggetti non residenti, passata dal 27,7 al 31,1 per cento. La vita media residua del debito è rimasta invariata a 7,9 anni.

L'Italia ha presentato la sesta relazione sul PNRR

Lo scorso 27 marzo è stata pubblicata la sesta Relazione sullo stato di attuazione del PNRR. Secondo le stime riportate, al 31 dicembre 2024 la spesa effettiva è stata pari a quasi 64 miliardi, circa la metà delle risorse finora ricevute attraverso il Dispositivo per la ripresa e la resilienza e un terzo di quelle assegnate.

Il Consiglio dei ministri ha approvato il decreto "bollette"

Il Consiglio dei ministri ha approvato il DL 19/2025 (decreto "bollette"), che introduce per l'anno in corso alcune agevolazioni sulla spesa di famiglie e imprese per la fornitura di energia elettrica. Tali agevolazioni comprendono tra l'altro: (a) un contributo straordinario di 200 euro sulla fornitura di energia elettrica in favore dei nuclei familiari con ISEE fino a 25.000 euro, cumulabile con il preesistente bonus sociale per elettricità e gas destinato alle famiglie economicamente svantaggiate; (b) un incremento della dotazione del Fondo per la transizione energetica nel settore industriale; (c) una riduzione degli oneri di sistema a beneficio di imprese di piccola e media dimensione. Secondo i documenti ufficiali, queste agevolazioni – per un controvalore complessivo di 3 miliardi, di cui 1,6 indirizzati alle famiglie – troverebbero copertura nelle risorse già disponibili nel bilancio del Gestore dei servizi energetici (GSE) e in quello della Cassa per i servizi energetici e ambientali (CSEA), oltre che nell'utilizzo di una parte dei proventi derivanti dalle aste delle quote di emissione di CO₂ dell'anno 2024.