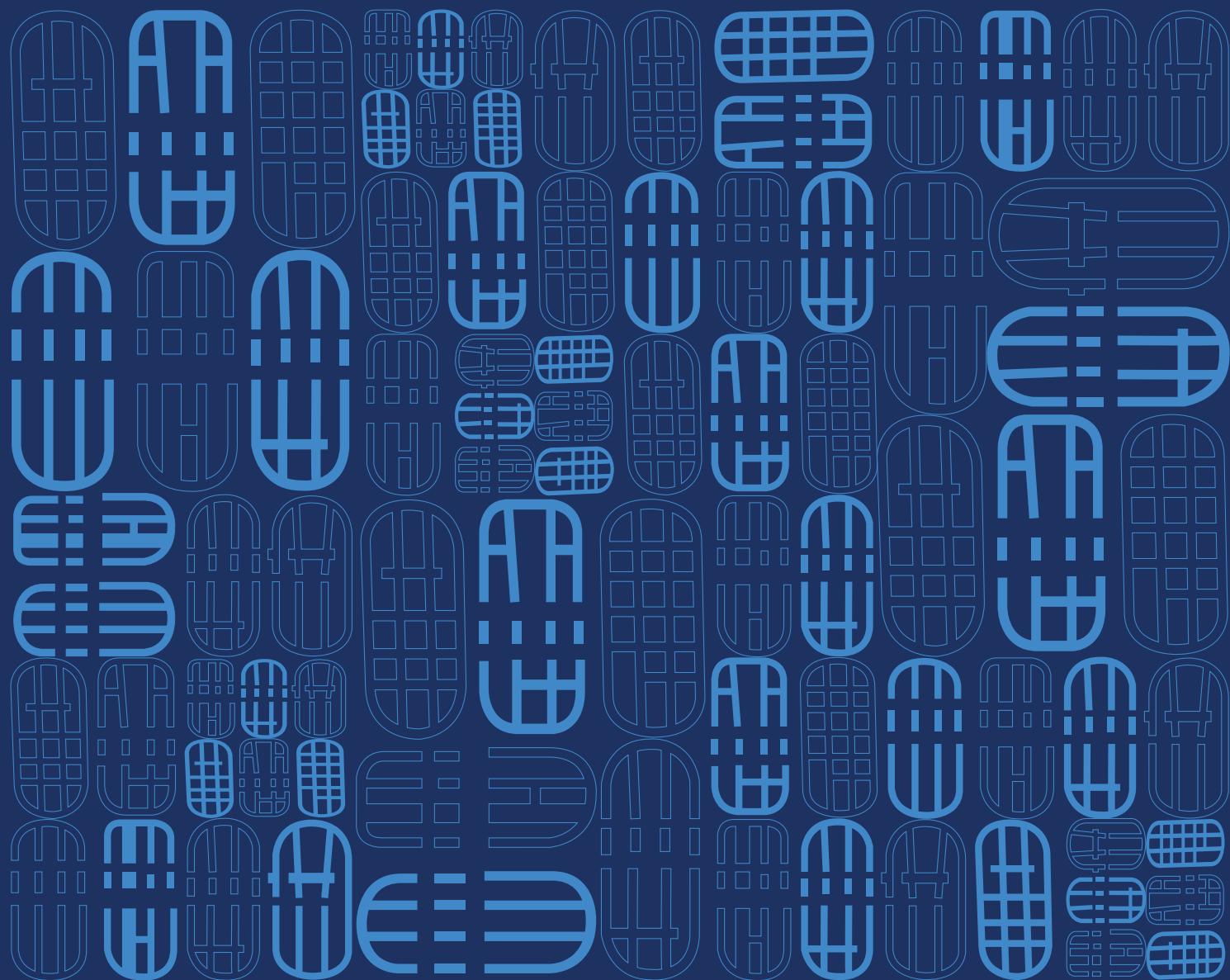


INVESTIMENTI PER MUOVERE L'ITALIA

RAPPORTO DI PREVISIONE
AUTUNNO 2025



CONFINDUSTRIA
Centro Studi





CONFINDUSTRIA
Centro Studi

INVESTIMENTI PER MUOVERE L'ITALIA

Autunno 2025

Il Rapporto è stato coordinato da Alessandro Fontana e Ciro Rapacciuolo.

Gli autori del capitolo sono:

Tullio Buccellato, Pasquale Capretta, Stefano Di Colli, Giovanna Labartino, Lorenzo Marchetti, Francesca Mazzolari, Stefano Olivari, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo, Lorena Scaperrotta.

Gli autori dei Focus sono:

1. Analisi a cura del Centro Studi Confindustria.
2. Stefano Di Colli, Guido Franco, Francesca Mazzolari, Lorena Scaperrotta.
3. Piergiorgio Carapella e Stefano Olivari (CSC), Giulia Bollino, Manuel Ciocci e Francesca Marazzi (area Affari Legislativi e Regionali di Confindustria).
4. Ciro Rapacciuolo.
5. Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Chiara Puccioni.
6. Cristina Pensa, Matteo Pignatti.

Si ringrazia Anna Puricelli per il contributo alla rilettura delle bozze.

L'*editing* è stato curato da Vera Nardis.

Il Rapporto è stato chiuso con le informazioni al 30 settembre 2025.

Per commenti scrivere a: csc@confindustria.it

In copertina, illustrazione da un'opera di Giuseppe Capogrossi.

Edito da:



CONFINDUSTRIA
SERVIZI

Confindustria Servizi S.p.A.
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma

INDICE

Introduzione e sintesi	5
 Le previsioni per l'economia italiana	15
1. Il PIL	17
2. Le componenti del PIL dal lato della domanda	24
3. L'occupazione	32
4. Le retribuzioni e i prezzi	36
5. Il credito per le imprese	41
6. La finanza pubblica	44
7. L'Eurozona	48
8. Lo scenario internazionale	58
 Focus	77
1. Chi contribuisce di più alla finanza pubblica e al valore aggiunto?	79
2. Bilancio di un decennio di incentivi agli investimenti in beni strumentali 4.0: valutazioni d'impatto, criticità e prospettive	83
3. La ripresa del Mezzogiorno: segnali strutturali o rimbalzo temporaneo?	89
4. Più risorse per investimenti dalla ricchezza finanziaria delle famiglie	96
5. Il nuovo regime USA-UE ridisegna la geografia degli scambi europei e mondiali	103
6. L'accordo con il Mercosur: molte potenzialità, soprattutto per l'Europa	111

INTRODUZIONE E SINTESI

1. Lo scenario internazionale è indebolito: l'aumento delle barriere tariffarie e non tariffarie pesa sulle prospettive degli scambi. Gli ostacoli al libero commercio internazionale non provengono soltanto dalla politica commerciale USA, ma interessano la maggior parte dei paesi: nei primi otto mesi del 2025 le misure protezionistiche varate nel mondo sono ai massimi. Gli scambi globali hanno accelerato nel 1° trimestre 2025 per il cosiddetto *frontloading* delle vendite negli Stati Uniti, cioè l'anticipo delle tariffe poi introdotte in aprile sulla quasi totalità delle merci in entrata; viceversa, nel 2° trimestre si è avuta una brusca correzione al ribasso. Nello scenario del Centro Studi Confindustria (CSC), il commercio mondiale crescerà in media del +2,8% nel 2025, ma poi frenerà al +1,2% nel 2026 (Tabella A): rispetto al rapporto di aprile, la dinamica è rivista al rialzo nell'anno in corso proprio per l'effetto meccanico del *frontloading* a inizio anno, ma molto al ribasso nel prossimo. Restano, inoltre, significativi rischi sfavorevoli, legati soprattutto a un eventuale inasprimento della contrapposizione economica e politica tra grandi blocchi di paesi a livello mondiale.

Tabella A
Le esogene internazionali
della previsione
(Variazioni %)

	2024	2025	2026
 Commercio mondiale	2,5	2,8	1,2
 PIL - Stati Uniti	2,8	1,7	1,6
 PIL - Area euro	0,9	1,2	1,1
 PIL - Paesi emergenti	4,3	4,1	4,2
 Prezzo del petrolio ¹	81	67	62
 Prezzo del gas (Europa)	34	37	32
 Cambio dollaro/euro ²	1,08	1,13	1,17
 Tasso FED effettivo ³	5,14	4,21	3,46
 Tasso BCE ³ (depositi)	3,73	2,26	2,00

¹ Brent, dollari per barile; ² livelli; ³ valori %.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv, FMI, CPB.

Un freno alla crescita mondiale viene anche dall'**incertezza** che resta su livelli elevatissimi: l'indice di incertezza delle politiche economiche a livello globale ha toccato un picco nell'aprile 2025, scendendo in estate, ma restando su un livello pari a quello registrato nel 2020, durante la pandemia. Il contributo maggiore a tale incertezza proviene proprio dalla politica commerciale degli USA: nonostante il raggiungimento di accordi con i principali partner commerciali americani, che ha contribuito a chiarire la nuova situazione tariffaria con il primo acquirente mondiale, rimane sia il rischio di ulteriori cambiamenti, sia il mancato accordo con alcuni paesi. Tale scenario incerto rende i mercati finanziari più volatili, penalizza le decisioni di investimento, in particolare quelle internazionali, e spinge a riconfigurare le catene di fornitura mondiali.

L'economia più danneggiata dai dazi è proprio quella degli **Stati Uniti**. Gli indicatori congiunturali sembrano suggerire ancora debolezza nella seconda parte di quest'anno. La politica monetaria è un po' meno restrittiva, ma il recente taglio dei tassi ufficiali farà sentire i suoi effetti positivi sugli investimenti solo tra qualche trimestre. Inoltre, le aspettative di inflazione suggeriscono un'accelerazione dei prezzi e mettono a rischio ulteriori tagli dei tassi e anche una

crescita più robusta dei consumi. Come risultante di tali fattori, si ipotizza che l'economia statunitense mantenga un ritmo di crescita molto più moderato di quello del 2024, per recuperare un po' di slancio solo a fine 2026. Nello scenario del CSC la crescita del PIL è attesa in frenata al +1,7% nel 2025 e +1,6% nel 2026, dal +2,8% nel 2024. Viene rivista al ribasso nonostante il rimbalzo superiore alle attese nel 2° trimestre 2025, dopo il calo a inizio anno, un'altalena da attribuirsi all'introduzione dei dazi.

Nonostante il deterioramento del contesto internazionale a causa delle politiche protezionistiche, le **economie emergenti** continueranno a vantare ritmi di crescita sostenuti, in aggregato al +4,1% per il 2025 e +4,2% nel 2026, seppur in ribasso rispetto alle previsioni CSC di aprile. Questo è il risultato di una riconfigurazione negli scambi commerciali e degli investimenti, che si orientano sempre più verso il baricentro asiatico, trainato principalmente dalla Cina (che continua a espandersi a ritmi vicini al +5,0%) e anche dall'India (che registra la crescita maggiore tra i primi 20 emergenti). La Russia, colpita dalle sanzioni occidentali ma sostenuta dal rafforzamento delle relazioni economiche con Pechino, è attesa stabilizzarsi su ritmi di crescita più moderati, ma in ogni caso positivi. In generale nei paesi emergenti prosegue il calo dell'inflazione, sono sotto pressione i tassi di cambio di diversi paesi, peggiorano i saldi commerciali, le politiche fiscali restano espansive.

I **dazi USA** verso il resto del mondo stanno ridisegnando la geografia degli scambi globali, in particolare quelli con l'Europa. Il nuovo regime tra le due sponde dell'Atlantico ha acquistato connotazioni abbastanza definite: tariffe azzerate sugli acquisti UE di prodotti industriali USA; dazi al 15% su gran parte dell'import USA dalla UE (compresi auto, farmaci non generici, semiconduttori); tariffe USA nulle o quasi su altri prodotti UE in settori strategici (aerei, farmaci generici, alcune risorse naturali); restano i dazi al 50% su acciaio e alluminio. L'accordo include impegni da parte europea di esito incerto, perché investono ambiti di competenza delle autorità nazionali e anche delle imprese private: acquisto dagli Stati Uniti di beni energetici, chip IA e attrezzature militari; investimenti diretti in settori strategici USA. Questi dazi, insieme all'euro forte sul dollaro (che essi stessi hanno determinato), penalizzano molto la competitività di prezzo dei beni europei negli USA, soprattutto rispetto alle produzioni domestiche americane, e anche nel resto del mondo. Dopo il *front-loading* pre-dazi, l'import USA dalla UE è caduto del -8,7% annuo in giugno-luglio; quello dalla Cina del -39,9% (in linea con il peso delle entrate tariffarie per paese di origine). Nel lungo periodo, è forte l'incentivo a rilocalizzare alcune produzioni nel mercato USA: il rischio per l'industria europea è quello di perdere parti vitali del tessuto produttivo.

2. L'economia europea risente del peggiorato scenario globale: la crescita del PIL dell'**Eurozona** nell'orizzonte previsivo è inferiore a quella americana, arrivando al +1,2% nel 2025 e al +1,1% nel 2026. Per il 2025 si tratta comunque di un'accelerazione dopo il +0,9% del 2024, ma è spiegata soprattutto dalla decisa espansione nel 1° trimestre, drogata dal dato anomalo relativo all'Irlanda. Nell'Area, gli investimenti sono stati finora molto volatili, mentre i consumi sono più stabili ma su ritmi deboli. Le esportazioni nette hanno beneficiato dell'effetto *frontloading* a inizio anno, ma poi hanno sofferto il rimbalzo negativo in primavera. Questo andamento altalenante si è riflesso anche sui dati relativi all'industria europea, che nel complesso ha registrato dei segnali positivi ma in gran parte per soddisfare a inizio 2025 la domanda proveniente dagli USA per anticipare i dazi. E senza aver risolto le difficoltà strutturali, come lo svantaggio sui costi energetici rispetto agli USA. In prospettiva, gli indicatori congiunturali non promettono una ripartenza solida dell'economia europea. L'andamento nel prossimo futuro è legato all'attesa ripartenza degli investimenti, che ancora non hanno preso una direzione chiara e che potrebbero beneficiare nel 2026 dei minori tassi e del traino di settori in crescita, come la difesa.

Cruciale sarà la traiettoria su cui riuscirà a posizionarsi la prima economia dell'Area. Dopo due anni di lieve recessione nel 2023-2024, il PIL della **Germania** ha registrato un 1° semestre 2025 sostanzialmente piatto. In particolare, il calo nel 2° trimestre non è dovuto solo all'effetto di *frontloading* su export e import, visto che sono nuovamente scesi anche gli investimenti. L'economia tedesca, dunque, non è ancora uscita dalla crisi, ma grazie agli effetti positivi delle recenti riforme è attesa rafforzarsi progressivamente, per tornare a crescere dal 2026 a tassi sopra il +1,0%. Infatti, il Governo di recente ha approvato un emendamento costituzionale al "freno all'indebitamento" e varato un programma di riforme strutturali per facilitare gli investimenti in infrastrutture e le spese per la difesa. È stato, inoltre, creato un fondo di 500 miliardi di euro per 12 anni, anch'esso escluso dal freno al debito, per migliorare le infrastrutture tedesche, tra cui ferrovie, strade, ospedali. Nel corso dell'estate si sono incominciati a vedere segnali di una ripresa, seppur lenta, in numerosi indicatori, compresa la produzione industriale. Il consolidamento di questi segnali dipenderà dai tempi e modi in cui il Governo tedesco riuscirà a implementare il massiccio piano di investimenti.

Intanto, la BCE ha completato il **taglio dei tassi**: a settembre 2025 li ha tenuti fermi al 2,00%, dopo un rapido percorso di otto tagli di un quarto di punto ciascuno da giugno 2024 a giugno 2025, partendo da un picco del 4,00%: l'allentamento monetario nell'Eurozona è stato pari a -2,00 punti. La BCE può contare su un'inflazione stabile negli ultimi mesi, vicino all'obiettivo del +2,0% e anche le aspettative di inflazione nell'Area sono stabili, sebbene restino numerosi rischi nello scenario, in particolare sui prezzi delle commodity. La *stance* monetaria, grazie ai tagli, non è più restrittiva e le condizioni di finanziamento sul canale bancario sono divenute più favorevoli. Nel complesso, dai documenti ufficiali BCE si ricava il messaggio che in assenza di altri shock, la correzione di politica monetaria è sufficiente per il momento. Le attese dei mercati finanziari sono coerenti con tassi fermi nell'orizzonte di previsione. Perciò, lo scenario CSC ipotizza che non ci saranno ulteriori tagli dei tassi, anche se resta una probabilità positiva che la BCE decida, invece, di riprendere nei prossimi mesi il percorso dei tagli, per sostenere la debole crescita europea.

Riguardo al **costo dell'energia**, le notizie sono in parte positive. Il prezzo del petrolio Brent registra un trend di lieve calo, pur con significative oscillazioni che riflettono l'alternarsi di notizie sulle guerre in Ucraina e Medio-Oriente. I valori recenti sono in linea con quelli storici di equilibrio per il mercato mondiale (60-70 dollari), a conclusione della lunga fase di aggiustamento del mercato fisico dopo il 2022. L'ipotesi prudente dello scenario CSC è che il Brent scenda in media a 67 dollari nel 2025 (da 81 nel 2024) e a 62 nel 2026. Anche il prezzo del gas in Europa è sceso, ma meno: 32 euro/mwh nell'agosto 2025, rispetto al massimo di 50 euro toccato a febbraio. I timori di scarsità sui volumi di gas restano moderati e i mercati si aspettano ora il permanere dei prezzi vicino ai valori attuali. Tuttavia, le quotazioni del gas europeo restano molto alte rispetto ai livelli pre-pandemia (14 euro nel 2019), a causa della transizione attuata in Europa dal 2022 e ormai completata, verso il gas naturale liquefatto (GNL), più costoso, e verso paesi fornitori alternativi alla Russia, politicamente instabili. Il prezzo in Europa resta, inoltre, molto più alto di quello negli USA, circa tre volte in più, visto che la quotazione sul mercato americano è tenuta bassa dal boom dell'estrazione di *shale gas*.

Per l'Europa, la conclusione di **accordi commerciali** costituisce uno strumento essenziale per contrastare la frammentazione degli scambi internazionali. Il trattato di libero scambio tra UE e Mercosur è arrivato a conclusione, in attesa della ratifica politica. L'accordo rappresenta una liberalizzazione tariffaria asimmetrica: l'UE concede un accesso ai beni agricoli sudamericani contenuto e legato alle norme di sicurezza alimentare, mentre ottiene un'ampia apertura nei settori industriali e dei servizi. Il Mercosur (in particolare Brasile e Argentina)

svolge anche un ruolo cruciale come fornitore all'Europa di materie prime critiche, fondamentali per la realizzazione della transizione digitale ed energetica. L'area di libero scambio che si verrà a creare sarà formata da più di 700 milioni di persone, che producono circa un quinto del PIL globale: quasi il 40% in più in termini di popolazione rispetto all'USMCA (Stati Uniti, Messico e Canada), il 10% in meno in termini di PIL. Tutto questo favorirà un'espansione significativa delle esportazioni UE, rafforzando anche i legami produttivi già presenti. Sono perciò attese in recupero le quote di mercato nei paesi del Mercosur da parte dei paesi UE, da poco superati dalla Cina come primo partner commerciale. Oggi i primi due paesi europei per quota di mercato nel Mercosur sono la Germania e l'Italia, soprattutto come fornitori di beni strumentali. Questi due paesi sono le economie europee maggiormente beneficiarie dell'abbattimento dei dazi con il Mercosur, poiché presentano una specializzazione merceologica nei settori in cui la riduzione delle aliquote tariffarie sarà più forte.

3. Penalizzata dal difficile contesto globale ed europeo, la **crescita in Italia** resterà bassa nell'orizzonte di previsione (Tabella B): secondo lo scenario CSC, si avrà un incremento annuo del PIL pari ad appena il +0,5% nel 2025, inferiore di 0,1 punti a quanto previsto nello scenario di aprile. La crescita italiana è attesa accelerare di poco nel 2026, a +0,7%, tornando sui ritmi del 2024. La dinamica annua dell'economia è frenata in particolare dalla battuta d'arresto nel 2° trimestre 2025, quando il PIL italiano è diminuito di 0,1%, a causa della caduta delle esportazioni. La debole dinamica del PIL, sia nella media del 2025 che nel 2026, sarà sostenuta prevalentemente dagli investimenti, in minor misura dai consumi delle famiglie, mentre contribuiranno negativamente le esportazioni nette.

Tabella B
Le previsioni del CSC per l'Italia
(A legislazione vigente, variazioni %)

	2024	2025	2026
€ Prodotto interno lordo	0,7	0,5	0,7
Consumi delle famiglie residenti	0,6	0,5	0,7
Consumi collettivi	1,0	0,3	0,6
Investimenti fissi lordi	0,5	3,0	1,9
Esportazioni di beni e servizi	0,0	0,2	0,1
Importazioni di beni e servizi	-0,4	2,1	1,7
Occupazione totale (ULA)	2,2	0,9	0,5
Occupazione totale (persone)	1,5	1,0	0,6
Prezzi al consumo	1,0	1,8	1,8
Retribuzioni pro-capite	2,9	3,2	2,7
Indebitamento della PA ¹	3,4	3,1	2,6

¹ valori in % del PIL.
ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.
Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Istat, Banca d'Italia.

La componente più debole della domanda in Italia sono le **esportazioni**. Nello scenario CSC, la crescita dell'export di beni e servizi, già molto debole nel 2023-2024, si attesterà su ritmi vicini allo zero nel 2025-2026; in particolare, le vendite di beni sono previste in calo. Le importazioni, invece, saranno in aumento e di conseguenza l'export netto offrirà un contributo molto negativo alla variazione del PIL. Il profilo dell'export è rivisto significativamente al ribasso rispetto al rapporto di aprile, a causa del balzo delle barriere tariffarie USA sui prodotti europei e dell'inasprirsi delle tensioni geopolitiche mondiali. L'export

italiano di beni, inoltre, perde terreno anche rispetto al commercio mondiale, perché è ancora debole la domanda in Europa (principale destinazione dei prodotti italiani) e perché l'euro forte penalizza la competitività dei prodotti di tutta l'Eurozona. Le prospettive non sono buone, visto che l'attività industriale europea è attesa risalire solo gradualmente e i freni protezionistici e geopolitici appaiono duraturi. In positivo, la ratifica dell'accordo UE-Mercosur aprirebbe importanti mercati di sbocco, a parziale compensazione delle barriere sul mercato USA.

Viceversa, la componente di domanda più robusta in Italia sono gli **investimenti fissi**. Dopo il rallentamento nel 2024 (+0,5%), la loro dinamica è tornata a rafforzarsi tra fine anno scorso e prima metà del 2025. Sono attesi rimanere in espansione nella seconda parte di quest'anno (+3,0% in media) e rallentare il prossimo (+1,9%). Oltre che giovare della politica monetaria non più restrittiva, che avrà un impatto attenuato l'anno prossimo, gli investimenti sono stati stimolati efficacemente dagli incentivi fiscali. Quelli in costruzioni residenziali, caduti nel 2024 ma in ripresa quest'anno, sono sostenuti da Ecobonus e Bonus Ristrutturazioni, pur depotenziati rispetto al passato; quelli in macchinari e attrezzature e intangibili, da Transizione 4.0 e, dopo le ultime semplificazioni, anche da Transizione 5.0; il PNRR sta trainando gli investimenti in fabbricati non residenziali, un traino che si affievolirà nel 2026 per il termine a metà anno del Piano.

I **consumi delle famiglie** italiane hanno frenato nella prima metà del 2025, in particolare la domanda di beni, mentre la spesa per servizi è cresciuta a ritmi moderati. Nello scenario previsivo del CSC, i consumi sono attesi avere una crescita modesta anche nei prossimi trimestri, arrivando a +0,5% nella media del 2025 e a +0,7% nel 2026. La causa principale di tale dinamica debole è l'alta propensione al risparmio, causata dall'anomala incertezza, che quest'anno frena l'effetto positivo dell'espansione del reddito delle famiglie; per il prossimo anno, il modesto calo ipotizzato per il tasso di risparmio lascia, invece, un po' di spazio all'espansione dei consumi. Le famiglie, dunque, mostrano abitudini di consumo e risparmio strutturalmente più caute, dati gli elevati rischi dello scenario e perché fanno ancora i conti con i rincari degli ultimi anni, visto che il livello dei prezzi è rimasto più alto in modo permanente. Un altro cambiamento nelle abitudini delle famiglie italiane è l'alta propensione ad investire, che si riferisce alle spese per ristrutturazioni edilizie: è scesa solo di poco rispetto ai picchi toccati con il Superbonus. I motivi sono vari: le famiglie hanno familiarizzato con lo strumento fiscale delle detrazioni; nel clima di incertezza, la casa è divenuta ancor più il "bene rifugio" e le ristrutturazioni consolidano il valore del patrimonio immobiliare; il boom degli affitti brevi, per fini turistici specie nelle grandi città, incentiva l'investimento in ristrutturazioni di seconde case.

4. Dal lato dell'offerta, l'industria italiana, dopo la buona ripartenza del 1° trimestre 2025 in termini di produzione, ha rallentato già nel 2°. Questi dati appena positivi vengono dopo il forte calo della produzione nel 2023-2024, che ha riportato l'industria sotto i livelli pre-pandemia. Nel 2025, il clima di forte incertezza pervade anche gli indicatori congiunturali, che danno segnali misti, tra i quali si coglie una marginale risalita degli ordini dall'interno delle imprese manifatturiere e il PMI tornato finalmente in zona espansiva. Segnali di lenta e parziale ripresa arrivano dal settore *automotive*, comparto chiave della manifattura italiana, che mostra un'inversione di tendenza (al rialzo) della produzione da inizio 2025, pur insufficiente a colmare il crollo del biennio precedente. Nello scenario del CSC, elaborato in termini di valore aggiunto, l'industria è prevista recuperare nel 2025 (+1,0%), ma rallentare il prossimo anno (+0,4%), quando si esauriranno gli effetti degli incentivi agli investimenti e si attenuerà l'impatto positivo dei minori tassi.

Nella prima metà del 2025, il valore aggiunto totale in Italia è cresciuto grazie soprattutto al buon andamento delle **costruzioni**. Infatti, quelle di tipo abitativo, che avevano risentito fortemente nel 2024 della riduzione degli incentivi,

tra la fine dello scorso anno e la prima metà del 2025 hanno registrato un'inversione di tendenza al rialzo. Quelle di tipo non abitativo sono in forte espansione già da due anni e dovrebbero continuare a beneficiare delle risorse del PNRR e di prestiti bancari meno onerosi. Il valore aggiunto complessivo del settore delle costruzioni registrerà un ulteriore miglioramento nella seconda metà di quest'anno, crescendo in media del +3,1% nel 2025, per poi rallentare a +1,4% nel 2026.

Il settore dei **servizi privati**, invece, è rimasto praticamente fermo nella prima metà del 2025. Le informazioni congiunturali più recenti, relative al 3° trimestre, non indicano ancora una ripresa significativa del settore, sebbene le presenze turistiche in Italia siano in aumento del +4,6% annuo a luglio e la fiducia delle imprese operanti nei servizi si sia rafforzata. Il valore aggiunto dei servizi, perciò, dovrebbe mantenere un passo lento di crescita nella seconda metà del 2025 e a inizio 2026, per poi acquisire slancio nella seconda metà del prossimo anno, grazie alla minore incertezza e quindi alla minore propensione al risparmio, all'effetto ritardato dell'aumento del reddito disponibile reale e ai tassi più favorevoli sul credito al consumo. Nello scenario CSC, il valore aggiunto del settore crescerebbe in misura marginale nel 2025 e in modo più robusto nel 2026 (+0,6%).

Nel 2025 **l'occupazione** continua a crescere più del PIL (+0,9% le ULA, già largamente acquisito al 2° trimestre), ma rallenterà nel 2026 (+0,5%), favorendo un primo recupero della produttività del lavoro. L'industria in senso stretto, dopo un fenomeno di "occupazione senza crescita" durante la crisi energetica e fino alla prima metà del 2025, è il settore dove la produttività del lavoro risulta più compressa (-4,7% il valore aggiunto per ora lavorata nel 2° trimestre 2025 rispetto al 4° 2019). Nelle previsioni del Centro Studi Confindustria, il debole avanzamento dell'attività industriale atteso nella seconda parte dell'anno sarà tuttavia accompagnato da una sostanziale stabilità dell'input di lavoro, che crescerà a ritmo più moderato del valore aggiunto anche nel 2026. Il comparto edile, in netta contrapposizione rispetto a quello industriale, si contraddistingue per ampi guadagni di produttività del lavoro rispetto al pre-pandemia, previsti rimanere su livelli elevati nello scenario previsivo.

La prolungata e ampia ripresa occupazionale post-pandemia ha ridotto il **tasso di disoccupazione** dal 10,2% di aprile 2021 al 5,9% di luglio 2025, minimo dal 2007; il tasso è atteso al 6,0% in media nel 2025 e al 5,8% nel 2026.

La dinamica delle **retribuzioni** di fatto pro-capite nell'intera economia italiana ha accelerato al +2,9% nel 2024 (dal +1,8% nel 2023) e al +3,1% nel 1° semestre 2025, ritmo su cui è prevista rimanere in media quest'anno (+3,2%), per decelerare solo lievemente l'anno prossimo (+2,7%). Grazie a una dinamica retributiva che rimarrà sopra all'inflazione, proseguirà il lento recupero delle retribuzioni reali, che avanzeranno del +2,3% cumulato nel biennio 2025-2026. La risalita è iniziata già nel corso del 2023, trainata dal settore privato, dove le retribuzioni reali per ULA nel 2° trimestre 2025 hanno recuperato quasi il 40% dell'ampia perdita di potere di acquisto generata dalla crisi energetica (-5,3% sul 1° 2021, da un minimo di -8,5% nel 4° 2022). Nel settore pubblico, che vale circa un quarto del monte retributivo totale, le retribuzioni reali pro-capite sono scese ancora di più con l'impennata dei prezzi nel 2022 e si attestavano a primavera 2025 su un livello ancora di 9,4 punti percentuali inferiore a quello di partenza.

L'inflazione in Italia è abbastanza stabile, grazie alla flessione dei prezzi energetici che sta compensando l'accelerazione dei prezzi alimentari. In prospettiva, è attesa rimanere intorno ai valori correnti, in media al +1,8% sia quest'anno che nel 2026, ovvero sui livelli su cui si è assestata di recente la *core inflation*. Questo scenario favorevole è basato su prezzi dell'energia in Europa che proseguono la fase di calo, pur restando ancora elevati, e su un cambio fermo,

che implica apprezzamento dell'euro sul dollaro. Come risultato dell'andamento moderato dei prezzi di vendita e del rialzo dei costi, nella manifattura il *mark-up* delle imprese ha registrato dal 2024 una fase di forte erosione e solo nel 2025 si va stabilizzando. Persiste il differenziale di inflazione con l'Eurozona: nell'Area è più alta rispetto all'Italia di +0,5 punti percentuali; questo differenziale nasce sui prezzi dei servizi e dei beni industriali, per i quali l'inflazione europea è stabilmente superiore. Perciò, in termini di inflazione italiana, il taglio dei tassi di interesse potrebbe essere più profondo.

Il canale del credito è ripartito, con la dinamica annua dei **prestiti bancari** alle imprese italiane tornata finalmente in territorio positivo negli ultimi mesi (+0,7% a luglio 2025). Ciò grazie alla rapida fase di tagli dei tassi BCE, conclusa a giugno 2025, che ha indotto un allentamento dell'offerta di credito, sotto forma di una riduzione dei tassi pagati dalle imprese: il costo del credito ha incorporato interamente i tagli, con il tasso sulle nuove operazioni al 3,50%, da un picco di 5,59% a novembre 2023, un calo complessivo di oltre 2,0 punti. Questi minori tassi hanno consentito anche la risalita della domanda di credito da parte delle imprese, in particolare delle richieste di credito per finanziare gli investimenti fissi. Nell'orizzonte previsivo, i tassi di interesse sono attesi fermarsi ai livelli correnti, che sono "neutrali", cioè non più alti come nel 2024, ma nemmeno bassi in prospettiva storica. Perciò, alcune imprese possono ancora incontrare difficoltà in termini di oneri del debito elevati, anche se la dinamica annua dei prestiti alle imprese è attesa irrobustirsi, sostenendo gli investimenti.

Nello scenario del CSC, il **deficit pubblico** è in calo, sotto la soglia UE del 3,0% del PIL nel 2026, creando le condizioni per l'uscita dalla procedura per disavanzo eccessivo. Il debito, però, continua a salire, a causa della spesa per interessi e degli ulteriori effetti contabili del Superbonus.

5. La crescita anemica del PIL attesa quest'anno e il prossimo rende necessario **muovere l'Italia**, intervenendo con le leve più efficaci a disposizione, anche sbloccando la ricchezza finanziaria dal parcheggio in depositi bancari improduttivi. All'impatto molto positivo del PNRR, che è già all'opera ma che si concluderà nei primi mesi del prossimo anno, va affiancata una manovra di bilancio che sapientemente prosegua sulla strada dello stimolo agli investimenti produttivi. Gli investimenti sono necessari per rilanciare la crescita del Paese e gli incentivi possono funzionare efficacemente per stimolarli, anche nel Mezzogiorno, come si è visto negli ultimi anni.

L'implementazione del PNRR, che include investimenti pubblici, riforme, incentivi, avrà un impatto molto positivo sulla crescita del PIL nel biennio di previsione: tra 2025 e 2026 le risorse programmate ammontano a circa 130 miliardi. L'ipotesi dello scenario CSC è che venga spesa la metà delle risorse disponibili, circa 65 miliardi; sono inclusi circa 11 miliardi, pari alla metà delle risorse non spese nel 2024, che slittano al 2026. Secondo una simulazione del CSC, l'effetto positivo del PNRR sul PIL è stimato in un +0,8% nel 2025 e un +0,6% nel 2026, rispetto alla variazione nello scenario base (+1,4% cumulato nei due anni). Questo significa che la dinamica del PIL italiano in assenza di PNRR sarebbe di -0,3% nel 2025 e di +0,1% nel 2026 (-0,2% nel biennio): non ci sarebbe crescita, ma una stagnazione.

Le analisi di valutazione ex-post dicono che gli **incentivi agli investimenti** in beni strumentali 4.0 hanno contribuito all'impennata degli investimenti osservata di recente in Italia. Questa risalita, tuttavia, non è ancora sufficiente al ripristino del capitale netto sui livelli pre-crisi finanziaria del 2008. Investimenti in beni materiali e immateriali a elevato contenuto tecnologico e digitale sono essenziali, dato l'ampio gap che ancora il nostro Paese sconta nelle tecnologie avanzate: la propensione a investire in questi asset è cresciuta in Italia, ma rimane inferiore rispetto a quella in altre economie avanzate. Gli incentivi fiscali agli investimenti

4.0 si concluderanno in larga parte alla fine del 2025: è necessario tornare a disegnare incentivi che siano potenzialmente in grado di far fare il salto necessario all'Italia. Sulla base delle esistenti analisi di valutazione ex-post si stima che, gli incentivi previsti dal Piano Transizione 4.0 erogati tra il 2020 e il 2022 abbiano innalzato il tasso di investimento: più che raddoppiato per le micro-imprese, quasi raddoppiato per le piccole, cresciuto di circa il 35-45% per le medie, del 20-25% per le grandi. Calcoli del CSC indicano che il credito di imposta su investimenti in beni materiali 4.0 nel triennio 2020-2022, stimolando investimenti "aggiuntivi", ha consentito allo Stato un importante recupero di gettito: la misura, costata 20,3 miliardi, si è ripagata da sola per quasi la metà della spesa (48,6%). Considerando tutte le principali misure di agevolazione fiscale su beni strumentali (al netto dei mezzi di trasporto) e prodotti di proprietà intellettuale (non solo 4.0), tra il 2016 e il 2024 si sarebbero ripagate per circa un quarto (23,5%) delle risorse pubbliche spese (74,6 miliardi).

Un ruolo cruciale per accelerare gli investimenti può avere la **ricchezza finanziaria** delle famiglie italiane. Questa ricchezza sta crescendo rapidamente e ha raggiunto valori enormi, pari a oltre 6.000 miliardi di euro nel 2024, alimentata in primo luogo dagli elevati risparmi degli ultimi anni. In particolare, i depositi bancari di famiglie in Italia sono arrivati a oltre 1.500 miliardi, circa un quarto del totale. Mobilitare una parte, anche piccola, della ricchezza totale delle famiglie italiane potrebbe liberare ingenti risorse per finanziare nuovi investimenti produttivi nel Paese: per esempio, spostare appena un 1,0% dai depositi verso obbligazioni e azioni emesse da aziende italiane, potrebbe tradursi nel finanziamento di 15 miliardi di nuovi investimenti. Per questo, servono misure di policy ben costruite, che inducano le famiglie e i grandi intermediari finanziari (come i fondi pensione, le società di assicurazione, i fondi comuni) a muovere risorse verso strumenti emessi dalle nostre imprese. Da sottolineare che tali risorse potrebbero essere utilmente impiegate anche per finanziare infrastrutture di interesse nazionale, investimenti in sanità e in istruzione, creando un contesto più favorevole alla crescita.

Dopo decenni di divergenza rispetto al Centro Nord, dal 2020 la crescita del PIL nelle **regioni meridionali** ha superato quella del resto del Paese: tra il 2020 e il 2023, +7,1% cumulato, più del Nord (+5,1%) e del Centro (+2,8%). Senza il Mezzogiorno, la crescita sarebbe stata più bassa di mezzo punto cumulato in tale periodo. Dal pre-pandemia al 2024, oltre il 40% dell'aumento degli occupati in Italia si è concentrato nel Sud: 355mila, su 823mila. L'export del Mezzogiorno è cresciuto dal 2019 al 2024 di circa il 30% e dal 2022 ha superato la dinamica di quello del Centro Nord. Tutto ciò si deve a vari fattori. Primo, la maggior crescita degli investimenti al Sud, anche grazie al contributo del credito d'imposta ZES per i beni strumentali e nonostante l'orizzonte annuale di finanziamento che rimane un importante elemento di debolezza. Secondo, un contributo molto positivo viene dal PNRR: 60,7 miliardi dedicati al Mezzogiorno, dove sono localizzati 108mila progetti su 298mila (36%); per ottimizzarne l'impatto, è importante risolvere i problemi strutturali dell'area, come una minore velocità di pagamento e i ritardi nella realizzazione delle opere. Terzo, un contributo cruciale viene dalla ZES Unica per il Sud, operativa da agosto 2024, un fattore abilitante per gli investimenti privati che ha consentito importanti semplificazioni: risultano già circa 800 Autorizzazioni Uniche; importante anche lo strumento "Decontribuzione Sud", che è in attesa di essere rinnovato. Infine, la politica di coesione (nazionale ed europea) rimane uno strumento fondamentale per il Mezzogiorno, anche se è necessario rafforzare la capacità amministrativa di vari territori. Sommando al PNRR le risorse dei Fondi SIE, che assegnano al Sud 48 miliardi, e quelle del FSC che apportano 47 miliardi, si arriva a un totale di circa 177 miliardi su un orizzonte pluriennale.

LE PREVISIONI PER L'ECONOMIA ITALIANA

1. Il PIL

1.1 Prodotto Interno Lordo in aggregato

Contesto internazionale complesso, crescita indebolita Nello scenario CSC, il PIL italiano nel 2025 è atteso crescere del +0,5%. Questa crescita è già sostanzialmente acquisita (la variazione che si avrebbe nel 2025 se nei prossimi due trimestri la crescita fosse nulla): +0,4%, depurando il dato annuale dell'effetto stimato della correzione per i giorni lavorativi.

La crescita è attesa risalire debolmente nel 2026, a +0,7%, tornando quindi sui ritmi del 2024 (Tabella 1), quando il PIL era cresciuto grazie a contributi piuttosto diffusi tra le componenti.

Tabella 1
Le previsioni del CSC per l'Italia
(A legislazione vigente, variazioni %)

	2023	2024	2025	2026
€ Prodotto interno lordo	1,0	0,7	0,5	0,7
Consumi delle famiglie residenti	0,6	0,6	0,5	0,7
Consumi collettivi	1,1	1,0	0,3	0,6
Investimenti fissi lordi	10,1	0,5	3,0	1,9
Scorte (contributo)	-2,4	0,0	0,1	0,2
Esportazioni di beni e servizi	-0,2	0,0	0,2	0,1
Importazioni di beni e servizi	-1,9	-0,4	2,1	1,7
Occupazione totale (ULA)	2,7	2,2	0,9	0,5
Occupazione totale (persone)	2,1	1,5	1,0	0,6
Tasso di disoccupazione ¹	7,6	6,5	6,0	5,8
Prezzi al consumo	5,7	1,0	1,8	1,8
Retribuzioni pro-capite	1,8	2,9	3,2	2,7
Indebitamento della PA ²	7,1	3,4	3,1	2,6
Debito della PA ²	133,9	134,8	136,2	136,9

¹ Valori %; ² valori in % del PIL.

ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Istat, Banca d'Italia.

La lieve revisione al ribasso della previsione sulla crescita del PIL nel 2025 è ascrivibile, in particolare, all'inatteso calo del prodotto osservato nel 2° trimestre¹.

Scenario molto complesso Il quadro macroeconomico che fa da sfondo a questo scenario presenta alcuni elementi di novità, prevalentemente di tono negativo. In particolare:

- La ripresa del commercio internazionale (si veda il par. 8) è stata più dinamica di quanto ci si attendesse ad aprile, ma quasi esclusivamente per l'effetto temporaneo del *frontloading*, cioè l'export di beni anticipato per evitare l'impatto dei dazi americani, che potrebbe indurre un rallentamento nella seconda metà di quest'anno e nel 2026. La crescita del commercio,

¹ I dati utilizzati in questo Rapporto sono quelli disponibili alla data del 30 settembre 2025, quindi includono l'aggiornamento dei dati di CN annuali del 22 settembre, ma non i dati di CN trimestrali attesi per il 3 ottobre.

quindi, è prevista più robusta nel 2025, seguita però da un forte rallentamento l'anno prossimo.

- b. L'incertezza generata dalle trattative commerciali e dagli effetti annuncio relativi alla possibile introduzione di nuovi dazi ha toccato un picco tra aprile e maggio. Nei mesi immediatamente successivi si è attestata su livelli comparabili o superiori a quelli osservati durante la pandemia (l'*E-PU index* globale² è aumentato del 6,3% a luglio e del 102,7% da agosto 2024) e sembra destinata a rimanere su livelli molto elevati in prospettiva storica nella seconda metà del 2025. La fiducia degli operatori economici in Italia, attualmente penalizzata dall'incertezza, dovrebbe via via stabilizzarsi.
- c. La svalutazione del dollaro, generata dalle aspettative di inflazione e di frenata economica negli USA (dovute ai dazi) e anche dal disallineamento delle politiche monetarie adottate da FED e BCE, ha ridotto la competitività delle merci domestiche italiane ed europee. Si ipotizza che il cambio resti sui valori correnti entro la fine del 2026.
- d. Il nuovo aumento della propensione al risparmio all'inizio del 2025, a causa dell'incertezza, ha frenato molto i consumi nonostante il proseguimento della risalita del reddito disponibile reale delle famiglie. Ci si attende, che essa si riduca lentamente nel 2026, dato il progressivo diradarsi dell'incertezza. Il reddito disponibile (in rallentamento) dovrebbe continuare a dare un contributo positivo alla dinamica dei consumi, ma moderato e minore di quanto atteso nel rapporto di aprile.

In positivo agiranno alcuni fattori:

- 1. Il livello raggiunto dai tassi ufficiali nell'Eurozona, scesi molto rispetto al picco nel 2024 (si veda il par. 7). Le conseguenze positive sulle scelte di consumo delle famiglie e di investimento delle imprese finora si sono viste solo in parte, probabilmente anche perché le attese di ulteriori tagli hanno indotto gli operatori economici a posticipare la loro spesa. La politica monetaria potrà esplicare pienamente i suoi effetti nella seconda metà del 2025 e le ricadute positive sull'economia dovrebbero persistere, in modo decrescente, nel 2026. In particolare, il credito al consumo e quello alle imprese verranno favoriti dal miglioramento delle condizioni di accesso, irrobustendo il flusso di credito e la capacità di finanziare consumi e investimenti. Nonostante non sembra sia nelle intenzioni della Banca Centrale Europea, ulteriori tagli dei tassi sarebbero auspicabili, viste le attese di inflazione in calo e la svalutazione del dollaro rispetto all'euro che riduce il prezzo delle commodity importate. Agevolerebbe la risalita dell'economia europea e attenuerebbe l'apprezzamento dell'euro sul dollaro.
- 2. Il calo degli investimenti in costruzioni di tipo abitativo, atteso per la fine dei bonus più generosi, è attutito dalla natura di "bene rifugio" delle abitazioni, in un contesto di elevata incertezza (e di contenuti rendimenti sui titoli di Stato), che continua a stimolare la spesa per ristrutturazioni edilizie.
- 3. L'implementazione del PNRR (che include investimenti pubblici, riforme, incentivi) appare decisiva, nel biennio, a supporto della crescita. L'ipotesi dello scenario CSC è che, tra il 2025 e il 2026, venga spesa la metà delle risorse in dotazione, pari a 130 miliardi di euro (che includono gli oltre 20 miliardi non spesi nel 2024). La stima di spesa effettiva incorporata in queste previsioni si attesta così sui 65 miliardi nel biennio. Le risorse del

² L'*EPU Index* è un indice di incertezza di politica economica (Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016), *The Quarterly Journal of Economics*), basato sull'analisi testuale di una selezione di articoli di giornale. Il *Global EPU Index* (Davis, S. J. (2016), *NBER*, n. w22740) ne rappresenta la versione mondiale.

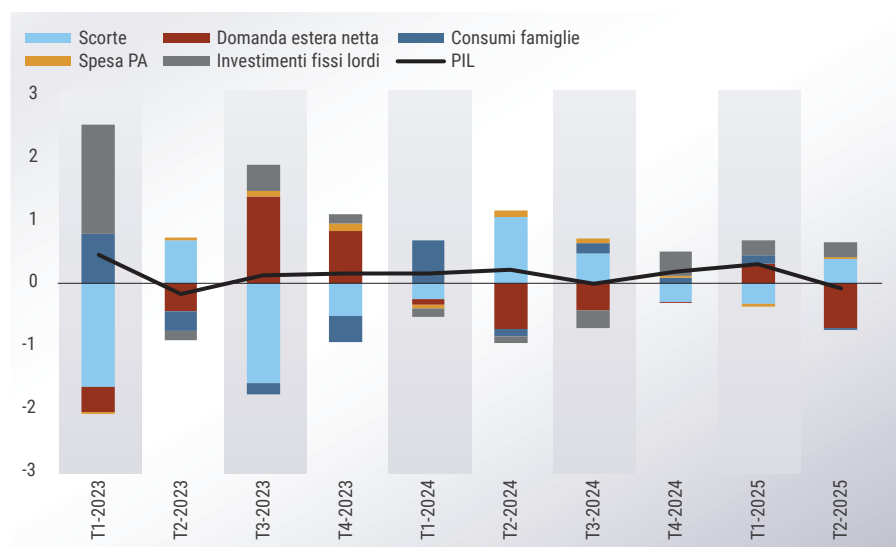
Piano daranno un importante contributo, in particolare, alla dinamica degli investimenti in costruzioni (ma anche a quelli in impianti e macchinari). Secondo una simulazione del CSC, l'effetto positivo del PNRR sul PIL è stimato in 0,8 punti percentuali aggiuntivi nel 2025 e +0,6 p.p. nel 2026. La dinamica del PIL in assenza di PNRR sarebbe quindi negativa nel 2025 (-0,3%) e quasi stagnante nel 2026 (+0,1%).

4. Ci si attende, inoltre, una ripresa nell'orizzonte di previsione degli investimenti in impianti e macchinari: il Piano Transizione 5.0 (che rientra tra le misure del PNRR), poco efficace nel 2024, sembra stia incidendo un po' più positivamente nel 2025 sebbene le risorse utilizzate, alla fine, arriveranno a fatica a un terzo di quelle inizialmente programmate.
5. A favore agisce anche la riduzione dei prezzi dell'energia, enfatizzata dal dollaro debole per quanto riguarda il petrolio (che è quotato in dollari); meno il gas che rimane comunque su prezzi storicamente elevati e, in ogni caso, superiori a quelli registrati negli altri paesi europei e in gran parte dei competitor extra europei.

Rallenta il PIL nel 2° trimestre, si conferma la crescita acquisita Nel 2° trimestre 2025, il PIL italiano è diminuito dello 0,1%. Sulla dinamica dell'economia italiana tra aprile e giugno (Grafico 1) hanno pesato il contributo nullo dei consumi (sia delle famiglie, sia della PA) e quello negativo (-0,7%) della domanda estera netta, risultante da un rallentamento delle importazioni e da un forte calo delle esportazioni. Al contrario, è stato positivo il contributo degli investimenti fissi lordi (+0,2%, +1,0% la variazione, da +1,1% nel 1° trimestre) e della variazione delle scorte (+0,4%).

Grafico 1
Negli ultimi 3 trimestri incidono positivamente gli investimenti

(Italia, dati trimestrali, var. % e contributi alla var. %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Il buon andamento degli investimenti nel 2° trimestre è attribuibile a quelli in costruzioni (+0,7% da +1,7%), grazie alla spinta sia degli investimenti in fabbricati non residenziali (+0,7% da +1,8%) che in abitazioni (+0,6% da +1,7%). Bene anche quelli nei prodotti di proprietà intellettuale (+0,1%) e quelli in impianti e macchinari (+2,1% da -0,2%, di cui i mezzi di trasporto +2,5% da +2,3%).

L'inerzia statistica con cui il PIL entra nella seconda metà del 2025 è sostenuta dai consumi (+0,4% la variazione acquisita, di cui +0,4% la spesa delle famiglie, +0,4% quella della PA) e dagli investimenti (+2,3% acquisito, di cui +2,6% le

costruzioni, +2,0% gli impianti e macchinari, +2,4% i prodotti di proprietà intellettuale). Viceversa, la domanda estera netta agisce negativamente.

Nel 3° trimestre del 2025, gli indicatori congiunturali sull'attività economica e sulla fiducia di imprese e famiglie fotografano una fase caratterizzata da un debole rafforzamento. L'indice PMI composito a luglio ed agosto si è consolidato al di sopra della soglia di espansione, anche se su valori inferiori rispetto alla media del 2° trimestre. L'indicatore *Ita-coin*³ è ridiventato espansivo dopo 14 mesi consecutivi in negativo. Il credito alle imprese è tornato a crescere (si veda il par. 5), sostenendo gli investimenti.

Prospettive di lento miglioramento In tale scenario del CSC, la dinamica del PIL italiano nel 2025 sarà sostenuta prevalentemente da investimenti fissi lordi (contributo di +0,7%), consumi delle famiglie (contributo di +0,3%), in misura minore dalla variazione delle scorte (+0,1%). Invece, contribuiranno negativamente le esportazioni nette (-0,5%, risultante da +0,1 delle esportazioni e da un -0,6% delle importazioni). Sarà nullo l'apporto dei consumi collettivi.

Nel 2026, gli elementi trainanti del prodotto interno saranno ancora gli investimenti (contributo di +0,4%) e i consumi delle famiglie (+0,4%), insieme alla variazione delle scorte (+0,2%), mentre sarà quasi nullo l'apporto dei consumi collettivi (+0%). Ed è atteso di nuovo negativo il contributo delle esportazioni nette (-0,5%, di cui +0% le esportazioni di beni e servizi e -0,5% dovuto all'aumento delle importazioni).

I rischi della previsione Nell'attuale contesto, lo scenario previsivo presenta in prevalenza rischi al ribasso con l'unica eccezione di una spesa delle risorse del PNRR più elevata di quanto incorporato nello scenario. I principali rischi sono:

- a. Lo scenario di previsione incorpora l'ipotesi di una graduale diminuzione dell'instabilità generata da ritorsioni tariffarie tra le principali economie mondiali, a partire dalla seconda metà del 2025, senza includere l'effetto di ulteriori dazi. Il proseguimento di annunci di ulteriori dazi, eventualmente seguiti da sospensioni, come anche la minaccia di ulteriori barriere commerciali (per ragioni geopolitiche) in altri mercati avrebbe come conseguenza quella di rendere strutturalmente elevata l'incertezza. Con effetti negativi molto simili, anche se meno dirompenti, a quelli derivanti dalla stretta protezionistica vera e propria.
- b. Il grande ammontare di risorse del PNRR programmate per il 2025-2026 rende molto sfidante anche l'obiettivo sotteso allo scenario di previsione di una spesa pari alla metà di quella programmata. Qualora la spesa effettiva fosse inferiore a quella ipotizzata, si avrebbe meno spinta sugli investimenti e in generale sul PIL.
- c. Le più alte attese di inflazione a breve negli USA collegate all'introduzione di dazi, unitamente al peggioramento delle prospettive sulla crescita americana, hanno indotto una forte svalutazione del dollaro, che in questo scenario viene ipotizzato costante fino al 2026. Un ulteriore rafforzamento dell'euro, invece, potrebbe accentuare la perdita di competitività delle merci europee ed italiane.
- d. Le politiche monetarie della FED e della BCE, divergenti nella prima parte del 2025, sono previste convergere in parte nell'orizzonte previsivo, man mano che negli USA proseguiranno i tagli appena ripresi. Tuttavia, resta il

³ *Ita-coin* è un indicatore ciclico coincidente dell'economia italiana che fornisce in tempo reale una stima mensile dell'evoluzione tendenziale dell'attività economica. Viene elaborato dalla Banca d'Italia sfruttando l'informazione proveniente da un ampio insieme di variabili, di natura sia quantitativa (produzione industriale, inflazione, vendite al dettaglio, flussi di interscambio, indici azionari) sia qualitativa (fiducia di famiglie e imprese, indicatori PMI).

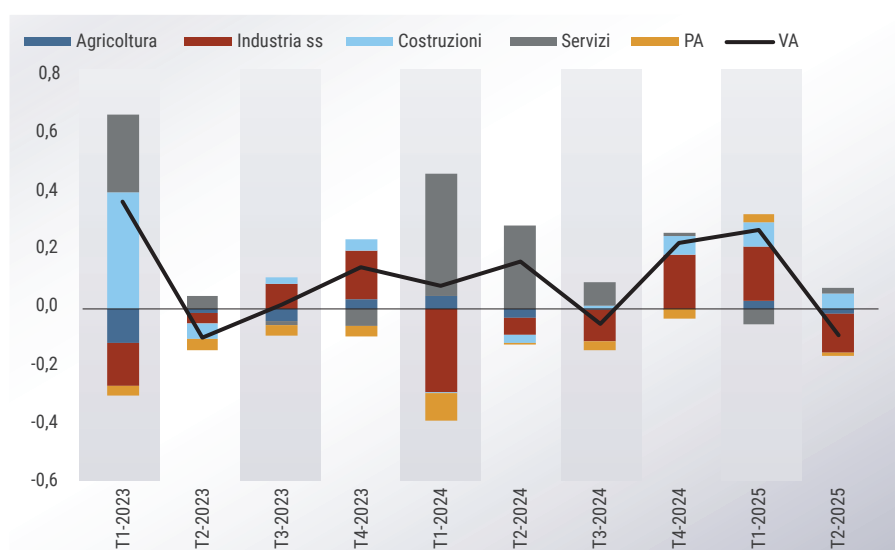
rischio che il taglio complessivo dei tassi FED sia inferiore all'atteso, per i rinnovati timori di inflazione negli USA: questo manterrebbe il freno monetario sulla crescita americana, peggiorando anche lo scenario internazionale per gli scambi dell'Italia.

1.2 PIL dal lato dell'offerta

Valore aggiunto trainato dalle costruzioni Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto, è cresciuto debolmente nella prima metà del 2025 (Grafico 2), grazie al buon andamento delle costruzioni (+0,9% dopo +1,4%), un profilo altalenante ma nel complesso positivo dell'industria in senso stretto (-0,7% da +1,0%) e dell'agricoltura (-0,6% da +1,5%), nonostante i servizi privati e quelli della PA siano rimasti praticamente fermi (rispettivamente +0,0% dopo -0,1% e -0,1% dopo +0,2%).

Grafico 2
Costruzioni e un po' i servizi sostengono il VA nel 2° trimestre

(Italia, dati trimestrali, var. % e contributi alla var. %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

In termini tendenziali, la variazione del valore aggiunto (+0,3% nel 2° trimestre) è supportata principalmente dalle costruzioni (+3,7%) e dall'industria (+0,7%). Positiva anche l'agricoltura (+0,4%) e marginalmente i servizi privati (+0,1%). In calo, invece, i servizi del settore pubblico (-0,2%).

Le informazioni congiunturali più recenti, relative al 3° trimestre, convergono nell'indicare che, in Italia, l'attività manifatturiera stia continuando a recuperare, sebbene a fatica, a differenza di quelle nei servizi e nelle costruzioni.

Per i servizi, in apertura di 3° trimestre il PMI ha segnalato un rallentamento dell'attività su valori debolmente espansivi (51,5 punti da 52,3), il valore più basso da gennaio 2025. Questo nonostante il deciso incremento dei nuovi ordini, cresciuti al ritmo più sostenuto degli ultimi sei mesi, grazie all'acquisizione di nuova clientela e al rafforzamento della domanda interna. Permane, tuttavia, una marcata divergenza tra mercato domestico ed estero: gli ordinativi dall'estero hanno continuato a ridursi, segnando il tredicesimo calo consecutivo, seppure con un'intensità minore.

Il numero di presenze turistiche totali a luglio è stato del 4,6% più alto rispetto a luglio 2024 (di cui +6,5% turisti stranieri, +2,4% italiani). Ciò ha delineato una variazione tendenziale acquisita nel 3° trimestre di +3,9% (di cui +4,7% stranieri, +3,0% italiani), che segue i miglioramenti già osservati nei primi due trimestri (+1,8% nel 2°, +1,3% nel 1°).

Il clima di fiducia delle imprese operanti nei servizi si è indebolito a settembre (95,8 punti da 96,8), ma nel complesso del 3° trimestre è salito del +0,3% da +0,6% nel 2° trimestre. Tale miglioramento è ascrivibile ad una percezione più favorevole dell'andamento generale dell'azienda, degli ordini e della domanda in generale, che però sono previsti in calo nei prossimi mesi a causa di prospettive ritenute fosche sull'economia italiana, che si traduce in una minore prevedibilità dell'andamento futuro degli affari dell'impresa.

Il valore aggiunto dei servizi privati entra nella seconda metà del 2025 ad un passo lento (+0,1% l'acquisito), che dovrebbe essere mantenuto nei prossimi due-tre trimestri, per poi acquisire slancio nella seconda metà del prossimo anno grazie alla minore incertezza (e quindi alla minore propensione al risparmio), all'effetto ritardato del miglioramento del reddito disponibile reale e ai tassi più favorevoli sul credito al consumo. Nello scenario CSC, il valore aggiunto del settore crescerebbe del +0,2% nel 2025 e del +0,6% nel 2026.

Riguardo alle costruzioni, il PMI a luglio e agosto è tornato sotto la soglia di espansione (47,7 punti, da 48,3). Nel 3° trimestre, la fiducia delle imprese operanti nel settore è risultata in calo (-1,3%), prevalentemente per un peggioramento dei giudizi sul portafoglio ordini e/o dei piani di costruzione dell'impresa, mentre la tendenza nei prossimi tre mesi è valutata favorevolmente. La durata di attività assicurata dai lavori in corso o da eseguire nel 2° trimestre ha raggiunto 18 mesi, il livello massimo da quando vengono pubblicate le serie Istat (1985).

Nel 2024, le costruzioni di tipo abitativo hanno risentito fortemente della riduzione degli incentivi, ma tra la fine dell'anno e la prima metà del 2025 si è osservata un'inversione di tendenza (quanto meno in termini di investimenti). Quelle di tipo non abitativo, invece, dovrebbero continuare a beneficiare delle risorse del PNRR e di prestiti bancari meno onerosi. Il valore aggiunto complessivo del settore registrerà un ulteriore miglioramento nella seconda metà dell'anno, crescendo del +3,1% nel 2025, per rallentare a +1,4% nel 2026.

Industria: produzione in modesta risalita L'industria italiana, dopo la buona ripartenza del 1° trimestre 2025 (+0,6% in termini di produzione), ha rallentato nel 2° (+0,2%). Sull'orizzonte mensile la produzione ha avuto un sussulto a gennaio (+2,6%) che però era solo un rimbalzo dopo il crollo di dicembre 2024 (-2,7%). In seguito, si sono alternati mesi in lieve espansione e mesi in contrazione, registrando nel complesso un recupero moderato nella prima metà dell'anno (Grafico 3). A luglio, il risultato di poco positivo (+0,4%), comporta un'inerzia statistica favorevole per il 3° trimestre (+0,3%). Ma resta un'indicazione debole, considerando la volatilità molto elevata che sta caratterizzando i dati mensili. In generale, nei primi sette mesi dell'anno, ha avuto di sicuro qualche effetto positivo sulla produzione sia l'anticipo dell'export verso gli USA che la crescita degli investimenti.

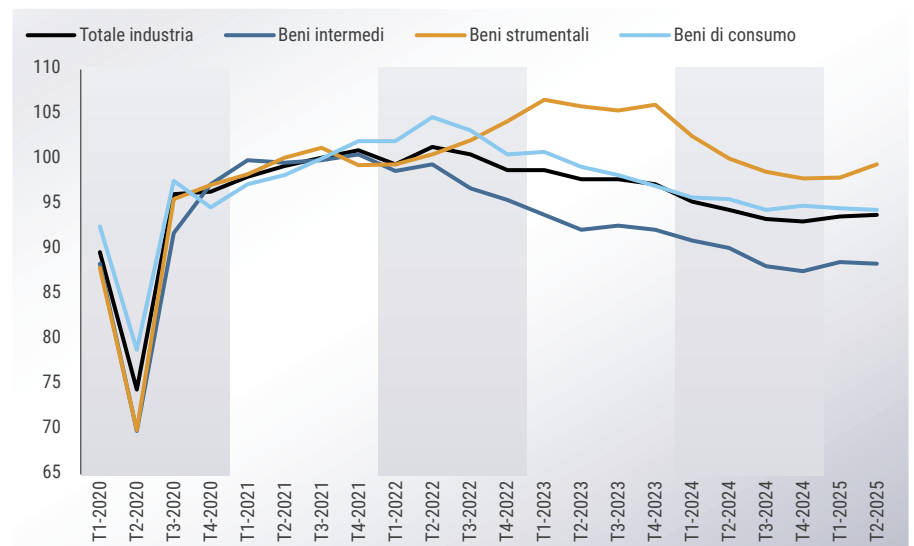
Questi dati recenti appena positivi sulla produzione vengono dopo il forte calo nel 2024 (-4,0%) e nel 2023 (-2,0%), che ha riportato l'industria sotto i livelli pre-pandemia, vanificando il rimbalzo del 2021-2022. Il calo nel 2024 era stato più marcato per i beni strumentali (-5,7%), ma dopo il +4,5% registrato nel 2023. I beni intermedi, invece, hanno registrato una flessione prolungata, sia nel 2024 (-3,6%), che nel 2023 (-5,0%), come anche i beni di consumo (-3,7% e -3,8%).

Nel 2025, il clima di forte incertezza pervade anche gli indicatori qualitativi congiunturali, che danno segnali misti. I giudizi sugli ordini delle imprese manifatturiere sono di intonazione negativa, sia per il mercato estero sia per quello interno, fin dal 2022: dopo il minimo di ottobre 2024 (-28 il saldo delle risposte, per entrambi), gli ordini si sono stabilizzati su livelli poco più alti (Grafico 4). Al momento, questi indicatori confermano la fase di debolezza che sta attraver-

sando il settore industriale italiano, segnalando solo una marginale risalita degli ordini dall'interno (saldo pari a -21 in settembre). Gli ordini dall'estero vanno leggermente peggio (-24), ma si tratta di una divaricazione esigua attribuibile all'effetto dei dazi. Anche i giudizi sulle scorte di prodotti finiti non mostrano forti inversioni di tendenza nell'accumulazione dell'ultimo anno, sebbene si sia registrato un incremento in agosto, invariato a settembre: il saldo passa a 2,7 dal valore di 1,7 rilevato a luglio; dopo il forte aumento negli anni 2022 e 2023, dal 2024 le scorte si sono stabilizzate.

Grafico 3 Produzione industriale: qualche segnale di recupero

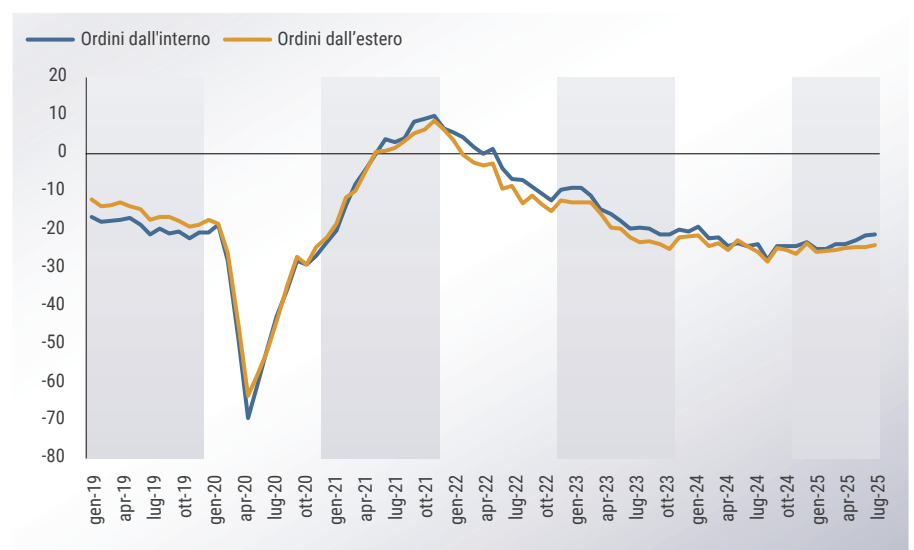
(Italia, indici media 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Grafico 4 Ordini in timida risalita nel 2025

(Manifattura, giudizi delle imprese,
dati destagionalizzati, saldi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Un segnale positivo arriva dal PMI manifatturiero di agosto, tornato finalmente in zona espansiva (50,4). L'indicatore, scivolato sotto la soglia neutrale a maggio 2024, ha toccato un minimo a novembre dello stesso anno (44,5), per poi risalire lentamente. Segnali di ottimismo, a luglio, vengono anche dalle imprese associate a Confindustria intervistate dal CSC per l'Indagine rapida sulla produzione industriale: la quota delle grandi imprese che si attende stabilità della produzione è diminuita sensibilmente (39,6% contro il 67,6% di giugno),

a favore della quota di coloro che prevedono un aumento della produzione (50,4%); è rimasta invece pressoché invariata (10,0%) la quota di imprese che si attende una contrazione dell'attività.

Segnali di lenta e parziale ripresa arrivano dal settore *automotive*, comparto chiave della manifattura italiana: nonostante nel 1° semestre 2025 la produzione auto segni, in media, ancora un profondo calo tendenziale (-18,3% rispetto al 2024), tale flessione è interamente avvenuta lo scorso anno, mentre da inizio 2025 la serie storica mensile mostra chiaramente un'inversione di tendenza al rialzo, pur modesta e del tutto insufficiente a colmare il crollo del 2023-2024.

I dati degli ultimi anni sull'industria italiana hanno evidenziato una forchetta significativa tra l'andamento della produzione (molto negativa nel 2023-2024) e quello del valore aggiunto (in lieve calo nel 2023, stagnante nel 2024). Nello scenario del CSC, elaborato in termini di valore aggiunto, l'industria in senso stretto è prevista recuperare nel 2025 (+1,1%) ma rallentare nel prossimo (+0,4%), quando si esauriranno gli effetti degli incentivi agli investimenti e si stabilizzerà l'impatto positivo della politica monetaria non più restrittiva nell'Eurozona. Per quanto riguarda la produzione industriale, ci si attende che rimarrà quasi piatta nel 2025, per poi recuperare moderatamente nel 2026, a parziale chiusura della forbice con il valore aggiunto.

2. Le componenti del PIL dal lato della domanda

2.1 Consumi e Investimenti

Consumi delle famiglie frenati La spesa delle famiglie residenti in Italia, per beni e servizi, risalita nel 2024 per la seconda volta sui livelli pre-pandemia (la prima volta nel 2022, prima dell'impatto dello shock energetico), ha rallentato nella prima metà del 2025.

I consumi hanno registrato un +0,2% nel 1° del 2025, seguito da una variazione nulla nel 2° trimestre. Questo andamento determina una variazione acquisita di +0,4% per il 2025.

Nello scenario previsivo del CSC i consumi sono attesi arrivare a un +0,5% nel 2025 e a un +0,7% nel 2026. Agisce negativamente l'alta propensione al risparmio che frena l'effetto positivo dell'espansione del reddito disponibile totale delle famiglie; il calo limitato del risparmio il prossimo anno lascia, invece, un po' di spazio all'espansione dei consumi.

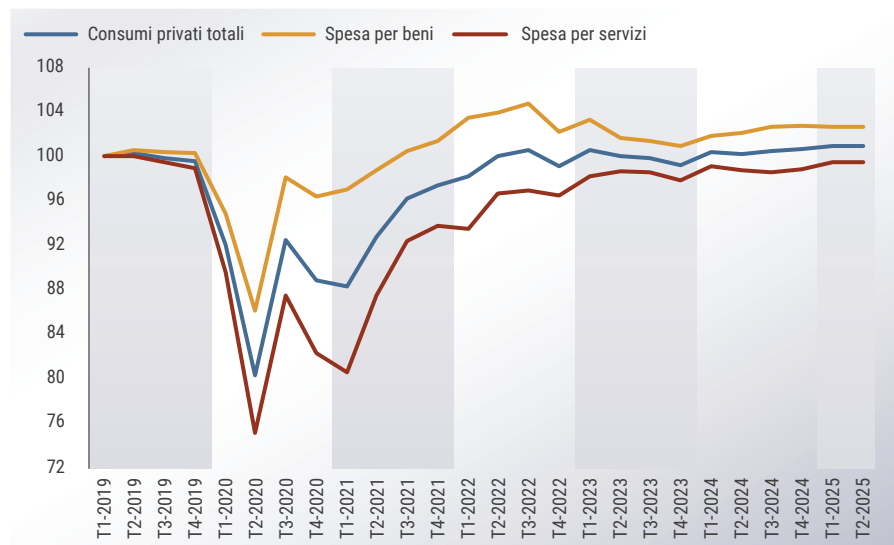
Beni e servizi fermi nel 2° trimestre La spesa per consumi sul territorio italiano (che è l'aggregato per il quale è disponibile il dettaglio per beni e servizi) segna una crescita acquisita nel 2025 marginalmente più alta di quella delle famiglie residenti (+0,5%, Grafico 5). Il profilo trimestrale è molto simile, con un +0,3% nel 1° e una variazione pari a zero nel 2°.

La domanda di beni, in lieve contrazione nel 1° trimestre (-0,1%), si è fermata nel 2°, registrando quindi una variazione acquisita per il 2025 pari ad appena il +0,3%. Nel dettaglio, vanno peggio i beni durevoli, crollati nel 1° trimestre e in lieve recupero nel 2°, con un'inerzia statistica negativa (-0,7%). Compensata dai beni semidurevoli, che viceversa alternano un primo trimestre positivo a un secondo in contrazione, e registrano un acquisito molto positivo (+1,6%). Mentre sono quasi fermi i beni non durevoli (la parte maggiore dei consumi di beni) nella prima metà dell'anno (+0,2% acquisito).

La spesa per servizi, cresciuta a ritmi moderati (+0,6% nel 1° trimestre e zero nel 2°), conferma il recupero del gap in termini di livelli rispetto alla domanda

di beni, già registrato nel 2023-2024: 52,7% la quota dei servizi sul totale dei consumi nel 2° 2025, quasi tornata ai valori del 2019 (53,1% nel 4°). In termini di crescita acquisita nel 2025, i servizi vanno leggermente meglio dei beni (+0,6%).

Grafico 5
Consumi di beni e servizi quasi piatti
(Famiglie, volume, dati trimestrali, indice T1 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Le variazioni tendenziali confermano il rallentamento dei consumi di beni nel 2025 (+0,6% nel 2° trimestre). Analizzando la scomposizione dei beni consumati, il quadro è eterogeneo come già evidente dalle variazioni congiunturali: i beni durevoli mostrano una contrazione (-0,1% nel 2°); i semidurevoli una tendenza espansiva ma in rallentamento (+1,2%); i beni non durevoli procedono a passo moderato, ma in irrobustimento (+0,6%). Di poco più alta la crescita tendenziale dei consumi di servizi (+0,7% nel 2°).

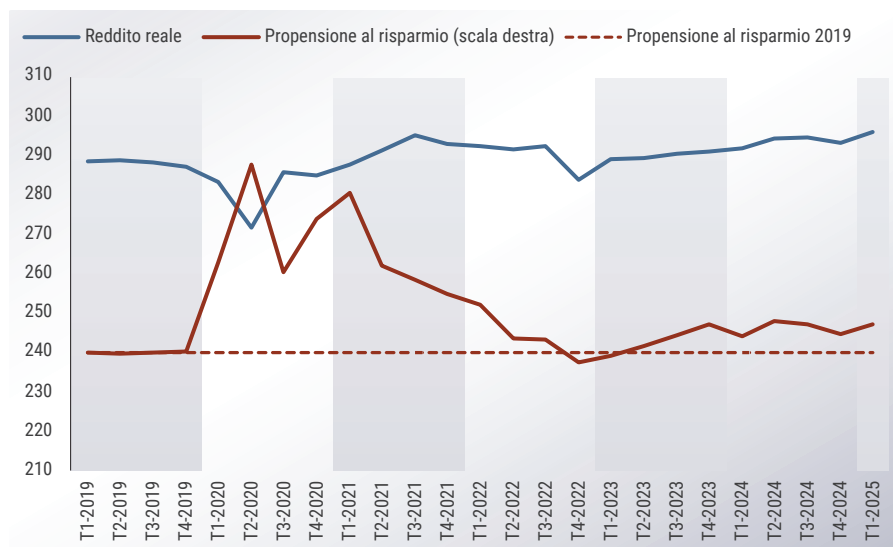
Le vendite al dettaglio (solo beni, escluse le automobili) contribuiscono a dare il quadro della frenata dei consumi nel 2025. Le vendite totali in volume segnano una contrazione nei primi sei mesi (-0,5% in media), con i beni alimentari che fanno un po' meglio dei non alimentari (rispettivamente -0,4% e -0,6%). Il dato di luglio (-0,2%) determina una variazione acquisita nulla per le vendite totali nel 3° trimestre; il contributo dei beni alimentari è negativo (-0,9%), mentre quello dei beni non alimentari è positivo (+0,3%), con valori acquisiti nel 3° pari a -0,4% e +0,3%.

Il risparmio risale e frena la spinta del reddito Il reddito disponibile delle famiglie, corretto per l'inflazione, ha chiuso il 2024 con un trimestre in flessione (-0,5%), per poi risalire già nel 1° trimestre del 2025 (+0,9%, Grafico 6). Con tale variazione positiva, per l'anno in corso si registra un'inerzia statistica del +0,8%, che rappresenta un potenziale motore per i consumi delle famiglie. I due fattori principali che sostengono il potere d'acquisto sono: la dinamica ormai normalizzata dell'inflazione, che in Italia resta sotto la soglia del +2,0% annuo, tra le tre più basse nell'Eurozona; la crescita dell'occupazione nel 2025 (accompagnata dalla riduzione dei disoccupati).

La propensione al risparmio, però, dopo un lieve calo nel 4° trimestre 2024 (all'8,7%), è risalita nel 1° trimestre 2025, toccando un valore pari a 9,3%, superiore alla media del 2024 (9,0%) e a quella di lungo periodo, intorno al 7%. L'attuale scenario internazionale ed europeo è ormai caratterizzato da un livello di incertezza stabilmente più alto. Questa nuova condizione di "imprevedibilità" sta probabilmente persuadendo le famiglie a essere più caute nei consumi,

aggiungendo in maniera strutturale una componente “precauzionale” ai loro risparmi (quasi 2,0 punti oltre il 7,5% del 2019). Il maggior risparmio a inizio 2025, nonostante la crescita del potere d’acquisto degli italiani, frena la domanda delle famiglie, così come ha fatto l’anno scorso.

Grafico 6
Cresce il reddito, ma anche la quota di risparmio
(Italia, famiglie, miliardi di euro e quote % di reddito)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Domanda appesantita da vari fattori Nello scenario CSC, la maggiore propensione al risparmio delle famiglie frenerà la crescita dei consumi nell’intero 2025 e un po’ meno nel 2026, dato che si assume che l’incertezza rientri solo moderatamente il prossimo anno. Le famiglie, dunque, mostrano abitudini di consumo e risparmio più caute, specie quest’anno, dati gli elevati rischi dello scenario.

Ma anche altri fattori rallentano la spesa in volume. Nonostante un’inflazione tornata in linea con l’obiettivo BCE, i consumatori fanno ancora i conti con i rincari degli ultimi anni, visto che il livello dei prezzi è rimasto più alto in modo permanente (si veda il par. 4.2). Inoltre, ha frenato molto la spinta ai consumi che veniva dal recupero dei salari reali pro-capite (si veda il par. 4.1).

Gli investimenti delle famiglie restano su livelli alti Un altro cambiamento nelle abitudini delle famiglie italiane è l’alta propensione ad investire. Il tasso di investimento (che si riferisce in larga parte a spese in conto capitale per le abitazioni, cioè a ristrutturazioni edilizie) è sceso appena nel 4° trimestre 2024 all’8,9% ed è rimasto invariato nel 1° trimestre 2025. Il livello attuale, di poco inferiore alla media del 2024 (9,3%), indica una persistenza oltre le attese di tali investimenti. Spinta dal Superbonus edilizio al 110%, la quota di investimento delle famiglie italiane aveva toccato il massimo nel 2023 (10,3% in media), con un picco nel 3° trimestre che le recenti revisioni di contabilità nazionale attestano a 10,4%. Ormai, quindi, sono molti anni che il tasso di investimento è decisamente più alto della media pre-pandemica (5,3% nel 2019), oggi anche senza Superbonus.

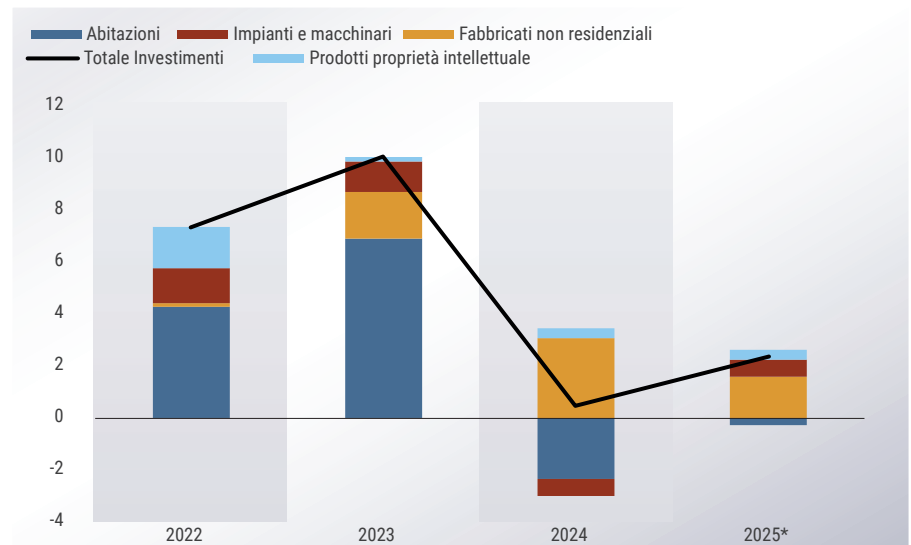
I motivi sono diversi. Negli anni degli incentivi più elevati, le famiglie italiane hanno familiarizzato con lo strumento fiscale delle detrazioni e ora fanno più volentieri ricorso agli incentivi governativi sulle ristrutturazioni edilizie, rispetto al passato. Gli interventi di ristrutturazione orientati all’efficienza energetica, oltre a ridurre le spese annuali di riscaldamento, contribuiscono a consolidare il valore del patrimonio immobiliare delle famiglie. Nel clima recente di incertezza anomala, la casa è divenuta ancor più il “bene rifugio” per eccellenza

rispetto a quanto già fosse in passato, in cui riversare le risorse disponibili, specie per le famiglie a redditi medio-alti. Il boom degli affitti brevi (turistici, specie nelle grandi città) incentiva l'investimento in ristrutturazioni di seconde case. Dunque, la quota di investimento delle famiglie sembra destinata a restare elevata nell'orizzonte previsivo.

Investimenti totali in crescita La dinamica degli investimenti fissi lordi in Italia, dopo il forte rallentamento registrato nel corso del 2024 (+0,5% in media d'anno, dal +10,1% nel 2023), è tornata a rafforzarsi dall'ultimo quarto dell'anno scorso. L'avanzamento congiunturale positivo nei primi due trimestri del 2025 (+1,1% e +1,0% rispettivamente) lascia in eredità una variazione acquisita pari a +2,4% (Grafico 7).

Grafico 7 Investimenti: buona la variazione acquisita del 2025

(Italia, dati annuali, var. %
e contributi alla crescita)



* Variazione acquisita al 2° trimestre.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Gli investimenti sono attesi rimanere in espansione anche nella seconda parte di quest'anno (+3,0% in media d'anno) e rallentare l'anno prossimo (+1,9%). Ci si attende infatti che l'effetto del taglio dei tassi dispieghi completamente i suoi effetti nell'anno in corso, per poi attenuarsi nel 2026. Oltre che giovare della politica monetaria non più restrittiva, gli investimenti privati sono stati stimolati efficacemente dagli incentivi fiscali: quelli in costruzioni residenziali da Ecobonus e Bonus Ristrutturazioni, seppur depotenziati rispetto al passato; quelli in macchinari e attrezzature e in intangibili da Transizione 4.0 (si veda il Focus n.2) e, dopo gli ultimi chiarimenti attuativi forniti ad aprile, anche Transizione 5.0. Infine, gli investimenti pubblici finanziati dal PNRR hanno trainato la componente di investimenti in fabbricati non residenziali, anche con effetto leva su quelli privati, ma questo traino si affievolirà nel 2026 dato il termine a metà anno per il completamento dei lavori. Questo insieme di condizioni favorevoli ha controbilanciato la forte incertezza attuale, che fa da freno agli investimenti di famiglie e imprese.

Bene le costruzioni grazie ai fabbricati... La brusca frenata della dinamica degli investimenti totali nel 2024 è stata dovuta principalmente alla forte caduta della componente di edilizia residenziale (-7,1% in media d'anno), a causa del venir meno del traino del Super Ecobonus, con gli ultimi investimenti ammessi in detrazione nei primi mesi del 2024. Tuttavia, gli investimenti in abitazioni hanno iniziato a rialzarsi già nella prima parte del 2025 (+1,7% nel 1° trimestre e +0,6% nel 2°). Ciò ha portato l'acquisito per l'anno in corso a -0,9%, contro le

attese diffuse di un ulteriore crollo, che li riportasse verso i valori pre-pandemia (e pre-Super Ecobonus).

La recente espansione degli investimenti in abitazioni ha varie possibili spiegazioni: utilizzo di risparmio precauzionale (in un periodo di forte incertezza le famiglie potrebbero essere più propense ad investimenti "sicuri", come quelli volti al mantenimento del loro patrimonio immobiliare); lo stimolo fornito dagli incentivi (Ecobonus e Bonus Ristrutturazioni) che rimangono attrattivi per le famiglie italiane, sempre più avvezze a utilizzare lo strumento delle detrazioni; la prospettiva di ritorni crescenti dal mercato delle locazioni di immobili, anche se limitatamente alle zone turistiche. Per queste ragioni, oltre che per gli effetti ritardati del calo dei tassi, ci si attende che l'espansione degli investimenti in abitazioni prosegua nella seconda parte del 2025 (limitando la riduzione media annua a -0,6%) e nel 2026 (+1,1%).

Gli investimenti in fabbricati non residenziali, dopo la già forte espansione nel 2024 (+15,5%), hanno proseguito su una traiettoria di crescita sostenuta anche nella prima metà del 2025. Con incrementi pari a +1,8% nel 1° trimestre e +0,7% nel 2°, registrano una variazione acquisita per l'anno pari a +7,2%. Questa componente degli investimenti in costruzioni ha beneficiato del sostegno offerto dalle risorse del PNRR destinate a infrastrutture e edilizia pubblica, pianificate pari a 13,6 miliardi di euro nel 2024, 21,8 nel 2025 e 22,8 nel 2026 (secondo stime CSC su dati Regis, ultimo accesso ottobre 2024). Con il traino di queste risorse, pur ipotizzandone un assorbimento non completo (circa la metà), la componente di investimenti in fabbricati non residenziali è attesa crescere a un ritmo sostenuto almeno fino alla metà del prossimo anno (+8,1% nel 2025 e +2,7% nel 2026).

...macchinari tra incentivi ed incertezza La spesa in impianti e macchinari, arretrata per gran parte del 2024 (-2,1% in media d'anno), è tornata in espansione nel 4° trimestre dello scorso anno (+3,5% congiunturale) e, dopo una nuova battuta d'arresto a inizio 2025 (complice l'elevata incertezza), è cresciuta nel 2° trimestre (+2,1%). È ragionevole ritenere che il taglio dei tassi abbia avuto un effetto positivo anche su questa componente. La ripresa è legata anche all'effetto degli incentivi: Transizione 4.0 sull'aumento degli investimenti a fine 2024 (dato il tetto annunciato alle risorse stanziato per il 2025) e Transizione 5.0 su quello nel 2° trimestre (i crediti prenotati mostrano un'accelerazione da aprile, quando sono infine stati forniti gli ultimi chiarimenti applicativi sulle semplificazioni introdotte dalla Legge di Bilancio per il 2025). Il traino di Transizione 5.0 continuerà fino alla fine dell'anno in corso, quando la legislazione vigente gli incentivi termineranno. Scontando un "effetto anticipo", la variazione annuale degli investimenti in macchinari è prevista attestarsi al +2,6% quest'anno (dal +2,0% acquisito al 2° trimestre) e rallentare al +1,5% nel 2026.

2.2 Export e conti con l'estero

Export totale fermo Nello scenario CSC, la crescita delle esportazioni italiane di beni e servizi, già molto debole nel biennio 2023-2024, si attesterà su ritmi vicini allo zero nel 2025 (+0,2%) e nel 2026 (+0,1%), molto distanti da quelli nel periodo pre-pandemia (+3,3% medio annuo nel 2014-2019). Le importazioni, invece, dopo due anni di contrazione, risalgono del +2,1% nell'anno in corso e del +1,7% nel prossimo.

Di conseguenza, l'export netto offrirà un contributo significativamente negativo alla crescita del PIL nel biennio previsivo (-0,6 e -0,5 punti percentuali, rispettivamente, nel 2025 e nel 2026).

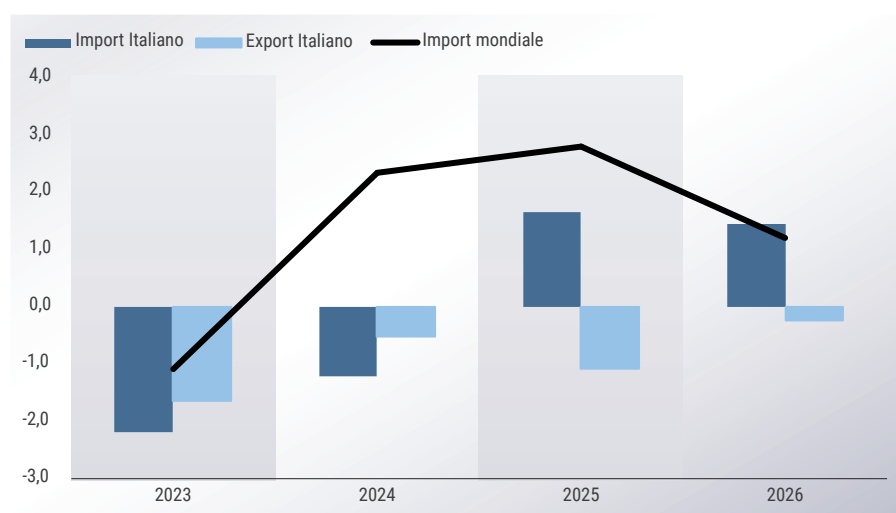
Giù le vendite di beni La stasi dell'export nello scenario previsivo è il risultato di dinamiche opposte delle componenti dei beni e dei servizi, particolarmente nell'anno in corso: le vendite di beni sono previste calare del -1,1% nel 2025 e

del -0,2% nel 2026; quelle di servizi, invece, aumentare del +5,6% e del +1,2%, rispettivamente.

La dinamica dei beni è rivista significativamente al ribasso rispetto al rapporto CSC di aprile (nel quale era già stata abbassata rispetto allo scenario di ottobre 2024), a causa del balzo delle barriere tariffarie USA sui prodotti europei e dell'inasprirsi delle tensioni geopolitiche mondiali. Il rapporto di aprile 2025, infatti, era stato chiuso prima del Liberation Day tariffario dell'amministrazione Trump (2 aprile).

L'export italiano di beni perde terreno rispetto al commercio mondiale (Grafico 8). Quest'ultimo è sostenuto dall'accelerazione dell'import USA pre-dazi (nella prima parte del 2025) e dal dinamismo degli scambi asiatici, mentre è ancora debole la domanda in Europa, principale destinazione dei prodotti italiani (si veda il par. 8.1). L'euro forte, inoltre, penalizza la competitività di prezzo dei prodotti italiani, soprattutto nei mercati extra-Eurozona, Stati Uniti in primis (si veda il par. 8.5).

Grafico 8
In calo l'export italiano
(Beni, variazioni % in volume)



*2025 e 2026 previsioni Centro Studi Confindustria.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI, CPB e Eurostat.

Le prospettive restano molto deboli e incerte. L'attività industriale europea è attesa risalire solo gradualmente e i freni protezionistici e geopolitici appaiono duraturi e presentano un rischio di peggioramento. Esiste però anche la possibilità di sorprese positive rispetto allo scenario base: il nuovo accordo UE-USA, seppure penalizzante, può accrescere la fiducia degli operatori nella stabilità delle relazioni commerciali transatlantiche e un'eventuale ratifica dell'accordo UE-Mercosur aprirebbe importanti mercati di sbocco alternativi agli USA (si veda il Focus n.6).

In crescita l'import L'aumento delle importazioni, invece, è sostenuto da una dinamica positiva sia dei beni che dei servizi (in forte espansione nel 2025). È favorito dall'apprezzamento del cambio, che rende più convenienti i viaggi all'estero. Allo stesso tempo, però, acuisce la pressione competitiva di prodotti dall'estero, soprattutto dalla Cina, venduti anche con pratiche sleali (dumping), a causa delle barriere protezionistiche al mercato USA.

In prospettiva, la crescita dell'import è vista proseguire a ritmi modesti: sostenuta (oltre che dal cambio) dal consolidamento dei consumi e da un relativo calo dei prezzi energetici, ma frenata dal rallentamento degli investimenti, in particolare in macchinari e impianti, e dalla stessa debolezza dell'export (le due componenti della domanda che attivano maggiormente gli acquisti dall'estero).

Eterogenea la dinamica geografica dell'export In valore, la dinamica dell'export di beni è prevista in calo solo marginale nell'anno in corso e in modesta risalita nel prossimo, grazie a un aumento dei prezzi all'export che controbilancia il calo dei volumi delle vendite.

Le vendite all'estero in valore hanno tenuto nella prima metà dell'anno (-0,2% la variazione acquisita, rispetto al -1,0% in volume), registrando una dinamica volatile in estate, soprattutto verso gli USA (su a luglio, giù in agosto). Ha giocato un ruolo centrale l'incertezza derivante dalle dichiarazioni del Presidente Trump, seguite soltanto in alcuni casi da provvedimenti reali, relativamente alla politica commerciale americana nei confronti della UE. Ciò ha indotto gli acquirenti statunitensi, secondo mercato di destinazione dei prodotti italiani (11,1% dell'export, sette decimi di punto in più dal 2024), ad anticipare acquisti dall'estero prima dell'entrata in vigore (o dell'aumento) di dazi doganali, così da beneficiare ancora di tariffe più basse o nulle (*frontloading*).

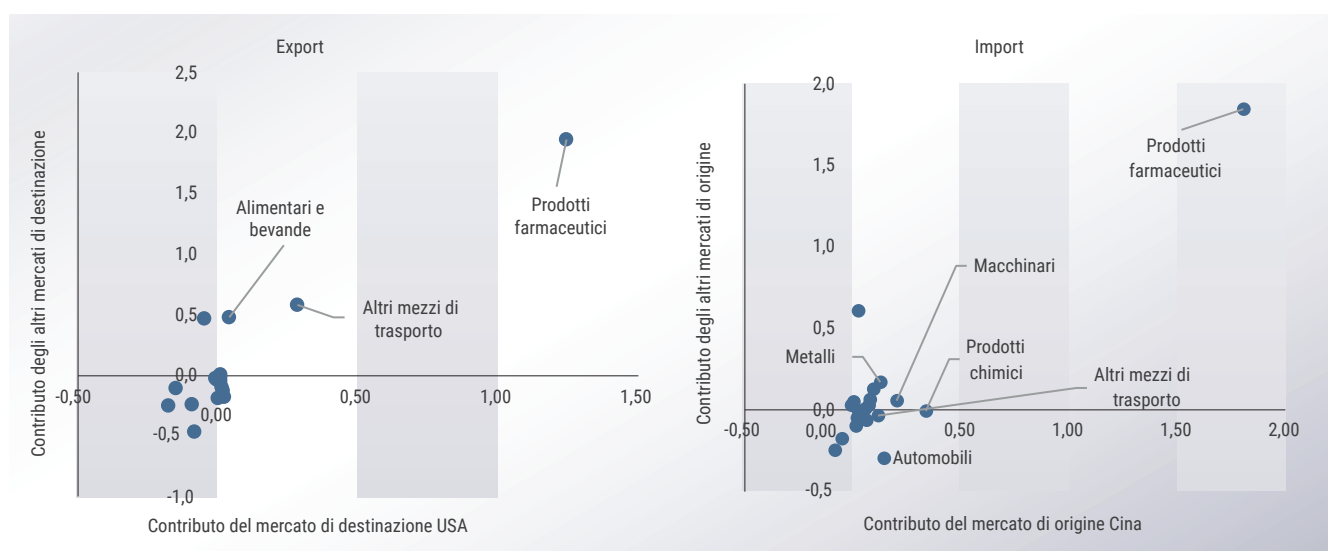
Le esportazioni manifatturiere italiane, perciò, sono cresciute del 2,8% a prezzi correnti nel periodo gennaio-luglio 2025 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; ma se si escludono gli Stati Uniti la crescita si riduce all'1,7%.

Inoltre, la crescita dell'export manifatturiero italiano nella prima parte dell'anno è concentrata in pochi settori merceologici, che fronteggiavano i maggiori rischi tariffari. In particolare, i prodotti farmaceutici hanno contribuito di più a sostenere le vendite italiane nel mondo; al netto della farmaceutica, l'export è in realtà diminuito del -0,4% nel 2025. L'apporto maggiore viene dalle vendite farmaceutiche negli USA, che hanno contribuito per 1,2 punti percentuali alla crescita dell'export manifatturiero totale (Grafico 9). Anche per gli altri mezzi di trasporto l'import americano è stato fondamentale, contribuendo a un terzo dell'aumento dell'export settoriale italiano nel mondo.

Dopo l'accordo USA-UE di fine luglio, questi effetti sono attesi esaurirsi, producendo una correzione all'ingiù dei flussi commerciali.

Grafico 9 - Stati Uniti e Cina: principali attori nel commercio estero in Italia

(Contributi alla crescita delle esportazioni e delle importazioni italiane manifatturiere verso il mondo, primi sette mesi del 2025 rispetto allo stesso periodo del 2024)



Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Anche le importazioni italiane manifatturiere (+5,0% in gennaio-luglio) sono state sostenute da pochi settori, principalmente dai prodotti farmaceutici di provenienza cinese (per la metà) e statunitense, che da soli hanno contribuito ai tre quarti della crescita settoriale (Grafico 9). Al netto della farmaceutica, l'aumento dell'import si ferma al +1,5%. La presenza di multinazionali americane in Italia e di controllate italiane negli Stati Uniti spiega, attraverso gli scambi *intra-firm*, la crescita sostenuta su entrambi i lati del mercato dei prodotti farmaceutici. Importanti per l'aumento dell'import italiano anche gli acquisti dei prodotti chimici e dei macchinari dalla Cina. Soltanto nell'ultimo anno la Cina ha guadagnato 2 punti percentuali nelle quote di mercato italiano (10,4% dell'import italiano dal mondo nei primi sette mesi del 2025).

L'aumento delle quote cinesi in Italia è dovuto a un balzo dei volumi (+33,6%), mentre i valori medi unitari dell'import dalla Cina sono diminuiti del -2,0% (rispetto al +4,0% dei valori medi unitari dai paesi extra-UE). Ciò segnala una ricomposizione di acquisti di prodotti cinesi a minore valore, coerente con una maggiore pressione competitiva di prezzo dalla Cina.

Migliorano le ragioni di scambio L'euro forte e il calo dei prezzi energetici (seppure su livelli alti) favoriscono un sensibile miglioramento delle ragioni di scambio dei prodotti italiani con l'estero, perché rendono relativamente più convenienti gli acquisti di beni dall'estero (specialmente energetici) e di servizi (come quelli turistici). Tale fattore sostiene i conti con l'estero dell'Italia, mitigando l'effetto negativo dei flussi di beni in volume (minore export e maggiore import). Nel complesso, nello scenario CSC il surplus commerciale italiano si ridurrà dal +2,5% del PIL nel 2024 al +2,2% nel biennio di previsione.

In riduzione il deficit nei servizi La riduzione del saldo positivo delle merci sarà parzialmente compensata dalla riduzione del deficit nei servizi, anche grazie all'euro forte, sia nell'anno in corso che nel 2026, quando è previsto quasi azzerarsi.

Gli scambi di servizi sono aumentati nei primi sette mesi del 2025. Le importazioni sono cresciute del +3,8% (rispetto allo stesso periodo del 2024), a prezzi correnti, mentre le esportazioni hanno mantenuto un ritmo più elevato (+7,0%).

Prosegue un diffuso miglioramento del saldo delle principali voci dei servizi. Infatti, il surplus con l'estero nei viaggi internazionali è aumentato, raggiungendo i 13,3 miliardi di euro nei primi sette mesi del 2025, in miglioramento di quasi 600 milioni rispetto a quello già elevato nello stesso periodo del 2024. I viaggi in Italia dei non residenti, misura del turismo nel nostro Paese, e i corrispondenti all'estero dei residenti hanno continuato a crescere a ritmi simili nell'ultimo anno.

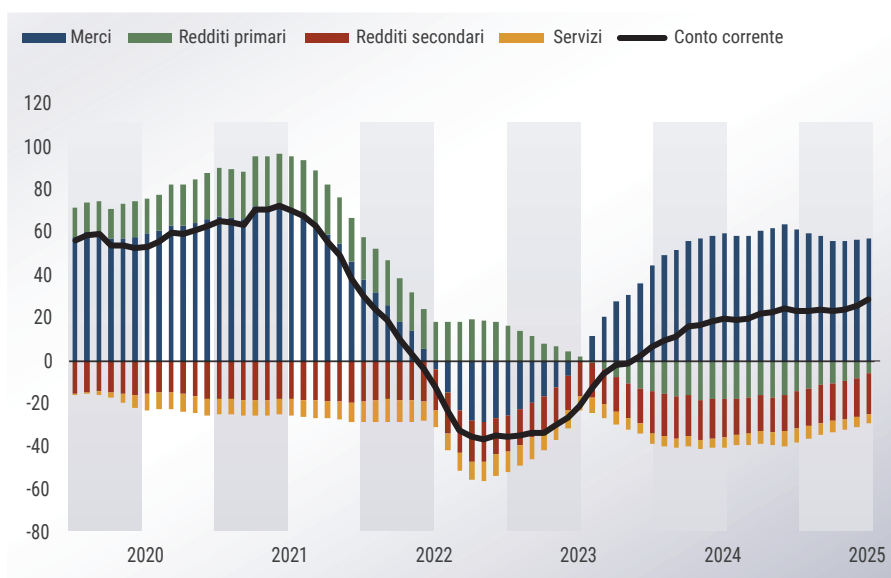
Gli altri servizi (alle imprese, finanziari, informatici, ecc.), che rappresentano più della metà del totale dei servizi scambiati, registrano per entrambi i flussi un consolidamento su livelli molto al di sopra di quelli del 2019. Il deficit di questa componente si è ridotto (-3,6 miliardi di euro nei primi sette mesi del 2025, ovvero 2,2 miliardi in meno rispetto al 2024), grazie ad una maggiore crescita dei servizi venduti all'estero (+10,0%) rispetto a quelli acquistati (+4,1%).

I servizi di trasporto sono l'unica componente a registrare un aumento del deficit, sebbene molto contenuto (-10,1 miliardi di euro, circa 360 milioni in più). L'import di trasporto ha continuato a crescere anche se a un ritmo contenuto (+1,2%), mentre l'export di tali servizi si è ridotto (-1,4%).

Si rafforza il surplus corrente Il surplus di conto corrente è aumentato nei primi sette mesi del 2025, anche grazie al sensibile miglioramento del saldo dei redditi primari, il cui deficit si riduce di più di tre quarti (-2,8 miliardi di euro nel 2025), e nonostante un peggioramento del saldo dei redditi secondari (-12,3 miliardi; Grafico 10).

Grafico 10 In riduzione il deficit dei redditi primari

(In miliardi di euro,
saldi cumulati su 12 mesi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

La forte riduzione del deficit dei redditi primari è dovuta sia al sensibile aumento dei redditi da capitale riscossi dai residenti (relativamente ai dividendi ricevuti per gli investimenti diretti esteri), che alla forte riduzione dei redditi da capitale dei non residenti (per la parte di altri investimenti).

Nel complesso, il surplus delle partite correnti, pari a +1,1% del PIL nel 2024, si amplierà marginalmente nel biennio di previsione (al +1,2% del PIL nel 2026).

La posizione patrimoniale netta dell'Italia con l'estero nel 1° trimestre 2025 è stata pari al +12,8% del PIL, in riduzione di 53 miliardi rispetto al 4° 2024. Questa lieve riduzione è stata dovuta a due fattori: l'apprezzamento della moneta unica sul dollaro, che riduce il valore delle attività all'estero in euro; il buon andamento delle quotazioni azionarie delle banche italiane, che aumenta il valore delle attività detenute da non residenti. Nel biennio previsivo, la posizione patrimoniale sarà sostenuta dai surplus correnti con l'estero, sebbene più contenuti.

3. L'occupazione

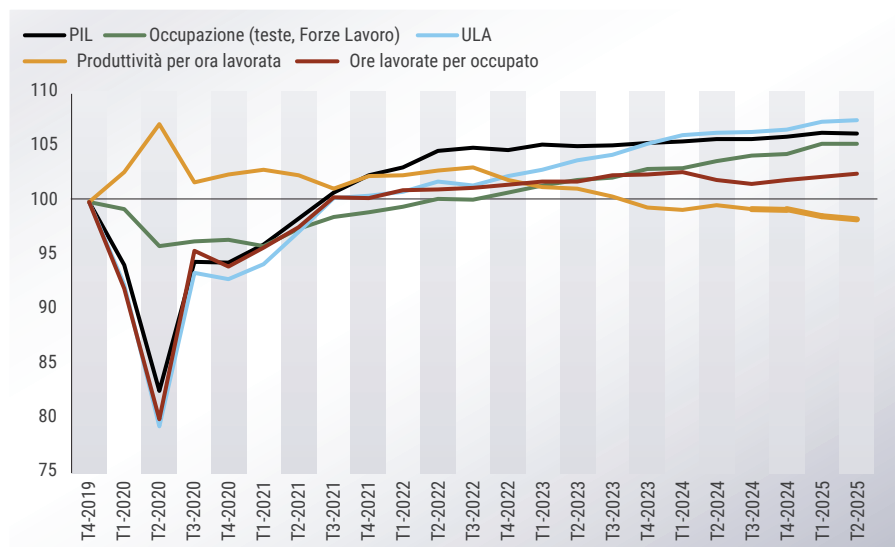
3.1 ULA e Occupati

Lavoro ancora su, a ritmo più veloce del PIL quest'anno... In media d'anno, anche nel 2025 l'input di lavoro misurato in termini di unità equivalenti (ULA) crescerà a un ritmo più sostenuto rispetto all'attività economica. D'altronde, già nel 2024 le ULA erano cresciute più del PIL (+2,2% contro +0,7%) e ciò ha lasciato in eredità al 2025 un'elasticità dell'input di lavoro ben sopra l'unità. Il 2025 si è aperto con una crescita occupazionale di nuovo più intensa dell'attività economica: +0,7% le ULA nel 1° trimestre sull'ultimo quarto 2024, contro il +0,3% del PIL. L'ulteriore avanzamento delle ULA nel 2° trimestre (+0,2%, nonostante il contemporaneo lieve calo del PIL) ha portato a +1,0% la crescita acquisita per l'anno.

Anche la crescita dell'occupazione in termini di teste ha superato in intensità quella del PIL nel 1° trimestre (+0,6%), ma si è arrestata nel 2° (-0,1%) ed è attesa rimanere solo lievemente positiva nel 2° semestre (+1,0% in media d'anno, partendo da un acquisito di +0,9%).

Grafico 11 Rimane ampia la perdita di produttività

(Italia, 4° trimestre 2019=100, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Istat.

... ma riallineamento atteso nel 2026 Il ritmo di crescita delle ULA (e in parallelo quello del monte ore lavorate) è atteso altresì smorzarsi nella seconda parte del 2025 (+0,9% in media d'anno). La tendenza proseguirà nel 2026, con una crescita prevista in media d'anno per le ULA del +0,5%. Quella per il numero di occupati sarà superiore di uno o due decimi di punto, in linea con l'attesa che le ore lavorate per occupato ripieghino lievemente, a ulteriore parziale rientro dell'allungamento degli orari osservato nel biennio 2022-2023 (+2,4% tra fine 2021 e inizio 2024, quasi un'ora lavorata in più a settimana; -0,2% da allora fino a metà 2025).

Gli andamenti previsti per l'occupazione sul margine estensivo e intensivo interromperanno l'arretramento della produttività del lavoro: +0,2% medio annuo quella per ora lavorata nel 2026, mentre ancora quest'anno si registrerà un calo pari a -0,4%, dopo quelli più ampi negli anni precedenti (-1,5% nel 2024 e -1,7% nel 2023; Grafico 11).

Produttività del lavoro ancora compressa nell'industria... L'industria in senso stretto è il settore dove la produttività del lavoro risulta più compressa, dopo un fenomeno di "occupazione senza crescita" che l'ha contraddistinta durante la crisi energetica. L'input di lavoro ha continuato sul suo sentiero di espansione sia nel 1° sia nel 2° trimestre del 2025, nonostante l'andamento altalenante del valore aggiunto. Tirando le somme delle dinamiche negli ultimi anni, sia le ULA sia gli occupati risultavano a primavera 2025 di circa il 3,5% sopra al rispettivo livello di fine 2019, mentre il valore aggiunto è ancora un po' al di sotto (-0,6%). Ciò ha portato la produttività del lavoro, in termini di ore lavorate, al -4,7% rispetto ai livelli pre-pandemia.

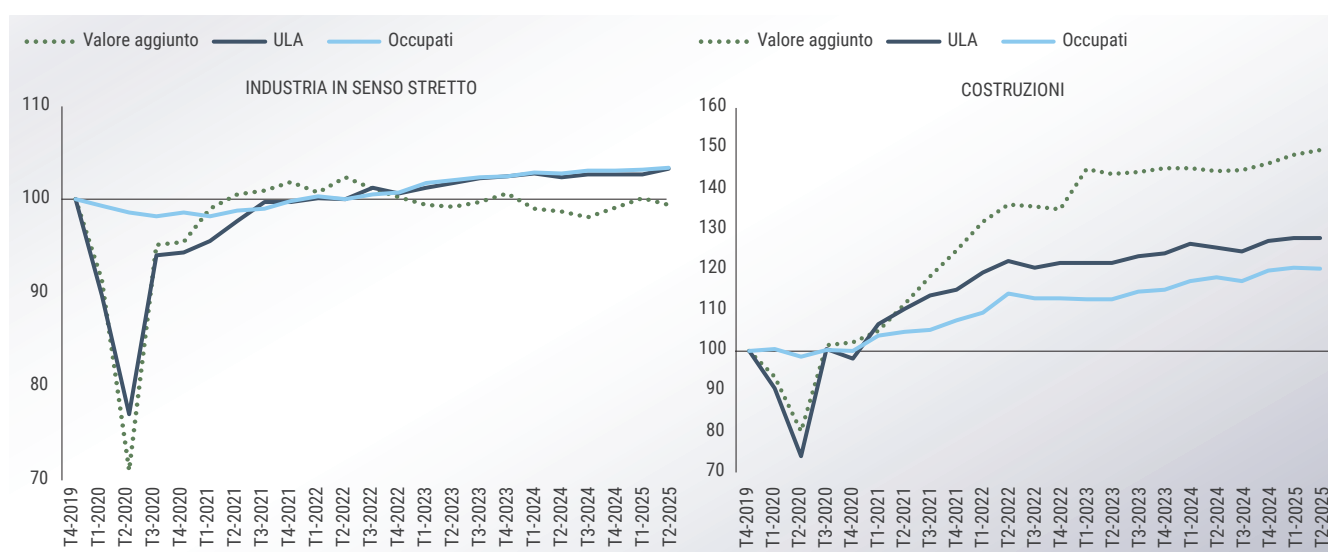
Nelle previsioni del Centro Studi Confindustria, il debole avanzamento dell'attività industriale atteso nella seconda metà del 2025 sarà tuttavia accompagnato da una sostanziale stabilità dell'input di lavoro, che crescerà a ritmo più moderato del valore aggiunto anche nel 2026. Ciò permetterà un miglioramento, seppur contenuto, della produttività del lavoro, la cui variazione è prevista tornare in territorio positivo già da quest'anno.

...mentre rimane molto elevata nelle costruzioni Il comparto edile, in netta contrapposizione rispetto a quello industriale, si contraddistingue per elevati guadagni di produttività rispetto al pre-pandemia. La straordinaria espansione del valore aggiunto registrata da inizio 2021 è stata infatti accompagnata da un rialzo dell'input di lavoro utilizzato di intensità ben inferiore: +44,8% il valore

aggiunto il 1° trimestre 2023 sul 4° 2019, contro il +21,7% delle ULA, a loro volta cresciute molto più degli occupati (+12,7%) dato il marcato allungamento delle ore lavorate pro-capite (circa 2,5 ore in più a settimana). Tra primavera 2023 e fine 2024 il divario apertosi tra valore aggiunto e ULA si è leggermente assottigliato, ma è tornato ad espandersi nella prima metà del 2025. E così nel 2° trimestre 2025 la produttività del lavoro oraria si attestava su un livello del 18,0% sopra a quello di fine 2019, con quasi due ore lavorate in più pro-capite. Sia la produttività sia gli orari sono previsti rimanere su livelli elevati nello scenario previsivo delineato dal Centro Studi Confindustria per il biennio in corso (Grafico 12).

Grafico 12 - Divario VA rispetto a ULA negativo nell'industria in senso stretto, mentre positivo e ampio nelle costruzioni

(Italia, 4° trimestre 2019=100)

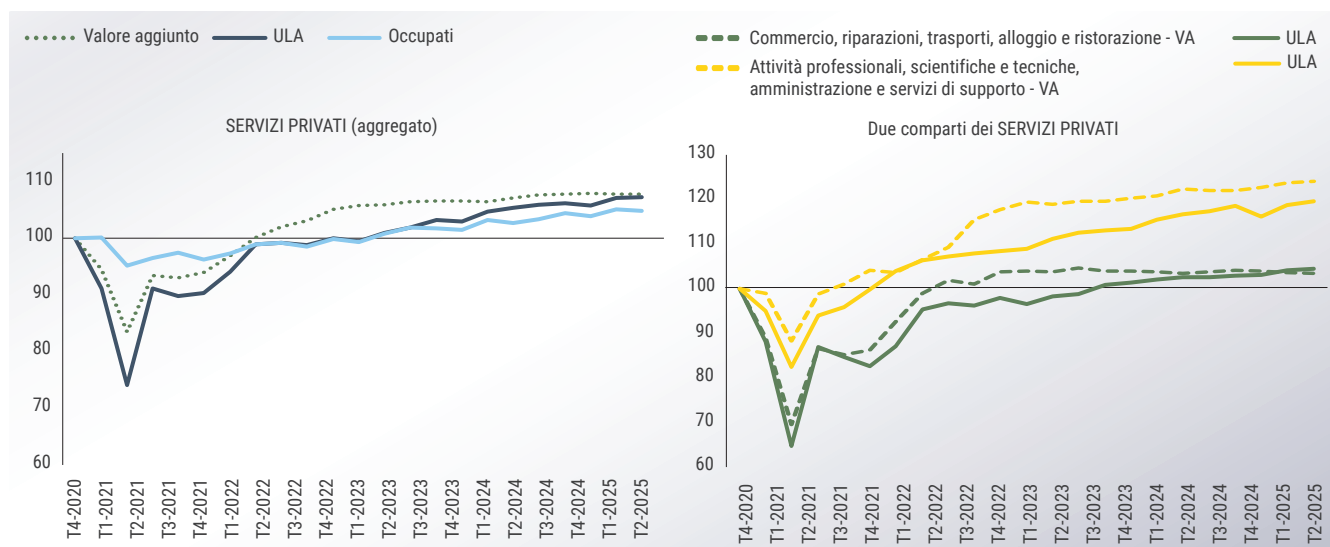


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Nei servizi è fiacca anche la produttività L'aggregato dei servizi privati è stato caratterizzato in uscita dalla crisi pandemica da ampi guadagni di valore aggiunto per ora lavorata, principalmente dovuti ad effetti di ricomposizione, con comparti a produttività del lavoro elevata in espansione (come l'informazione e comunicazione) e altri a bassa produttività (come arte e intrattenimento) che hanno tardato a recuperare le ampie perdite di volume di attività registrate con la pandemia. Vi sono stati anche guadagni di produttività all'interno di alcuni comparti, in alcuni casi temporanei. Emblematico il caso del commercio, riparazioni, trasporti e servizi di alloggio e ristorazione, dove il guadagno di produttività si è sostanzialmente azzerato da fine 2024, anche sulla scia del ristagno dei livelli di attività. Caso opposto quello delle attività professionali, scientifiche e tecniche, e servizi di supporto, dove invece il guadagno di produttività è rimasto positivo, in parallelo a un valore aggiunto in espansione. Nello scenario previsivo del Centro Studi Confindustria, ci si attende un debole avanzamento dell'input di lavoro, in linea con quello del valore aggiunto, e di conseguenza una produttività del lavoro che rimarrà sostanzialmente piatta nei servizi (Grafico 13).

Grafico 13 - Nei servizi l'input di lavoro cresce con l'attività

(Italia, 4° trimestre 2019=100)



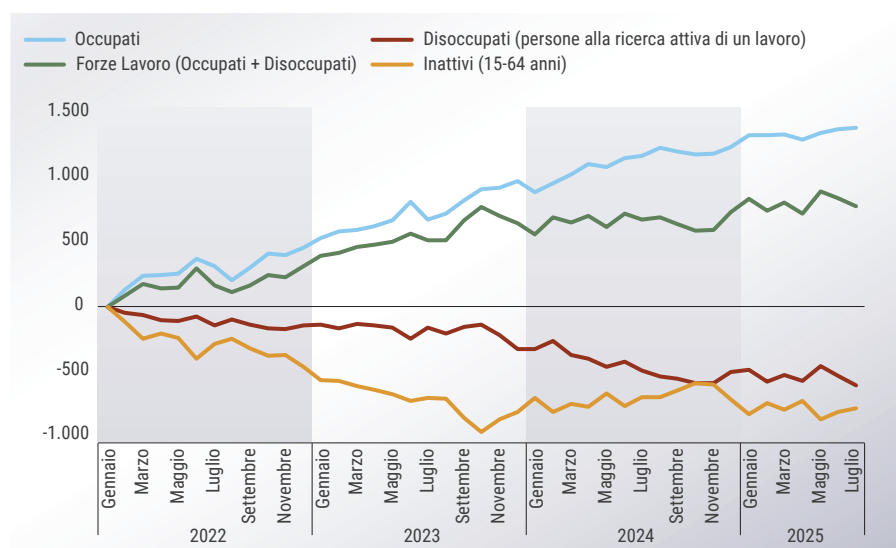
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

3.2 La disoccupazione

Disoccupazione ai minimi storici L'ampia e prolungata ripresa dell'occupazione dopo la pandemia ha riportato il tasso di disoccupazione dal picco del 10,2% di aprile 2021 al 5,9% di luglio 2025, sui livelli più bassi dal 2007. In media d'anno il tasso di disoccupazione nel 2025 è previsto attestarsi al 6,0%, dal 6,2% medio nei primi 7 mesi, e al 5,8% nel 2026. L'ulteriore calo l'anno prossimo, nonostante lo smorzarsi della crescita occupazionale (+0,6% da +1,1% nel 2025), riflette la contemporanea moderazione nell'espansione della forza lavoro (+0,4% da +0,6%; Grafico 14).

Grafico 14 Italia: si stabilizza la forza lavoro

(Var. cumulate, migliaia di unità, gennaio 2022=0, dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat, Rilevazione sulle Forze Lavoro.

I dati Istat dell'indagine Forze Lavoro mensili mostrano come, dopo un forte aumento a cavallo tra fine 2024 e inizio 2025, la forza lavoro ha fluttuato su quei livelli fino all'estate. A luglio la crescita acquisita per il 2025 era pari a +0,5% (da +0,7% di gennaio) e anche per la seconda parte dell'anno in corso e l'anno prossimo ci si attende un ritmo di solo moderata espansione, a riflesso del calo strutturale della popolazione in età lavorativa. Nel 2022 e buona parte del 2023, quest'ultimo era stato controbilanciato dalla diminuzione del numero di persone inattive. Questo calo, a sua volta, è avvenuto grazie a un forte aumento del tasso di attività, da 65% a inizio 2022 a 67% a fine 2023; ma questo tasso rimane su quei livelli da allora e non è previsto avanzare (se non lievemente) nell'orizzonte previsivo.

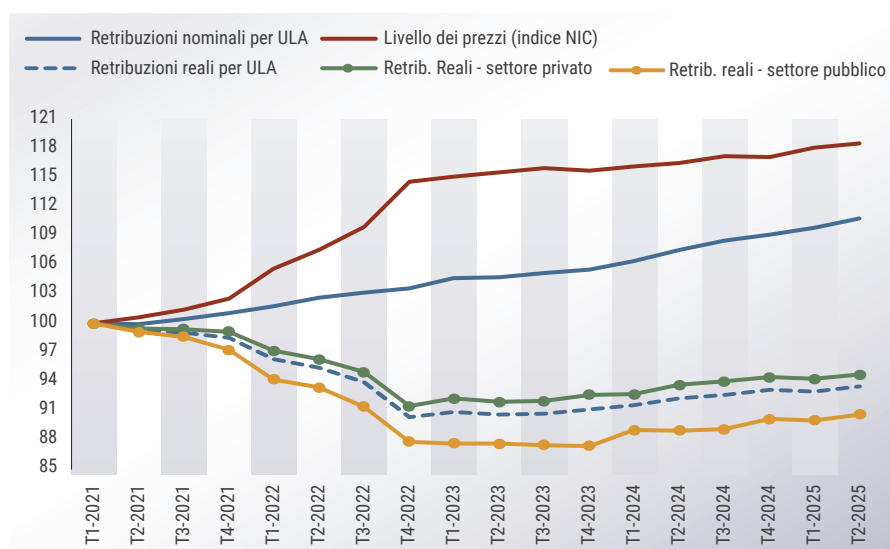
4. Le retribuzioni e i prezzi

4.1 Le retribuzioni e il Clup

Prosegue piano il recupero delle retribuzioni reali... La dinamica delle retribuzioni di fatto pro-capite nell'intera economia italiana ha accelerato al +2,9% nel 2024 (dall'1,8% nel 2023) e al +3,1% nel 1° semestre 2025, ritmo su cui è prevista rimanere in media quest'anno (+3,2%), per decelerare solo lievemente l'anno prossimo (+2,7%).

Grazie a una dinamica retributiva che rimarrà sopra all'inflazione, proseguirà il recupero delle retribuzioni reali, che avanzeranno del +2,3% cumulato nel biennio 2025-2026, dopo il +1,4% nel 2024 (a parziale compensazione del calo di -7,1% nel 2022-2023). La risalita è iniziata nel corso già del 2023, trainata dal settore privato, dove le retribuzioni reali per ULA nel 2° trimestre 2025 hanno recuperato quasi il 40% dell'ampia perdita di potere di acquisto generata dalla crisi energetica (-5,3% sul 1° 2021, da un minimo di -8,5% nel 4° 2022; Grafico 15).

Grafico 15
Dinamica salariale al di sopra
di quella dei prezzi, ma ancora
ampio il divario accumulato
(Indici 1° trimestre 2021=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

... a passo più lento per il pubblico impiego Nel settore pubblico, che vale circa un quarto del monte retributivo totale, le retribuzioni reali pro-capite sono scese ancora di più con l'impennata dei prezzi nel 2022 (-12,1% alla fine di tale anno, su inizio 2021) e hanno iniziato a recuperare solo da inizio 2024, atte-

standosi a primavera 2025 su un livello ancora di 9,4 punti percentuali inferiore a quello di partenza.

La dinamica salariale recente nel settore pubblico incorpora due tornate di rinnovi dei contratti collettivi di lavoro in ampio ritardo. Nel 2022 sono stati firmati i rinnovi relativi al 2019-2021, che hanno determinato un avanzamento complessivo delle retribuzioni contrattuali di circa il +4% spalmato sul triennio di riferimento. Sulla base delle risorse stanziare per i rinnovi del triennio 2022-2024, che ammontano per il complesso della PA (settori statali e non statali) a circa 10 miliardi di euro, ci si attendono incrementi medi a regime del +6% per le retribuzioni contrattuali dei dipendenti pubblici⁴. Nonostante solo il CCNL per il comparto delle Funzioni Centrali sia stato firmato (a gennaio 2025), mentre le trattative di rinnovo sono ancora in corso per tutti gli altri comparti, assumiamo che tale incremento sia già incorporato nelle stime del monte retributivo incluse nell'edizione di agosto 2025 della Contabilità Nazionale trimestrale, dato il criterio di competenza adottato dall'Istat per il settore pubblico a partire dall'edizione di settembre 2024. Il fatto che l'aumento cumulato delle retribuzioni di fatto per ULA nel triennio 2022-2024 sia tuttavia inferiore, pari al +5,0%, potrebbe derivare da un incremento meno sostenuto degli elementi accessori della retribuzione rispetto ai minimi contrattuali e altresì riflettere effetti di ricomposizione della forza lavoro, verosimilmente ampi, specie nel 2024, quando le ULA sono avanzate del +3,1%.

Sulla base degli stanziamenti inclusi nella Legge di Bilancio per il 2025, per la tornata contrattuale 2025-2027 (1,8 miliardi di euro per il 2025, 3,6 per il 2026, 5,6 dal 2027), le retribuzioni contrattuali nel settore statale avanzeranno del +1,8% sia nel 2025 sia nel 2026 (e di un altro +1,8% nel 2027⁵). La dinamica salariale effettiva nel settore pubblico dipenderà da eventuali nuovi stanziamenti per i rinnovi del pubblico impiego. In questo Rapporto, in via conservativa, prevediamo una crescita delle retribuzioni di fatto nominali del +2,7% nel 2025, che incorpora l'accelerazione della dinamica salariale registrata dalla Contabilità Nazionale nei settori della PA, istruzione e sanità nel 1° semestre (+3,2%), ma che ritorna, sia nella seconda metà del 2025 sia nel 2026, allineata a quella prevista sulla base degli stanziamenti ad oggi effettuati (esulando, quindi, anche da effetti di ricomposizione della forza lavoro).

Più forte il traino delle retribuzioni contrattuali nel settore privato Nel settore privato, la dinamica salariale dal 2023 è stata sostenuta da un'accelerazione delle retribuzioni contrattuali. Questa, sulla base del meccanismo di adeguamento dei minimi tabellari, definito tra le parti sociali nel 2009 e confermato nel 2018, è avvenuta sulla scia del balzo dell'inflazione osservato tra fine 2021 e il 2022 ed è stata parametrata all'andamento dell'IPCA al netto degli energetici importati (Grafico 16).

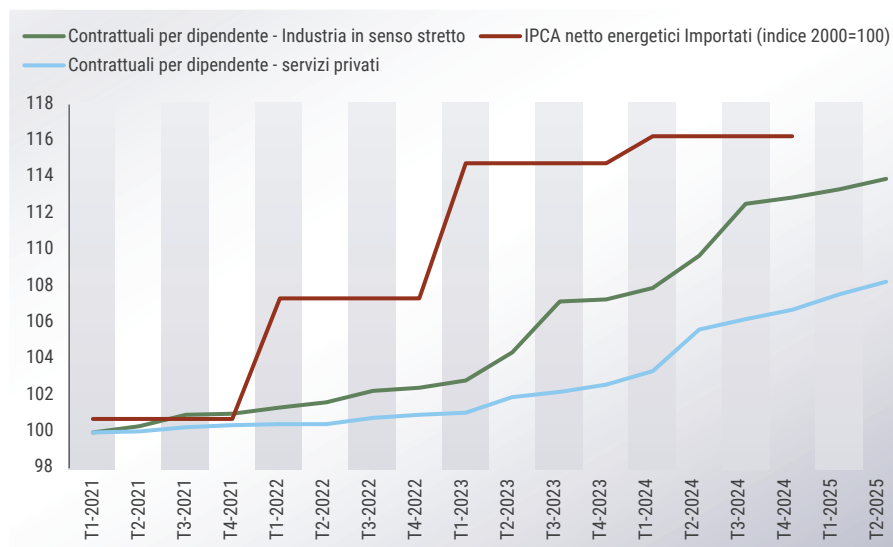
Nell'industria in senso stretto, a giugno 2023 la dinamica delle retribuzioni contrattuali ha accelerato al +4,5% (dal +1,6% medio nei primi 5 mesi dell'anno) e si è poi attestata vicino al +5,0% medio mensile da allora fino a maggio 2025. Considerando l'ulteriore avanzamento nel bimestre giugno-luglio (+2,1% medio mensile), le retribuzioni contrattuali per dipendente nell'industria in senso stretto sono cresciute del +14,9% cumulato da gennaio 2021. Il fatto che nello stesso periodo le retribuzioni di fatto per ULA siano cresciute meno di quelle contrattuali (+12,5% nel 2° trimestre 2025 rispetto al 1° 2021) riflette una dinamica più moderata delle voci aggiuntive rispetto ai minimi tabellari e forse anche degli effetti di composizione della forza lavoro che non è possibile incorporare dalle variabili pro-capite costruite sui dati di Contabilità Nazionale.

⁴ Si veda ARAN, Rapporto semestrale sulle retribuzioni dei pubblici dipendenti (agosto 2025).

⁵ Si veda ARAN, Rapporto semestrale sulle retribuzioni dei pubblici dipendenti (marzo 2025).

Nei servizi privati, rispetto all'industria, la crescita delle retribuzioni contrattuali è stata frenata nel biennio 2022-2023 da una copertura molto più bassa dei CCNL, ma ha accelerato da inizio 2024, proprio grazie a vari rinnovi, in primis quello del comparto del commercio (a marzo 2024), che pesa quasi il 40% del monte retributivo complessivo dei servizi privati e il cui CCNL era scaduto da dicembre 2019. Nonostante il minore avanzamento complessivo delle retribuzioni contrattuali nei servizi privati (+8,9% a luglio 2025 su gennaio 2021), la corresponsione di emolumenti non continuativi (specie nel 2023) ha ampliato la dinamica delle retribuzioni di fatto per ULA, allineandone la crescita cumulata a quella dell'industria (+12,6% nel 2° trimestre 2025 sul 1° 2021).

Grafico 16
L'accelerazione delle retribuzioni contrattuali sulla scia dell'inflazione
(Indici 1° trimestre 2021=100)



Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Istat.

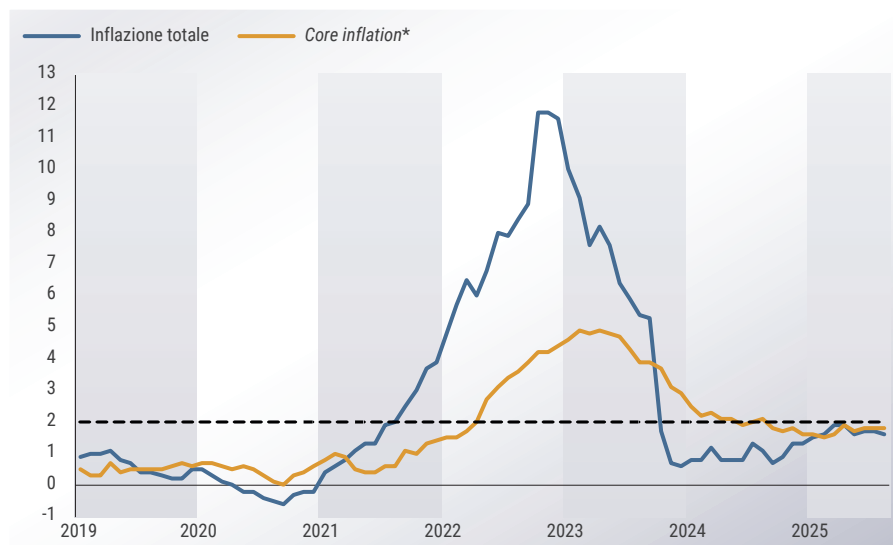
Nel biennio previsivo 2025-2026, le retribuzioni nominali di fatto per ULA nel settore privato sono attese avanzare del +3,2% medio annuo, anche grazie a un contributo del *wage drift* (premi e altri emolumenti non continuativi) che, dopo essere stato negativo nel 2024, tornerà ad essere positivo nel 2025 e si rafforzerà ulteriormente nel 2026.

CLUP ancora in aumento Il CLUP nell'industria in senso stretto è lievitato nel triennio 2022-2024 (+14,4% cumulato rispetto al 2021), sotto la spinta dell'accelerazione salariale, contemporanea a un'ampia contrazione della produttività del lavoro. Il rialzo del CLUP è atteso proseguire nel 2025 e nel 2026, ma a un ritmo in lieve decelerazione (+2,9% in media d'anno), grazie a una variazione della produttività del lavoro che è prevista tornare in territorio positivo già nel 2025.

4.2 Prezzi, deflatori e margini

Inflazione moderata La dinamica dei prezzi al consumo in Italia è abbastanza stabile negli ultimi mesi, con una lieve tendenza alla moderazione: +1,6% annuo nell'agosto 2025, dopo aver toccato un massimo di +1,9% a marzo. La variazione acquisita in agosto per l'intero 2025 è pari a +1,7%. L'inflazione quindi resta, ormai da 2 anni, sotto l'obiettivo BCE del +2,0% (Grafico 17).

Grafico 17
Inflazione moderata,
allineata alla misura core
(Italia, indici NIC, var. % tendenziali)



* Indice al netto di energia e alimentari.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Va notato che invece, in termini di livello dei prezzi, non c'è mai stata una discesa dopo il balzo anomalo del 2022: i prezzi al consumo, perciò, sono più alti in modo permanente rispetto al trend di aumento che si sarebbe avuto con un incremento basato sul valore obiettivo BCE (+19,7% effettivamente registrato nell'agosto 2025 dallo stesso mese del 2020, rispetto a un teorico +10,4%).

Nei mesi finali del 2025 l'inflazione è attesa rimanere sui valori correnti: in media, quest'anno si attesterà al +1,8% (da +1,0% nel 2024), confermando la stima inclusa nello scenario CSC di aprile. Nel 2026, l'inflazione è attesa restare in media sui valori recenti della *core inflation* (+1,8%).

Questo scenario è basato su varie assunzioni. Primo, l'energia meno cara sia nel 2025, che nel 2026; ciò modera l'inflazione totale nell'orizzonte previsivo. Secondo, si ipotizza un cambio stabile ai valori recenti, che implica apprezzamento dell'euro sul dollaro nel 2025 e nel 2026: ciò modera i prezzi delle materie prime quotate in dollari (es. petrolio). Terzo, si assume che eventuali effetti di *second round* sui prezzi core dei rincari registrati dall'energia fino a inizio 2025 saranno molto moderati o nulli: la domanda delle famiglie cresce poco, vari settori industriali hanno produzione ridotta dopo i cali del 2023-2024, le attese sui prezzi restano contenute.

Le aspettative dei consumatori, infatti, dopo un picco nell'aprile 2025 (legato alla quotazione del gas), si sono poi in parte moderate (+14 il saldo delle risposte in agosto, +5 a fine 2004). Quelle delle imprese industriali, dopo un picco a marzo, sono rientrate sui valori di fine 2024 (+6 il saldo). L'indicazione complessiva è di scarse pressioni al rialzo nella fissazione dei prezzi domestici.

Prezzi core stabili La *core inflation* (esclusi energia e alimentari) è sostanzialmente stabile da inizio anno, restando sotto la soglia BCE: +1,8% annuo nell'agosto 2025, da +1,6% a gennaio. L'inflazione di fondo è attesa restare stabile nella parte finale del 2025 e poi nel 2026, comunque superiore ai ritmi pre-pandemia (+0,5% in media nel 2018-2019). Il rincaro energetico dei primi mesi di quest'anno, infatti, non dovrebbe innescare significative pressioni di *second round*.

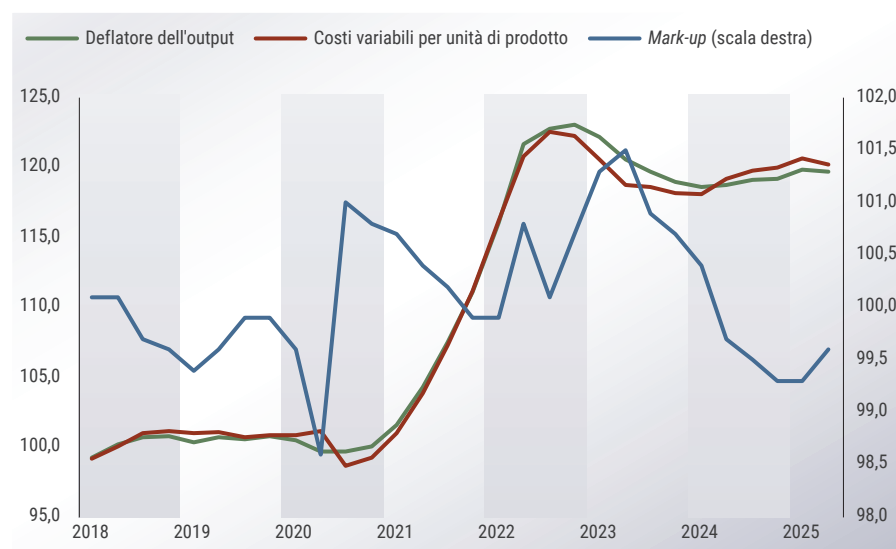
I prezzi dei servizi continuano a registrare una dinamica più sostenuta: +2,7% annuo nell'agosto 2025 (da +2,6% a gennaio). Tra questi, restano più elevate le dinamiche dei prezzi dei servizi di trasporto (+3,5%), legati al prezzo del petrolio, e di quelli dei servizi ricreativi-culturali (+3,0%), sulla scia dell'espansione del turismo.

La dinamica dei prezzi al consumo dei beni, invece, si mantiene di poco positiva: +0,4% annuo in agosto. Ciò è il risultato netto di andamenti opposti: i prezzi dei beni durevoli continuano a ridursi (-0,8%), mentre i non durevoli sono in aumento (+1,3%).

Questa variazione dei prezzi finali dei beni di consumo si mantiene molto più moderata rispetto ai corrispondenti prezzi nella fase della produzione (+1,5% annuo a luglio), cioè misurati al cancello della fabbrica. Questo indica debolezza della domanda finale, nella fase della distribuzione. Il disallineamento dipende in particolare dai beni durevoli, i cui prezzi alla produzione crescono (+2,3%), mentre per i non durevoli (+1,4%) le due dinamiche di prezzo sono vicine.

Le imprese manifatturiere aggiustano i prezzi di vendita in base ai costi variabili (di input e lavoro; Grafico 18). Questi costi registrano una risalita moderata (+0,8% tendenziale nel 2° trimestre 2025); in particolare, il deflatore degli input aumenta di +0,2%. Perciò, le imprese hanno ritoccato di poco i prezzi al rialzo tra metà 2024 e metà 2025 (+0,8% tendenziale), dopo averli ribassati nel 2023.

Grafico 18
Margini ridotti nell'industria
rispetto al picco del 2023
(Italia, dati trimestrali di CN,
indici: 2020=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Come risultato dell'andamento di prezzi e costi nella manifattura, il *mark-up* delle imprese si va stabilizzando, dopo una fase di forte erosione: nel 2° trimestre 2025 registra un -0,1% tendenziale, ma è sceso di -1,9% nel complesso dal picco del 2° 2023, finendo sotto i livelli medi del 2019.

Nei prezzi alla produzione, resta un differenziale tra quelli dei beni di consumo e quelli dei beni strumentali che aumentano meno (+1,0% annuo a luglio 2025), ma soprattutto rispetto ai prezzi dei beni intermedi che addirittura si riducono (-0,6%). L'andamento dei *mark-up* nell'industria sembra restare piuttosto eterogeneo: migliore per i settori a valle, quelli che producono beni di consumo.

Energetici giù, alimentari su La dinamica dei prezzi energetici al consumo in Italia (elettricità, gas, carburanti), tornata in territorio positivo a marzo 2025 (+2,6%), ha ricominciato a scendere arrivando nell'agosto 2025 al -4,4% annuo. Questo nuovo cambio di segno, determinato dal rientro dei prezzi delle commodity energetiche, spiega la recente moderazione dell'inflazione totale: il contributo dell'energia è diminuito a -0,5 punti da +0,3. Nello scenario CSC, il prezzo del Brent tradotto in euro è in forte calo nel 2025 (-22%, rispetto al -17% in dollari) e si riduce ulteriormente nel 2026 (-7%). Il prezzo in euro del gas aumenta di poco quest'anno (+7%), ma torna giù il prossimo (-14%). In questo

scenario, la dinamica annua dei prezzi energetici al consumo in Italia tenderà a restare moderatamente negativa nella parte finale del 2025 e nel corso del 2026.

I prezzi alimentari, viceversa, stanno continuando a seguire un trend di accelerazione: +4,0% in agosto, da un minimo di +1,1% a settembre 2024. A differenza dell'energia, il contributo degli alimentari sta crescendo (+0,7 punti, da +0,4), spingendo al rialzo l'inflazione totale. Nello scenario CSC, le prospettive per la dinamica dei prezzi alimentari finali in Italia sono di rallentamento, visto che le quotazioni delle corrispondenti materie prime sono in moderazione (si veda il par. 7.4).

Persiste il differenziale di inflazione con l'Eurozona In agosto, l'inflazione core nell'Eurozona (+2,3%) è più alta rispetto all'Italia (di +0,5 punti percentuali), un differenziale persistente. Divario analogo in termini di inflazione totale, pari a +2,1% nell'Area. Questo differenziale nasce sui prezzi dei servizi e dei beni non energetici: per entrambe le tipologie, l'inflazione dell'Area è superiore di +0,4 punti rispetto a quella italiana. Alimentari ed energia hanno traiettorie più moderate nell'Area, ma prese insieme danno un contributo all'inflazione totale uguale.

Nelle stime di settembre, la BCE prevede l'inflazione nell'Eurozona in calo al +2,1% nel 2025 e al +1,7% nel 2026. Secondo lo scenario CSC, la dinamica dei prezzi in Italia risulta più bassa nel 2025 (di -0,3 punti) e si riallinea nel 2026 (+0,1). Dopo anni di dinamiche anomale e disallineamenti dei prezzi, si avrebbe quindi una piena normalizzazione nel 2026, poco sotto la soglia BCE. Nel 2025 e in termini di inflazione italiana, il taglio dei tassi avrebbe potuto essere più profondo, ma la BCE guarda ai dati aggregati dell'Eurozona e resta prudente.

Deflatore del PIL sopra l'inflazione Nello scenario CSC, con il ritorno a valori normali dell'inflazione, il deflatore dei consumi delle famiglie (+1,8% sia nel 2025, che nel 2026), cresce in linea con i prezzi al consumo. Si chiude, quindi, la lunga fase di ampi divari tra le due misure, durata tre anni (deflatore più basso nel 2022-2023, più alto nel 2024), innescata dai balzi anomali dei prezzi nel 2022: questi avevano indotto un cambiamento delle abitudini di acquisto delle famiglie, non colto dal NIC, calcolato su un paniere di beni fisso ogni anno, ma incluso nel deflatore dei consumi.

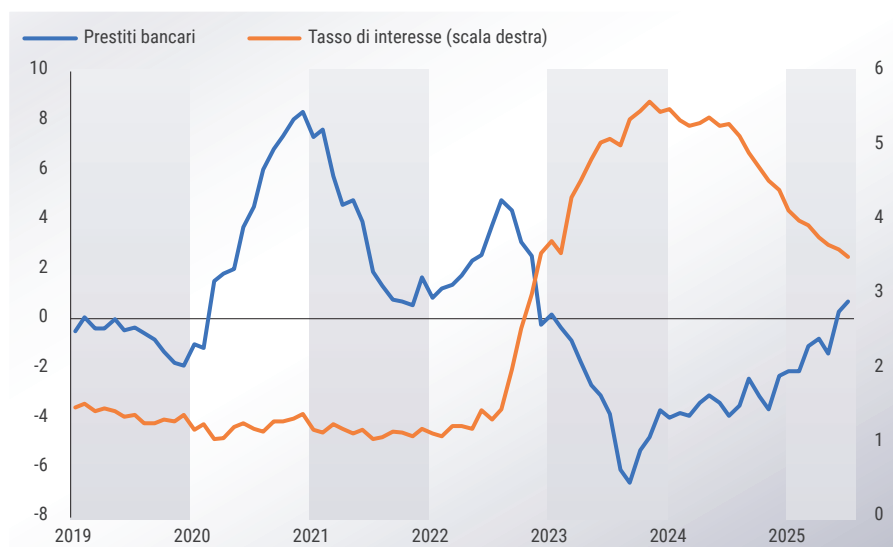
Il deflatore del PIL, invece, è previsto molto sopra a quello dei consumi (e all'inflazione): +2,5% sia nel 2025 che nel 2026. Questo è dovuto alle ragioni di scambio italiane, che in entrambi gli anni sono attese in miglioramento: il deflatore dell'export cresce, quello dell'import diminuisce.

5. Il credito per le imprese

Ripartito il canale del credito La variazione annua dei prestiti bancari alle imprese italiane è finalmente tornata in territorio positivo negli ultimi mesi (+0,7% a luglio 2025, dati corretti per le cartolarizzazioni). Fino ai primi cinque mesi del 2025, si registrava ancora una caduta in termini annui (-2,1% a gennaio; Grafico 19). Le variazioni a un mese (annualizzate) dei prestiti, invece, si erano già riportate in territorio positivo da inizio anno, indicando che la caduta del credito si era interrotta e il punto di svolta sulle variazioni annuali era vicino. La risalita ora è avvenuta, anche se con una significativa volatilità mensile. La leva di policy che ha determinato la ripartenza del credito alle imprese in Italia, come negli altri paesi europei, è stata la rapida fase di tagli dei tassi BCE, conclusa a giugno 2025. A livello settoriale, i prestiti continuano a calare nelle costruzioni pur a ritmo più moderato (-6,0% annuo a luglio, dati grezzi), mentre nel manifatturiero la dinamica si è avvicinata allo zero (-1,4%); crescono, invece, i prestiti nel settore dei servizi (+1,0%).

Grafico 19 Prestiti infine in aumento, grazie ai tassi in calo

(Italia, imprese, var. % tendenziali*
e valori %)



* Corrette per le cartolarizzazioni.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

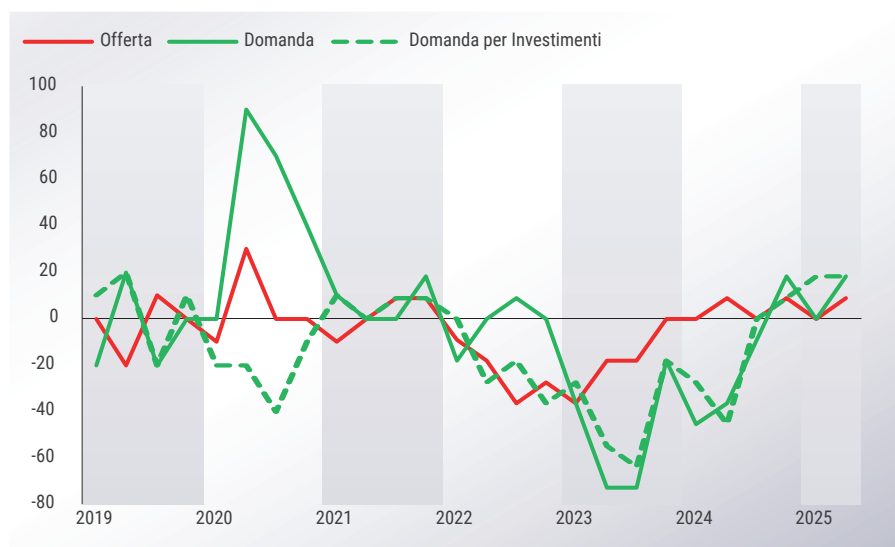
L'indagine Banca d'Italia (BLS) mostra che la domanda di credito delle imprese è cresciuta nella prima metà del 2025, proseguendo la risalita iniziata nel 4° trimestre 2024, dopo una lunga fase di riduzione. In particolare, è risalita la domanda da parte delle grandi imprese (non le PMI) e di fondi a medio-lungo termine (non per il breve). L'indagine segnala che, negli ultimi 3 trimestri, sono aumentate in particolare le richieste di credito per finanziare gli investimenti fissi (quindi sul lungo termine), che in precedenza erano cadute. Viceversa, quelle per le scorte e il capitale circolante (che sono per il breve termine), sono ora mediamente invariate, verosimilmente grazie alla parziale moderazione dei prezzi energetici che modera il fabbisogno di liquidità delle imprese per i pagamenti delle bollette. Secondo l'indagine, in conseguenza del calo dei margini delle imprese, resta limitato il ricorso all'autofinanziamento rispetto al periodo 2023-2024, quando le risorse proprie erano una possibile alternativa alla richiesta di un costoso credito bancario.

I depositi bancari delle imprese (419 miliardi a luglio 2025), misura della dotazione di liquidità, continuano a seguire un normale aumento a prezzi correnti (+2,4% tendenziale), muovendosi lungo il trend del periodo pre-2020, dopo aver riassorbito l'anomalo balzo causato dalla pandemia. L'indicatore Istat della liquidità disponibile nelle aziende industriali, però, mostra una lieve erosione nel corso del 2025 (30,1 in agosto, da 31,6 dodici mesi prima) e resta sotto i livelli del 2019 (34,9 in media): ciò segnala una possibile scarsità di dotazioni liquide rispetto alle esigenze operative, dettate dai pagamenti mensili di dipendenti e fornitori, che possono creare difficoltà maggiori per specifiche imprese soprattutto nei settori posti più a valle (quelli dei beni di consumo).

Tassi più bassi, offerta meno stretta L'indagine BLS segnala che, anche nella prima metà del 2025 (come nel 2024) l'offerta di credito per le imprese sta divenendo marginalmente più accessibile, moderando la forte stretta avutasi nel 2022-2023. L'allentamento è favorito dall'assenza di tensioni per gli istituti in termini di liquidità, raccolta sui mercati e dotazione patrimoniale. La migliore offerta di credito per le imprese nasce sulla spinta della concorrenza tra banche, nonostante qualche marginale preoccupazione degli istituti sull'economia e su specifici settori.

Grafico 20 Cresce la domanda di credito, per finanziare investimenti

(Italia, imprese, indagine BLS*,
dati trimestrali)



* Variazioni nel trimestre (saldi delle risposte tra -100 e +100).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca Italia.

Questo allentamento dell'offerta ha preso la forma di una riduzione dei tassi di riferimento (riflesso dei tagli BCE) e dei margini applicati dalle banche; marginalmente, di un allungamento delle scadenze. Invece, sono invariati nella prima metà del 2025 gli oneri aggiuntivi e i criteri in termini di ammontare dei prestiti. Unico fattore su cui si registra un lieve irrigidimento sono le richieste di garanzie, a riflesso dei rischi percepiti dalle banche sull'andamento dell'economia.

I dati qualitativi Istat confermano un certo allentamento delle condizioni per il credito: la quota di imprese industriali che non ottengono i prestiti richiesti è scesa al 3,6% a giugno 2025, dal picco di 8,2% nel 2023, sotto anche rispetto al 6,0% medio del 2019. Inoltre, resta moderata la quota di imprese che ottengono credito solo a condizioni più onerose (11,7%, da 45,1% nel 2023). L'indicatore di accesso al credito si mantiene sui valori di fine 2024 (-5,0 il saldo delle risposte).

Il costo del credito per le imprese italiane, con dati fino a luglio 2025, ha ormai incorporato i tagli dei tassi BCE, terminati a giugno. Il tasso sulle nuove operazioni è sceso al 3,50%, da un picco di 5,59% a novembre 2023, registrando quindi un calo complessivo pari a quello dei tassi ufficiali (-2,09). In particolare, il tasso per le grandi imprese è sceso al 3,26% (da 5,30%), quelle per le PMI resta un po' più alto (4,01% da 5,98%). Il costo del credito per le imprese italiane resta, comunque, più elevato rispetto al livello prevalente prima dello shock energetico del 2022: 1,18% in media a fine 2021, quando il tasso ufficiale era al -0,5%, cioè iper-espansivo.

Lo scenario economico resta molto incerto e le condizioni operative per le imprese sono difficili in specifici settori, come quelli più esposti ai dazi USA. Dato che i tassi di interesse sono attesi fermarsi ai livelli correnti "neutrali", cioè non alti ma nemmeno bassi, alcune imprese possono ancora incontrare difficoltà in termini di oneri del debito troppo alti. Perciò, sono ancora importanti quelle misure di *policy* che favoriscono l'offerta di credito bancario per le imprese italiane.

Favorevoli le prospettive creditizie Lo scenario del CSC incorpora due ipotesi cruciali per l'andamento del credito: fine dei tagli dei tassi BCE, rendimento del BTP in lieve aumento. Il costo del credito per le imprese italiane, perciò, è atteso stabilizzarsi vicino ai valori correnti, fino alla fine del 2026 e il peso degli oneri finanziari tenderà a moderarsi ancora, rispetto ai picchi del 2022-2023.

Nella parte finale del 2025 e poi nel 2026, il costo del credito stabilmente più basso per le imprese e il proseguire della crescita e quindi del fabbisogno di risorse, sono attesi sostenere un'ulteriore risalita della domanda di fondi,

soprattutto per finanziare investimenti fissi (Grafico 20). Inoltre, il livello normalizzato dei tassi BCE dovrebbe favorire anche un ulteriore miglioramento dal lato dell'offerta di credito. Perciò, la dinamica annua dei prestiti alle imprese è attesa irrobustirsi nell'orizzonte previsivo, sostenendo gli investimenti.

Il proseguire dell'allentamento dell'offerta di credito è favorito anche da altri fattori, che complessivamente tengono bassi i rischi di credito per gli istituti in Italia, sostenendo l'erogazione di prestiti alle imprese:

a. Le sofferenze bancarie sui prestiti alle imprese restano moderate, grazie ai minori tassi e al proseguire della debole crescita economica: 10,7 miliardi di euro nel 1° trimestre 2025. Questo avviene nonostante il flusso di nuovi prestiti in default aumenti lentamente: 1,85% dello stock nel 1° trimestre 2025, da 1,51% dodici mesi prima.

b. La redditività bancaria è aumentata nel 2024, con il ROE salito al 12,8% in Italia (da 12,3% nel 2023), grazie all'aumento dei ricavi da commissioni e del margine di interesse, solo in parte erosi dall'aumento dei costi per il personale. La dotazione di capitale è su valori assicuranti, sebbene la redditività sia attesa in lieve calo nel 2025-26 per la prevista contrazione del margine di interesse.

c. Nel 2025 è proseguita la discesa del costo della raccolta bancaria. Gli istituti si stanno finanziando quest'anno in misura simile con depositi e con emissione di obbligazioni. La correlazione dei rendimenti dei bond bancari con quelli dei BTP tende ad alzare di poco i costi per le banche, ma prevale il taglio dei tassi BCE (per i rendimenti a breve), che invece li riduce in maniera significativa.

d. Il moderato aumento nel 2025 dei rendimenti a medio-lungo termine riflette un calo dei prezzi dei titoli pubblici: ciò erode, ma in modo marginale, il valore di mercato del portafoglio di titoli di Stato di proprietà delle banche, che al valore contabile è in lieve aumento e su livelli piuttosto ampi (386 miliardi a luglio 2025, da 362 dodici mesi prima).

6. La finanza pubblica

Deficit in miglioramento Nello scenario di previsione del CSC, l'indebitamento netto della Pubblica Amministrazione si attesterà al 3,1% del PIL nel 2025 e al 2,6% nel 2026 (Tabella 2). Il saldo per il 2025 è in lieve calo rispetto a quanto stimato ad aprile dal CSC (3,2%) e per il 2026 si conferma in linea con l'obiettivo di rientro del deficit sotto la soglia del 3,0% del PIL, creando così le condizioni per l'uscita dalla procedura per disavanzo eccessivo nel 2027. La previsione di finanza pubblica "a legislazione vigente" tiene conto delle misure adottate nella Legge di Bilancio 2025-2027⁶ e nei provvedimenti legislativi adottati finora, e delle ultime modifiche apportate da Istat nelle voci del conto economico della Pubblica Amministrazione⁷. Rispetto alle ultime previsioni, non ci sono nuovi stanziamenti di risorse per la Difesa e non è stata attivata la clausola del Piano Strutturale di Bilancio (PSB) che consentirebbe maggiori spese (+1,5 punti di PIL all'anno)⁸.

⁶ Sono comprese le misure della Legge di Bilancio approvata dal Parlamento il 28 dicembre 2024 e quelle contenute nella legge di conversione del DL 155/2024 e nel decreto legislativo 192/2024 recante la revisione delle imposte sui redditi.

⁷ Si veda il Comunicato stampa Istat "Conti economici nazionali – Anni 2023-2024" del 22 settembre 2025.

⁸ Si veda: <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/national-escape-clause-for-defence-expenditure-nec/>.

Tabella 2
Il quadro della finanza pubblica
(Italia, valori in % del PIL)

	2023	2024	2025	2026
Indebitamento della PA	7,2	3,4	3,1	2,6
Entrate totali	46,5	47,1	47,3	47,5
Uscite totali	53,6	50,4	50,4	50,1
Pressione fiscale	41,2	42,5	42,5	42,3
Saldo primario	-3,5	0,5	0,7	1,3
Debito pubblico	133,9	134,8	136,2	136,9

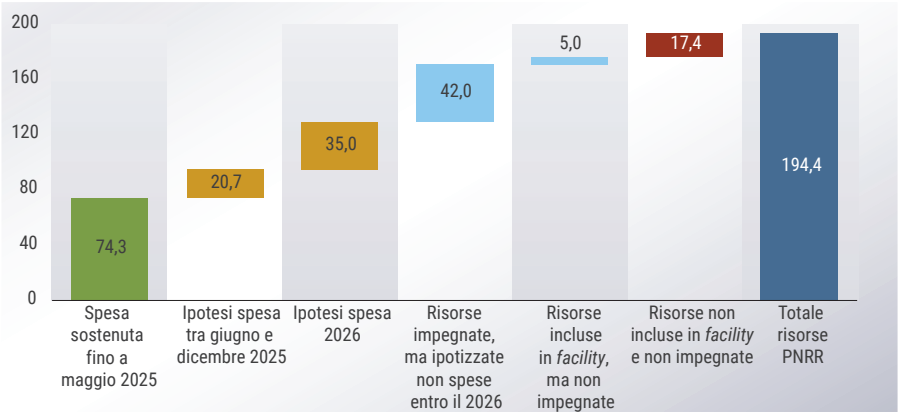
Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Istat e Banca d'Italia.

La politica fiscale sottesa allo scenario di finanza pubblica è restrittiva e anticiclica, in linea con il contesto economico favorevole indicato dal Governo (misurato da un output gap positivo).

L'attuale previsione CSC, rispetto a quella di aprile scorso, sconta una crescita reale nel 2025 più contenuta, una dinamica più sostenuta del deflatore del PIL e un'implementazione parziale del PNRR.

Il PNRR avanza lentamente L'assenza di informazioni aggiornate sulla spesa pianificata e sulla revisione di alcune misure obbliga necessariamente a fare delle ipotesi sulle aspettative di spesa del PNRR, che tra l'altro potrebbero subire importanti variazioni a seguito della revisione del Piano⁹ in corso (Grafico 21). Stando all'ultima rendicontazione, nei primi 5 mesi del 2025 dovrebbero essere stati spesi circa 10,2 miliardi di euro, per un totale cumulato di 74,3 miliardi dall'avvio del Piano. Si ipotizza che nel corso dell'anno la spesa dovrebbe salire a quasi 30 miliardi (+20,7 miliardi), portando il cumulato a quasi 95 miliardi a fine 2025. Per il 2026, nonostante la scadenza che limita le tempistiche per realizzare i progetti, si ipotizza una spesa di 35 miliardi, grazie a una probabile accelerazione degli esborsi in vista della scadenza ultima per la rendicontazione delle spese. L'ipotesi di spesa per il 2026, analogamente a quanto immaginato ad aprile, è quindi pari a circa la metà della dotazione dell'anno, corrispondente a 72 miliardi (somma di 49 miliardi programmati e di 23 miliardi di risorse non utilizzate nel 2024)¹⁰. Con questa ipotesi, il totale speso a fine 2026 dall'inizio del Piano raggiungerebbe quasi 130 miliardi (67% dei 194,4 in dote all'Italia).

Grafico 21
Ipotesi di spesa delle risorse PNRR
(Valori in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati REGIS (agg. giugno 2025).

⁹ La revisione del PNRR (26 settembre 2025) segnala al 31 agosto 2025 spese validate per 86 miliardi tramite ReGiS, a cui si aggiungono 8,6 miliardi di risorse relative agli strumenti finanziari.

¹⁰ Infatti, ogni anno, la spesa a consuntivo registrata sulla piattaforma di monitoraggio Regis è stata sempre ridimensionata di circa un terzo in meno rispetto a quanto pianificato. Per il 2024 la spesa prevista era di oltre 42 miliardi, ma a consuntivo si è poi rivelata essere addirittura la metà.

Si noti che la nostra ipotesi di 130 miliardi di spesa realizzata entro il 2026 si discosta di almeno 40 miliardi rispetto al budget attualmente allocato per il finanziamento dei progetti, pari a 172 miliardi al 30 giugno 2025. Poiché si tratta di "impegni di spesa", che riflettono contratti già sottoscritti, è ragionevole ipotizzare che saranno effettivamente onorati. Di conseguenza, escludendo cancellazioni e/o riprogrammazioni, è probabile che tali risorse saranno inserite nel meccanismo delle cosiddette *facility*, cioè società o strumenti finanziari introdotti con la revisione del PNRR nel 2023 che prevedono l'affidamento delle risorse a un gestore terzo, incaricato di stipulare accordi finanziari con i beneficiari finali. La spesa di queste risorse prudenzialmente non è inclusa nello scenario poiché non è definito quando verranno effettivamente erogate.

Ci sono poi 5 miliardi circa che non risultano ancora impegnati, ma che quasi sicuramente verranno utilizzati perché già inserite in *facility* a dicembre 2023, in accordo con la Commissione¹¹.

Resterebbero, quindi, alla fine del Piano, circa 17 miliardi (194,4 -172 -5) che, stando ai dati disponibili pubblicamente, non risultano né spesi, né impegnati, né già inclusi in *facility*. Tali risorse, allo stato attuale, sono prudenzialmente considerate come "perse" e quindi escluse dal nostro scenario previsivo; tuttavia, è probabile che possano essere in parte "salvate" e ricondotte a nuove *facility*, per essere spese oltre il 2026, oppure che vengano sostituite con misure già spese, che dovrebbero solo essere rendicontate (es. una parte del piano Transizione 4.0 finanziato con risorse nazionali), oppure ancora, considerate "economie di spesa", cioè risparmi rispetto a quanto messo a budget.

Entrate in crescita Nello scenario CSC, le entrate complessive raggiungono il 47,3% del PIL nel 2025 (dal 47,1% del 2024) e il 47,5% nel 2026. In valore assoluto si registra una crescita del +3,3% in entrambi gli anni di previsione.

Complessivamente si osserva una lieve riduzione del gettito tributario quest'anno (-0,1% dal +6,7% nel 2024) e una crescita sostenuta il prossimo (+2,0%). L'evoluzione positiva delle entrate, determinata dagli effetti della crescita dell'occupazione e delle retribuzioni, compensa solo in parte la riduzione dovuta alla trasformazione in taglio fiscale della decontribuzione per i lavoratori dipendenti. Per contro, il gettito contributivo cresce a un ritmo elevato quest'anno (+6,6%) per effetto del venir meno del taglio contributivo.

Anche le imposte indirette registrano una dinamica positiva nel biennio di previsione (+2,5% nel 2025 e +2,1% nel 2026), scontando tra l'altro l'ennesima proroga dell'entrata in vigore della *sugar tax*¹².

Nel complesso, la pressione fiscale e contributiva resta invariata al 42,5% del PIL nel 2025 e scende al 42,3% nel 2026.

Spese moderate La spesa pubblica in rapporto al PIL è stimata al 50,4% del PIL nel 2025 (come nel 2024) e in calo nel 2026, al 50,1%. In termini nominali, registra una crescita del +2,8% quest'anno e più modesta il prossimo (+2,2%).

I consumi pubblici restano stabili intorno al 17,2% del PIL nel biennio di previsione. I redditi da lavoro, in termini nominali, crescono nel 2025 del +3,7% e nel 2026 del +2,6%, per effetto dell'aumento delle retribuzioni e dell'incremento dell'occupazione nel settore pubblico. I consumi intermedi, invece, crescono quest'anno del +2,3% e il prossimo del +3,1%.

¹¹ Le misure del PNRR che coinvolgono il ricorso a *facility* valgono 10,6 miliardi, di cui risultavano 6,6 già impegnati e 1 speso a giugno 2025. Si veda https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2025/04/UPB_Audizione-DFP-2025.pdf.

¹² Il DL 95/2025 (cd. DL Economia) ha prorogato l'entrata in vigore di *sugar tax* al 1° gennaio 2026, dal 1° luglio 2025.

La quota di spesa pubblica per prestazioni sociali in denaro è stabile al 20,4% del PIL nel biennio 2025-2026; in crescita quest'anno (+3,5%) e il prossimo (+2,6%), trainata principalmente dall'andamento della spesa pensionistica che risente degli effetti delle misure di riforma adottate negli ultimi anni e della maggiore indicizzazione all'inflazione.

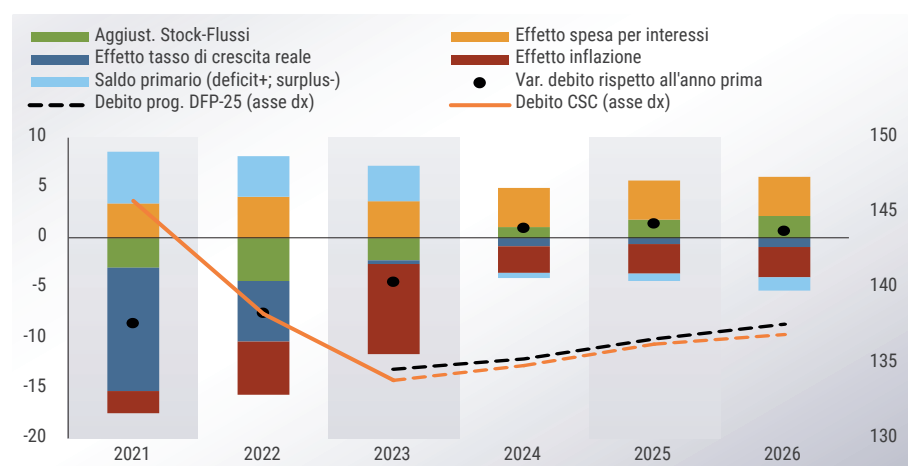
L'incidenza sul PIL della spesa in conto capitale si attesta intorno al 5,4% del PIL nel 2025 e al 5,0% nel 2026. Nel dettaglio, gli investimenti pubblici rimangono pressoché stabili nel biennio di previsione (+2,1% nel 2025 e +1,9% nel 2026) e l'incidenza sul PIL si attesta al 3,5%.

Interessi pressoché stabili La spesa per interessi è stimata a 87,5 miliardi nel 2025 e a 91,0 nel 2026 (stabile al 3,9% del PIL), in moderato aumento dato l'ampio stock di debito pubblico. Da aprile a settembre, il rendimento dei titoli italiani è rimasto stabile, oscillando attorno a un valore medio del 3,55%. Per il 2025 ci si attende un rendimento del BTP al 3,50% e in lieve calo al 3,40% nel 2026.

La maggiore stabilità dell'attuale Governo ha contribuito a rafforzare la percezione di affidabilità del Paese sui mercati finanziari, favorendo anche un miglioramento del giudizio delle principali agenzie di rating (Fitch a settembre ha alzato di un gradino, a BBB+ da BBB). I tassi di interesse a medio-lungo termine sui BTP restano tuttavia su livelli mediamente più elevati rispetto al periodo 2012-2019, dato il percorso di normalizzazione sul portafoglio titoli BCE che tende ad alzare tutti i tassi nei paesi europei, compreso il Bund.

Dopo le revisioni Istat, il rapporto debito/PIL del 2024 migliora Il debito pubblico in rapporto al PIL è stimato al 136,2% nel 2025, in aumento di 1,5 punti rispetto al 2024, ed è previsto salire di altri 0,6 punti, fino al 136,9% del PIL nel 2026. La previsione CSC incorpora la revisione Istat al ribasso nel 2023-2024 e considera un impiego della liquidità per quasi 5 miliardi annui a riduzione del debito nel biennio 2025-2026¹³, oltre a una parziale riduzione dell'aggiustamento stock-flussi nel 2025 (come indicato nel Documento di Finanza Pubblica di aprile scorso). Nel dettaglio, l'aumento del rapporto debito/PIL risente ancora del contributo dell'aggiustamento stock-flussi (particolarmente elevato per gli effetti contabili dei crediti edilizi). Contribuiscono al ribasso, invece, l'inflazione e un crescente avanzo primario (0,7% di PIL nel 2025 e 1,3% nel 2026), mentre il contributo della crescita reale resta moderato, soprattutto quest'anno (Grafico 22).

Grafico 22
L'aggiustamento stock-flussi
tiene alto il debito pubblico
(Aggiustamento in % di PIL)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat, Banca d'Italia e DFP 2025.

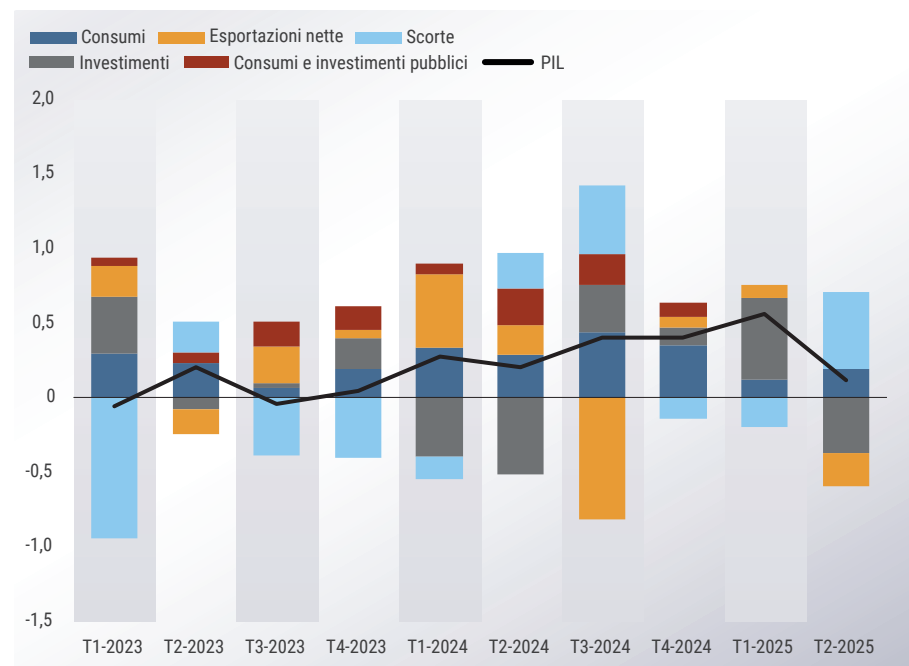
¹³ È stato applicato il calo medio (-28%), registrato tra novembre e dicembre negli anni dal 2015 al 2024, al livello medio di conto disponibilità liquide del Tesoro degli ultimi due anni (16,9 miliardi). Per semplicità, i valori non sono stati scontati per l'inflazione.

7. L'Eurozona

7.1 L'Area in aggregato

Crescita moderata per l'Area euro nel biennio 2025-2026 La crescita del PIL attesa della Zona Euro è pari a +1,2% nel 2025 e a +1,1% nel 2026, dopo +0,9% osservato nel 2024. Anno che si è chiuso con un 4° trimestre rivisto in lieve rialzo rispetto alla stima precedente. Nel 1° trimestre del 2025 si è registrata una decisa espansione (+0,6%), seguita da una crescita più moderata nel 2° (+0,1%). Questo ingresso rapido nell'anno in corso ha determinato una variazione acquisita, a giugno, pari a +1,2% (Grafico 23).

Grafico 23
Area Euro: crescita frenata da export e investimenti
(Dati trimestrali, variazioni % del PIL e contributi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Il risultato oltre le attese già acquisito nella prima metà dell'anno va letto alla luce dell'anomalo +7,4% dell'Irlanda nel 1° trimestre, che ha alzato significativamente la media dell'Area: senza l'Irlanda, infatti, la crescita del PIL si sarebbe attestata a +0,3% nel 1° quarto. E senza il contributo dell'Irlanda al PIL dell'Eurozona, la crescita acquisita nel 2025 sarebbe pari a +0,7% invece di +1,2%. Questo dato anomalo, dovuto alla straordinaria performance del settore farmaceutico irlandese attribuibile alle entrate da licenze registrate da alcune multinazionali, dovrebbe rientrare nella seconda metà dell'anno, quando si attende un PIL irlandese su ritmi normali, se non in leggera contrazione.

Il positivo avvio d'anno risulta in linea con la media registrata negli ultimi due trimestri del 2024 (+0,4% nel 3°, +0,4% nel 4°), più solida rispetto alla prima metà del 2024. Per questa ragione, le variazioni tendenziali mostrano una espansione, moderata ma in consolidamento, avviata nella seconda metà del 2024: da +0,9% nel 3° trimestre 2024, a +1,5% nel 2° 2025.

Analizzando le componenti dal lato della domanda, nell'aggregato dell'Area Euro, gli investimenti sono la componente più volatile. Ciò è dovuto al fatto che le condizioni per investire pur in miglioramento non appaiono ancora stabilmente positive. I consumi, al contrario, pur avendo una dinamica debole ad inizio anno, sono più stabili.

La crescita osservata nel 1° trimestre 2025 era da attribuirsi prevalentemente al contributo degli investimenti (+0,5%) ed è stata sostenuta anche dalle esportazioni nette (+0,1%), che hanno beneficiato dell'effetto *frontloading*, cioè l'aumento dell'export di alcune merci verso gli USA per anticipare l'entrata in vigore dei dazi. Anche i consumi hanno contribuito positivamente (+0,2%). Nel 2° trimestre, invece, è stato decisivo il contributo delle scorte (+0,5%) che, unitamente alla moderata crescita dei consumi (contributo pari a +0,2%), ha controbilanciato i contributi negativi degli investimenti (-0,4%) e delle esportazioni nette (-0,2%), in calo dopo il trimestre precedente.

Indicatori europei ancora in stallo Gli indicatori congiunturali sono ancora deboli, e al momento non danno segnali decisi di un cambiamento delle aspettative degli operatori economici, per quanto si registri un lieve miglioramento all'inizio del 3° trimestre.

Il clima di incertezza, secondo la survey armonizzata della Commissione Europea, non si è ancora diradato e resta su valori di poco inferiori a quelli del 1° semestre 2025 che erano ai picchi storici. Un risultato confermato dall'indicatore EPU Index¹ per l'Europa che misura l'incertezza della politica economica. Il clima di fiducia, stimato dall'*Economic Sentiment Indicator*, registra valori quasi stabili ad agosto e settembre (rispettivamente 94,9 e 95,5) in linea con il livello medio della prima metà del 2025 (95,4). L'indice *Employment Expectation Indicator*, che misura le aspettative sull'occupazione, è pari a 97,1 in settembre, in risalita da quattro mesi dopo il minimo toccato ad aprile (96,9). La fiducia delle imprese di costruzioni continua la lunga serie negativa (28° mese consecutivo con un saldo negativo), con il -3,5 di settembre che conferma la rilevazione negativa di agosto (-3,6). Al contrario, per i servizi, il clima di fiducia delle imprese è stabilmente positivo nell'Area, anche se in lieve flessione a settembre (3,6 dopo agosto). Dal lato della domanda, la fiducia delle famiglie è risalita appena a settembre (-14,9 dopo il -15,5 di agosto). Nel commercio al dettaglio, invece, la fiducia resta stabile su un livello negativo (-7,7 a settembre dopo il -6,4 di agosto) che rappresenta comunque un miglioramento rispetto al valore medio rilevato nel 2° trimestre (-7,9).

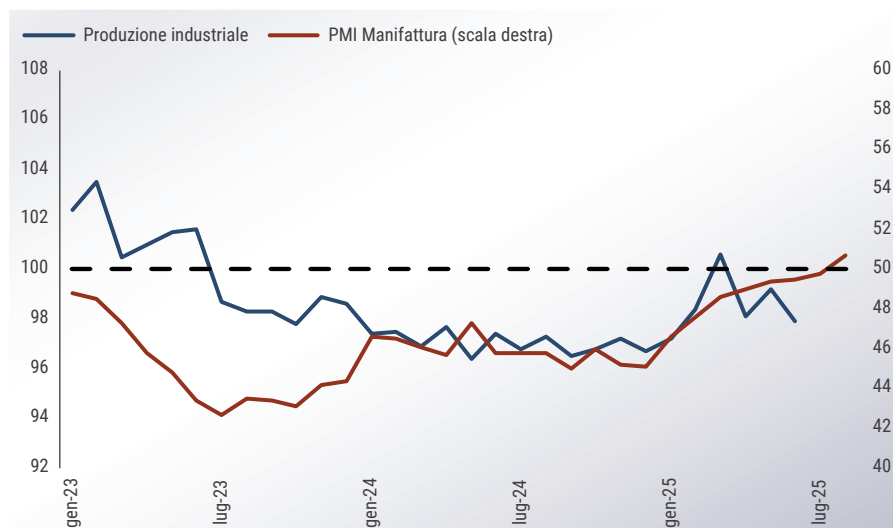
L'industria dà segnali positivi La ripresa della produzione industriale (Grafico 24), rappresenta un aspetto positivo nell'attuale quadro economico europeo, sebbene appaia legata a miglioramenti congiunturali (la discesa dei tassi, l'anticipo dell'export verso gli USA, qualche segnale positivo dagli investimenti, una leggera risalita della Germania) piuttosto che al superamento delle difficoltà strutturali (la crisi di alcuni settori tra cui l'automotive, gli elevati costi dell'energia, la crisi della Germania, le difficoltà della Francia).

L'indice della produzione industriale ad inizio del 2025 ha raggiunto un picco a marzo (+2,2%), che ha trascinato in positivo il 1° trimestre (+1,9%). Questa rapida espansione, da attribuirsi in larga parte ai settori industriali che hanno cercato di soddisfare la domanda proveniente dagli USA per anticipare i dazi, è rientrata poi in aprile con un calo del -2,5%. Il 2° trimestre si è chiuso con una lieve contrazione (-0,3%), scaturita da altre due variazioni di segno opposto (+1,1% a maggio e -1,3% a giugno). Tuttavia, nel 2025 le prime due variazioni tendenziali sull'orizzonte trimestrale risultano positive (+1,4% nel 1° e +1,2% nel 2°), in controtendenza rispetto alle variazioni negative di fine 2024.

¹ Indice "News Based Policy Uncertainty Index" di Baker S. R., Bloom N. e Davis S. J., "Measuring economic policy uncertainty." The Quarterly Journal of Economics, 2016.

Grafico 24 Eurozona: industria segnali di ripresa ad inizio 2025

(Dati mensili destag., indice 2021 = 100,
Indice PMI, soglia neutrale=50)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat e Refinitiv.

Un ulteriore segnale di ripresa della produzione è fornito dall'indicatore S&P Global Manufacturing PMI che, dopo un 2024 debole, ha avviato nel 2025 una lenta marcia di avvicinamento verso la soglia di espansione, superandola infine in agosto (50,7). Nel comunicato di agosto si sottolinea come il miglioramento delle condizioni sia più generalizzato, con 6 su 8 dei paesi interessati dalla survey in zona espansiva (mentre il mese precedente erano solo 4). Gli ordini di acquisto della domanda interna sono in lieve aumento e sembrano sopperire alla riduzione di domanda estera.

L'andamento futuro dell'economia nell'Area è strettamente legato all'attesa ripartenza degli investimenti, che ancora non hanno preso un indirizzo chiaro. Il 2025 segnerà un risultato migliore in virtù di una congiuntura favorevole a inizio anno. Per il 2026, le attese sono migliori: nei paesi dell'Area dove gli investimenti sono ancora fermi, riusciranno a ritrovare slancio, anche beneficiando del traino di settori in crescita come la difesa.

Importante notare che le tre principali economie dell'Area Euro, oltre l'Italia, mostrano un quadro macro-economico molto eterogeneo, come viene approfondito nei paragrafi successivi.

7.2 Germania, Francia, Spagna

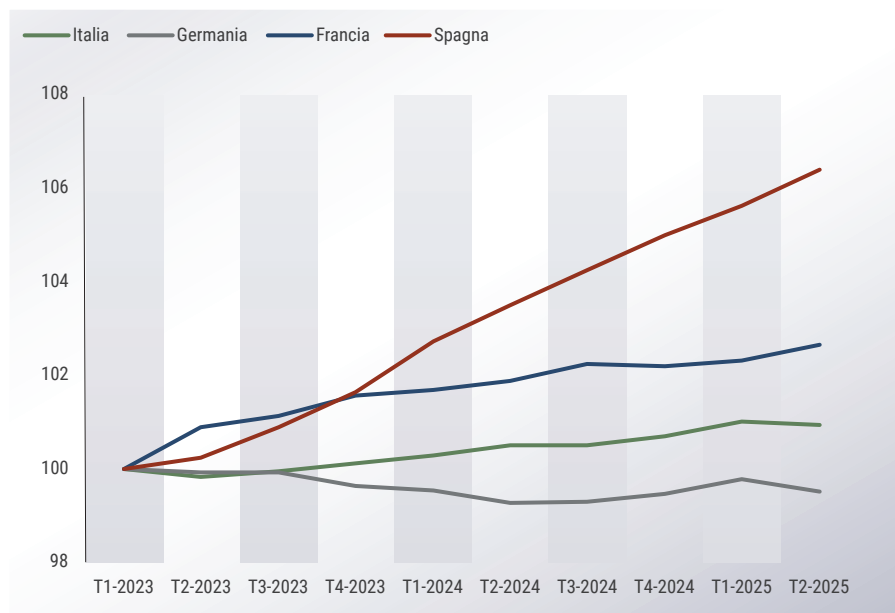
Riparte la Germania? Dopo il balzo del 1° trimestre (+0,3% sul trimestre precedente), causato dagli anticipi degli acquisti di beni tedeschi da parte delle aziende americane prima dell'introduzione dei dazi, il PIL della Germania è calato di pari entità (-0,3%) nel 2° trimestre (Grafico 25). Su base tendenziale, l'economia è cresciuta di appena lo 0,2%, al netto delle variazioni stagionali e di calendario. Pertanto, dopo due anni di lieve recessione (2023-2024) e un primo semestre 2025 quasi piatto, il PIL tedesco è ancora sostanzialmente sugli stessi livelli del 4° trimestre 2019, cioè prima della pandemia.

In media d'anno, nel 2025 il PIL crescerà ad un tasso soltanto di poco superiore all'acquisito al 2° trimestre (+0,2%). Grazie agli effetti positivi delle recenti riforme (vedi più avanti), tuttavia, l'economia tedesca è attesa rafforzarsi progressivamente a partire già dagli ultimi mesi di quest'anno, per tornare a crescere, dal 2026, a tassi superiori al +1,0%.

Il calo del PIL nel 2° trimestre, più forte delle attese e rivisto peraltro al ribasso di ben due decimi di punto rispetto alla stima preliminare, non è dovuto esclusivamente all'effetto di *frontloading* sulle esportazioni, calate dello 0,1%, e al forte

Grafico 25 Molto eterogenee le dinamiche del PIL in Europa

(Dati trimestrali;
indici: 1° trimestre 2023 = 100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Dal lato dell'offerta, il calo nel 2° trimestre è stato contenuto nel manifatturiero (-0,1% dopo il +1,6% del 1°), ma significativo nelle costruzioni (-3,7% dopo il +1,3%). Tra i servizi, il valore aggiunto è risultato negativo nei settori del commercio, trasporti, alloggi e servizi di ristorazione (-0,6%) e in quello dei servizi finanziari e assicurativi (-1,2%), ma positivo nel settore dell'informazione e comunicazione (+0,5%), nell'immobiliare (+0,2%), nella pubblica amministrazione, istruzione e sanità (+0,1%) e in quello dei servizi alle imprese (+0,5%).

L'economia tedesca non è ancora uscita dalla crisi e la perdita di competitività, dovuta principalmente al gap tecnologico e digitale accumulato negli anni, è esacerbata nel 2025 dalla svalutazione del dollaro e dall'introduzione dei dazi da parte degli Stati Uniti. Con la consapevolezza che senza interventi, la Germania avrebbe corso il rischio di rimanere bloccata in un lungo periodo di stagnazione economica, il governo di recente ha approvato un emendamento costituzionale al "freno all'indebitamento" e varato un programma di riforme strutturali per facilitare gli investimenti in infrastrutture e le spese per la difesa, con lo scopo di modernizzare il sistema economico, soprattutto nei campi dell'innovazione e della digitalizzazione.

L'emendamento consente di esentare dal vincolo del debito le spese militari, che superano l'1,0% del PIL all'anno. Pertanto, senza quel freno, la Germania potrebbe, in teoria, fare debito senza limite per finanziare le spese militari. È stato, inoltre, creato un fondo di 500 miliardi di euro per 12 anni, anch'esso escluso dal vincolo del freno al debito, per migliorare le infrastrutture tedesche, tra cui reti ferroviarie, ospedali, strade e autostrade che in molti casi sono obsolete e malfunzionanti. Una parte consistente del fondo (100 miliardi) verrà, inoltre, usata anche per misure che favoriscono la transizione energetica.

Proprio grazie a questo, nel corso dell'estate, si sono incominciati a vedere segnali di una ripresa, seppur lenta, in numerosi indicatori congiunturali, sia quantitativi che qualitativi. A luglio, la produzione industriale è aumentata a un ritmo più forte delle attese (+1,5% su giugno, +2,2% tendenziale) ed è stata rivista fortemente al rialzo la variazione mensile di giugno (da -1,9% a -0,1%); l'aumento è stato particolarmente pronunciato nel settore dei macchinari e attrezzature (+9,5% mensile). Segnali incoraggianti per l'attività industriale arrivano anche dagli indici di attività PMI: il composito si è collocato in agosto al livello più elevato da marzo scorso (50,9 da 50,6), sostenuto da una robusta e rapida espansione della componente relativa alla produzione nel settore manifatturiero, il cui indice è salito a 52,6 (da 50,6 a luglio), ben al di sopra della soglia neutrale e al livello più elevato da marzo 2022, compensando la quasi stagnazione rilevata nell'attività dei servizi (50,1 da 50,6).

Il calo a settembre dell'indice IFO sulla fiducia delle imprese (87,7 da 88,8 in agosto), dopo otto mesi consecutivi di rialzi, conferma, tuttavia, che il consolidamento di questi ancor deboli segnali di ripresa dipenderà dai tempi e modi in cui il governo riuscirà ad implementare il piano di investimenti in infrastrutture e difesa, legato alla riforma del "freno all'indebitamento". Cruciale sarà, inoltre, la capacità dello stesso governo di accompagnare l'allentamento della disciplina fiscale con un programma di riforme strutturali, in particolare quelle sulla semplificazione burocratica e sull'alleggerimento della pressione fiscale per famiglie e imprese, tese a migliorare la competitività del sistema produttivo tedesco, ridurre il sottoutilizzo della capacità produttiva in molti settori, aumentare il potenziale di crescita del paese.

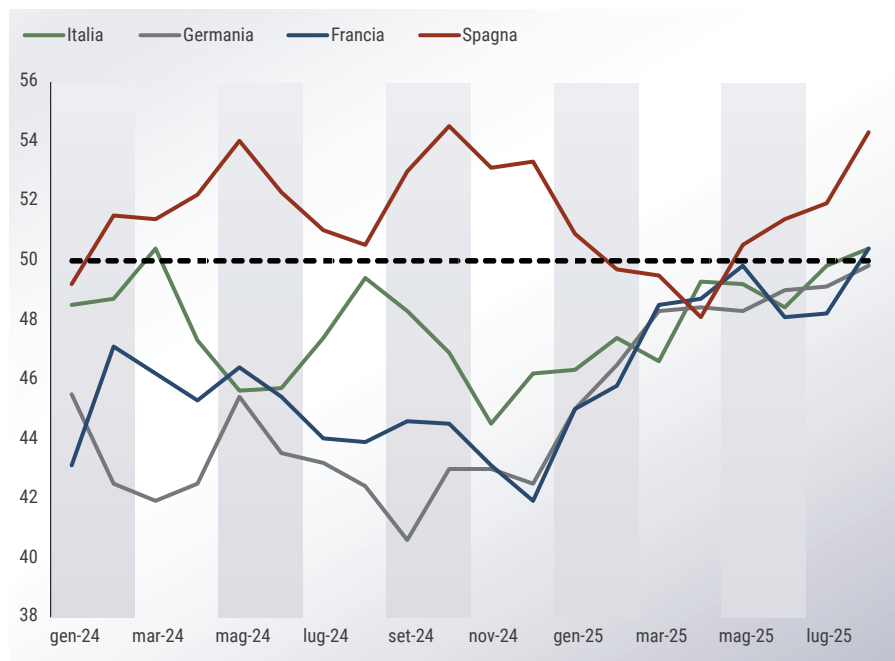
Francia: inizio anno traballante La Francia è la seconda economia della Zona Euro, con un PIL inferiore solo alla Germania (di circa 700 miliardi). Esaurita la spinta del 2021, che includeva il rimbalzo post-pandemia, quando con una crescita annua di +6,9% è stata superata solo dall'Italia (+8,9%), la Francia ha proseguito su un sentiero di espansione più moderata ma ancora significativa: dal 2022 al 2024 si è attestata su una crescita annua di +1,8%. Nella fase di avvio del 2025, invece, ha avuto una dinamica fiacca, con variazioni pari a +0,3% nel 1° trimestre e +0,1% nel 2°, che portano ad una crescita acquisita di +0,6% (Grafico 26), appena sopra quella italiana.

La spesa per consumi delle famiglie residenti è in contrazione. Nei primi due trimestri del 2025, l'aggregato complessivo si mantiene su un valore medio pari a -0,1%, nonostante i servizi diano un contributo importante ai consumi grazie alla componente turistica che riveste un ruolo di primo piano (come in Spagna e Italia). La Francia nel 2024 è stato il paese che ha registrato il maggior numero di arrivi turistici a livello mondiale e sembra confermare il primato anche nel 2025. Come i consumi, anche gli investimenti nella prima metà del 2025 registrano un calo, di -0,1% (in entrambi i trimestri), con le singole componenti che mostrano dinamiche diverse: per quanto riguarda le costruzioni, i fabbricati non residenziali danno un contributo negativo, parzialmente compensato dalle abitazioni; negativo anche il contributo dei macchinari.

Dal lato dell'offerta, l'industria appare solida ma con poco slancio. La produzione nei primi due trimestri del 2025 è cresciuta a ritmo pressoché nullo. Inoltre, dopo il deciso incremento di giugno (+3,7%), a luglio si è registrata una contrazione (-1,2%). Per le prospettive, il PMI manifatturiero è risalito in zona espansiva ad agosto, cosa che non accadeva da gennaio 2023 (Grafico 26). Questo può essere un segnale positivo per la produzione industriale, anche a livello europeo. Appena sotto la soglia di espansione, invece, sia il PMI servizi che l'indicatore composito per l'intera economia.

Grafico 26 Manifattura Eurozona: indicatori in risalta

(Indici PMI, dati mensili, soglia neutrale=50)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

L'instabilità politica diventa finanziaria. Il primo ministro francese François Bayrou ha convocato un voto di fiducia sul suo governo l'8 settembre, alla vigilia di una giornata nazionale di proteste e dell'inizio della stagione parlamentare sul bilancio. La mossa, pensata per prevenire la caduta del governo, ha invece accentuato la crisi politica. L'assemblea nazionale ha respinto la manovra restrittiva di finanza pubblica da 44 miliardi, portando il primo ministro a dimettersi. Le proposte di Bayrou, tra cui la soppressione di due giorni festivi e il congelamento della spesa pubblica, hanno suscitato malumore tra parlamentari e cittadini.

La Francia, nella sua storia recente, non riesce più a garantire governi stabili. Dal 2024 ad oggi si sono avvicendati ben 5 primi ministri. Adesso il governo è stato affidato all'ex ministro della Difesa Sébastien Lecornu. Ma il Parlamento risulta diviso tra la sinistra radicale di Mélenchon, i centristi di Macron e l'estrema destra di Le Pen, senza una maggioranza politica chiara. Scioperi e manifestazioni organizzati aumentano le tensioni sociali. I Socialisti propongono un "controbilancio" alternativo, mentre Macron cerca di evitare nuove elezioni. Dunque, non è ancora chiaro se il nuovo primo ministro riuscirà a formare un governo e quanto questo sarà in grado di durare. Una crisi politica prolungata rischia di minare la stabilità del paese.

Infatti, negli ultimi anni è cresciuto molto il debito pubblico francese a causa di un deficit pubblico che si mantiene oltre il 4,7% del PIL dal 2022.

La combinazione tra tensioni politiche e alto debito e deficit pubblico sta portando i mercati finanziari a mettere sotto scrutinio la sostenibilità della finanza pubblica francese. Come conseguenza, lo spread francese (rispetto ai titoli tedeschi) è salito molto nei mesi estivi, fino a raggiungere quasi lo spread italiano in agosto. Il 12 settembre Fitch ha abbassato il rating della Francia da AA- ad A+, i titoli di Stato hanno perso la doppia A e raggiunto un minimo storico. A loro volta, i tassi sovrani relativamente più elevati in Francia, oltre a far crescere la spesa per interessi e quindi peggiorare deficit e debito pubblici, stanno scoraggiando gli investimenti e i consumi.

Spagna: la crescita resta alta. La Spagna, che ha un livello del PIL ancora distante dall'Italia ed è la quarta economia dell'Eurozona per dimensione, re-

gistra da anni una crescita più elevata rispetto ai primi tre paesi. Prima della pandemia, nel 2015-2019, in media ha registrato un +2,8% annuo, molto più rispetto al +1,0% dell'Italia, +1,5% della Francia, +1,8% della Germania. Durante la pandemia e il rimbalzo successivo, è stata l'Italia a fare un po' meglio (+1,6% medio all'anno nel 2020-2022, contro +0,5% in Germania, +0,6% in Spagna, +0,7% in Francia). Tornati alla normalità, nel 2023-2024 la Spagna si è riportata sui ritmi precedenti (+2,9% in media all'anno), mentre l'Italia frenava (+0,7%), come la Francia (+1,3%) e la Germania cadeva in recessione (-0,7%).

La Spagna sta mostrando una robusta espansione del PIL anche nella prima metà del 2025: +0,6 e +0,7% nei primi due trimestri, stesso ritmo trimestrale dello scorso anno (+3,2% annuo), non sembrando risentire di tutte le difficoltà registrate dagli altri grandi paesi europei (effetti negativi dell'elevata inflazione nel 2022-2023, tassi di interesse e prezzi dell'energia elevati, guerre e tensioni geopolitiche). La robusta crescita in Spagna continua ad alimentare un forte aumento di occupati: +0,7% medio a trimestre nella prima metà del 2025.

Quest'anno il traino alla crescita viene da consumi e investimenti, come nel 2024, mentre il contributo dell'export netto è rimasto quasi nullo (ma molto meglio degli altri grandi paesi europei, dove è negativo). I consumi delle famiglie hanno viaggiato a un ritmo del +0,6% trimestrale nella prima metà dell'anno (da +1,0% nel 2024), trainati soprattutto da quelli di beni. Gli investimenti hanno accelerato quest'anno (+1,7% trimestrale in media, da +1,1%), spinti soprattutto da quelli in costruzioni che spiegano un po' più di metà della crescita; ma sono in espansione anche quelli in macchinari. L'export e l'import continuano a crescere a ritmi simili, accelerando entrambi nella prima parte del 2025 (+1,4% e +1,6% in media a trimestre).

Dal lato dell'offerta, contribuiscono alla crescita tutti i settori, con velocità non molto diverse. In termini di valore aggiunto, nella prima metà del 2025 l'industria è cresciuta di +1,0% a trimestre (da +0,7% a trimestre nel 2024), facendo molto meglio rispetto agli altri grandi paesi europei. Anche le costruzioni accelerano, allo stesso ritmo dell'industria (+1,0% a trimestre, da +0,6%). I servizi viceversa rallentano un po' (+0,7% da +1,0%), specie gli immobiliari; ampia eterogeneità di traiettorie tra gli altri comparti dei servizi, tra cui vanno bene i professionali e quelli finanziari. Secondo i PMI disponibili fino ad agosto, nel 3° trimestre la manifattura spagnola sembra aver ulteriormente accelerato; indicazione analoga arriva dal PMI per i servizi, salito più su in area espansiva nel trimestre. La crescita spagnola, dunque, resta robusta, se non addirittura in accelerazione.

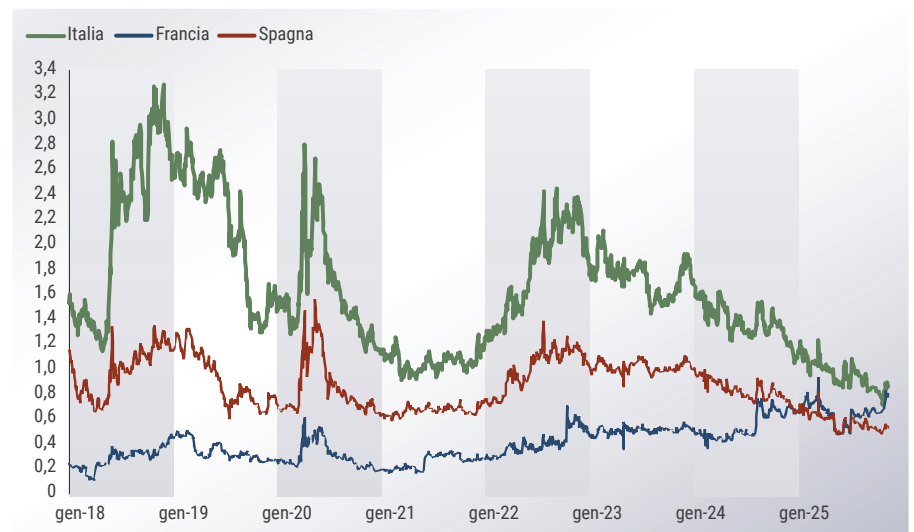
Vari fattori spiegano il boom spagnolo. Il turismo ha un ruolo rilevante nel paese: nella classifica mondiale per arrivi turistici, la Spagna è seconda dietro la Francia, più avanti dell'Italia che è quarta, e di cui è un concorrente diretto nel turismo balneare e delle città d'arte. Il peso del settore "alberghi-ristoranti", attivato prevalentemente dal turismo, è pari al 6,4% sul valore aggiunto in Spagna (3,9% in Italia, 1,5% in Germania; dati 2022).

La Spagna resta un paese meno manifatturiero dell'Italia (12,7% contro 16,8% sul valore aggiunto totale). Ma, per esempio, il settore auto conta di più sulla manifattura spagnola rispetto all'Italia (11,6% del valore aggiunto, rispetto a 5,7%) e la produzione auto sta reggendo meglio (-7,4% nella prima metà del 2025, contro -18,3%). In crescita la produzione di elettronica (+4,2% nella prima metà del 2025), beni in metallo (+2,4%), farmaceutica (+1,4%), oltre al tessile (+2,7%). La Spagna ha minori connessioni produttive e commerciali con l'industria italiana rispetto alla Germania, ma è comunque il 4° mercato per i beni italiani. Dunque, la sua crescita robusta è una notizia positiva per la nostra economia.

Da sottolineare che parte dell'accelerazione del PIL spagnolo negli ultimi anni è attribuibile, come in Italia, all'attuazione del PNRR (163 miliardi totali nel periodo 2021-2026).

Grazie alle positive performance dell'economia spagnola, sui mercati finanziari la distanza con la Francia si è azzerata e infine invertita a favore della Spagna (Grafico 27), dopo che, già da molti anni, i rendimenti dei titoli di Stato iberici sono più bassi rispetto all'Italia (3,17% contro 3,54% i decennali nei primi 8 mesi del 2025; in Francia 3,25%). Il minor livello dei tassi a medio-lungo termine favorisce consumi e investimenti. Stesso effetto del vantaggio che la Spagna ha sui prezzi dell'energia: costantemente minori rispetto all'Italia, in alcuni periodi anche rispetto alla Francia.

Grafico 27
Spread sovrani:
la Spagna meglio della Francia
(Titoli a 10 anni, valori, rispetto alla Germania, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

7.3 La BCE

BCE al capolinea sui tassi. A settembre 2025 la BCE ha tenuto i tassi fermi: quello sui depositi delle banche, riferimento di Francoforte, è al 2,00%. Questo viene dopo un rapido percorso di otto tagli di un quarto di punto ciascuno, a partire da giugno 2024 e fino a giugno 2025, da un picco di 4,00%: l'allentamento monetario complessivo nell'Eurozona, finora, è stato pari a -2,00 punti. L'Euribor è a 2,02% in media ad agosto, poco sopra al tasso sui depositi: ciò può indicare che i mercati non si aspettano un nuovo taglio BCE a breve (Grafico 28).

La BCE può contare, secondo la misura *core* (+2,3% in agosto, al netto di energia e alimentari), su un'inflazione stabile nell'Eurozona negli ultimi mesi, poco sopra l'obiettivo del 2,0%. L'inflazione totale è esattamente al +2,0% ad agosto, stabile negli ultimi tre mesi. La misura totale è poco sotto quella *core* perché i prezzi energetici al consumo nell'area si riducono (-2,0% annuo).

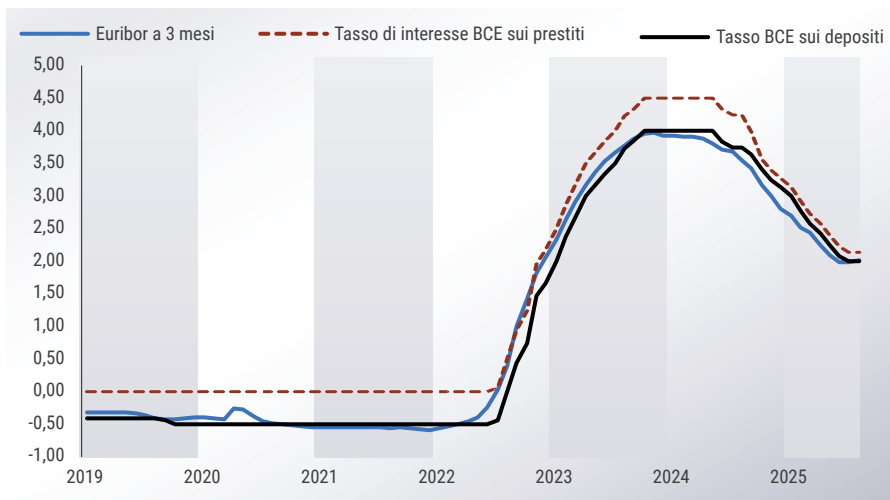
Anche le aspettative di inflazione nell'Eurozona sono stabili e vicine al +2,0% negli ultimi mesi, in calo quelle a breve termine. Questo è un fattore cruciale per la stabilità dei prezzi e quindi per le scelte della BCE sui tassi, anche se riflette in parte la debolezza dell'economia europea. La stabilità delle aspettative resta fragile, visti i numerosi rischi presenti nello scenario globale, in particolare sui prezzi delle commodity.

I tagli BCE nella prima metà del 2025, con la FED invece ferma, spingerebbero per un rafforzamento del dollaro sull'euro. Invece, il dollaro si è fortemente in-

debolito proprio tra gennaio e luglio 2025, sulla scia dei dazi americani (si veda il par. 8.5). Tale svalutazione, comunque, può favorire la stabilità dei prezzi al consumo nell'Eurozona, perché modera i prezzi in euro delle commodity quotate in dollari (come il petrolio).

Grafico 28 Arrivato al termine il rapido taglio dei tassi BCE

(Tassi di interesse, valori%, medie mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

La *stance* monetaria, grazie ai tagli decisi finora, non è più restrittiva. Le stime BCE sul tasso “naturale” nominale di interesse nell'Eurozona, infatti, lo indicano nel range 1,75-2,25%, in media al 2,00% (si veda il Bollettino Economico della BCE, n.1-2025), ovvero ai valori correnti. Le condizioni di finanziamento sono divenute più favorevoli e, attraverso il canale del credito bancario, questo spinge i consumi e gli investimenti nell'Area.

Nel comunicato BCE di settembre è stato confermato che le future decisioni sui tassi saranno prese di seduta in seduta, in base ai nuovi dati disponibili sull'economia, senza un sentiero predefinito. La BCE ha sottolineato molte volte la persistente incertezza globale come fattore sfavorevole. La BCE ritiene che il processo di stabilizzazione dell'inflazione al +2,0% nel medio termine sia in atto, anche grazie al rallentamento della dinamica del costo del lavoro nell'Eurozona.

Nel complesso, dai documenti ufficiali BCE si ricava il messaggio che in assenza di altri shock, la correzione di politica monetaria è completa e sufficiente per il momento.

I mercati finanziari segnalano ancora un orientamento solo lievemente al ribasso sui tassi quest'anno, molto più debole di quanto si registrava sei mesi fa. I *future* sull'Euribor indicano che il tasso scenderebbe di poco a dicembre 2025, a 1,97%, per poi rimanere quasi invariato a 1,95% a fine 2026. Quindi, il punto di arrivo dei tassi è lo stesso, ma la BCE ha già fatto con qualche anticipo i tagli che venivano previsti. Ciò è coerente con tassi fermi nell'orizzonte di previsione.

Lo scenario di previsione CSC, basato su tali indicazioni, ipotizza che non ci saranno ulteriori tagli dei tassi ufficiali entro dicembre 2026. Il tasso BCE sui depositi resterebbe quindi al 2,00%, con un taglio complessivo di 2 punti, pari a quanto già incorporato nello scenario di aprile scorso, sebbene con un timing diverso per le ultime mosse di Francoforte.

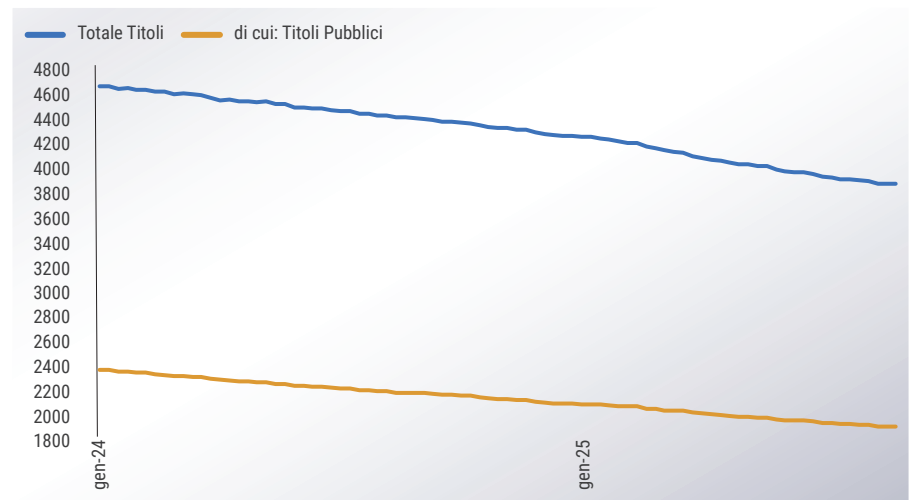
La *policy* monetaria resterà “neutrale” nella parte finale del 2025 e poi nel corso del 2026. Questo significa che, se da un lato la politica monetaria non frena più la domanda interna nell'economia italiana ed europea, mancherà comunque in tutto l'orizzonte di previsione uno stimolo monetario.

Rispetto a tale scenario, c'è una probabilità positiva che la BCE decida invece di riprendere il percorso dei tagli, per sostenere la debole crescita europea e per evitare un euro troppo forte sul dollaro, tanto più che la FED ha ripreso il suo percorso di tagli. Si tratta di una probabilità bassa, sebbene tagliando ancora i tassi la BCE avrebbe la possibilità di sostenere l'economia europea senza peggiorare troppo il quadro per l'inflazione.

Il tasso di mercato Euribor, riferimento dei tassi sui prestiti per consumi e investimenti in Italia, si manterrà, fino al 2026, in linea con il tasso BCE sui depositi, vicino al 2,0% che ha già raggiunto a giugno scorso. La riduzione complessiva di circa 2 punti dell'Euribor, rispetto ai livelli massimi di inizio 2024, si è già in larga misura trasferita ai tassi pagati da famiglie e imprese in Italia, favorendo anche una lenta ripartenza del flusso di prestiti all'economia reale (si veda il par. 6).

Meno titoli BCE, salgono i tassi sovrani La BCE (come la FED), nel frattempo, continua a ridurre l'ammontare di bond accumulati in passato nel suo bilancio: 3.905 miliardi di euro a fine agosto 2025 (da 4.283 a inizio anno; Grafico 29). In particolare, i titoli pubblici in portafoglio sono scesi a 1.943 miliardi, quelli emessi da imprese a 261, i titoli acquistati col *Pandemic Programme* a 1.474. I due stock di titoli nel 2025 stanno diminuendo di 28 miliardi in media al mese. La Banca Centrale, infatti, ha confermato anche nel comunicato di settembre che non effettua più reinvestimenti dei titoli in scadenza, acquistati con i programmi APP e PEPP. Su tale strumento, dunque, la BCE sta realizzando, in modo automatico, una normalizzazione rispetto all'iper-espansione precedente.

Grafico 29
La BCE non rimpiazza più i titoli nel suo portafoglio
(Stock di titoli nel bilancio BCE, miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati BCE.

Questo significa che la domanda BCE non è più presente sul mercato europeo dei titoli. Ciò tende a ridurre i prezzi, aumentando i tassi di mercato di medio-lungo termine nell'Eurozona. In Europa quest'anno, a differenza degli USA, sembra contare meno per i rendimenti sovrani il fatto che, contemporaneamente, la BCE ha tagliato sui tassi ufficiali. Infatti, da inizio 2025 il rendimento del Bund, che resta il riferimento, è aumentato di mezzo punto (2,71% a settembre, da 2,22% a dicembre 2024). Il BTP italiano nello stesso periodo è aumentato meno (3,54% da 3,26%). Perciò, lo spread BTP-Bund è in lenta riduzione e su valori piuttosto contenuti in prospettiva storica (+83 punti base, da +104). Tuttavia, quello italiano resta, di pochi decimi, lo spread più ampio tra i vari paesi dell'Eurozona (lo spagnolo è a +51 da +64, il francese a +75 da +73).

Riguardo lo strumento dei prestiti alle banche europee, l'ultima delle operazioni straordinarie (TLTRO-3), della durata di 3 anni, erogate nel periodo 2019-2021, è

arrivata a scadenza a fine 2024. La BCE tramite queste operazioni aveva prestato ampie risorse agli istituti, con l'obiettivo di favorire il credito bancario a imprese e famiglie, ma il loro venir meno non sembra aver creato difficoltà nella raccolta bancaria. In Italia, l'indagine BLS nella prima metà del 2025 non segnala difficoltà delle banche sui mercati. Si è trattato di un processo graduale e con un calendario noto agli istituti con largo anticipo: lasciare che tali prestiti si azzerassero, infatti, era parte della normalizzazione, dopo le passate misure iper-espansive. La BCE negli ultimi comunicati non ha più ricordato questo aspetto e non sono in vista nuove misure sul fronte dei prestiti. A settembre 2025, sono in campo solo le operazioni ordinarie di prestito a breve termine alle banche, per un totale di 19 miliardi di euro.

8. Lo scenario internazionale

8.1 Commercio mondiale

Scambi con gli USA anticipati prima dei dazi Gli scambi globali hanno accelerato nel 1° trimestre dell'anno, grazie al cosiddetto *frontloading* delle vendite negli Stati Uniti, primo importatore mondiale, per anticipare le tariffe USA, minacciate e poi introdotte in aprile sulla quasi totalità delle merci in entrata. Nel 2° trimestre, invece, il commercio con l'estero ha registrato una brusca correzione al ribasso con una risalita in luglio, trainata dall'import USA. È atteso in calo nella seconda parte dell'anno in seguito all'imposizione di dazi statunitensi più elevati nei confronti di un gran numero di paesi, compresi quelli UE (si veda il Focus 5).

L'aumento delle barriere tariffarie e non tariffarie e l'incertezza ancora elevata sulle relazioni economiche internazionali pesano sulle prospettive degli scambi nel biennio previsivo e, se persistenti, nel lungo periodo. La maggior chiusura del mercato USA potrebbe essere parzialmente controbilanciata da un reindirizzamento delle merci verso altre destinazioni, generando pressioni competitive al ribasso sui prezzi, specialmente da parte della Cina, anche attraverso pratiche sleali (*dumping*).

Scenario indebolito Nello scenario CSC, il commercio mondiale crescerà del 2,8% nel 2025 e dell'1,2% nel 2026. Rispetto al rapporto di primavera, la dinamica è rivista al rialzo nell'anno in corso (dal +2,0%), per effetto meccanico del *frontloading* negli USA, e significativamente al ribasso nel prossimo (dal +2,5%). Nel complesso, gli scambi con l'estero si posizionano su un sentiero di crescita inferiore, anche nel lungo periodo, in un mondo più frammentato in blocchi geoeconomici.

Anche il PIL mondiale è rivisto lievemente al ribasso nel biennio previsivo, intorno al +2,6% annuo (dal +2,7%; a prezzi costanti e cambi di mercato), a causa di un rallentamento dell'economia USA (quest'anno) e dei paesi emergenti, più danneggiati dai dazi. Si consolida, su valori comunque bassi, la crescita dell'Eurozona.

Rischi elevati Rispetto a tale scenario base, permangono significativi rischi al ribasso, nel caso di un inasprimento della contrapposizione economica e politica tra Stati Uniti e Cina e, più in generale, tra grandi blocchi mondiali. È significativa, in particolare, la partecipazione congiunta a inizio settembre dei leader di Cina, Russia, India al meeting della *Shanghai Cooperation Organisation*, che riunisce un blocco di economie euroasiatiche, che rappresentano nel complesso il 34% del PIL mondiale (in parità del potere di acquisto) e il 43% della popolazione. Un eventuale ampliamento dei conflitti militari in corso in Ucraina e in Medio Oriente, invece, avrebbe conseguenze negative pesanti per l'economia, agendo sia sugli scambi che sulle materie prime energetiche.

Tabella 3
Le esogene internazionali
della previsione
(Variazioni %)

	2023	2024	2025	2026
 Commercio mondiale	-0,7	2,5	2,8	1,2
 PIL - Stati Uniti	2,9	2,8	1,7	1,6
 PIL - Area Euro	0,4	0,9	1,2	1,1
 PIL - Paesi emergenti	4,4	4,3	4,1	4,2
 Prezzo del petrolio ¹	83	81	67	62
 Prezzo del gas (Europa)	41	34	37	32
 Cambio dollaro/euro ²	1,08	1,08	1,13	1,17
 Tasso FED effettivo ³	5,02	5,14	4,21	3,46
 Tasso BCE ³ (depositi)	3,30	3,73	2,26	2,00

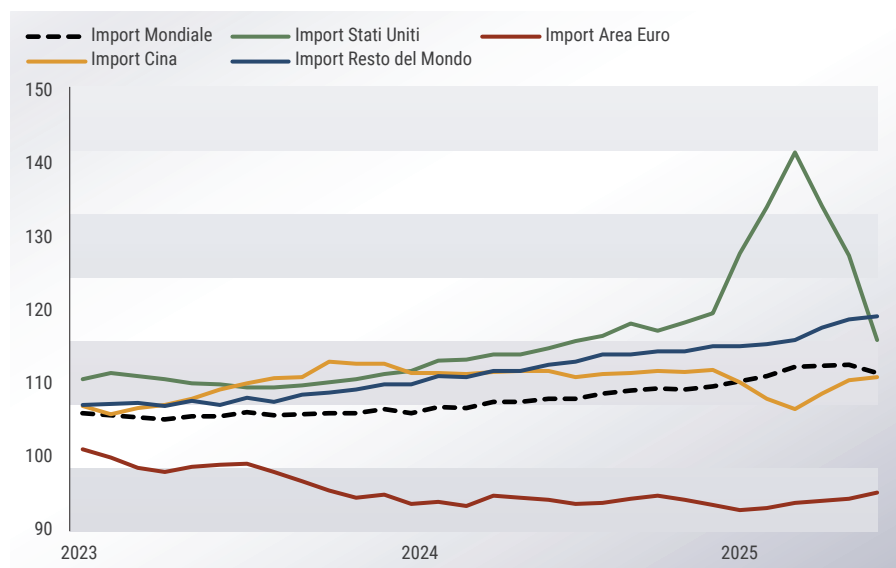
¹ Brent, dollari per barile; ² livelli; ³ valori %.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv, FMI, CPB.

Import mondiale: esaurito l'effetto *frontloading* La dinamica delle importazioni per macroarea evidenzia l'eccezionalità del *frontloading* degli acquisti USA dall'estero nei primi mesi del 2025, soprattutto dai paesi europei (UE, UK, Svizzera; Grafico 30). L'import USA dalla Cina, invece, è calato prima e in modo più forte, a causa di un aumento progressivo delle tariffe sui prodotti cinesi già a partire da febbraio. Ha così accelerato il processo di *decoupling* tra Stati Uniti e Cina, in atto dal 2018 sotto la prima amministrazione Trump.

Grafico 30
Import mondiale:
esaurito l'effetto *frontloading*
dei dazi USA

(Dati mensili in volume,
medie mobili a tre termini, indici 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati CPB.

Le importazioni USA sono attese in calo nella seconda metà dell'anno e molto deboli anche nel prossimo. Ciò a causa dei dazi "reciproci" su molti paesi, compresi altri emergenti asiatici, e per specifici prodotti, introdotti in livelli e tempi diversi in estate, e per l'impatto progressivo della svalutazione del dollaro. Verrà così a mancare la componente più grande e dinamica della domanda mondiale.

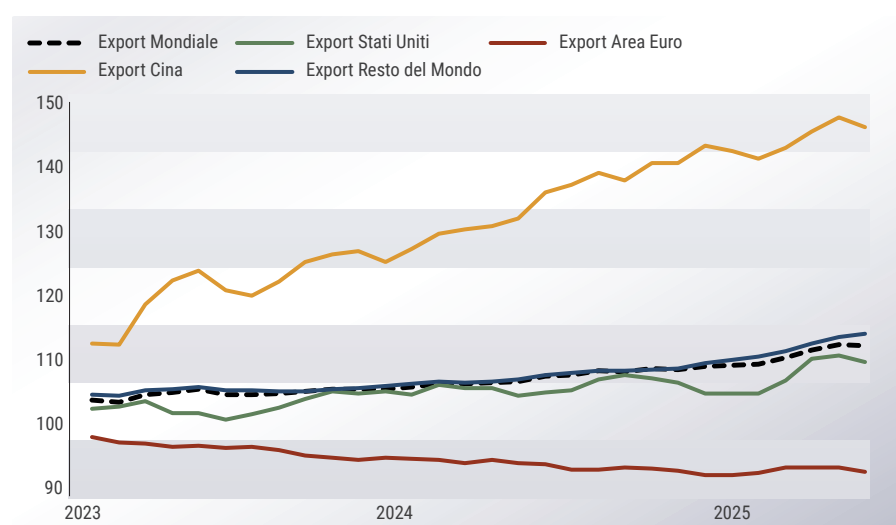
Restano deboli le importazioni cinesi, con una riduzione degli acquisti da molti paesi (UE, UK, Canada, America Latina, Australia) nella prima parte dell'anno, contemporanea al *frontloading* negli USA, solo parzialmente recuperata nei mesi successivi. Un trend sostanzialmente piatto dell'import negli ultimi due anni è in linea con l'obiettivo cinese di maggiore autonomia economica e strategica.

Le importazioni nell'Eurozona, infine, sono risalite da inizio anno, anche grazie al rafforzamento dell'euro, ma si posizionano ancora molto sotto ai livelli di inizio 2023 (e di quelli pre-Covid), a causa della debolezza dell'attività industriale europea, specie in Germania.

L'export mondiale vira in negativo La debolezza della domanda mondiale di merci dall'estero si riflette in un rallentamento generalizzato delle esportazioni delle principali economie (Grafico 31).

Grafico 31 Export mondiale in frenata

(Dati mensili in volume,
media mobile a tre termini,
indici 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati CPB.

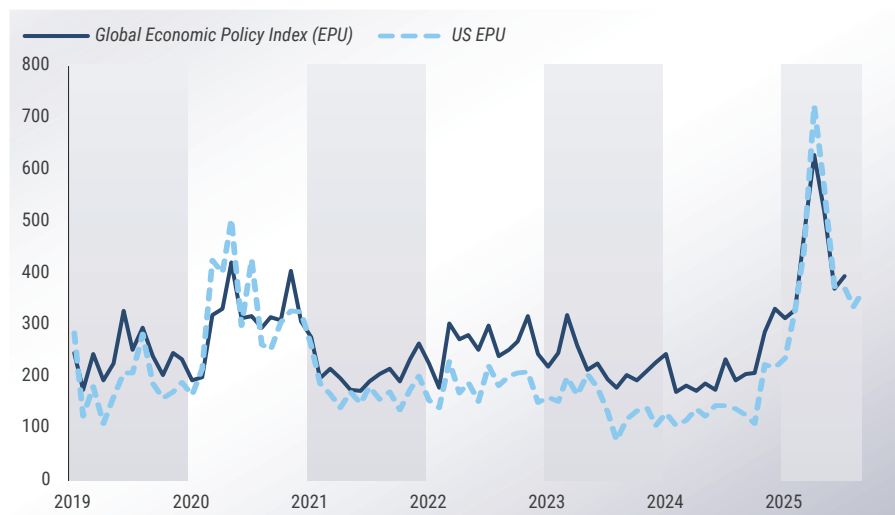
Sono in calo, di recente, le vendite all'estero degli Stati Uniti, dopo un'accelerazione nella prima parte dell'anno, favorita anche dal balzo dell'import.

Restano più dinamiche le esportazioni cinesi, anche in prospettiva, perché sostenute da un reindirizzamento delle vendite dal mercato USA verso l'Asia (paesi Asean, Taiwan, India) e altre destinazioni, compresa l'Europa. Come già accennato, ciò potrà sostenere gli scambi mondiali, ma al costo di ulteriori tensioni geoeconomiche e protezionistiche tra macroaree.

L'export dei paesi dell'Eurozona, infine, registra un trend simile all'import (ma senza una risalita recente), ampiamente sotto ai picchi precedenti, nonostante il fattore *frontloading*. Una graduale risalita dell'attività industriale nel mercato unico potrebbe favorire un parziale recupero delle vendite europee nel biennio previsivo (si veda il Focus n. 6).

Ancora elevata l'incertezza e... Un freno ad una crescita mondiale più robusta proviene anche dall'incertezza che permane su livelli alti. In particolare, l'indice di incertezza delle politiche economiche a livello globale è raddoppiato, in media, nei primi otto mesi del 2025 (con un picco in aprile) rispetto alla media del 2024, scendendo in estate ma ancora sul livello molto elevato del 2020. Il contributo maggiore proviene dalla politica commerciale degli Stati Uniti (Grafico 32). Infatti, nonostante il raggiungimento di accordi con i principali partner commerciali americani, che ha contribuito a chiarire, nel breve, la nuova situazione tariffaria con il primo acquirente mondiale, permane sia il rischio di ulteriori cambiamenti, che il mancato accordo con alcuni paesi (si veda il Focus n. 5).

Grafico 32
Incertezza ancora elevata
(Indici mensili)



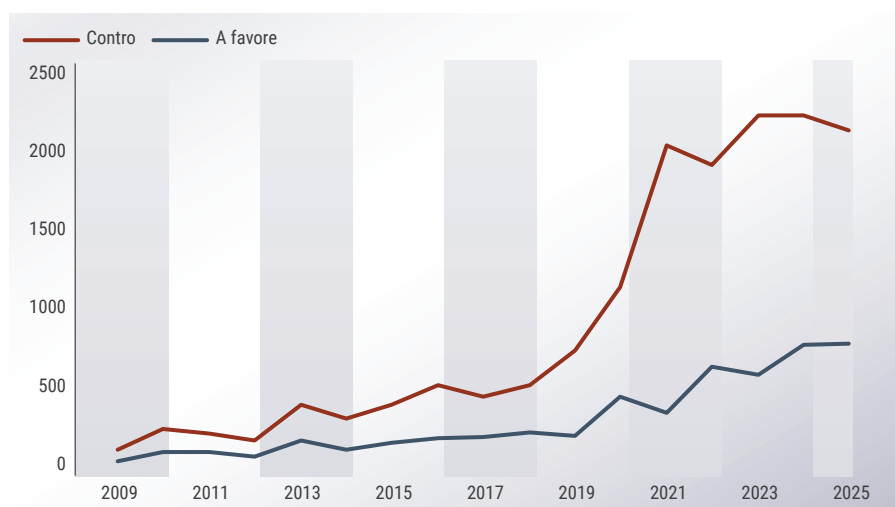
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Baker, Bloom and Davis (2016).

Lo scenario globale è sempre più incerto e caratterizzato anche da conflitti e importanti tensioni geopolitiche: secondo il *Conflict Index* di ACLED, nel 2024 sono avvenuti circa 200mila eventi conflittuali violenti nel mondo, quasi il doppio rispetto al 2020. Tale scenario rende i mercati finanziari più volatili, penalizza le decisioni di investimento, in particolare quelle internazionali, e spinge a riconfigurare le catene di fornitura mondiali. Perciò, anche per il 2025 le prospettive sugli investimenti diretti esteri (IDE) restano negative, secondo il *World Investment Report* (2025), sia per la componente M&A, frenata dall'aumento dei controlli nei principali paesi, sia per i *greenfield*, ostacolati dall'instabilità politica di alcuni paesi emergenti. Una politica monetaria più espansiva ed elevati profitti delle grandi multinazionali potrebbero, tuttavia, attenuare la caduta degli IDE, grazie al reinvestimento degli utili.

...le misure protezionistiche Gli ostacoli al libero commercio internazionale non provengono soltanto dalla politica commerciale americana ma interessano la maggior parte dei paesi. Infatti, anche nei primi otto mesi del 2025 le misure protezionistiche implementate nel mondo continuano a restare elevate, su livelli massimi, debolmente contrastate da misure a favore del libero scambio (Grafico 33).

Grafico 33
Elevate le misure protezionistiche

(Numero di misure sullo scambio di beni e IDE a livello globale, implementate per anno, Cut-off ad agosto di ogni mese)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati *Global Trade Alert*.

8.2 USA e FED

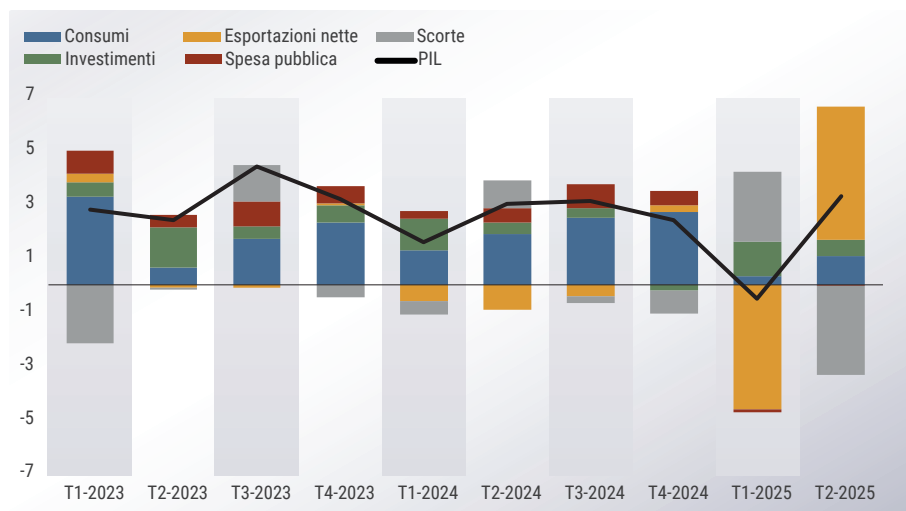
Rivista al ribasso la crescita USA Nello scenario del CSC la crescita del PIL degli Stati Uniti è attesa del +1,7% nel 2025, che segue il +2,8% registrato nel 2024, e di +1,6% nel 2026.

L'ultimo dato sul PIL americano, relativo al 2° trimestre 2025, è stato superiore alle attese (+0,8%), anche se in larga parte è da considerare un rimbalzo dopo il 1° trimestre negativo (-0,1%). La favorevole revisione dell'acquisito nell'anno in corso a +1,3% (da +1,0%) non è sufficiente a riportare l'economia statunitense su un profilo di crescita in linea con quello incluso nel Rapporto di aprile e con quello degli ultimi anni. Nello scenario attuale, la dinamica del PIL è supportata soprattutto dalla buona tenuta delle abitudini di consumo delle famiglie, in misura minore dal contributo degli investimenti e della spesa pubblica, mentre è molto incerto quello delle esportazioni nette.

Negli ultimi due trimestri, il PIL USA è stato trainato (prima negativamente poi positivamente) soprattutto dal contributo delle esportazioni nette (+1,24% da -1,15%), a sua volta dovuto a quello delle importazioni (+1,27% da -1,17%), in particolare di beni (Grafico 34). Tale fenomeno è da attribuirsi alla forte incertezza legata all'introduzione dei dazi: per non incorrervi, le imprese e i consumatori americani hanno anticipato al 1° trimestre gli acquisti di beni dall'estero, prima alimentando le scorte (+0,65% il contributo della loro variazione) e poi inducendo un loro rimbalzo negativo nel 2° trimestre (-0,82%). Al tempo stesso, va sottolineato il buon contributo dei consumi delle famiglie (+0,27% da +0,08%), sia di beni sia di servizi, e degli investimenti (+0,15% da +0,33%). Tra questi ultimi sono tornati a contrarsi gli investimenti in costruzioni abitative (-0,05% da -0,01%), a causa del mancato taglio dei tassi di interesse (Grafico 35).

Grafico 34
USA: crescita del PIL
condizionata dal frontloading

(Dati trimestrali,
var.% trimestrali annualizzate)



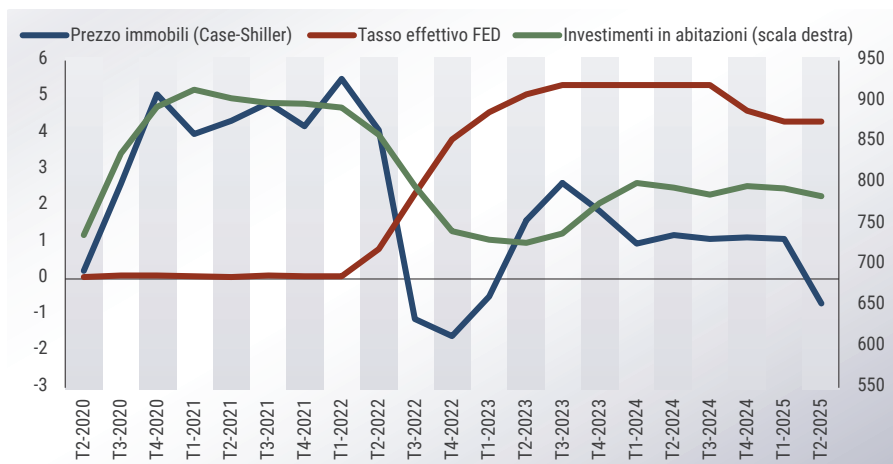
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Census Bureau.

Guardando invece a un orizzonte più ampio, gli ultimi quattro trimestri, la dinamica positiva del PIL (+2,1% tra il 2° del 2024 e il 2° del 2025) è stata determinata in particolare dai consumi delle famiglie che hanno contribuito per +1,6% (+0,7% i consumi di beni, +0,9% quelli di servizi). D'altra parte, gli investimenti hanno perso lo slancio osservato nei quattro trimestri precedenti (contributo di +0,5% da +1,0%), anche a causa dell'andamento altalenante di quelli in costruzioni (contributo di -0,1% a fronte di +0,5% degli altri investimenti), cui si aggiunge il decumulo delle scorte (-0,4%). Le esportazioni nette hanno offerto un apporto nel complesso nullo, come risultante di un miglioramento delle

importazioni (-0,19%) leggermente inferiore rispetto a quello delle esportazioni (+0,23%). Quello della spesa pubblica è stato positivo (+0,3%).

Grafico 35 Gli investimenti residenziali USA tornano a rallentare

(Dati trimestrali, var.%, % e miliardi \$)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati LSEG e Census Bureau.

Indicazioni di frenata negli USA La produzione industriale ha aperto il 3° trimestre in leggero calo (-0,1%), ma comunque in un trend ancora marginalmente favorevole (acquisito di +0,1% trimestrale), che segue quello più marcato osservato nei primi due trimestri (+1,0% nel 1°, +0,4% nel 2°). Gli indicatori congiunturali di luglio sembrano suggerire un profilo di debolezza in avvio di trimestre: gli indici ISM manifatturiero e dei Direttori degli acquisti di Chicago sono rimasti sotto la soglia di espansione (rispettivamente 48,7 e 41), mentre il solo PMI è stato espansivo (53). Gli indici sull'attività manifatturiera locale della FED hanno offerto indicazioni coerenti con un quadro di generale debolezza, per quanto eterogenee: sono stati recessivi quelli di Philadelphia, Richmond, Dallas e Chicago, mentre si sono confermati su valori espansivi quelli di New York e di Kansas City.

L'attività manifatturiera, come ricordato, sembra in moderata crescita. E gli investimenti, soprattutto nel settore delle costruzioni, sono contenuti in prospettiva storica. La politica monetaria rimane restrittiva e il recente taglio dei tassi ufficiali farà sentire i suoi effetti (si veda il paragrafo successivo) tra qualche trimestre. La reazione positiva degli investimenti in costruzioni, come osservato in passato, dovrebbe essere più rapida.

Il mercato del lavoro ha rallentato nel 2° trimestre 2025 e nei primi due mesi del 3°: dopo essere stati creati 333 mila posti di lavoro tra gennaio e marzo 2025 (111 mila di media mensile), la variazione del numero di salariati dei settori non agricoli è stata deludente tra aprile e giugno (164 mila unità, 54,7 mila di media mensile) e tra luglio e agosto (101 mila, 50,5 di media mensile). Il tasso di disoccupazione ad agosto è risalito al 4,3% (in linea con quello di agosto 2024, il più alto dal novembre 2021).

Nel 3° trimestre del 2025, sembra essersi rinvigorita la spinta che la dinamica dei salari medi aveva esercitato sui consumi delle famiglie (+0,3% ad agosto e settembre, in linea con la media trimestrale delle variazioni mensili nel 2° trimestre, dopo il rallentamento di luglio), soprattutto in termini reali. L'indice dei prezzi al consumo, infatti, ha rallentato rispetto al picco registrato tra la fine del 2024 e i primi due mesi del 2025 (+0,20% nel 2° trimestre la media delle variazioni mensili, +0,29% tra luglio e agosto). Il reddito disponibile reale ha invece aperto in leggero calo il 3° trimestre, dopo il buon andamento degli ultimi due trimestri (+0,7% nel 2°). Le aspettative di inflazione a breve termine sembrano suggerire un'accelerazione dei prezzi: il tasso sugli *inflation-linked*

swap (ILS) ad agosto ha raggiunto il +3,4% da +2,5% nel 4° trimestre 2024, mentre le aspettative di inflazione a 1 anno misurate dall'Università del Michigan sono ancora superiori.

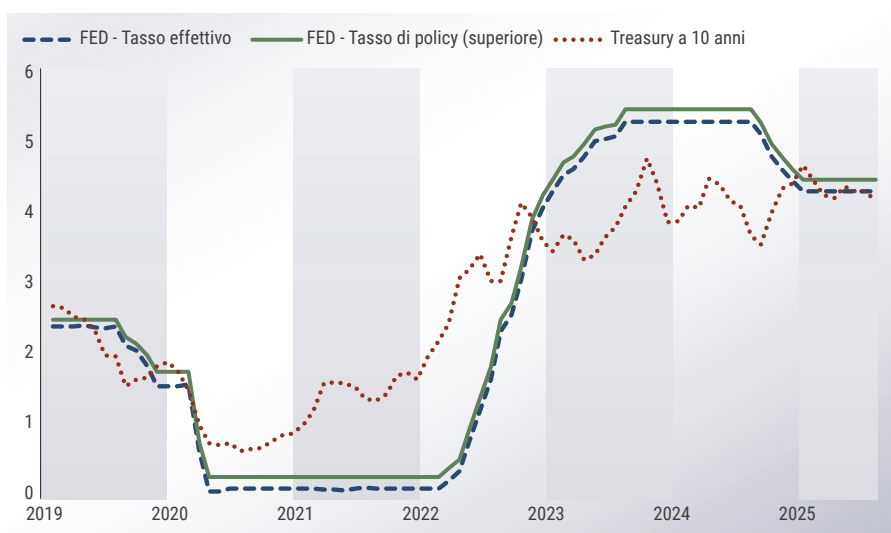
La fiducia dei consumatori sembra, invece, anticipare un prossimo miglioramento dei consumi: l'indice dell'Università del Michigan è tornato a salire (97,8 punti l'acquisito nel 3° trimestre da 93,1 nel 2°), così come le vendite al dettaglio.

L'incertezza di politica economica americana, misurata dall'*EPU Index*, si è attenuata nei primi due mesi del 3° trimestre 2025 (353,5 punti di media, rispetto a 554,8 di media del 2° trimestre e al picco di 724,9 osservato ad aprile), mantenendosi però su valori molto elevati in prospettiva storica. Il dato acquisito nel 3° trimestre è comparabile con i valori del 3° trimestre 2020, in piena pandemia.

Come risultante di tali fattori, si ipotizza che il tasso di crescita dell'economia statunitense rallenti nel 3° trimestre del 2025 e mantenga un passo molto più moderato di quello osservato nel 2024, per recuperare un po' di slancio solo a fine 2026. Soprattutto nel 2° semestre del prossimo anno, la riduzione dei tassi di politica monetaria, che comunque rimarrà restrittiva, e dell'incertezza di policy, incideranno favorevolmente su alcune scelte di investimento e consumo. Nel complesso, la crescita del 2026 risulterà moderata, anche per un'inerzia statistica ad inizio anno meno favorevole.

FED: ripresi i tagli La FED aveva tenuto fermi i tassi ufficiali nei primi otto mesi del 2025, per tagliarli poi dello 0,25% nella riunione del 17 settembre (a 4,00-4,25%). Va ricordato che la FED aveva attuato un iniziale percorso di riduzione tra settembre e dicembre 2024, per un taglio complessivo pari a un punto (4,25-4,50%, da un picco di 5,25-5,50%) ed è poi rimasta in stand-by a seguito degli annunci dei dazi. Il tasso effettivo FED è sceso subito al 4,08% a settembre (era a 5,33% nell'estate 2024; Grafico 36). I tassi negli USA, comunque, sono ancora su livelli restrittivi per la dinamica dell'economia.

Grafico 36
Tassi americani: riparte il taglio
FED dopo la pausa di 8 mesi
(USA, valori %, medie mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

L'inflazione USA è in lieve aumento di recente, sopra l'obiettivo (+2,9% annuo in agosto). Dati i prezzi al consumo dell'energia quasi fermi (+0,2%), l'indice generale è poco sotto la misura core dei prezzi (+3,1%), che resta troppo elevata secondo la FED. Ciò riflette le pressioni di origine domestica sui prezzi, legate alla crescita americana ancora significativa in termini annui, e inizia ad inclu-

dere un effetto sfavorevole dei dazi USA sui prezzi interni. Le aspettative di inflazione dei mercati, come l'inflazione effettiva, sono sopra la soglia del +2,0%.

La disoccupazione USA si mantiene, da oltre un anno, appena sopra il 4,0%: a luglio 2025 è al 4,2%, perfettamente in linea con il livello di lungo termine stimato dalla FED. La quale, infatti, giudica solide le condizioni del mercato del lavoro americano, sebbene la crescita economica abbia rallentato nella prima metà di quest'anno. Era questa combinazione di situazioni differenti nei suoi due obiettivi che aveva convinto la FED a fare una lunga pausa nel percorso di tagli dei tassi.

A settembre il comunicato FED continua a non indicare un sentiero prefissato per il tasso ufficiale. L'eventuale decisione di proseguire con aggiustamenti al ribasso dei tassi dipenderà dai prossimi dati, che potrebbero confermare o meno i rischi al rialzo sull'inflazione. Nel discorso a Jackson Hole in agosto, il Governatore Powell è sembrato aprire maggiormente al taglio, che è poi stato effettuato a settembre.

Le informazioni diffuse dalla FED il 17 settembre mostrano che ci sono ancora forti differenze nelle valutazioni sul 2025 dei membri del FOMC (*Federal Open Market Committee*): si potrebbe creare una maggioranza per abbassare i tassi fino al 3,50-3,75%. Per il 2026, la maggioranza intenderebbe tagliare i tassi solo di un quarto punto, arrivando al 3,25-3,50%. Secondo queste preferenze, il taglio complessivo FED sarebbe di -2,00 punti.

Le attese dei mercati incorporate nei *future* (stime CME), dopo il taglio del 17 settembre, confermano lo scenario di tassi FED in discesa al 3,50-3,75% a dicembre 2025. Nel 2026, la FED taglierebbe fino al 3,00-3,25%, un quarto di punto in più rispetto a quanto prospettato dal FOMC.

Lo scenario CSC, basato su tali due set di indicazioni, ipotizza che il taglio dei tassi prosegua nei mesi finali del 2025 e poi nel 2026. Si arriverebbe a 3,50-3,75% a fine 2025 e poi a 3,25-3,50% a fine 2026, con un taglio complessivo di -2,00 punti.

A settembre la FED ha confermato la stima al 3,00% per il livello di lungo periodo del tasso di policy. Al momento, il tasso effettivo supera tale valore di +1,08 punti. Con i tagli previsti nell'orizzonte previsivo, alla fine del 2026 il tasso effettivo resterà ancora di poco sopra la soglia, di +0,33 punti. Quindi, la politica monetaria USA continuerà in tutto il periodo ad esercitare un effetto restrittivo, sebbene lentamente alleggerito, frenando così l'inflazione ma anche il PIL.

Si conferma quindi lo scenario indicato nel Rapporto di aprile, secondo il quale la FED dopo una pausa prudente, per favorire la discesa dell'inflazione americana, avrebbe poi deciso di proseguire la riduzione dei tassi. Per la crescita americana è uno scenario meno favorevole e qualche effetto si è visto sulla dinamica recente del PIL.

La prudenza della FED negli ultimi mesi non ha indotto anche la BCE a frenare sul taglio dei tassi: era un rischio per l'Eurozona, dove la crescita è più debole. In questa prima parte del 2025, infatti, la BCE è stata più decisionista rispetto alla FED, realizzando un maggior taglio. Perciò, il tasso ufficiale americano è molto più alto di quello europeo: +2,08 punti nel settembre 2025 (tasso effettivo FED meno tasso BCE sui depositi). La distanza tenderà a ridursi di poco: nello scenario CSC è attesa a +1,33 punti a fine 2026. Questo minore differenziale dei tassi a favore degli USA esercita una pressione a indebolire il dollaro rispetto all'euro (un effetto sfavorevole per l'Europa).

Intanto, la FED sta proseguendo il decumulo dell'enorme stock di titoli nel suo bilancio, come normalizzazione dopo le misure iper-espansive del passato. Ciò avviene tramite il reinvestimento solo parziale in nuovi titoli USA delle somme incassate dai bond in scadenza: -40 miliardi di dollari di titoli al mese. Lo

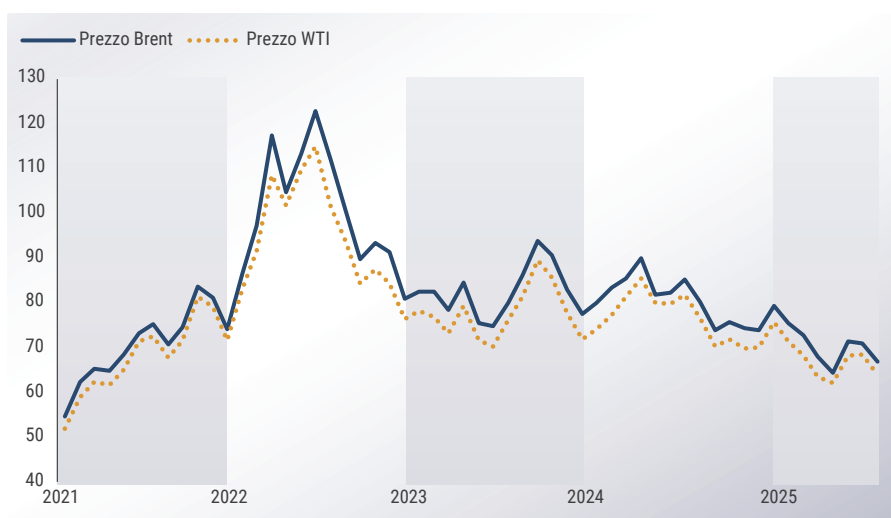
stock di titoli nel portafoglio FED si è quindi ridotto a 6.304 miliardi ad agosto 2025, di cui 4.202 in *Treasury* e 2.102 in *Mortgage Backed Security*.

La riduzione dello stock FED, ovvero minore domanda di titoli sul mercato, spinge al rialzo i rendimenti di medio-lungo termine negli USA. I mercati, però, sono guidati anche dalle attese di tagli FED sui tassi ufficiali. L'effetto netto, di recente, è stato una volatilità dei tassi sui *Treasury* americani ma senza un trend: il titolo decennale si è mosso tra 4,2% e 4,4% tra marzo e agosto 2025.

8.3 Commodity

Prezzo del petrolio in calo Il prezzo del petrolio Brent registra, da oltre un anno, un trend lievemente calante, pur con significative oscillazioni: da 90 dollari al barile nell'aprile 2024, è sceso a 67 dollari in media nell'agosto 2025 (71 dollari in media nel periodo gennaio-agosto 2025, Grafico 37). I valori recenti sono in linea con quelli storici di equilibrio per il mercato mondiale (60-70 dollari). Si è infatti sostanzialmente conclusa la lunga fase di aggiustamento del mercato fisico post-2022: i paesi occidentali non acquistano (quasi) più petrolio russo, ma la Russia resta tra i principali produttori di petrolio al mondo (10% del totale stimato nel 2025), superata solo da USA e Arabia Saudita, ed esporta verso paesi asiatici.

Grafico 37
Prezzi del petrolio in flessione, sia in Europa che in America
(Dollari per barile, dati mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati EIA.

La volatilità del prezzo del petrolio riflette anzitutto l'alternarsi di notizie sulla guerra Russia-Ucraina, che prosegue ormai da oltre 3 anni. Ma anche sulla guerra tra Israele e Palestina e altri paesi del Medio-Oriente, che sono esportatori di petrolio. Qualche influenza hanno avuto anche le connesse difficoltà del traffico merci nel canale di Suez, che ha comportato la riduzione del flusso di export di petrolio verso l'Europa.

Nel mercato mondiale del petrolio nel 2024 si è registrato, in media, un contenuto accumulo di scorte di greggio (+0,3 mbg). Le scorte commerciali nei paesi OCSE, volatili nel 2023-2024 intorno a un livello storicamente di equilibrio, nella prima metà del 2025 sono su un sentiero di aumento. Ciò indica abbondanza di greggio e spiega il trend in calo del prezzo.

Lo scenario della *Energy Information Administration* (EIA), aggiornato in agosto, prevede il proseguire della flessione del prezzo del Brent nella seconda metà del 2025 (sotto i 60 dollari a fine anno) e nei primi mesi del 2026, seguita da una parziale risalita entro la fine dell'anno prossimo. La previsione del CSC

si basa su tale scenario, ma con un'ipotesi più prudente: che il Brent si attesti in media a 67 dollari nel 2025 (da 81 nel 2024) e poi scenda a 62 nel 2026. Rispetto allo scenario CSC di aprile, ciò comporta una revisione al ribasso sia nel 2025 (-8 dollari), che nel 2026 (-5 dollari). I rischi per le quotazioni restano al rialzo, dati i vari focolai di guerra, soprattutto in Medio Oriente.

Il lieve ulteriore ribasso del prezzo immaginato per la parte finale del 2025 è basato sull'attesa che, nelle stime EIA, la produzione acceleri ancor più di quanto già previsto (+2,3 mbg), superando nettamente la domanda mondiale (+1,0 mbg). Nella media del 2025 nel mercato fisico mondiale, quindi, ci sarà maggiore abbondanza di greggio (+1,6 mbg) e un ulteriore accumulo di scorte.

L'incremento dei consumi nel 2025 proverrà interamente dai paesi non-OCSE, per nulla dagli avanzati. L'aumento dell'offerta verrà anzitutto dai paesi OPEC-plus (+0,6 mbg), che includono la Russia e il Kazakistan: in agosto il Cartello OPEC ha annunciato un più ampio aggiustamento al rialzo dell'estrazione di greggio (dopo il contenimento nel 2023-2024), per la parte restante del 2025 e il 2026. L'obiettivo dichiarato è contribuire a tenere stabile il mercato petrolifero, dato che la domanda cresce. Tuttavia, secondo la EIA, a ciò si sommerà la maggior offerta dei paesi non-OPEC, attesa ancor più ampia (+1,7 mbg, di cui +0,5 dagli USA, +0,3 dal Canada, +0,2 dal Brasile).

Nel 2026, si prevede un ulteriore aumento dell'estrazione di petrolio (+1,0 mbg, stime EIA), ma anche una risalita dei consumi mondiali (+1,2 mbg). Questo modererà l'accumulo di scorte, che comunque resterà ampio (+1,4 mbg). Ciò è coerente con il permanere dei prezzi, nel corso dell'anno, su valori bassi. L'anno prossimo la maggior produzione verrebbe in parti uguali dai paesi non-OPEC (+0,5 mbg) e da quelli OPEC-plus (+0,5). L'aumento della domanda sarebbe trainato soprattutto dagli emergenti (+1,1), con un contributo minimo degli avanzati (+0,1).

Prezzo del gas atteso stabile Il prezzo del gas in Europa è sceso a 32 euro/mwh nell'agosto 2025, con un graduale e marcato ribasso rispetto al massimo di 50 euro registrato a febbraio. La quotazione sembra stabilizzarsi a inizio settembre (31 euro in media finora). Le alterne notizie sul conflitto tra Ucraina e Russia continuano a incidere sulla dinamica dei prezzi: negli ultimi mesi, i numerosi annunci su una possibile tregua hanno certamente contribuito alla moderazione dei prezzi.

In termini di mercato fisico, i timori di scarsità sui volumi di gas restano moderati e favoriscono il ribasso dei prezzi. In Italia, nella prima metà del 2025, si è registrata una modesta crescita del mercato, dopo il forte aggiustamento al ribasso realizzato nel 2022-2023. I consumi, di famiglie e imprese, sono tornati a espandersi (+3,5 mmc, annualizzati); le importazioni nette di gas sono aumentate di poco (+0,1 mmc); la produzione domestica di gas ha registrato un lieve aumento (+0,7 mmc); gli stock di gas hanno quindi subito un decumulo, ma non preoccupante.

I mercati si aspettano il permanere dei prezzi vicino ai valori attuali: i *future* sul TTF dicono 33 euro/mwh a fine 2025 e 32 a fine 2026. Lo scenario CSC si basa su tali indicazioni e ipotizza una quotazione del gas a 37 euro/mwh in media nel 2025 (da 34 nel 2024) e poi a 32 nel 2026. Rispetto allo scenario di aprile, si ha una revisione al ribasso di -9 euro/mwh sia per il 2025 che per il 2026.

Le quotazioni del gas europeo restano molto alte rispetto ai livelli pre-pandemia (14 euro nel 2019). Il motivo è la transizione attuata in Europa dal 2022 e ormai praticamente completata, verso il GNL, più costoso, e verso paesi fornitori alternativi alla Russia, politicamente instabili. L'import di gas russo è stato, infine, quasi azzerato. In Italia, i flussi da Tarvisio nella prima metà del 2025 sono scesi ad appena 1,5% del totale (da 40,0% nel 2021). La fornitura princi-

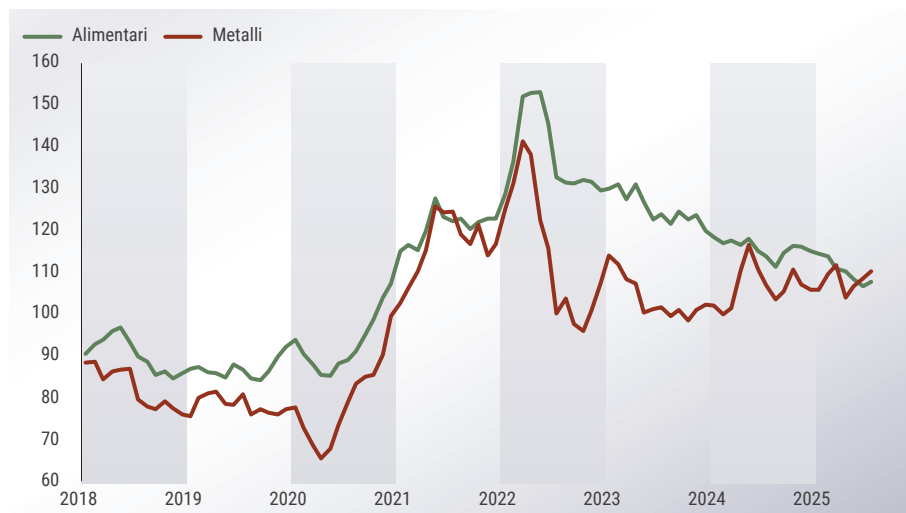
pale, via gasdotto, è a Mazara del Vallo (Nord Africa, 35,2%), seguita da Melendugno (Azerbaijan, 15,4%). Il GNL in entrata a Cavarzere è salito al 15,2% del totale, quello a Livorno al 7,2%, a Piombino al 6,6%.

Il prezzo del gas in Europa resta molto più alto di quello negli USA: nei primi sette mesi del 2025 12,9 dollari/mmbtu, rispetto a 3,6. Tra febbraio e luglio 2025 il prezzo negli USA è sceso come quello in Europa (-24%), tenendo ampia la distanza. Il motivo strutturale del divario è l'abbondanza di gas negli USA, dato il boom dell'estrazione locale (+12,6% nel 2025 dal 2021, stime EIA). Nonostante il crescente export di gas liquefatto via nave (GNL), proprio dagli USA verso l'Europa, continua a prevalere la distanza fisica tra i due mercati (anche a causa dei costi di trasporto marittimo a livello internazionale ancora elevati), che tiene separata la formazione dei due prezzi regionali del gas, a differenza di quanto avviene per il petrolio dove la distanza è minima.

Ancora alti i prezzi non-energy I prezzi in dollari delle commodity alimentari proseguono il lungo percorso di rientro iniziato subito dopo il picco nel 2022 (-5,4% tendenziale a luglio 2025). I metalli, invece, registrano tendenzialmente un rincaro, sebbene con ampia volatilità (+3,2%; Grafico 38).

Grafico 38 Commodity: ribasso degli alimentari, lieve rincaro dei metalli

(Quotazioni in dollari, indici: 2010=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati WB.

Tra i metalli, resta ampia la variabilità di traiettorie tra singole commodity: la quotazione del ferro è in ribasso (-9,0% tendenziale), mentre registrano un marcato rincaro l'alluminio (+11,0) e lo stagno (+5,5%). Questo avviene anche tra gli alimentari: ribasso per il prezzo del grano (-9,7%) e del riso (-33,6%), rincaro per il mais (+8,2%).

Nel 2025, l'indebolimento della crescita globale (a causa delle tensioni commerciali), quindi della domanda di commodity, spiega la tendenza al ribasso di molte quotazioni, come quelle alimentari. I rincari che si registrano per alcuni metalli, invece, tendono a dipendere da problemi nel tenere alta l'offerta mondiale, in particolare nello sviluppo di nuove miniere.

Quello che accomuna le quotazioni delle diverse materie prime *non-energy* è l'essere molto alte rispetto ai livelli del 2019: metalli +36,1% nel luglio 2025, alimentari +24,0%. Il 2025 è ormai il quinto anno consecutivo con prezzi molto alti dopo i rincari del 2021-2022, quindi i costi per imprese e famiglie restano alti. Per gli alimentari, tre anni di flessioni dei prezzi non sono stati sufficienti per riassorbire i balzi precedenti.

Lo scenario di primavera della Banca Mondiale prevede che, dopo un -5,7% acquisito nel 2025, la flessione delle quotazioni alimentari si atteni nel 2026

(-0,9%). Per i metalli, dopo un +2,2% già acquisito quest'anno, si stima un ribasso il prossimo (-3,1%). Sia per i metalli che per gli alimentari, tuttavia, i livelli dei prezzi resterebbero troppo alti alla fine del 2026.

8.4 Emergenti

Un contesto più fragile Il clima di imprevedibilità nell'evoluzione dello scenario internazionale ha risvolti importanti per le economie emergenti. Più di recente, le politiche protezionistiche attuate dagli Stati Uniti, che stanno avendo l'effetto collaterale di compattare il blocco geopolitico che ruota intorno alla Cina, potrebbero rallentare la crescita delle economie emergenti attraverso due canali: da un lato, l'inasprimento delle barriere tariffarie porterà con sé un rallentamento degli scambi e questo non potrà che ripercuotersi negativamente sulle prospettive di crescita di molti paesi, soprattutto asiatici, in cui l'export ha un peso molto elevato sul PIL. Dall'altro, la divisione in blocchi inasprisce le tensioni geopolitiche, che sempre più spesso trovano espressione in conflitti armati, i cui teatri sono tutti territori di paesi emergenti. In Medio Oriente, il conflitto israelo-palestinese non trova ancora un punto di svolta e a tratti minaccia di coinvolgere nello scenario bellico, come già accaduto, altri importanti paesi nell'area (Iran, Yemen, Libano, Qatar). In Siria, la caduta del Presidente Assad ha aperto una nuova stagione d'instabilità col rischio che la situazione si cristallizzi in un lungo periodo di conflitti ciclici, come accaduto in Libia dopo la rimozione di Gheddafi dalla guida del Paese. In America Latina, la situazione in Venezuela resta critica. In Africa, il perdurare del conflitto in Sudan si aggiunge all'instabilità di molti paesi del continente e ne continua a compromettere la stabilità politica ed economica. Questa lista non è certamente esaustiva, perché non include altre zone di attrito sistemico che seppure in sordina restano ad elevato rischio di conflitti (Taiwan è un esempio).

Inoltre, nel continente asiatico, l'instabilità prende la forma di proteste contro i governi dando luogo a manifestazioni violente come in Indonesia e Nepal. Questi eventi segnalano una crescente fragilità sociale, che potrebbe acuirsi nel caso di un rallentamento della crescita. In taluni casi a rendere il contesto ancor più sfidante si aggiungono disastri naturali, come le gravi inondazioni in Pakistan o il terremoto in Afghanistan.

Rallenta, ma resta rapida la crescita negli emergenti Nonostante il deterioramento del contesto internazionale, le economie emergenti continueranno a vantare ritmi di crescita più dinamici dei paesi avanzati. Le prospettive di crescita per il 2025 e 2026 si attestano rispettivamente al +4,1% e al +4,2%, seppur in ribasso di 0,3 punti in ciascun anno rispetto alle previsioni CSC di aprile. Prosegue l'aumento della rilevanza economica degli emergenti sul PIL mondiale, al 60,4% nel 2025 e al 61,0% nel 2026.

Il baricentro asiatico a trazione cinese-indiana La tenuta di un ritmo sostenuto di crescita è in parte il risultato di una riconfigurazione negli scambi commerciali e degli investimenti, che si orientano sempre più rapidamente verso il baricentro asiatico, trainato principalmente dalla Cina e, seppure in misura ancora non così incisiva, dall'India. Infatti, tre quinti del contributo alla crescita del PIL degli emergenti proviene da questi due paesi.

Inoltre, tale rilevanza economica (e geopolitica) è riscontrabile nel crescente ruolo del gruppo dei 10 paesi "BRICS+"², il cui peso dovrebbe raggiungere il 38% del PIL mondiale nel 2025, superiore a quello del G7 pari al 28,4% del PIL.

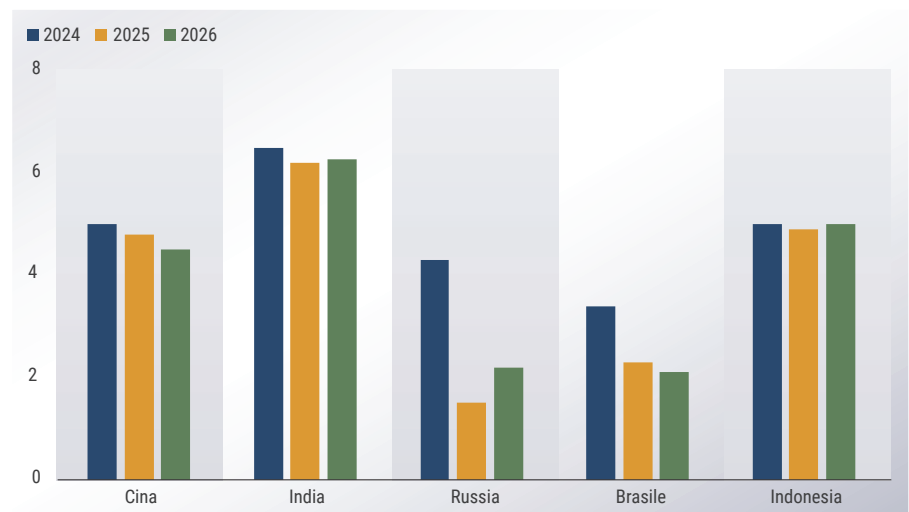
² Il gruppo dei BRICS oltre a Brasile, Russia, India, Cina e Sud Africa, a partire dal 2024 si è allargato includendo anche Arabia Saudita, Egitto, Etiopia, Emirati Arabi Uniti ed Iran.

È da leggere in quest'ottica anche l'ultimo summit di Tianjin (Cina) tra i paesi membri della *Shanghai Cooperation Organization* (SCO³), dove il Presidente cinese Xi Jinping ha ricevuto solennemente il suo omologo russo Putin e, novità sorprendente, il Presidente della Federazione indiana Modi.

Tra le principali economie emergenti, la Cina continua a espandersi a ritmi prossimi al +5% (+4,8% nel 2025 e +4,5% nel 2026) (Grafico 39). L'India mantiene una forte crescita, con tassi al +6,2% e al +6,3% nel biennio (la maggiore tra i primi 20 emergenti), solo in lieve calo dal +6,5% del 2024, beneficiando dei nuovi flussi commerciali. La Russia, colpita dalle sanzioni occidentali, dopo il +4,3% registrato nel 2024, è attesa stabilizzarsi su valori più moderati, al +1,5% nel 2025 e al +2,2% nel 2026, sostenuta dal rafforzamento delle relazioni economiche con Pechino. Il Brasile mostra invece un progressivo rallentamento al +2,3% nel 2025 e +2,1% nel 2026. Infine, l'Indonesia, pur subendo una revisione al ribasso di 0,2 punti in ciascun anno di previsione rispetto alle stime di aprile, si mantiene su una traiettoria espansiva al +4,9% nel 2025 e al +5,0% nel 2026.

Grafico 39
L'andamento atteso per i principali paesi emergenti

(Tassi di crescita del PIL, a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI e *IHS Markit*.

Prosegue il calo dell'inflazione negli emergenti più esposti L'inflazione nei paesi emergenti continua a mostrare segnali di rientro, in particolare nelle economie che negli ultimi anni hanno subito le pressioni più forti. Per il 2025 si conferma una riduzione in quasi tutte le principali economie emergenti, con un percorso di graduale normalizzazione che dovrebbe estendersi anche al 2026, seppur a ritmi più contenuti.

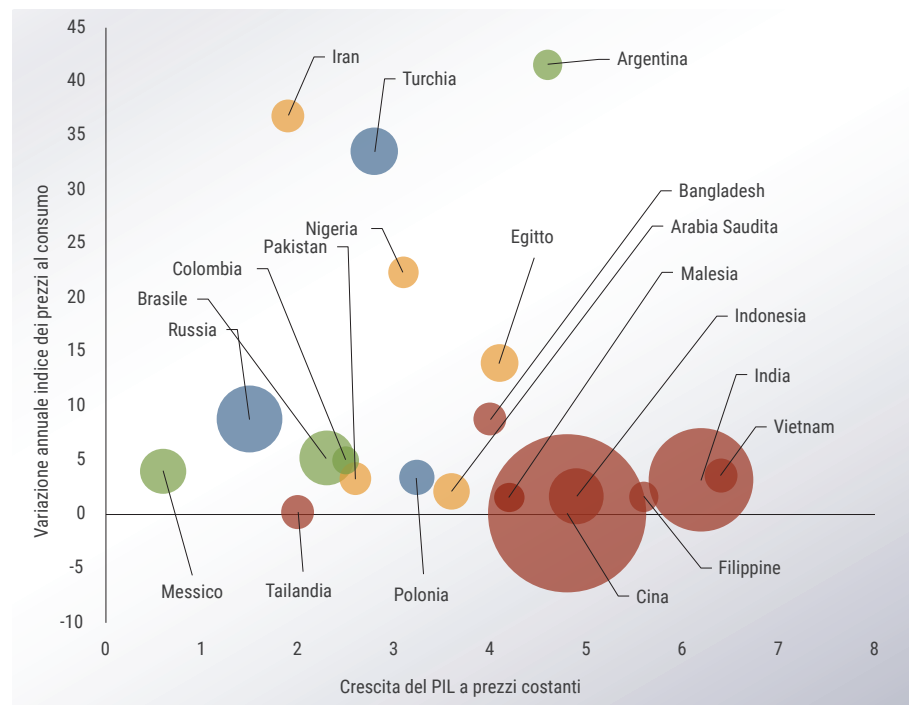
Tra i paesi più esposti spicca l'Argentina, dove l'inflazione, dopo il picco al +223% del 2024, dovrebbe scendere al +41,5% nel 2025 e al +29,7% nel 2026, tassi ancora troppo elevati per poter parlare di un risultato duraturo. Una dinamica simile, seppur di intensità minore, interessa Turchia, Egitto, Nigeria e Iran: in questi paesi l'inflazione dovrebbe calare in media di oltre 11 punti percentuali nel 2025 e di ulteriori 8 nel 2026, portandosi attorno al +18,7% in media.

³ Lo SCO, un organismo intergovernativo creato nel 2001 per coordinare le politiche economiche e di sicurezza nelle regioni asiatiche, oggi vede la partecipazione di 10 paesi membri (Cina, India, Russia, Iran, Pakistan, Kazakistan, Uzbekistan, Bielorussia, Kirghizistan e Tagikistan), oltre a 2 paesi osservatori e 13 partner con cui cooperano. Per un confronto, la NATO ha un peso equivalente allo SCO in termini di PIL, ma conta 32 paesi membri e rappresenta una fetta molto minore della popolazione (solo il 12%).

All'opposto, la Cina si trova ad affrontare la sfida inversa (che ricorda il Giappone dei decenni scorsi): un'inflazione persistentemente troppo bassa, nonostante le politiche monetarie espansive e le altre misure non convenzionali finora adottate. Le previsioni per il 2025 sono state riviste dal +0,7% su base annuale di aprile ad appena il +0,1%, mentre per il 2026 l'atteso rialzo si limita al +0,7%, al di sotto del +1,1% ipotizzato in precedenza.

Crescita asiatica con inflazione contenuta Guardando alle differenze regionali già evidenziate lo scorso aprile, emerge con chiarezza come la crescita resti concentrata in Asia, dove il PIL è atteso aumentare del +4,8% nel 2025 (0,3 punti percentuali in meno rispetto alle stime di aprile) e l'inflazione rimane contenuta al +2,6% in media (Grafico 40). In Medio Oriente e Nord Africa, l'espansione del PIL sarà più moderata, al +3,6% nel 2025, ma in rialzo rispetto alle stime di aprile (+3,2%) nonostante i conflitti e le tensioni presenti nell'area; le dinamiche dei prezzi restano però eterogenee: elevate, come detto sopra, in Iran, Nigeria ed Egitto (media +24,4%), basse in Pakistan⁴ e Arabia Saudita (media +2,7%). Infine, gli emergenti dell'America Latina e dell'Europa presentano una crescita media del +2,0% (0,3 punti in meno rispetto ad aprile) e un'inflazione al +5,3%, eccezion fatta per Turchia e Argentina.

Grafico 40
PIL e inflazione generalmente in calo, salvo poche eccezioni
(variazioni % 2025 su 2024)



Nota: la dimensione delle bolle è pari al peso in termini di PIL mondiale a parità di potere d'acquisto. Il grafico riporta i primi 20 paesi emergenti per peso del PIL, suddivisi per area geografica (blu Europa, arancione Asia, verde America Latina, giallo Africa, Medio Oriente e Pakistan).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su stime FMI e IHS Markit.

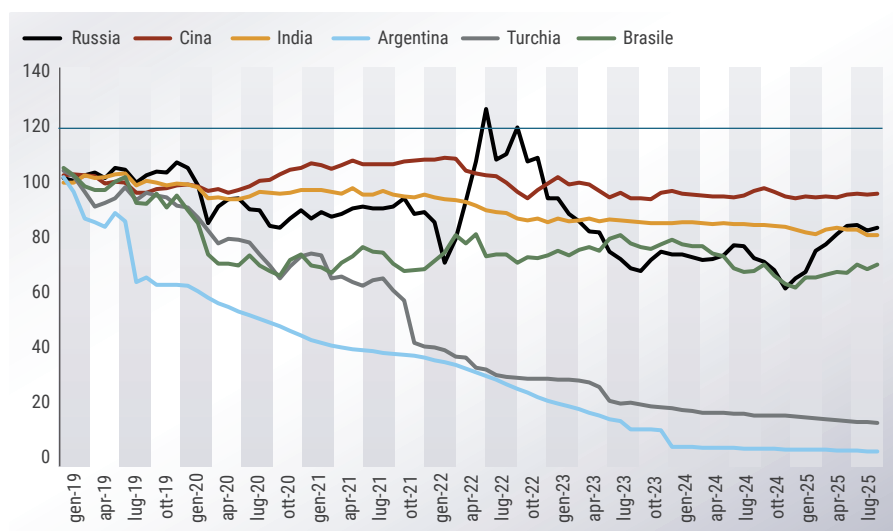
Valute: divergenze crescenti causa dollaro debole Il miglioramento delle prospettive inflazionistiche permette a molte banche centrali emergenti di continuare a ridurre i tassi, anche se l'incertezza resta elevata. La svalutazione del dollaro ha effetti differenziati: alcune valute emergenti si rafforzano o si stabilizzano, altre restano più esposte a volatilità e pressioni esterne (Grafico 41). Dall'inizio del 2025 il cambio del dollaro con lo yuan cinese e la rupia in-

⁴ Il Pakistan, seguendo la metodologia di IHA, è incluso nell'aggregato "Africa e Medio Oriente".

diana è rimasto sostanzialmente stabile. La Cina prosegue un allentamento monetario cauto, con l'obiettivo governativo di mantenere lo yuan "sostanzialmente stabile" e conservare uno spazio di manovra ampio nel caso in cui si manifestassero spinte di rallentamento più marcate. La Reserve Bank of India ha avviato un ciclo di tagli per far salire l'inflazione al +4%, ma ulteriori mosse restano condizionate alla dinamica della rupia; un nuovo allentamento è atteso solo dal 2026.

Grafico 41 Tassi di cambio nei principali paesi emergenti

(Indice dei tassi di cambio,
\$ per valuta, nei paesi emergenti,
4° trimestrali 2018=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati IHS Markit.

Al contrario, il real brasiliano e il rublo russo si sono apprezzati sul dollaro. In Brasile, l'inflazione alimentare e i rischi fiscali hanno spinto la Banca Centrale a irrigidire la politica monetaria, portando il tasso di riferimento al 15% a metà 2025 (dal 13,25% di gennaio 2024); un'inversione verso l'allentamento è attesa dal 2026. In Russia prosegue la politica monetaria restrittiva, i controlli sui capitali e altre misure per sostenere il rublo, che dovrebbe assestarsi sui valori attuali.

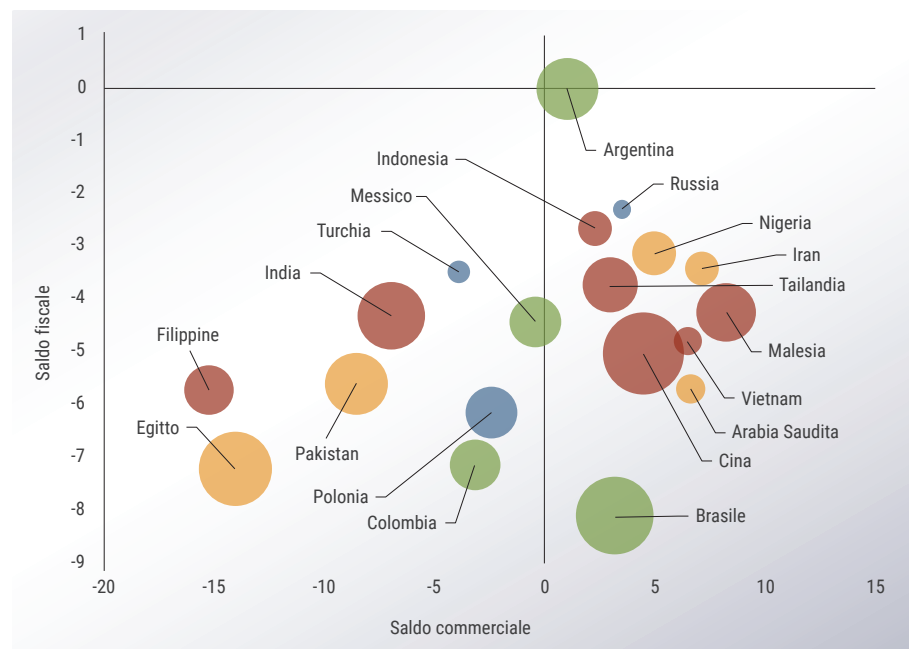
Più fragili, invece, gli andamenti del peso argentino e della lira turca. In Argentina il cambio ha perso circa il 20% da inizio anno e rimane sotto pressione in vista delle elezioni di metà mandato del 26 ottobre. Ad aprile è stato siglato un accordo con il FMI per un esborso immediato da 12 miliardi di dollari per contenere la svalutazione del peso, a fronte di riforme strutturali e della transizione da un regime di cambio fisso a una banda di oscillazione con il tasso di cambio compreso inizialmente tra 1.000 e 1.400 pesos per dollaro (1.317 ad agosto)⁵. Dopo aver avviato tagli alla spesa, deregolamentazione, privatizzazioni, e aver promosso riforme strutturali (fiscali, pensionistiche, del lavoro), ora il governo deve misurarsi però con la capacità di mantenere il consenso nonostante le difficoltà economiche, con il rischio di ricadere nel circolo vizioso di crisi economica e disillusione politica che ha caratterizzato la storia recente dell'Argentina. In Turchia la svalutazione supera il 10% da gennaio e la Banca Centrale sta adottando una politica cauta: dopo l'allentamento di inizio anno e la rapida inversione di fine marzo, con il tasso alzato al 46% per via dell'instabilità del mercato, la Banca Centrale sta avviando un nuovo ciclo di

⁵ Si veda: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2025/04/12/pr25101-argentina-imf-executive-board-approves-48-month-usd20-billion-extended-arrangement>.

tagli, iniziati a luglio, pur mantenendo un'impostazione restrittiva per contenere l'inflazione.

Le politiche fiscali restano espansive Rispetto al rapporto di aprile, le nuove stime sul 2025 mostrano un peggioramento del saldo commerciale e del saldo fiscale inferiore al punto percentuale in media (Grafico 42). Ciò riflette probabilmente la combinazione di due forze contrapposte: da un lato pesano negativamente il calo del prezzo del petrolio per i paesi esportatori e, più in generale per tutti gli emergenti il deterioramento degli scambi con gli Stati Uniti; dall'altro la riconfigurazione delle rotte commerciali con flussi sempre più intensi tra paesi emergenti che potrebbe, soprattutto in prospettiva, attutirne gli impatti.

Grafico 42
Dazi e dollaro:
gli impatti sui saldi
(In % PIL, 2025)



Nota: la dimensione delle bolle è proporzionale al rapporto debito-PIL. Il grafico riporta i primi 20 paesi emergenti per peso del PIL a parità di potere d'acquisto, suddivisi per area geografica (blu Europa, arancione Asia, verde America Latina, giallo Africa, Medio Oriente e Pakistan). Manca il valore del saldo fiscale del Bangladesh.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI e IHS Markit.

Gli esportatori di energia partono ancora da surplus commerciali elevati, ma vedono peggiorare i conti: Nigeria (5,0%) e Arabia Saudita (6,6%) hanno perso rispettivamente 5,7 e 2,1 punti rispetto ad aprile. Gli importatori restano in deficit marcato (India -7,0%, Egitto -14,1%, Filippine -15,3%), ma le revisioni sono state molto più contenute (entro -1,5 punti). I deficit fiscali peggiorano soprattutto tra gli esportatori: Arabia Saudita al 5,7% e Iran al 3,4%, registrano correzioni al ribasso. Al contrario, alcuni importatori pagano minori sussidi energetici a famiglie e imprese: perciò Pakistan (-5,6%) e Messico (-4,4%) hanno rivisto i conti leggermente al rialzo. Da notare che l'Argentina ha raggiunto nel 2025 la posizione migliore tra tutti gli emergenti nella combinazione saldo commerciale / saldo fiscale.

L'economia cinese cresce, ma frenata da dazi e domanda interna Nonostante la buona performance economica del 1° trimestre, la crescita nel 2025 è attesa rallentare dal +5,0% del 2024, riflettendo l'impatto dei nuovi dazi statunitensi e delle contromisure cinesi, compensato però dal rafforzamento della leadership economica e politica cinese. Restano prioritarie alcune sfide interne: i consumi ancora deboli, la bassa inflazione e l'elevato debito pubblico locale. La politica economica combina uno stimolo fiscale (il deficit fiscale è previ-

sto aumentare al 5%, dal 3,6% ipotizzato in aprile) con una politica monetaria accomodante: sono previsti tagli dei tassi di interesse, misure di sostegno al mercato immobiliare, incentivi a consumi privati e a esportatori, accompagnati da altri per investimenti nei mercati non statunitensi. Sul fronte esterno, il conflitto commerciale con Washington si intensifica: ai dazi settoriali, Pechino ha risposto con contro-tariffe e restrizioni all'export di minerali critici. La bassa domanda interna e l'eccesso di offerta alimentano la deflazione in ambito industriale, che dura da oltre due anni, e che rischia di ridurre il potenziale di crescita cinese. Tuttavia, tale prospettiva negativa potrebbe attenuarsi nel caso di un esito positivo dei negoziati con gli Stati Uniti.

L'India si allontana dagli Stati Uniti Nonostante il buon andamento nel 1° trimestre, la crescita indiana è attesa rallentare nel 2025, pur su ritmi elevati, penalizzata da un contesto esterno più difficile, principalmente segnato dal deterioramento delle relazioni con gli Stati Uniti. Infatti, sono stati imposti dazi al 25% sulle esportazioni indiane, a cui si sono aggiunti a fine agosto dazi ulteriori del 25% legata sia per l'aumento degli acquisti indiani di petrolio russo (in crescita dopo l'invasione russa in Ucraina), sia per la mancata apertura del mercato agricolo indiano, che impiega circa il 40% della forza lavoro. Sebbene le esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentino solo il 2% del PIL e siano esentati i prodotti farmaceutici ed elettronici, i dazi colpiscono comparti ad alta intensità di manodopera, come tessile, pelletteria e gioielli, con ripercussioni sul mercato del lavoro. Le barriere commerciali mettono a rischio gli investimenti e frenano la crescita, nonostante il governo abbia introdotto sostegni fiscali ai consumi e l'inflazione resti relativamente contenuta. La postura severa delle politiche commerciali implementate dagli USA nei confronti dell'India sta avendo, come detto, l'effetto collaterale di un rafforzamento dei suoi legami internazionali con il blocco di paesi orbitanti intorno alla Cina e potrebbe condurre a un allontanamento dalle filiere industriali occidentali, anche se è presto per trarre conclusioni in tal senso.

La Russia prova a ridurre gli squilibri economici Dopo un'espansione significativa nel 2024, secondo le stime della Banca Centrale russa l'economia è attesa rallentare sensibilmente nel 2025, ben al di sotto delle precedenti previsioni del +2,5%. La frenata riflette la politica monetaria restrittiva adottata per contenere un'inflazione ancora elevata, al +8,8% nel 2025⁶. I tassi di interesse, pur ridotti dal 21% dell'ottobre 2024 al 17% nel settembre 2025, restano su livelli tali da pesare sul credito e sugli investimenti. A ciò si aggiunge la carenza di manodopera, che limita il potenziale di crescita della produzione industriale. Il peso delle sanzioni occidentali continua a condizionare l'economia, anche se i loro effetti vengono sempre più mitigati dal progressivo dirottamento degli scambi commerciali verso partner asiatici.

Deterioramento delle finanze pubbliche per il Brasile Il Governo brasiliano sta incontrando diverse difficoltà politiche per attuare il programma che prevedeva di contenere l'ampio deficit fiscale, il maggiore tra i paesi emergenti. L'obiettivo di un pareggio di bilancio dal 2025 e di un avanzo primario dal 2026 si sta rivelando irraggiungibile: le entrate sono state sovrastimate, il Congresso ha bloccato o annacquato le misure volte ad aumentare il gettito ed è stato varato un pacchetto di emergenza per sostenere i settori colpiti dai dazi USA, aggravando ulteriormente il deficit. Oltre il 90% del bilancio è destinato a spese, come pensioni e stipendi, difficili da tagliare. Sul fronte monetario, la Banca Centrale ha avviato una serie di rialzi che hanno portato i tassi al 15% a giugno 2025, nel tentativo di contenere l'inflazione. La stretta sostiene la credibilità macroeconomica, ma pesa su consumi e investimenti. La crescita è quindi prevista al +2,3% nel 2025, in calo dal +3,4% dell'anno precedente.

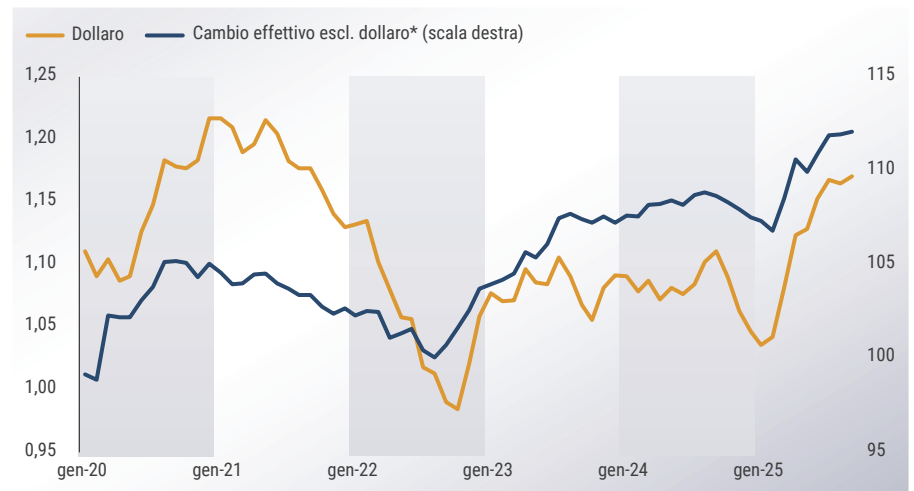
⁶ Si veda: https://www.cbr.ru/eng/press/pr/?file=12092025_133000key_e.htm.

8.5 Cambio

Rivalutato il cambio dell'euro Il tasso di cambio dell'euro sul dollaro si è apprezzato fortemente nel 2025: da un minimo di 1,03 a inizio anno, prima dell'insediamento della seconda presidenza Trump (20 gennaio), a 1,17 nella prima metà di settembre (+13,7%). Resta, comunque, sotto ai massimi raggiunti a inizio 2021 (oltre 1,20; Grafico 43).

Grafico 43
Euro più forte

(Dollaro per euro e indice
gen. 2020=100, dati mensili)



* Media ponderata dei tassi di cambio con 40 paesi (esclusi USA).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati BCE e Refinitiv.

L'apprezzamento dell'euro sul dollaro è il risultato sia di un indebolimento del biglietto verde che di un rafforzamento della moneta unica. L'euro, infatti, si è rivalutato anche rispetto alle altre principali valute mondiali, sebbene in modo meno marcato: il cambio effettivo nominale, al netto del dollaro, è aumentato di +4,5% da inizio 2025 (stime Centro Studi Confindustria).

La svalutazione del dollaro amplifica l'impatto dei dazi USA, che invece erano attesi comportare un suo apprezzamento. Due fattori potrebbero avere agito in questa direzione: l'iniziale balzo dell'import USA (*frontloading*), cioè di acquisti in valuta estera, e l'incertezza riguardo alla tenuta della crescita USA (rivista al ribasso nell'anno in corso). L'effetto di questi fattori, specie il primo, dovrebbe essere temporaneo.

Tuttavia, le decisioni di politica monetaria, più quelle attese che quelle effettive, da parte delle due banche centrali favoriscono il mantenimento di un dollaro debole e un euro forte: la ripresa dei tagli da parte della FED, da una parte, e l'interruzione della discesa dei tassi BCE, dall'altra (anche se il differenziale dei tassi è oggi e resterà nell'orizzonte previsivo a favore del dollaro).

A sostegno dell'euro forte agisce, infine, la parziale discesa dei prezzi energetici, che alleggerisce il gap di costo delle imprese europee.

Resta molto elevata, però, l'incertezza geopolitica connessa alle guerre in Ucraina e Medio Oriente, che per vicinanza geografica e impatto sul costo dell'energia pesano molto di più sulle prospettive europee, rappresentando quindi un rischio al ribasso per la moneta unica.

Il CSC assume nello scenario previsivo un cambio dollaro-euro stabile intorno ai valori recenti (1,17). Ciò implica aritmeticamente un apprezzamento dell'euro sul dollaro del +4,6% in media nel 2025 e del +3,4% nel 2026.

FOCUS

Focus 1 - Chi contribuisce di più alla finanza pubblica e al valore aggiunto?

L'elevata pressione fiscale e contributiva in Italia, pari al 42,5% del PIL nel 2024 (oltre 930 miliardi di euro) è una delle criticità del sistema fiscale italiano, insieme alla complessità normativa e al peso degli oneri burocratici. Frena la crescita economica, riducendo la competitività e attrattività del Paese, e grava su imprese, lavoratori e famiglie, ossia su coloro che contribuiscono alla finanza pubblica. Ma chi contribuisce di più, in termini relativi?

Per rispondere a questa domanda è necessario, con riferimento alle principali entrate tributarie e contributive, poter distinguere le quote pagate da diverse categorie di contribuenti e valutarle rispetto al loro apporto all'economia, in termini di creazione di valore aggiunto e/o di reddito. A causa di una limitata disponibilità di dati, l'analisi è stata ristretta, in termini di contribuenti, al mondo delle imprese private e dei loro lavoratori, distinguendo per dimensione di impresa (sulla base del numero di addetti) e per macro-settore di attività economica (industria e servizi). In termini di gettito, l'analisi esclude l'IVA, data la mancanza di dati disaggregati per categorie di contribuenti.

L'aggiornamento dei dati fiscali permette un confronto omogeneo tra varie fonti di gettito non oltre l'anno di imposta 2022, quando la pressione fiscale e contributiva complessiva in Italia si attestava al 41,7% del PIL (832,2 miliardi di euro). Le entrate qui analizzate sono:

- l'IRPEF, principale imposta italiana che fornisce circa un quarto (188,3 miliardi) del gettito fiscale e contributivo, è pagata per il 52,3% dai lavoratori dipendenti (privati e pubblici), per il 29,3% dai pensionati, per il 5,7% dai lavoratori autonomi, per il 5,1% dai possessori di redditi da partecipazione in società di persone, per il 4,2% dagli imprenditori individuali e per il restante 3,4% da altri contribuenti (proprietari di fabbricati, agricoltori, ecc.)¹;
- l'IRES, versata dalle sole società di capitali, che vale 45,2 miliardi (il 5,4% del carico tributario e contributivo);
- l'IRAP, imposta sul valore della produzione netta delle imprese che genera introiti per 27,8 miliardi (il 3,3%) ed è a carico delle imprese private per il 61,8% e delle amministrazioni pubbliche che svolgono attività istituzionale per il 38,2%;
- i contributi sociali, quota consistente delle entrate pubbliche destinate a finanziare pensioni e welfare, che generano un gettito pari a circa 260,3 miliardi (il 31,3%), di cui il 63,6% a carico di imprese e lavoratori del settore privato, il 23,5% di quelli del settore pubblico e il 12,9% dei lavoratori autonomi².

Il gettito di queste entrate ammonta a 521,5 miliardi ed equivale al 63% del gettito fiscale e contributivo totale registrato nel 2022. Rispetto a questo complesso di entrate, al mondo delle imprese private e dei loro dipendenti è riconducibile un gettito pari a 310 miliardi, data l'esclusione di:

1. autonomi, in quanto difficilmente assimilabili a una specifica categoria d'impresa e destinatari, in alcuni casi, di una specifica disciplina fiscale;

¹ Le statistiche IRPEF si riferiscono all'imposta netta pagata per tipologia di reddito prevalentemente posseduto dalle persone fisiche. Per questo motivo sono esclusi i redditi dei lavoratori autonomi inclusi nel regime forfettario e soggetti a un'imposta sostitutiva dell'IRPEF del 15% e i redditi fondiari soggetti a imposte sostitutive dell'IRPEF (es. canoni di locazione soggetti alla cedolare secca).

² Per le quote contributive a carico dei datori di lavoro e degli iscritti, si veda Inps (2022), *Rendiconto generale*.

2. pensionati, perché in prevalenza non sono più parte attiva del mercato del lavoro;
3. Pubblica Amministrazione, il cui gettito (IRPEF, IRAP e contributi sociali) rappresenta nella sostanza una partita di giro: le risorse derivano infatti dalla fiscalità generale e vi rientrano attraverso la tassazione dei propri dipendenti.

Differenze per dimensione di impresa... Nel “mondo” delle imprese private, quelle più strutturate, ossia le imprese con 10 o più addetti (10+):

sono il 5,5% (256mila) del totale delle imprese;

- occupano il 77,0% (10 milioni) dei lavoratori dipendenti;
- producono il 71,2% (721 miliardi di euro) del valore aggiunto;
- pagano il 76,3% (55 miliardi) delle imposte (inclusendo IRES, IRAP e IRPEF pagata da partecipanti in società di persone).

La quota sale all'83,2% (258 miliardi) se calcolata rispetto a un gettito che include l'IRPEF pagata dai lavoratori dipendenti delle imprese e i contributi sociali versati (da imprese e lavoratori stessi) in proporzione alle retribuzioni. Il fatto che la quota di gettito riconducibile alle imprese 10+ salga quando si includono IRPEF e contributi dipende in larga parte dai salari medi più elevati pagati dalle imprese più strutturate (Tabella A).

Tabella A - Dal 5,5% delle imprese proviene l'83,2% del gettito

(Quote %)

	Imprese per dimensione		Totale
	10+ addetti	0-9 addetti	
Contribuenti			
Imprese	5,5%	94,5%	100%
Lavoratori dipendenti	77,0%	23,0%	100%
Gettito			
IRES	84,9%	15,1%	100%
IRAP	78,8%	21,2%	100%
IRPEF (società di persone)	31,5%	68,5%	100%
Totale gettito fiscale da reddito di impresa	76,3%	23,7%	100%
IRPEF (lavoratori dipendenti)	88,8%	11,2%	100%
Contributi sociali	83,8%	16,2%	100%
Totale gettito fiscale e contributivo da reddito di impresa e dei lavoratori	83,2%	16,8%	100%
<i>Per confronto:</i>			
Valore aggiunto	71,2%	28,8%	100%

Note: La distribuzione per classi dimensionali (10+ e 0-9 addetti) del gettito è stimata sulle seguenti fonti di dati: IRES e IRAP su dati Istat (Modello Medita); IRPEF pagata da partecipanti in società di persone su dati Istat (Frame) sulla base della distribuzione del valore aggiunto; IRPEF pagata da lavoratori dipendenti stimata considerando la quota di lavoratori con imponibile previdenziale annuo sopra e sotto 35mila euro (dati Inps) e la quota di imposta netta pagata da contribuenti con reddito prevalente da lavoro dipendente per classi di reddito (dati MEF).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati MEF, Inps e Istat.

Per contro, le micro-imprese (0-9 addetti):

- sono il 94,5% (4,4 milioni) del totale delle imprese private;
- occupano il 23,0% (3 milioni) dei lavoratori dipendenti;
- producono il 28,8% (292 miliardi di euro) del valore aggiunto;
- pagano il 23,7% (17 miliardi) delle imposte sul reddito di impresa (incluso IRES, IRAP e IRPEF pagata da partecipanti in società di persone).

Se si includono l'IRPEF dei loro lavoratori e i contributi sociali, la quota di gettito complessivo ascrivibile alle micro-imprese scende al 16,8% (52 miliardi).

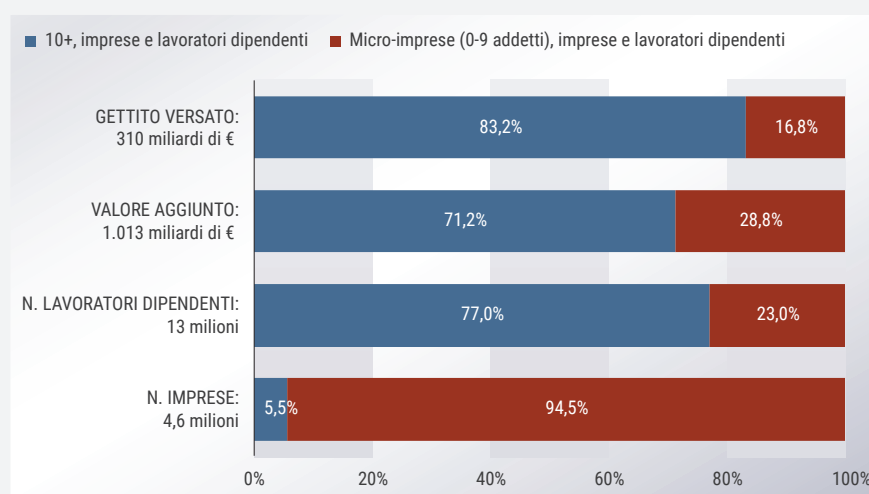
... e per macro-settore Fatto sempre 100 il mondo delle imprese private, ma disaggregando per macro-settori, industria verso servizi, la prima contribuisce per il 38,6% del gettito su redditi di impresa e di lavoratori, in misura maggiore rispetto alla quota di valore aggiunto che produce (34,7%). Per contro, i servizi contribuiscono per il 61,4%, ma in misura minore rispetto alla quota del loro valore aggiunto (65,3%).

D'altronde, l'incidenza delle imprese 10+ è più elevata nell'industria rispetto ai servizi (18,8% contro il 3,7%), il che è correlato con vari fattori da cui dipende il gettito, come:

- il gettito IRES è pagato solo dalle società di capitali, che più frequentemente sono di grandi dimensioni;
- il gettito IRPEF e contributivo è più ampio, date le retribuzioni mediamente più elevate.

In definitiva, il 5,5% di imprese private (256mila) e i 10 milioni di lavoratori in esse occupati finanziano una quota preponderante dei servizi pubblici e del sistema di welfare da cui dipendono oltre 59 milioni di persone, cioè l'intera popolazione italiana (Grafico A). Sostenere la crescita di queste imprese, che significa al tempo stesso sostenere i loro lavoratori, è quindi cruciale per la solidità delle finanze pubbliche e per la creazione di ricchezza e sviluppo del Paese.

Grafico A
Chi contribuisce
alla finanza pubblica?
(Settore privato, quote percentuali)



Focus 2 - Bilancio di un decennio di incentivi agli investimenti in beni strumentali 4.0: valutazioni d'impatto, criticità e prospettive

Nell'ultimo decennio in Italia gli investimenti delle imprese in beni strumentali (con particolare focus su quelli a elevato contenuto tecnologico, cosiddetti 4.0) sono stati sostenuti da varie forme di incentivazione fiscale, che a legislazione vigente si concluderanno nel 2025. Le esistenti analisi di valutazione ex-post indicano che gli incentivi hanno avuto un impatto positivo sulle decisioni di investimento delle imprese. Ciò ha contribuito all'impennata degli investimenti in macchinari e attrezzature osservata di recente in Italia, che tuttavia non è ancora sufficiente al ripristino del capitale netto sui livelli pre-crisi finanziaria (2008-2009). Il sostegno agli investimenti in beni strumentali rimane quindi una priorità di politica economica in Italia, specie quello rivolto a beni (materiali e immateriali) a elevato contenuto tecnologico e digitale, dato l'ampio gap che ancora il nostro Paese sconta nell'adozione e sviluppo di tecnologie avanzate.

Incentivi fiscali già dal 2016, ma normativa discontinua e complessa Per sostenere la ripresa degli investimenti delle imprese in beni strumentali dopo il crollo registrato durante la doppia recessione 2008-2009 e 2012-2013, dal 2016 sono stati introdotti e via via rifinanziati incentivi fiscali, dapprima nella forma di maggiorazione sugli ammortamenti e poi (dal 2020) nella forma di crediti di imposta.

Seppur in vigore con continuità, gli incentivi fiscali sono stati caratterizzati da notevole incertezza e da plurime modifiche normative, con proroghe annuali, cambiamento di agevolazione fiscale (da maggiorazione a crediti) ed estrema variabilità (anche nel tempo) dei parametri, su diverse tipologie di beni di investimento, classi e scaglioni di investimento, coefficienti di maggiorazione e aliquote del credito di imposta. Ad accrescere un quadro già complesso sono intervenuti anche vari cambi normativi su procedure e adempimenti.

Quadro normativo delle misure di incentivo agli investimenti

Gli incentivi sono, dal 2016, riconosciuti a investimenti in beni strumentali nuovi, destinati a strutture produttive ubicate nel territorio italiano ed effettuati da imprese residenti indipendentemente dalla natura giuridica, dimensione e settore di attività. Tuttavia, hanno subito le seguenti principali modifiche¹.

Investimenti in beni strumentali effettuati nel 2016-2022

- Maggiorazione degli ammortamenti su beni strumentali (super-ammortamento): introdotta dalla Legge di Stabilità per il 2016 e poi prorogata di anno in anno fino al 2019;
- Credito di imposta: introdotto per investimenti nel 2020 in sostituzione del super-ammortamento dalla Legge di Bilancio (LB) per il 2020, e poi prorogato per investimenti fino al 31 dicembre 2022 dalla LB per il 2021.

Investimenti in beni strumentali materiali a elevato contenuto tecnologico per favorire i processi di trasformazione in chiave Industria 4.0 effettuati nel 2017-2025

- Maggiorazione degli ammortamenti (iper-ammortamento): introdotta dalla LB per il 2017 e poi prorogata di anno in anno fino al 2019;
- Credito di imposta:

¹ Quello proposto è un quadro sintetico della normativa. Per dettagli si rimanda alla tabella 5.1 in Ufficio Parlamentare di Bilancio (2025), *Rapporto sulla politica di bilancio, giugno 2025* e alla tabella 1 in Comitato scientifico per la valutazione dell'impatto economico degli interventi del "Piano Transizione 4.0", *Rapporto intermedio* novembre 2024.

- introdotto per investimenti nel 2020 in sostituzione dell'iper-ammortamento dalla LB per il 2020;
- prorogato dalla LB per il 2021 per investimenti fino al 31 dicembre 2022;
- prorogato dalla LB per il 2022 per investimenti fino al 31 dicembre 2025;
- con la LB per il 2025 per questa misura è stato introdotto un limite massimo di spesa.

Investimenti in beni strumentali immateriali "Industria 4.0" effettuati nel 2017-2024

- Medesima normativa adottata per gli investimenti in beni materiali ma solo fino al 2024, in quanto la LB per il 2025 ne ha disposto l'abrogazione, anticipandone la chiusura di un anno.

Infine, il DL 19/2024 ha introdotto un credito d'imposta a fronte di nuovi investimenti effettuati nel 2024 e nel 2025 in progetti di innovazione che determinino una riduzione effettiva dei consumi energetici delle imprese (Transizione 5.0), in attuazione dell'Investimento 15 della Missione 7 del PNRR (RepowerEU). Con la Legge di Bilancio 2025 è stato ampliato l'ambito di applicazione e semplificate le procedure di accesso all'incentivo.

Erogazioni elevate rispetto ai finanziamenti ma quadro finanziario difficile da ricostruire

Per gli incentivi in vigore dal 2016 è complesso ricostruire un quadro delle risorse pubbliche stanziare ed effettivamente spese:

- per gli stanziamenti, dati i plurimi rinnovi normativi e rifinanziamenti;
- per le erogazioni, perché sia le deduzioni maggiorate sia i crediti d'imposta rimangono in dichiarazione fiscale per alcuni anni successivi a quello di investimento. L'ammortamento ha, infatti, durata pluriennale sulla base della vita utile dei beni (tra i 5 e gli 8 anni per quelli "Industria 4.0") e il credito può essere ripartito su 3 anni (5 nel 2020). L'orizzonte dell'ammortamento, inoltre, può allungarsi ulteriormente in caso si verifichino anni in cui l'impresa è fiscalmente incapiente.

A queste ragioni oggettive, si aggiunge la scarsità e discontinuità delle statistiche sulle dichiarazioni fiscali delle imprese rese pubbliche dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Dati questi caveat, ci si limita a osservare che:

- l'ammontare delle risorse stanziare per gli incentivi agli investimenti in beni strumentali, per il periodo 2016-2028 (anno in cui si esauriscono gli effetti finanziari dei provvedimenti legislativi considerati²), risulta pari a 61,5 miliardi di euro, di cui 27,6 per la maggiorazione degli ammortamenti (sull'intero periodo) e 33,9 per i crediti d'imposta (dal 2020);
- le risorse erogate per le agevolazioni fino all'anno d'imposta 2022, l'ultimo su cui si ha disponibilità dei dati³, risultano pari a 62,7 miliardi, di cui 42,4 per super- e iper-ammortamento⁴ e 20,3 per i crediti d'imposta.

Dalle valutazioni di impatto ex-post, effetti positivi sul tasso di investimento

La valutazione dell'efficacia degli incentivi, rispetto al loro obiettivo

² Sono stati considerati, oltre agli effetti finanziari indicati nella Legge di Stabilità per il 2016 e nelle varie leggi di bilancio per gli anni dal 2017 al 2022, anche quelli disposti con il DL Crescita (n. 34/2019).

³ Sulla base delle "Statistiche sulle dichiarazioni fiscali. Analisi dei dati IRES" per gli anni di imposta dal 2017 al 2022, prodotte dal Dipartimento delle Politiche Fiscali del MEF.

⁴ Questo ammontare è calcolato cumulando le deduzioni maggiorate dichiarate fino all'anno d'imposta 2020 (quando l'agevolazione è stata trasformata in credito d'imposta), dato che per il 2021 e il 2022 le informazioni non sono disponibili nelle fonti sopra indicate.

primario di aumentare gli investimenti, richiede un'analisi di tipo controfattuale, che identifichi la quota di investimenti "aggiuntivi" rispetto a quelli che sarebbero stati effettuati anche in assenza di agevolazioni.

Per gli incentivi 4.0 sono disponibili ad oggi i risultati di due analisi di valutazione ex-post condotte su microdati di impresa, svolte rispettivamente dal Comitato scientifico per la valutazione dell'impatto economico degli interventi del "Piano Transizione 4.0"⁵ e dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio (UPB)⁶. L'approccio in entrambe queste analisi è quello di verificare se le società che hanno beneficiato degli incentivi (trattate) mostrino un tasso di investimento diverso da quello delle società non beneficiarie (non trattate), affrontando il problema dell'autoselezione con una strategia di matching, che consiste nell'individuare un gruppo di imprese non trattate (di controllo) che siano il più possibile simili a quelle trattate, sulla base di una serie di caratteristiche osservabili. I risultati di entrambe le analisi mostrano che le società beneficiarie degli incentivi hanno in media un tasso di investimento più elevato dei "controlli". Gli effetti stimati sono differenziati a seconda delle caratteristiche di impresa e del tipo di incentivo (iper-ammortamento vs. credito di imposta), oltre che fra coorti dello stesso incentivo (definite sulla base della normativa in vigore nell'anno in cui le imprese hanno effettuato l'investimento) e a seconda dell'anno considerato (primo anno di utilizzo dell'incentivo o successivi)⁷.

Per i crediti di imposta su beni materiali 4.0 come definiti nel 2020, 2021 e 2022, le analisi del Comitato di Valutazione 4.0 rilevano un effetto positivo sul tasso di investimento che varia tra 0,5 e 3,7 punti percentuali. L'effetto è decrescente all'aumentare della dimensione di impresa ed è significativo per tutte e tre le coorti di trattamento considerate. Secondo calcoli del Centro Studi Confindustria, tenendo conto del tasso di investimento medio nel periodo pre-incentivo, le stime puntuali sopra riportate implicano che esso sia più che raddoppiato per le micro, quasi raddoppiato per le piccole e cresciuto di circa il 35-45% per le medie e del 20-25% per le grandi.

Per le stesse prime tre coorti di credito di imposta 4.0, le stime UPB, seppur condotte con una metodologia in parte differente, ottengono risultati coerenti, che implicano nel primo anno un aumento medio di circa il 70-75% del tasso di investimento delle imprese beneficiarie rispetto ai controlli. Anche in questo caso gli effetti sono più elevati per le imprese micro-piccole rispetto alle medio-grandi. Inoltre, le analisi UPB includono la valutazione di impatto dell'iper-ammortamento, il cui effetto sul tasso di investimento è stimato positivo, ma più debole rispetto a quello del credito di imposta. Il minore impatto dell'iper-ammortamento è coerente con il minor risparmio di imposta rispetto al credito⁸ e con il fatto che la deduzione maggiorata è incerta (su tempi di fruizione ed entità), essendo vincolata alla redditività.

⁵ Rapporto intermedio di valutazione dell'impatto economico degli interventi del "Piano Transizione 4.0" predisposto dall'apposito Comitato scientifico a novembre 2024.

⁶ "L'efficacia degli incentivi Industria/Transizione 4.0 alle imprese: evidenze empiriche e questioni aperte", Cap. 5 nel *Rapporto sulla politica di bilancio*, giugno 2025.

⁷ Entrambe le analisi stimano che le misure di incentivo abbiano avuto effetti positivi anche sull'occupazione, risultati coerenti con quelli (per il primo anno dell'iper-ammortamento) di Bratta, B., Romano, L., Acciari, P. e Mazzolari, F. (2023), "Assessing the impact of digital technology diffusion policies. Evidence from Italy", in *Economics of Innovation and New Technology*, 32(8), pagg. 1114-1137.

⁸ Si veda a riguardo l'analisi UPB (giugno 2025) già citata, che in particolare stima un risparmio di imposta medio per l'iper-ammortamento che raggiunge il suo massimo al 33% dell'imposta dovuta (per le società beneficiarie) nel 2020, quando dovrebbe essere a regime il beneficio

tà e alla capienza fiscale delle imprese⁹. A conferma dell'elevato grado di complessità della normativa dell'iper-ammortamento, l'impatto positivo sul tasso d'investimento risulta rafforzarsi nel passaggio dalla prima alla terza coorte, il che è coerente con un processo di apprendimento del funzionamento della misura.

Costo degli incentivi in parte ripagato dagli investimenti "aggiuntivi"... Le valutazioni di impatto ex-post sopra citate indicano che le misure di incentivazione fiscale in vigore in Italia negli scorsi anni hanno inciso positivamente sulle decisioni delle imprese, stimolando investimenti "aggiuntivi" rispetto a quelli che esse avrebbero realizzato in loro assenza. Queste stime possono essere usate, se riportate a livello aggregato, per valutare anche il costo effettivo delle misure per la finanza pubblica. Si tratta di un esercizio fondamentale per assicurare un utilizzo efficiente delle (limitate) risorse pubbliche, ma che è reso complicato da una serie di fattori, tra cui: la mancanza di dati (per esempio sul valore aggregato degli investimenti agevolati), la limitata "validità esterna" delle stime di impatto micro sul tasso di investimento delle imprese¹⁰ e la necessità di aggiungere a queste ultime anche stime sui moltiplicatori degli investimenti sulla crescita macro-economica.

... per quasi la metà per crediti su beni materiali 4.0... Con questi caveat ben presenti, calcoli del Centro Studi Confindustria indicano che per il credito di imposta su investimenti in beni materiali 4.0 nel triennio 2020-2022, a fronte di risorse erogate pari a 20,3 miliardi di euro, la misura potrebbe essersi ripagata da sola per quasi la metà delle risorse spese (48,6%), considerando l'impatto positivo degli investimenti "aggiuntivi" sul PIL e il conseguente maggior gettito raccolto. La stima si basa sulle seguenti ipotesi ed elaborazioni:

- valore degli investimenti "agevolati" di circa 45 miliardi di euro, ottenuti applicando l'aliquota massima del credito d'imposta (pari al 40% nel 2020 e nel 2022 e al 50% nel 2021) al valore dei crediti erogati nei tre anni (rispettivamente pari a 1,5 miliardi, 9,9 e 8,6);
- valore degli investimenti "aggiuntivi" di circa 19 miliardi di euro, pari al 43% degli investimenti agevolati: quota stimata a partire dal coefficiente di impatto sul tasso di investimento delle imprese beneficiarie desunto da studi micro-fondati (mediamente pari a un valore del 75%);
- moltiplicatore degli investimenti sul PIL pari a 1,2 nel triennio, come stimato con il modello econometrico del Centro Studi Confindustria;
- gettito "aggiuntivo" stimato sulla base della pressione fiscale registrata nel 2020, 2021 e 2022 (pari rispettivamente al 42,7%, 42,3% e 41,7% del PIL).

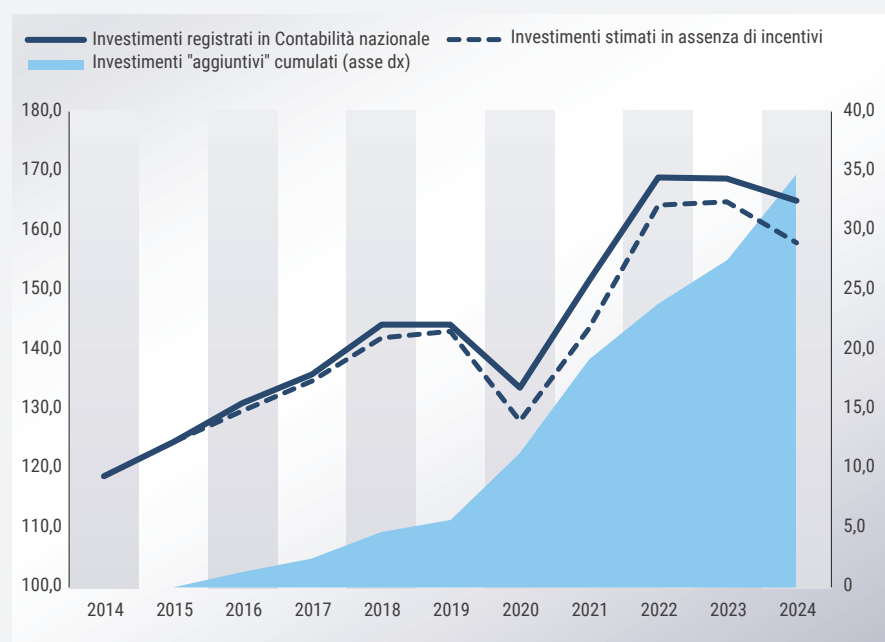
annuale riferito a tutte e tre le coorti di incentivo, mentre è mediamente superiore al 100% in tutte e tre le prime tre coorti del credito di imposta (Tabella 5.7 del rapporto già citato).

⁹ I crediti d'imposta, invece, si configurano come sussidi automatici indipendenti dalla situazione economica e fiscale dell'impresa, utilizzabili in compensazione in modo più tempestivo e su un arco temporale più breve.

¹⁰ In particolare, le analisi di impatto ex-post sono condotte su sotto-insiemi di imprese (per esempio in panel o escludendo quelle eventualmente beneficiarie di più incentivi o coorti di incentivo). Tali restrizioni sono necessarie per aumentare la "validità interna" delle stime, ovvero la loro capacità di approssimare gli investimenti effettivamente "aggiuntivi", ma al costo di essere validi solo per società incluse nel campione e, al contrario, difficilmente estendibili all'universo delle imprese.

... e circa un quarto per il complesso degli incentivi Con un approccio diverso, il Centro Studi Confindustria ha stimato che tra il 2016 e il 2024 le principali misure di agevolazione fiscale su beni strumentali (al netto dei mezzi di trasporto) e prodotti di proprietà intellettuale (quindi non solo 4.0¹¹) potrebbero essersi ripagate per circa un quarto (23,5%) delle risorse spese (pari a 74,6 mld di euro). Il minor recupero di risorse qui stimato rispetto alla precedente simulazione limitata ai crediti di imposta su investimenti in beni materiali 4.0 è coerente con il maggior stimolo di questi ultimi al tasso di investimento, come stimato da UPB (giugno 2025). Gli investimenti "aggiuntivi", in questa simulazione, sono stimati con un approccio macro-econometrico, sulla base di due modelli annuali¹², rispettivamente per gli investimenti privati in impianti e macchinari al netto dei mezzi di trasporto e per gli investimenti privati in prodotti di proprietà intellettuale nel periodo dal 1970 al 2015. Da questi è stato formulato un esercizio controfattuale: i valori previsti tramite modello dal 2016 al 2024 rappresentano una proxy degli investimenti che sarebbero stati effettuati in assenza degli incentivi. Lo scostamento tra quelli storici effettivamente realizzati e quelli previsti (Grafico A), strutturalmente positivo nell'orizzonte 2016-2024, viene considerato un'approssimazione degli investimenti "aggiuntivi"¹³.

Grafico A
Stima degli investimenti
"aggiuntivi" associati
agli incentivi fiscali 2016-2024
(Italia, investimenti in impianti e macchinari
e R&S, dati trimestrali, miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Istat.

¹¹ Si è tenuto conto degli stanziamenti disposti nei vari provvedimenti legislativi per: super- e iper-ammortamento, crediti d'imposta "Industria 4.0", crediti d'imposta in ricerca, sviluppo e innovazione, Nuova Sabatini, Patent box, credito d'imposta per investimenti nel Mezzogiorno (anche potenziato per le attività di R&S) e credito d'imposta ZES.

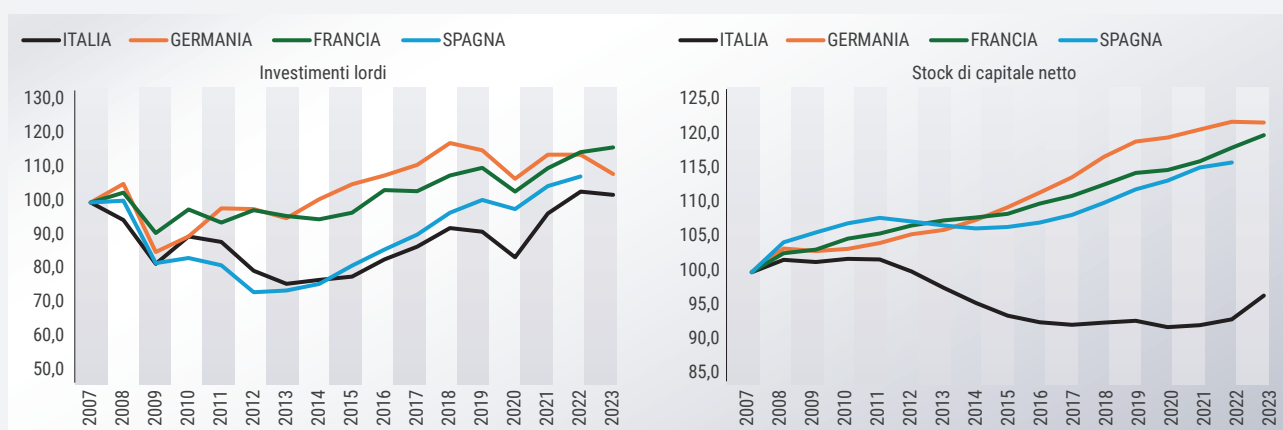
¹² I modelli sono stimati in TSLS con l'introduzione di un meccanismo di correzione dell'errore (ECM) e tengono conto della dinamica auto-regressiva delle variabili di interesse, della domanda interna, della domanda estera (solo nel caso degli investimenti in impianti e macchinari), della fiducia delle imprese, della politica monetaria, del costo del capitale e delle aliquote fiscali.

¹³ Tale misura può risentire di eventuali altre variabili omesse, nonostante la ricca specificazione dei modelli sia in termini di diagnostica sia di numerosità di variabili esplicative (integrate da variabili strumentali).

Ancora necessario stimolare gli investimenti Gli investimenti in macchinari e attrezzature in Italia negli ultimi anni hanno registrato un tasso di crescita molto elevato nel confronto internazionale. Il risultato è almeno parzialmente attribuibile allo stimolo che le misure di incentivazione fiscale hanno esercitato sulle decisioni di investimento delle imprese, come evidenziato dalle esistenti valutazioni di impatto ex-post. Tuttavia, rimane importante continuare a stimolare la crescita dello stock di capitale in macchinari e attrezzature, dato il decumulo rispetto ai livelli pre-crisi finanziaria (-3,4% nel 2023 sul 2007) che risulta ancora più critico quando confrontato all'avanzamento registrato in altri paesi (+21,8% in Germania, +20,0% in Francia, +16,0% in Spagna; Grafico B).

Grafico B - Italia: impennata degli investimenti in macchinari e attrezzature ma stock di capitale ancora da ricostituire

(Investimenti lordi e stock di capitale netto in macchinari e attrezzature al netto dei mezzi di trasporto, 2007=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Il sostegno agli investimenti in beni strumentali rimane quindi una priorità di politica pubblica in Italia, specie quello rivolto a beni (materiali e immateriali) a elevato contenuto tecnologico e digitale, dato l'ampio gap che ancora il nostro Paese sconta sull'adozione e sviluppo di tecnologie avanzate. In particolare, i beni immateriali sono ormai considerati una componente essenziale della crescita¹⁴: oltre agli investimenti in R&S, brevetti o software, che rappresentano fattori chiave dell'innovazione, anche altre tipologie di asset intangibili – quali banche dati, design, competenze manageriali, nonché reti organizzative e distributive – hanno assunto una rilevanza crescente, in larga misura grazie alla loro complementarità con le tecnologie digitali. La propensione all'investimento in questi asset è cresciuta nel tempo in Italia, in particolare a partire dal 2014, raggiungendo in media circa il 9% del valore aggiunto tra il 2021 e il 2023. Tuttavia, tale quota rimane inferiore rispetto a quella osservata in altre economie avanzate: circa il 10% in Germania, il 14% nel Regno Unito e il 16% in Francia e negli Stati Uniti.

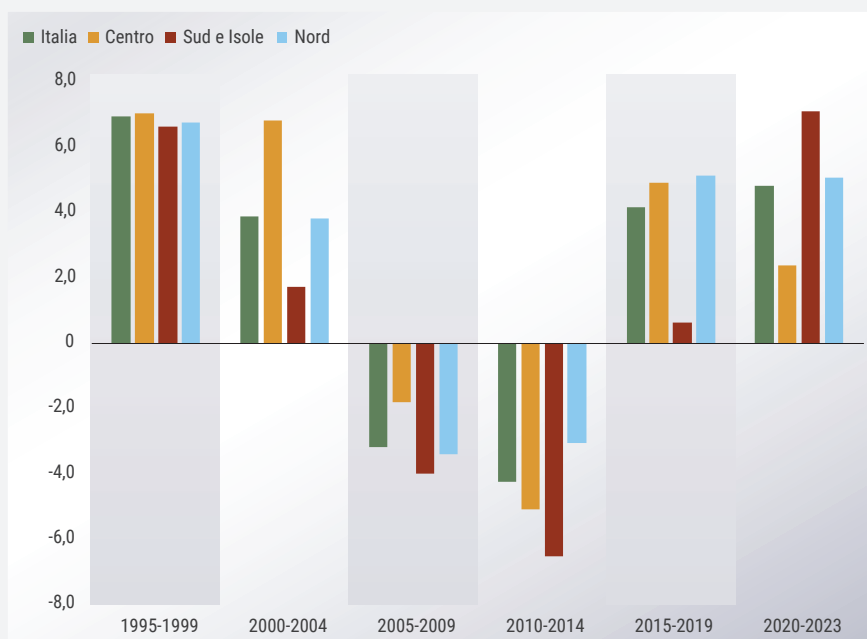
¹⁴ Si veda, ad esempio, l'analisi in Corrado, C., Haskel, J., Iommi, M., C. Jona Lasinio, (2016), "Intangible Investment in the EU and US before and since the Great Recession and its Contribution to Productivity Growth", *EIB Working Paper No. 2016/08*.

Focus 3 - La ripresa del Mezzogiorno: segnali strutturali o rimbalzo temporaneo?

Mezzogiorno locomotiva dell'economia italiana negli ultimi anni Dopo più di vent'anni di divergenza rispetto al resto del Paese, la dinamica economica del Mezzogiorno ha mostrato segnali di accelerazione negli ultimi anni. A partire dal 2020, la crescita del PIL nelle regioni meridionali ha superato sistematicamente quella del resto del Paese. Tra il 2020 e il 2023, periodo che include la caduta e risalita legata alla pandemia, il PIL del Mezzogiorno è cresciuto del +7,1% cumulato (Grafico A) a prezzi costanti, un ritmo superiore a quello del Nord (+5,1%) e del Centro (+2,8%). È una discontinuità storica rispetto al passato, e tanto più significativa in quanto non sembra trattarsi di un rimbalzo episodico.

Grafico A Chiara l'inversione di tendenza nel Mezzogiorno

(PIL a prezzi costanti, var. % cumulate)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Nel 2023, in particolare, sette regioni meridionali hanno registrato una crescita del PIL superiore alla media nazionale (+0,7%), con Sicilia e Abruzzo in testa (entrambe +2,1%). Per un'area che per molti anni ha rallentato la dinamica del Paese, si tratta di un'inversione di particolare rilevanza. Infatti, il contributo alla crescita italiana complessiva è stato tutt'altro che marginale: senza il Mezzogiorno, la crescita del PIL nazionale sarebbe risultata più bassa di circa mezzo punto percentuale cumulato nel periodo 2020-2023 (+4,3% cumulato, invece di +4,8%).

Positiva anche la dinamica dell'economia nel 2024: secondo i dati preliminari Istat, il PIL del Mezzogiorno è cresciuto del +0,9%, superando il Centro Nord (+0,7%), principalmente a causa di una crescita piuttosto debole del Nord-Est. Segnali positivi anche dalla crescita degli occupati (+2,2%), trainata dal settore delle costruzioni (+6,9%), rispetto al +1,4% del Centro Nord.

Grazie alla crescita degli investimenti... Per il totale delle attività economiche del Mezzogiorno, la crescita degli investimenti, nel quadriennio 2019-2022, è stata del +25,0% cumulato, un valore superiore alla media nazionale (+21,2%), anche grazie al contributo dato dal credito d'imposta ZES. Si tratta

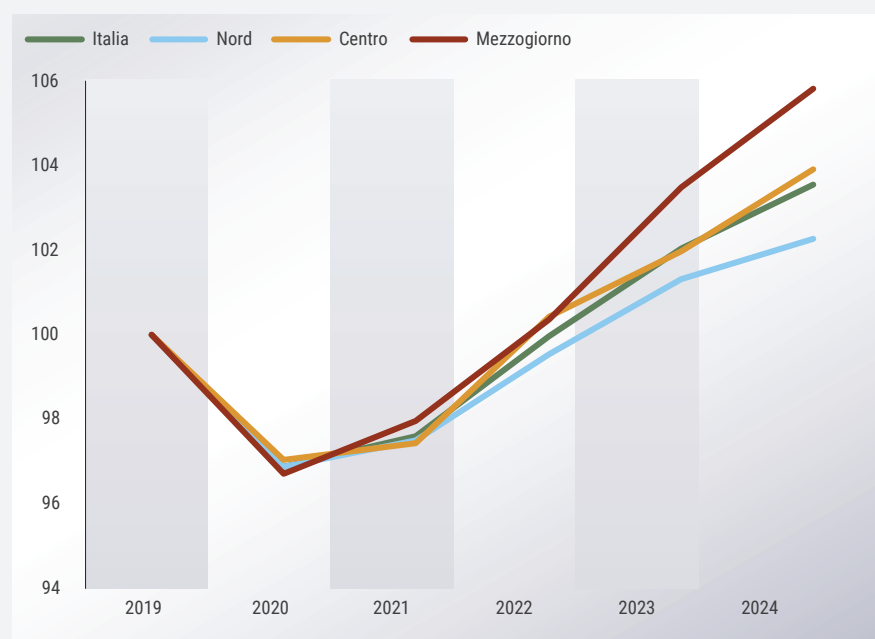
di un deciso cambiamento di passo se si pensa che, nel quadriennio precedente (2016-2019), gli investimenti nel Mezzogiorno erano cresciuti solo del +4,9%, rispetto al +12,5% a livello nazionale.

La dinamica positiva degli investimenti è stata sostenuta in particolare dai servizi, dove l'incremento nel Mezzogiorno (+30,6%) è il più elevato tra tutte le macroaree. Nella manifattura, pur con un ritmo più moderato (+10,2%), il Sud ha registrato un progresso in linea con la media italiana (+10,0%), superando nettamente il Nord-Est (+2,9%).

...e all'impulso positivo della spesa pubblica Anche la spesa della pubblica amministrazione ha avuto un ruolo nella positiva dinamica del PIL osservata negli ultimi anni, con un'inversione netta rispetto al passato. Nel Mezzogiorno, dal 2001 al 2018, la spesa per consumi finali della PA in media d'anno era diminuita del -0,4% in termini reali (-6,3% cumulato) mentre al Centro Nord era cresciuta del +0,2%. Tra il 2019 e il 2022 invece è cresciuta del +0,7%. Seppur non si tratti di valori molto elevati si deve considerare l'importanza della funzione di stimolo all'economia della politica di bilancio, specialmente in periodi di elevata incertezza come quelli osservati in quegli anni.

Mercato del lavoro in trasformazione Dal pre-pandemia al 2024, oltre il 40% dell'aumento degli occupati in Italia si è concentrato nel Sud: si tratta di circa 355mila nuovi occupati (+5,8%; Grafico B) su 823mila complessivi. La Sicilia e la Campania da sole spiegano più di un quarto dell'aumento nazionale dell'occupazione. Dietro questa crescita si intravedono elementi di trasformazione profonda del mercato del lavoro. Si osservano dinamiche di maggiore attivazione anche di fasce della popolazione tradizionalmente meno attive sul mercato del lavoro. Ad esempio, il tasso di occupazione femminile nel Mezzogiorno, pur rimanendo su livelli molto bassi, è aumentato di quasi 5 punti percentuali dal 2019 al 2024, mentre quello degli under 30 è cresciuto di 4 punti. In questo senso, ha inciso positivamente la misura cosiddetta Decontribuzione Sud, operativa dal 2020 al 2024 e rinnovata solo parzialmente nel 2025 (con benefici più limitati per le PMI e finora assenti per le grandi imprese). In ogni caso, permangono divari significativi, seppur in diminuzione, rispetto al resto del Paese, anche per la presenza di tendenze demografiche sfavorevoli alle regioni del Sud.

Grafico B
Mezzogiorno leader
nella crescita occupazionale
(Occupati, migliaia, 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Export dinamico e meno a rischio L'export del Mezzogiorno è cresciuto dal 2019 al 2024 di circa il +30%, con un'accelerazione che, a partire dal 2022, ha superato quella del Centro Nord. Se, in termini assoluti, il peso dell'area sul totale italiano rimane ancora molto contenuto (circa l'11%), e il saldo commerciale continua a essere negativo, alcuni settori hanno mostrato una dinamica straordinariamente positiva. In particolare, nel 2024 si nota una crescita dell'export meridionale significativa soprattutto nella farmaceutica (+16,2%) e nell'alimentare (+9,2%), nonostante il declino del settore automotive (-32,3%). La struttura produttiva del Mezzogiorno, con un peso minore dell'industria rispetto alle altre aree del Paese, potrebbe rendere l'economia dell'area meno soggetta nel 2025 e 2026 agli effetti negativi dei dazi americani. Difatti, secondo i dati elaborati dall'Istituto Tagliacarne, per le aziende esportatrici del Mezzogiorno solamente il 2,4% del fatturato deriva dall'export verso gli Stati Uniti, contro una media nazionale del 2,9%.

PIL in rallentamento quest'anno e il prossimo... Nel 2025, però, si intravede qualche segnale di rallentamento del Sud rispetto al resto del Paese. Il *Real Time Turnover index*, elaborato dal Centro Studi Confindustria in collaborazione con TeamSystem, presenta una dinamica fiacca nel 1° trimestre (-0,1% contro il +0,5 del Paese) e un'espansione nel secondo (+3,4%) ma inferiore a quanto registrato per l'Italia (+3,9%). Anche i dati Istat del primo semestre 2025 sulle esportazioni vanno in direzione di un forte rallentamento nelle regioni meridionali (-8,7%). Secondo le previsioni SVIMEZ per il biennio 2025-2026 il Mezzogiorno crescerà rispettivamente del +0,5% e del +0,7% rispetto al +0,7% e +1,0% del Centro Nord, invertendo la tendenza alla riduzione del divario registrata negli anni precedenti.

... ma PNRR fondamentale come motore di sviluppo... Un contributo alla dinamica positiva del Mezzogiorno deriva dal PNRR, che tra i suoi obiettivi si prefigge di aumentare la coesione territoriale. La quinta relazione istruttoria sul rispetto del vincolo di destinazione alle regioni del Mezzogiorno di almeno il 40% delle risorse allocabili territorialmente¹ certifica il rispetto della quota, pari al 41,1%. Su 194,4 miliardi di euro (192,3 quelli attivati² per il periodo 2021-2026) 147,5 hanno una destinazione territoriale, 38,5 no (tra cui Ecobonus e Transizione 4.0 e 5.0) e 8,4 sono esclusi perché riferiti ad azioni di sistema. Le risorse attivate dedicate al Mezzogiorno ammontano a 60,7 miliardi.

Gli ultimi dati disponibili, che includono l'ultima revisione del PNRR, indicano che quasi 108mila progetti su 298mila (36%) sono localizzati nel Mezzogiorno, per un valore finanziato di 51,9 miliardi di euro su 134,8 (38%), escludendo dal conteggio 1.629 progetti con valenza nazionale o non localizzati dal valore complessivo di 37,6 miliardi (Tabella A).

¹ Dati 31 dicembre 2024. Si veda qui: <https://www.camera.it/temiap/2025/08/05/OCD177-8297.pdf>. L'articolo 2, comma 6-bis, della Legge 29 luglio 2021, n. 108, ha previsto in sede di definizione delle procedure di attuazione degli interventi del PNRR, l'obbligo per le amministrazioni centrali titolari di interventi di destinare almeno il 40% delle risorse allocabili territorialmente alle regioni del Mezzogiorno, salve specifiche allocazioni territoriali già previste nel PNRR.

² Si tratta di risorse per le quali è stato definito un criterio di assegnazione ex-ante tramite atto pubblico da parte dell'Amministrazione Titolare della misura.

Tabella A - Risorse PNRR per destinazione territoriale

Macroarea	Progetti		Finanziamenti		Pagamenti		Pagamenti su finanziamenti (%)	Dimensione progetti (mgl€)
	(numero)	(%)	(mld€)	(%)	(mld€)	(%)		
Nord	139.087	47%	58,7	44%	20,4	52%	35%	422
Centro	51.455	17%	24,2	18%	6,9	18%	29%	471
Mezzogiorno	107.808	36%	51,9	38%	11,8	30%	23%	481
Totale parziale	298.350	100%	134,8	100%	39,1	100%	29%	452
Ambito nazionale (o n.d.)	1.629	-	37,6	-	31,0	-	82%	23.108
Totale	299.979	-	172,5	-	70,0	-	41%	575

Note: la numerosità dei progetti è leggermente superiore al numero reale (298.339) dato che alcuni progetti sono localizzati tra più macroaree e sono stati conteggiati due volte. Gli importi in miliardi sono invece stati riproporzionati.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ItaliaDomani (agg. 30 giugno 2025).

... ma importante risolvere i problemi strutturali A fronte di questi finanziamenti, in Italia sono stati corrisposti pagamenti per 70,0 miliardi, di cui 31,0 legati a misure con valenza nazionale, e solo 11,8 al Mezzogiorno. La quota di pagamenti sul finanziamento assegnato risulta essere inferiore nel Mezzogiorno: 23%, contro il 29% al Centro e il 35% al Nord. Tale diversità potrebbe dipendere da vari fattori, tra cui:

1. una velocità di pagamento più lenta nel Mezzogiorno, se si ipotizza una pianificazione finanziaria dei singoli progetti omogenea su tutto il territorio italiano e che in media l'avanzamento dei progetti abbia lo stesso ritmo, come sembra dai dati. Il 50% dei progetti è in corso di realizzazione e il 47% risulta già concluso, però è di piccolo importo (vale il 14% del totale finanziato). Questa velocità inferiore potrebbe essere dovuta a una capacità amministrativa ancora debole, sebbene in miglioramento a seguito delle riforme PNRR previste per rafforzare la PA;
2. la dimensione media diversa dei progetti, superiore ai 480mila euro nel Mezzogiorno contro i 422mila al Nord; infatti, al Nord, sono stati realizzati pochi interventi su grande scala (i tre maggiori valgono oltre 8,1 miliardi, contro 3,9 al Sud e 1,3 al Centro) mentre nel Mezzogiorno sono concentrate più iniziative di maggiori dimensioni: 82 progetti sopra i 50 milioni, contro 70 al Nord e 43 al Centro. Inoltre, sembra che nel Mezzogiorno siano ancora da portare a termine i progetti di maggiore entità economica, verosimilmente anche i più complessi da realizzare;
3. i ritardi nella realizzazione di "opere e lavori" nel Mezzogiorno. I ritardi non sono spiegati dalla diversa tipologia di progetti, dato che la distribuzione è simile in tutte le macroaree (il 9% sono opere e lavori, il 52% acquisto di beni o servizi e il 39% incentivi o contributi). La vera differenza sta, ancora una volta, nella diversa capacità di portare avanti i progetti: mentre per "acquisti di beni o servizi" e "incentivi e contributi" le quote dei pagamenti sul totale finanziato sono omogenee nelle diverse macroaree, per "opere e lavori" la quota si attesta al 44% al Nord, contro il 28% al Centro e appena il 20% nel Mezzogiorno, sintomo della necessità di rafforzare ancora la capacità amministrativa.

Viste le previsioni di PIL in rallentamento nel Mezzogiorno per il prossimo biennio (almeno rispetto alle altre aree), è fondamentale accelerare la spesa per i progetti del PNRR in questa ripartizione, dato che restano da pagare ancora quasi 40 miliardi di finanziamenti assegnati, oltre alle risorse derivanti

da possibili riprogrammazioni future. Tali risorse potrebbero risultare cruciali nel riportare la crescita del PIL del Mezzogiorno su ritmi più sostenuti e ridurre i divari territoriali.

Un contributo cruciale dalla ZES Unica... L'introduzione della ZES Unica per il Mezzogiorno, divenuta pienamente operativa da agosto 2024, ha rappresentato un fattore abilitante per gli investimenti privati: dalla sua entrata in vigore risultano circa 700 le Autorizzazioni Uniche rilasciate dalla Struttura di Missione, con un impatto economico, diretto e indiretto, stimato dalla stessa Struttura in oltre 28 miliardi in termini di investimenti attivati e un'annessa occupazione aggiuntiva di oltre 35mila unità. Parte di tali investimenti potrebbe avere natura addizionale, legata principalmente alla possibilità di realizzare un insediamento in tempi compatibili con il fare impresa.

A rafforzare l'attrattività della ZES Unica ha contribuito l'introduzione di un credito d'imposta per gli investimenti in beni strumentali nuovi, applicabile alle imprese che realizzano interventi nelle aree individuate. Nel 2024 sono state presentate 6.885 richieste, per un importo complessivo di 2,5 miliardi di crediti, interamente riconosciuti alla platea di richiedenti. L'orizzonte annuale di finanziamento, è però, uno degli elementi di debolezza della misura, in particolare per gli investimenti superiori a determinate soglie di valore. Esso deve guardare invece al medio periodo, per dare certezza alle imprese sulle scelte di investimento, specie quelle a maggior impatto sui territori. L'esperienza maturata nell'ambito della ZES Unica conferma quanto sia importante, per le imprese, poter operare in un contesto normativo e finanziario stabile, nel quale le decisioni pubbliche siano tempestive e orientate a dare continuità all'azione già avviata.

... ma essenziale rinnovare lo sgravio contributivo In questa stessa direzione risulta essenziale rinnovare lo strumento della Decontribuzione Sud, seppur con presupposti diversi, cioè con l'obiettivo di incentivare e attrarre investimenti delle grandi imprese nel Mezzogiorno per continuare a sostenere i ritmi di crescita - anche occupazionale - registrati nell'ultimo periodo. La misura ha l'obiettivo di compensare gli ancora esistenti divari competitivi (ad esempio, quelli infrastrutturali, quelli connessi ai tempi della giustizia e alle competenze della forza lavoro).

Ai dati sulla ZES vanno aggiunti i progetti sostenuti dai Contratti di Sviluppo finanziati con risorse PNRR, per i quali sono stati stanziati oltre 1,7 miliardi di euro, con una quota maggioritaria (circa 80%) destinata al Mezzogiorno. Sebbene non siano ancora disponibili dati consolidati sul volume effettivo di investimenti privati attivati, l'orientamento settoriale degli interventi (es. agroindustria, transizione energetica, filiere innovative) e la stabilità delle misure pubbliche stanno incoraggiando molte imprese a programmare interventi complementari, in particolare nei territori in cui esistono certezze sui tempi e sulle procedure.

Ruolo fondamentale della politica di coesione Dato l'obiettivo di ridurre i divari territoriali, la politica di coesione costituisce uno strumento fondamentale per lo sviluppo del Mezzogiorno, grazie alla messa a disposizione di risorse finanziarie notevoli.

Con riferimento alla politica di coesione europea, la Tabella B mostra il dettaglio dello stato di avanzamento (impegni e pagamenti) dei fondi, suddivisi per categoria di regione. Le risorse dei Fondi strutturali (FESR e FSE+) per il ciclo 2021-2027 per l'Italia ammontano a 72,7 miliardi; di questi, 45,2 miliardi sono destinati alle regioni meno sviluppate, che nella normativa euro-

pea coincidono col Mezzogiorno, fatta eccezione per l'Abruzzo, classificata come regione in transizione³.

Secondo i dati di monitoraggio pubblicati dalla Ragioneria Generale dello Stato e considerando i Fondi FESR e FSE+, al 30 giugno 2025, risultano nel complesso, impegni complessivi per il 25,4% e pagamenti per il 7,1%. Guardando al Mezzogiorno (le regioni meno sviluppate), l'avanzamento degli impegni è invece pari ad appena il 17,6% (con ritardi soprattutto sui Piani Regionali) e sui pagamenti è pari al 4,6% (Tabella B).

Tabella B - Le risorse dei Fondi Strutturali e di Investimento Europei, 2021-2027

Regioni	Valore programma	Impegni		Pagamenti	
		mln€	(%)	mln€	(%)
In transizione	3.611,5	1.140,2	31,6%	210,5	5,8%
Meno sviluppate	45.175,5	7.983,5	17,7%	2.064,4	4,6%
Sviluppate	23.881,3	9.304,0	39,0%	2.852,9	11,9%
Totale	72.668,3	18.427,7	25,4%	5.127,8	7,1%

Fonte: elaborazioni Confindustria su dati MEF-RGS aggiornati al 30 giugno 2025.

La marcata differenza tra il dato dell'avanzamento nelle regioni meno sviluppate e quello nelle regioni più sviluppate può essere ricondotta alla maggiore dotazione finanziaria dei programmi regionali FESR e FSE+ nelle regioni del Sud (45 miliardi a fronte di 24), cui si aggiungono anche le risorse di FSC (vd *infra*) e PNRR (vd *supra*). Ammontari così elevati e provenienti da fonti di finanziamento diverse mettono in difficoltà le amministrazioni di alcuni territori del meridione. In questo senso sono da leggere positivamente le recenti iniziative della Commissione UE e del Governo (tra cui, la proposta di revisione di metà periodo e la riforma della politica di coesione ex DL 60/2024) per migliorare e velocizzare l'utilizzo di queste risorse. Affinché siano efficaci, sarà fondamentale declinare interventi concentrati su poche direttrici, nonché coerenti con le esigenze del sistema produttivo e di sviluppo dei territori. Anche il rafforzamento della capacità amministrativa, sopra richiamato in relazione al PNRR, potrà e dovrà fornire strumenti affinché nei prossimi anni vi sia un'accelerazione sulla spesa.

Con riferimento alla politica di coesione nazionale, l'attuazione del Fondo Sviluppo e Coesione (FSC) 2021-2027, dedicato per l'80% al Mezzogiorno, passa attraverso gli Accordi per la Coesione, sia regionali che con le Amministrazioni Centrali. La dotazione degli Accordi firmati con le sole Regioni è pari a 23,6 miliardi di risorse ordinarie, di cui 19,4 destinati alle regioni del Mezzogiorno. In queste ultime, al 30 giugno 2025 risulta impegnato il 5,1% delle risorse programmate e pagato appena l'1,3%. Il basso livello di attuazione è dovuto anche al fatto che gli Accordi sono stati firmati solo di recente (gli ultimi a novembre 2024).

³ Divisione in categorie delle Regioni nella programmazione 2021-2027. *Regioni Meno Sviluppate*: Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna, Sicilia. *Regioni in Transizione*: Abruzzo, Marche, Umbria. *Regioni Più Sviluppate*: Emilia-Romagna, Friuli Venezia-Giulia, Lazio, Liguria, Lombardia, Piemonte, Provincia Autonoma di Bolzano, Provincia Autonoma di Trento, Toscana, Umbria, Valle d'Aosta, Veneto.

Continuità degli strumenti e prospettiva pluriennale per il sostegno al Mezzogiorno

Anche se la distanza degli indicatori economici e di spesa col Centro Nord è ancora significativa, l'accelerazione in corso al Sud rende il traguardo della riduzione del divario raggiungibile. Ora è fondamentale garantire continuità alle misure che stanno producendo effetti positivi, dando una prospettiva pluriennale a quelle per la semplificazione degli insediamenti produttivi, agli incentivi fiscali per gli investimenti, in particolare quelli innovativi, e alla messa a terra di opere infrastrutturali. Iniziative che devono andare di pari passo con una maggiore concentrazione a beneficio della competitività delle imprese e con il necessario rafforzamento della capacità amministrativa, soprattutto nel Mezzogiorno, area che potrebbe beneficiare nei prossimi anni di un ammontare di risorse rilevante. Infatti, i Fondi SIE 2021-2027 assegnano al Sud circa 48 miliardi; a questi si deve aggiungere quanto destinato alle regioni meridionali dalle previsioni normative del FSC (quasi 47 miliardi⁴) e del PNRR (almeno 82 miliardi secondo la pianificazione iniziale⁵), per un totale di circa 177 miliardi di euro.

⁴ La dotazione per il Fondo per lo Sviluppo e la Coesione (FSC) 2021-2027 di cui al DPCOE considera il valore di prima assegnazione sull'intero ciclo stanziato con Legge di Bilancio per il 2021 (n. 178/2020, art. 1 comma 177) pari a 50.000 milioni di euro, che ha subito nel tempo successive assegnazioni e riduzioni. Dai dati DPCOE, la dotazione del FSC risulta pari a 58.523,5 milioni di euro. Per il ciclo 2021-2027 si conferma la chiave di riparto territoriale adottata nel ciclo 2014-2020 che assegna, per il complesso delle risorse del Fondo, l'80% alle aree del Mezzogiorno e il 20% a quelle del Centro Nord.

⁵ Secondo quanto espressamente indicato nel PNRR, il Piano mette a disposizione del Sud un complesso di risorse pari a non meno del 40% delle risorse territorializzabili del PNRR (pari a circa 82 miliardi, incluso il Fondo complementare).

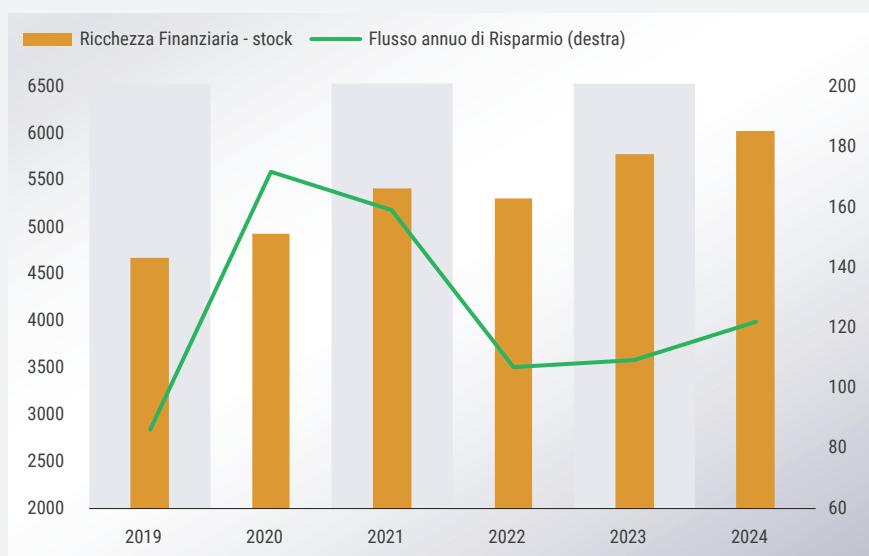
Focus 4 - Più risorse per investimenti dalla ricchezza finanziaria delle famiglie

La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane cresce e ha raggiunto valori enormi (oltre 6mila miliardi nel 2024), alimentata in primo luogo dagli elevati risparmi degli ultimi anni. Cresce anche la quota di ricchezza che viene detenuta all'estero, ma resta moderata e risponde a normali logiche di diversificazione dei portafogli. Mobilitare una parte, anche piccola, di questa ricchezza totale delle famiglie potrebbe liberare ingenti risorse per finanziare investimenti produttivi in Italia: spostare un 1% dai depositi, verso titoli emessi da imprese italiane, potrebbe tradursi in 15 miliardi di nuovi investimenti. Per questo servono misure di policy ben costruite, che inducano famiglie e intermediari a spostare risorse verso strumenti emessi da imprese italiane.

Ricchezza finanziaria in espansione... La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, che è il risultato del processo decennale di accumulazione del flusso di risparmio privato generato ogni anno, segue un trend di significativa crescita. In base ai dati dei Conti Finanziari costruiti da Banca d'Italia (Grafico A), è salita a 6.031 miliardi di euro alla fine del 2024, da 4.675 a fine 2019 (+1356 miliardi, pari a +271 in media all'anno)¹. Si tratta di un valore enorme, pari a quasi 3 volte il PIL nominale del 2024. Considerato il numero di famiglie in Italia (circa 26,5 milioni), in media un nucleo familiare detiene 227mila euro di ricchezza finanziaria².

Grafico A Cresce la ricchezza finanziaria, anche grazie al risparmio

(Italia, famiglie, miliardi di euro,
stock di fine periodo e flussi annui)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia, Istat.

Si ringraziano Francesca Brunori e Alessandra Greco (Area Credito e Finanza di Confindustria) per utili commenti e integrazioni.

¹ In questo Focus non si parla della ricchezza detenuta dalle famiglie italiane sotto forma di attività "reali" (abitazioni, altri immobili, terreni, macchinari-impianti, mezzi di trasporto), che è stimata su valori di poco superiori alla parte finanziaria (6317 miliardi di euro nel 2022), ma che è "altamente non liquida".

² Tuttavia, dalle evidenze statistiche disponibili, risulta che il grado di disuguaglianza esistente in Italia in termini di stock di ricchezza finanziaria è elevato, superiore a quello calcolato in termini di reddito annuo; perciò, un valore medio di ricchezza per famiglia può essere scarsamente indicativo della situazione di molte famiglie.

Questi dati sono calcolati “a prezzi correnti” e la loro crescita è alimentata, quindi, da 3 fattori: variazione delle quotazioni dei singoli strumenti finanziari, rendimenti maturati sulla ricchezza già accumulata (es. tassi di interesse percepiti sui titoli in portafoglio), nuovo risparmio annuo.

...e risparmio elevato Il flusso annuo di risparmio delle famiglie è stimabile in base ai dati Istat di Contabilità Nazionale trimestrale, che calcolano il sentiero di reddito, consumi e tasso di risparmio. Nel 2019, ultimo anno pre-pandemia, il risparmio delle famiglie in Italia è stato pari a 86 miliardi di euro. Nel 2020-2021 è stato molto più alto, in modo anomalo, a causa delle “chiusure” conseguenti alla pandemia che hanno limitato la capacità di spesa delle famiglie. Ma anche negli anni seguenti, il risparmio è rimasto sopra i valori pre-pandemia: 122 miliardi nel 2024.

Questo riflette l'aumento dell'incertezza dello scenario economico e geopolitico (quindi è una scelta precauzionale) e anche la voglia di ricostituire, in termini reali, il risparmio accumulato nel post-pandemia eroso dal balzo dei prezzi nel 2022. Se maggiore incertezza si associa anche a più avversione al rischio, aumenta la probabilità che questo risparmio addizionale, che già significa minori consumi, non si trasformi poi in maggiori investimenti produttivi, frenando la dinamica del PIL.

Nonostante il maggior risparmio, dal 2019 al 2024 la variazione complessiva dello stock di ricchezza è stata molto superiore al flusso cumulato di risparmio (669 miliardi in 5 anni). Ciò conferma che il risparmio rappresenta solo una parte (circa metà) del processo di accumulazione di ricchezza finanziaria. La quale cresce anche grazie ai rendimenti sugli asset e l'aumento dei prezzi. In particolare, il risparmio non spiega tutta la volatilità della ricchezza in tale periodo (riduzione nel 2022 e rimbalzo nel 2023), che è legata più alla fluttuazione delle quotazioni sui mercati italiani ed esteri.

Va sottolineato che le famiglie italiane hanno anche passività finanziarie per 1.042 miliardi a fine 2024, di cui prestiti bancari per 668 miliardi e prestiti di società finanziarie per 120 miliardi. La ricchezza finanziaria calcolata al netto di tali passività è pari a 4.988 miliardi. Inoltre, la ricchezza tende ad essere concentrata in alcune fasce della popolazione, ad esempio tra gli anziani, che sono più avverse al rischio e quindi più restie a detenere le risorse risparmiate sotto forma di azioni e obbligazioni.

Mobilizzare parte della ricchezza detenuta sotto forma di depositi I dati dei Conti Finanziari consentono anche di osservare l'andamento della composizione della ricchezza, con un dettaglio per singolo strumento (o intermedio) finanziario, italiano ed estero.

Delle risorse accumulate dalle famiglie, una fetta significativa è detenuta in depositi bancari a breve (compresi i contanti) e a medio-lungo termine in Italia: 1.552 miliardi nel 2024 (Tabella A). Rispetto ai valori del 2019, questi depositi sono cresciuti di 133 miliardi in 5 anni. La loro quota sul totale della ricchezza finanziaria delle famiglie, invece, è scesa al 25,7% nel 2024, dal 30,4% nel 2019. Ciò è dovuto in gran parte al recente aumento della quota di ricchezza detenuta dalle famiglie sotto forma di titoli pubblici domestici e azioni.

Ci sono vari motivi per cui le famiglie detengono risorse in forma di depositi, che sono liquidi o facilmente liquidabili. Il primo è quello che la teoria economica chiama “motivazione transattiva”: per acquistare beni e servizi nei prossimi giorni o settimane, c'è bisogno di denaro contante o disponibile su un conto corrente. Conta anche la “motivazione precauzionale”: a fronte di uno scenario incerto, avere risorse rapidamente utilizzabili può essere rassicurante. Infine, una minoranza di famiglie potrebbe detenere risorse liquide

per sfiducia nei mercati finanziari, ritenuti troppo rischiosi. Dunque, la quota di ricchezza detenuta sotto forma di depositi non sarà mai nulla, ma pari a una porzione significativa del totale.

Tabella A – Come sta cambiando la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie

(Italia, stock, a prezzi correnti)

		Miliardi di euro					
		Q4-19	Q4-20	Q4-21	Q4-22	Q4-23	Q4-24
Detenuta all'Estero	Depositi breve	41	31	23	23	24	41
	Titoli breve	0	0	0	1	2	3
	Titoli lungo	82	77	74	72	96	107
	Azioni	78	92	116	112	134	146
	Fondi comuni*	424	457	537	472	488	587
	Totale estero	625	658	751	679	744	884
Detenuta in Italia	Depositi breve	979	1088	1172	1199	1115	1111
	Depositi medio/lungo	440	437	423	411	438	442
	Titoli breve	2	1	1	6	31	32
	Titoli lungo	182	185	160	176	303	352
	Derivati	1	1	2	7	8	10
	Prestiti breve	12	9	9	9	9	8
	Azioni	930	1015	1302	1378	1605	1609
	Fondi comuni*	240	225	226	210	234	263
	Assic./Fondi Pensione	1121	1185	1211	1066	1086	1133
	Altri conti	141	131	160	169	208	189
	Totale Italia	4050	4278	4666	4631	5037	5147
Totale Ricchezza Finanziaria		4675	4936	5417	5310	5781	6031

* Quote di fondi comuni, emesse da residenti in Italia o emesse dal resto del mondo.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia (Conti Finanziari).

Nell'aggregato dell'Eurozona, a fine 2024 lo stock di depositi è salito a 10.681 miliardi di euro, pari al 31,9% del totale della ricchezza finanziaria delle famiglie. Una quota "liquida" superiore (di 6 punti percentuali) a quella che caratterizza il portafoglio delle famiglie italiane.

Queste risorse al momento sotto forma di depositi andrebbero in parte canalizzate per finanziare investimenti produttivi: in Italia, movimentare appena un 1,0% dei depositi in essere a fine 2024, potrebbe consentire di finanziare circa 15 miliardi di nuovi investimenti fissi lordi delle imprese.

Limitate le risorse detenute sotto forma di bond e azioni di imprese Le famiglie possono contribuire direttamente al fabbisogno finanziario (per investimenti) delle imprese italiane, detenendo la loro ricchezza sotto forma di obbligazioni e azioni emesse da tali aziende.

Negli ultimi anni si è registrato un significativo aumento della ricchezza delle famiglie detenuta sotto forma di titoli obbligazionari emessi in Italia (a breve e a lungo), sia in quota che in valore assoluto: +2,4 punti percentuali sul totale nel 2024 rispetto al 2019 (6,4% da 3,9%), per uno stock di 384 miliardi (da 184, pari a +199 miliardi; mentre la ricchezza totale è salita di

+1356 miliardi). Si tratta, però, soprattutto di titoli pubblici acquistati dalle famiglie, per lo più BTP, arrivati a 310 miliardi a fine 2024 (5,1% della ricchezza totale)³. Invece, i bond emessi dalle imprese italiane restano una quota molto limitata nel portafoglio delle famiglie: meno di 20 miliardi (pari allo 0,3% del totale).

La quota di azioni emesse da imprese italiane nell'ambito della ricchezza finanziaria delle famiglie è cresciuta ancor più dei titoli: +6,8 punti percentuali nell'arco dei 5 anni, arrivando a 1609 miliardi a fine 2024, da 930 (26,7% del totale). Va prestata però attenzione a vari aspetti. Primo, si tratta di dati a prezzi correnti, che risentono dell'andamento delle quotazioni azionarie: parte dell'aumento della ricchezza detenuta sotto forma di azioni potrebbe riflettere solo un aumento dei prezzi. Secondo, una larga quota di questi titoli azionari non è quotato in Borsa (78 miliardi le azioni italiane quotate in mano alle famiglie, solo 4,9% del loro pacchetto azionario totale), per cui in realtà "l'effetto prezzi" potrebbe essere limitato. La gran parte di queste azioni detenute da famiglie, infatti, corrisponde alla proprietà di "imprese familiari": si tratta quindi di asset altamente illiquidi, non di titoli acquistati sul mercato per detenere risorse finanziarie.

Molte risorse delle famiglie affidate a grandi intermediari Negli ultimi anni si è andata riducendo la quota della ricchezza detenuta dalle famiglie italiane in Imprese di Assicurazione (essenzialmente sotto forma di "Polizze Vita") e in Fondi Pensione⁴ (incluso il TFR maturato dai lavoratori dipendenti): -5,2 punti percentuali in 5 anni (a 18,8%). Il valore totale, però, resta molto rilevante: 1133 miliardi nel 2024, in termini nominali molto vicino ai valori del 2019 (1121 miliardi).

In base ai dati della Banca d'Italia sui Conti Finanziari, è possibile ricostruire che la fetta maggiore di tali risorse, per le famiglie, riguarda le Imprese di Assicurazione (che sono un settore più grande, con attività finanziarie totali per 1005 miliardi). Una quota minore riguarda i Fondi Pensione (che hanno un portafoglio più piccolo di asset).

Si riduce, di poco, anche la quota di ricchezza detenuta dalle famiglie in Fondi Comuni italiani: -0,8 punti percentuali in 5 anni (al 4,4%), per un totale di 263 miliardi a fine 2024 (da 240 nel 2019).

In questo caso, sono poi gli intermediari finanziari che, in base agli specifici criteri e parametri cui fanno riferimento, come i profili di rischio e il bilanciamento tra i vari asset, concordato ex ante con i depositanti, riversano questa parte del risparmio delle famiglie italiane nei vari strumenti finanziari "finali" disponibili (cioè depositi, titoli pubblici, obbligazioni private, azioni; italiane o estere; Grafico B)

Per le Assicurazioni, il settore più importante tra tali intermediari, le quote maggiori sono detenute in obbligazioni estere (261 miliardi), titoli pubblici italiani (240 miliardi) e fondi comuni esteri (238 miliardi): questi 3 strumenti assorbono circa il 75% del totale (dati Conti Finanziari). Rilevanti anche le quote investite in azioni italiane (71 miliardi), azioni estere (47 miliardi) e fondi comuni italiani (69 miliardi). Molto ridotta, invece, la fetta riservata a obbligazioni di imprese italiane (meno di 11 miliardi, 1,2% del totale) e ai depositi che sono pari a 18 miliardi (1,9%). Aggregando, 443 miliardi sono detenuti in Italia (44% del totale) e 557 miliardi all'estero (56%).

³ Si veda il Focus "Titoli di Stato: più famiglie e meno banche tra i compratori", nel Rapporto di Previsione del CSC di ottobre 2024.

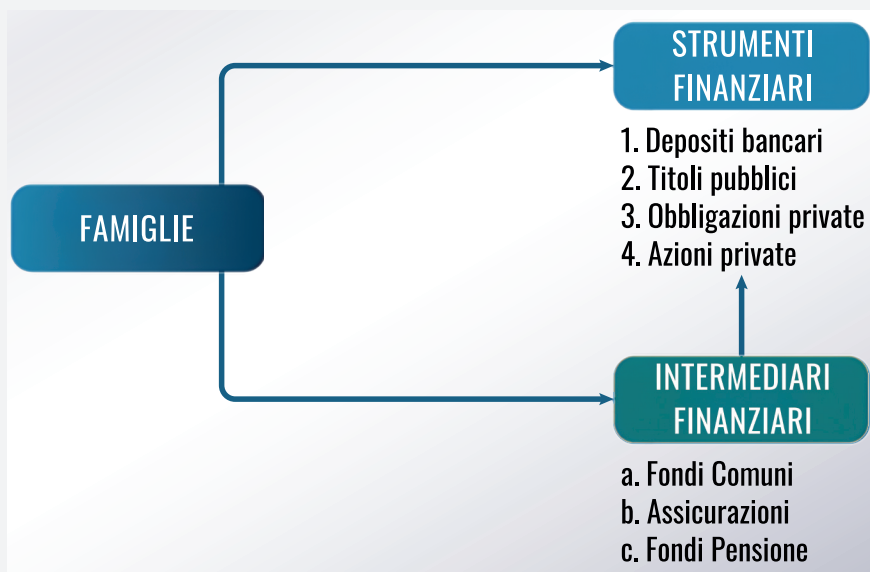
⁴ La soglia di deduzione fiscale dei contributi versati è pari a 5164 euro.

Guardando ai dati Covip (Relazione annuale sul 2024) emerge che le risorse gestite dai 291 Fondi di previdenza complementare italiani (fondi pensione negoziali, fondi pensione preesistenti, fondi aperti e PIP) ammontano a oltre 243 miliardi, mentre le attività delle Casse di previdenza private ammontano a circa 125 miliardi. In totale quasi 370 miliardi. Gli investimenti dei Fondi di previdenza integrativa nell'economia italiana (titoli di Stato, titoli emessi da residenti in Italia e immobili) sono pari al 19,3% del totale; l'investimento prevalente è quello in titoli di Stato, mentre gli impieghi in titoli di imprese domestiche sono pari solo al 2,4%; a questi si aggiungono investimenti domestici detenuti attraverso quote di OICVM (1%) e di OICR italiani diversi dagli immobiliari (0,5%). Riguardo alle Casse di previdenza, gli investimenti nell'economia italiana ammontano al 37,3% delle attività; in particolare, quelli in titoli di debito e di capitale di imprese italiane sono pari all'8,6% del totale e quelli in OICR italiani non immobiliari all'1,8%.

Dunque, anche tra gli intermediari sembra esserci un po' di spazio per mobilitare parte delle risorse gestite verso il finanziamento di investimenti produttivi in Italia. Questo si potrebbe fare modificando di pochi punti percentuali la composizione del portafoglio di questi intermediari che, per definizione, sono posizionati tra le famiglie e gli strumenti in cui investire la loro ricchezza. Si tratta di soggetti tra loro molto diversi, che realizzano strategie di diversificazione del portafoglio tra vari asset italiani ed esteri che non possono certo essere stravolte, ma solo modificate al margine. Le regole internazionali di *Solvency*, in particolare, che si applicano alle Assicurazioni, sono molto stringenti.

Grafico B Le diverse possibili scelte finanziarie per le famiglie

(Schema logico semplificato*)



* Ogni strumento e intermediario può essere "domestico" o "estero"; sono omessi gli strumenti e gli intermediari meno rilevanti.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria.

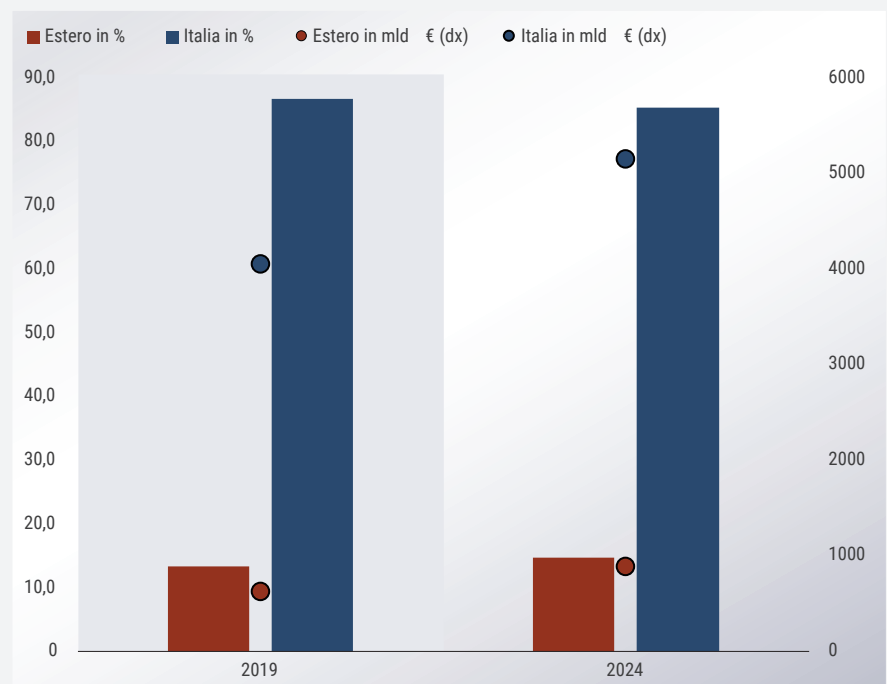
Per esempio, in teoria, se la quota di ricchezza delle famiglie detenuta dalle Assicurazioni in strumenti italiani aumentasse di 1 punto percentuale (riducendo la quota sull'estero) e queste risorse venissero convogliate interamente su bond e azioni emesse da imprese domestiche, si potrebbero finanziare 10 miliardi di nuovi investimenti produttivi nel Paese.

Contenuta la quota di ricchezza detenuta all'estero Va notato che negli ultimi anni si è registrata una moderata ricomposizione verso l'estero della ricchezza finanziaria degli italiani: +259 miliardi in 5 anni, tra 2019 e 2024, sono stati accumulati in strumenti esteri, cioè emessi nel resto del Mondo (+52 miliardi all'anno), per un totale di 884 miliardi a fine 2024. La quota sul totale della ricchezza è aumentata di 1,3 punti percentuali (al 14,7%, da 13,4%; Grafico C). Queste risorse sono andate soprattutto in Fondi Comuni esteri, arrivati a 587 miliardi (9,7%), e in azioni (146 miliardi, 2,4%)⁵.

Utile notare che lo stock di ricchezza detenuta all'estero è più volatile rispetto al totale. In particolare, nel 2022 (con l'inizio della guerra in Ucraina) ha frenato temporaneamente il flusso di risorse verso l'estero (-9,6% lo stock in quell'anno), ma poi il trend di crescita è ripartito già nel 2023. Nel 2022, in particolare, si è registrato un calo nello stock di azioni estere (mentre quelle italiane aumentavano) e soprattutto nei fondi comuni esteri.

Grafico C Moderata la ricomposizione verso l'estero

(Ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, quote % e mld €)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

Questo fenomeno dello spostamento del risparmio italiano su strumenti esteri non deve preoccupare, anche se non favorisce direttamente il finanziamento di investimenti produttivi in Italia. Infatti, questo è in gran parte il riflesso della normale attività di diversificazione (internazionale) del rischio dei portafogli di famiglie e intermediari domestici.

Peraltro, la quota detenuta all'estero resta contenuta rispetto al totale: l'85,3% della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è detenuta in Italia a fine 2024⁶. Inoltre, esistono anche dei flussi di risparmio in direzione opposta:

⁵ Il trend di crescita delle quotazioni azionarie in vari paesi, come gli USA o qualche Emergente, stimola il flusso di risorse finanziarie in uscita dall'Italia, dove il mercato borsistico ha andamenti più bassi e volatili.

⁶ Se intermediari italiani detengono all'estero una quota delle risorse delle famiglie italiane, la quota estera "effettiva" sul totale della ricchezza è più elevata di quella "nominale". La cor-

famiglie straniere possono decidere di impiegare parte delle loro risorse in strumenti e/o intermediari italiani, per realizzare anche loro una diversificazione di portafoglio. E questi flussi vanno in parte a finanziare anche investimenti produttivi nel Paese. I flussi mensili di Bilancia dei Pagamenti, rilevati da Banca d'Italia, mostrano che nella prima metà del 2025 gli investimenti di portafoglio di stranieri in Italia sono stati pari a 102 miliardi, di cui 84 in titoli pubblici e 18 in azioni, quote di fondi e bond privati. Il flusso corrispondente in uscita dall'Italia verso il resto del mondo è stato più contenuto, pari a 59 miliardi totali, di cui 37 in strumenti di debito.

rezione opera, però, anche in direzione opposta, se un intermediario estero impiega risorse di famiglie estere per acquistare strumenti finanziari emessi in Italia. I due fenomeni, perciò, tendono a compensarsi.

Focus 5 - Il nuovo regime USA-UE ridisegna la geografia degli scambi europei e mondiali

Definito il nuovo regime tariffario... Dopo l'accordo politico del 27 luglio tra i presidenti Trump e Von der Leyen, il nuovo regime degli scambi commerciali tra le due sponde dell'Atlantico ha acquistato connotazioni più definite.

In una dichiarazione congiunta del 21 agosto Stati Uniti e Unione Europea hanno delineato una piattaforma comune per un accordo di commercio reciproco, equo e bilanciato, che specifica gli impegni reciproci di riduzione tariffaria¹.

Facendo seguito a tali impegni, la Commissione europea ha presentato il 28 agosto due proposte legislative, da approvare secondo l'iter ordinario dal Parlamento e dal Consiglio. Un passaggio necessario per sbloccare le concessioni USA, rese operative da un ordine esecutivo dell'Amministrazione Trump il 5 settembre².

Dal lato UE, le proposte prevedono l'azzeramento dei dazi su tutti i prodotti industriali USA (oltre alla sospensione delle precedenti misure di riequilibrio) e l'apertura di un accesso preferenziale per alcuni prodotti agricoli e ittici (in base a contingenti tariffari).

Ciò può avere un impatto significativo per quei prodotti in cui i dazi UE verso il resto del mondo (dazi MFN, Most Favoured Nation³) sono più alti, in particolare nel settore dei mezzi di trasporto (punte del 22%). In media, però, la tariffa applicata sugli acquisti UE di prodotti USA (non-agricoli) era bassa (circa l'1,0%, fonte WTO).

Dal lato USA, le principali disposizioni in ambito tariffario sono le seguenti:

- Dazi reciproci del 15% -non aggiuntivi- sulla grande maggioranza dei prodotti UE, compresi alcuni settori sotto indagine tariffaria per la sicurezza nazionale (Section 232): autoveicoli e componenti -già soggetti a dazi aggiuntivi del 25%-, prodotti farmaceutici (non generici), semiconduttori e legname.
- Trattamento preferenziale per alcuni prodotti UE, a cui sono applicate le tariffe USA MFN, nulle o prossime allo zero: aeromobili, farmaci generici e loro ingredienti chimici, risorse naturali non disponibili (p.e. sughero).

L'accordo al 15% comporta un generale aumento tariffario rispetto al 10% applicato *erga omnes* dal 5 aprile, ma minore rispetto ai dazi reciproci sulle merci europee del 20%, introdotti e subito sospesi il 9 aprile, e scongiura un'escalation tariffaria (fino al 50% minacciato in giugno).

Inoltre, i dazi non sono aggiuntivi, cioè sono fissati per prodotto al livello massimo tra il 15% e la tariffa MFN (1,5% in media sugli acquisti USA di beni non-agricoli UE). Per gli autoveicoli, in particolare, ciò comporta una riduzione tariffaria dal 27,5% (25% da Section 232 e circa 2,5% MFN) al 15%.

¹ "Framework on an Agreement on Reciprocal, Fair, and Balanced Trade": https://policy.trade.ec.europa.eu/news/joint-statement-united-states-european-union-framework-agreement-reciprocal-fair-and-balanced-trade-2025-08-21_en.

² Si veda: <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/09/modifying-the-scope-of-reciprocal-tariffs-and-establishing-procedures-for-implementing-trade-and-security-agreements/>

³ La regola MFN, alla base del funzionamento del WTO (World Trade Association), impone che ogni paese membro assegni la stessa tariffa a tutti gli altri, per ogni prodotto, cioè che tratti tutti come la "nazione più favorita". Si è rivelata un potente mezzo per favorire un generale calo dei dazi a livello mondiale.

Restano invariate, invece, le tariffe MFN superiori al 15% e, soprattutto, i dazi del 50% su acciaio e alluminio (Section 232), anche se l'accordo apre alla possibilità di ampliare la lista dei prodotti preferenziali (che godono di riduzione tariffaria entro un certo contingente).

...e non tariffario La piattaforma comune specifica anche determinati impegni della UE, che travalicano i dazi e la politica commerciale, di cui sono responsabili le istituzioni comunitarie, per investire le sfere di competenza delle autorità nazionali e anche le scelte delle imprese private europee. L'effettiva capacità dell'Unione Europea di assicurare il loro rispetto è quindi molto incerta. Tali impegni includono:

- l'acquisto dagli USA di 750 miliardi di dollari di gas naturale, petrolio ed energia nucleare entro il 2028, e di almeno 40 miliardi di dollari di chip IA per i centri di calcolo europei;
- investimenti diretti delle imprese europee per 600 miliardi di dollari addizionali, in settori strategici USA entro il 2028;
- un sostanziale incremento dell'approvvigionamento di attrezzature militari e per la difesa dagli Stati Uniti, con il supporto del governo USA e in linea con gli obiettivi NATO;
- zero imposte UE per l'utilizzo delle reti digitali (*network usage fees*).

Per quanto riguarda l'ultimo punto, per esempio, l'Unione Europea, pur escludendo imposte, intende varare un Digital Networks Act entro la fine del 2025, per regolamentare l'attività delle maggiori piattaforme digitali in termini di disinformazione e comportamenti anti-concorrenziali. Ciò potrebbe generare nuove tensioni tariffarie con gli USA, data la minaccia del Presidente Trump di dazi addizionali nei confronti dei paesi che impongono normative dei mercati digitali ritenute discriminatorie per le multinazionali USA.

Infine, il presidente Trump nelle sue dichiarazioni ha incluso anche richieste sulle politiche commerciali UE con paesi terzi, come Cina e India, che intrattengono rapporti economici e strategici con la Russia (p.e. acquisto di petrolio e gas). Il rischio è di aprire nuovi fronti di escalation tariffaria per i prodotti europei.

Incertezza solo parzialmente ridotta Il quadro delle relazioni economiche transatlantiche, quindi, anche se definito nelle sue linee guida, resta instabile e in parte ambiguo.

L'incertezza riguarda anche l'iter normativo delle nuove misure commerciali. Le proposte legislative della Commissione Europea potrebbero essere modificate dal Parlamento, in particolare restringendo la lista dei prodotti industriali USA esenti da dazi, prima di entrare effettivamente in vigore.

Dall'altro lato, i dazi *erga omnes* e "reciproci" introdotti dall'Amministrazione Trump per emergenza internazionale (International Emergency Economic Powers Act -IEEPA-) da inizio aprile, alla base dei successivi accordi commerciali, sono stati ritenuti illegittimi da una corte d'appello USA e quindi da annullare. A settembre il governo ha fatto ricorso alla Corte Suprema (di maggioranza repubblicana), che è attesa pronunciarsi al riguardo.

Infine, l'implementazione dell'accordo USA-UE dovrà specificare dettagli cruciali, per esempio riguardo alle regole di origine, che impongono di certificare quanta parte del valore aggiunto incorporato nelle merci sia stato prodotto all'interno dell'area di riferimento. Queste regole possono comportare costi burocratici, soprattutto per le piccole e medie imprese, ed essere particolarmente stringenti per le filiere produttive frammentate geograficamente,

come quella degli autoveicoli (in cui una quota significativa di forniture di parti e componenti in Europa proviene dalla Cina).

La nuova geografia mondiale dei dazi USA L'accordo USA-UE si inserisce nel quadro, in continuo mutamento, delle relazioni commerciali bilaterali tra Stati Uniti e le altre principali economie mondiali.

Tra i paesi che hanno negoziato un nuovo accordo con l'Amministrazione USA, l'Unione Europea ha ottenuto condizioni relativamente benevole, con dazi al 15%, come Giappone e Corea del Sud (Tabella A). Solo il Regno Unito ha ottenuto tariffe inferiori, bloccate al 10% per gran parte dei prodotti, compresi gli autoveicoli, e al 25% per acciaio e alluminio (fino a un certo limite). Dazi più elevati gravano sui molti paesi emergenti asiatici (che abbiano o meno raggiunto un nuovo accordo): come Indonesia, Thailandia, Filippine, Malesia (al 19%), Vietnam e Taiwan (20%).

Tabella A - I dazi USA sconvolgono la geografia delle relazioni commerciali

Nuovi accordi	Dazi base negoziati	Dazi reciproci (addizionali)	Altri dazi addizionali	Dollaro per valuta*	Dazi + Cambio
UE	15			8,5	23,5
Filippine	19			0,4	19,4
Giappone	15			2,5	17,5
UK	10			5,9	15,9
Vietnam	20			-4,2	15,8
Indonesia	19			-3,8	15,2
Corea del Sud	15			-1,7	13,3
Accordi in negoziazione					
Cina		34	20	1,0	55,0
Brasile		10	40	-0,2	49,8
Svizzera		39		10,5	49,5
India		25	25	-5,1	44,9
Thailandia		19		10,4	29,4
Turchia		15		-20,6	-5,6
Canada**		0	35	-0,8	4,5
Messico**		0	25	-1,6	2,2
Dazi reciproci base					
Arabia Saudita, Argentina, Australia, Cile, Colombia, Egitto, Marocco, Perù, Singapore		10			
Mondo	19,2			2,3	21,5

* Variazioni settembre 2025 sulla media annua 2024. Una variazione positiva indica una svalutazione del dollaro sulla valuta (e viceversa).

** I dazi addizionali su Canada e Messico sono ponderati per il peso dei prodotti che non ricadono nell'USMCA.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria.

Tra i paesi in attesa di un nuovo accordo, dazi USA del 15% gravano su Turchia e Norvegia. La Cina subisce dazi del 34%, che si aggiungono a quelli già in essere (20%), con ulteriori dazi sospesi fino a novembre, in attesa di un nuovo accordo. Tra i paesi avanzati, il più penalizzato è la Svizzera, i cui

esportatori sono gravati da dazi del 39%. I dazi base del 10%, invece, sono confermati per un nutrito gruppo di paesi, per motivi economici (saldi bilaterali positivi) o politici, tra cui: Argentina, Australia, Egitto, Marocco, Singapore, Ucraina.

Per quanto riguarda le tariffe sui prodotti strategici (Section 232), l'approccio dell'Amministrazione USA negli ultimi accordi appare conforme a quello adottato con la UE: adeguare le tariffe al nuovo livello negoziato (p.e. 15%), in particolare per autoveicoli e componenti, e lasciare le tariffe MFN (sostanzialmente nulle) su forniture critiche, come aeromobili, farmaci generici e risorse naturali⁴.

Nel complesso, il livello medio dei dazi introdotti dall'Amministrazione USA sugli acquisti dall'estero è superiore al 19% (stime CSC, in base ai flussi 2024), nettamente più alto del 15% applicato ai prodotti europei (che equivale peraltro a un aumento minore, pari a circa il 14%, rispetto alle tariffe MFN già in essere).

Quali effetti sulla competitività europea?⁵ In base a questi dati, la competitività di prezzo UE, sebbene penalizzata rispetto ai prodotti *made in USA*, appare favorita in media nei confronti del resto del mondo.

Due fattori, tuttavia, agiscono in direzione opposta. Il primo è l'apprezzamento dell'euro sul dollaro e, seppure in misura minore, sulle altre principali valute (si veda il par. 8.5). L'euro forte, infatti, riduce la competitività europea, in media, rispetto agli altri paesi esportatori.

Il dollaro debole, inoltre, amplia l'impatto dei dazi, favorendo ulteriormente la competitività delle produzioni interne USA e aumentando le pressioni sui prezzi pagati da famiglie e imprese americane. Da inizio anno il dollaro si è fortemente svalutato sull'euro (-13,6% a settembre rispetto a gennaio; -8,5% sul 2024) e, in misura molto più contenuta, rispetto a tutte le valute mondiali in media -7,0% da gennaio; -2,3% sul 2024. Ciò ha quasi raddoppiato l'impatto delle tariffe sui prezzi delle merci europee per i consumatori e le imprese USA, allineandolo a quello registrato, in media, sui prodotti esportati dagli altri paesi.

In secondo luogo, l'impatto effettivo degli aumenti daziari sull'import totale degli Stati Uniti (in termini di entrate tariffarie) è fortemente mitigato dall'effetto sostituzione degli acquisti da fornitori che hanno subito minori rincari tariffari.

Il caso più significativo riguarda l'import dalla Cina, che è caduto del 40% nell'ultimo anno (media giugno-luglio 2025 sullo stesso periodo 2024), rafforzando il processo di decoupling in corso dal 2018.

Un esempio opposto, altrettanto importante, è quello di Canada e Messico, le cui esportazioni restano *duty free* se certificano di soddisfare i criteri dell'accordo USMCA: la quota di vendite negli USA da questi paesi con certificazione USMCA è salita da meno della metà a inizio anno (33% dal Canada, 45% dal Messico) fin sopra all'85% in luglio per entrambi i paesi.

A livello settoriale, invece, hanno fortemente accelerato le forniture dal resto del mondo di farmaci, aeromobili e altri mezzi di trasporto, a rischio di futuri

⁴ È il caso, per esempio, dell'accordo con il Giappone: <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/09/implementing-the-united-states-japan-agreement/>.

⁵ La stima dei dazi medi considera solo quelli sulla maggior parte dell'import per paese di origine, astruendo dai prodotti esenti o soggetti a tariffe specifiche (Section 232). Per un'analisi settoriale si veda il par. "Gli effetti sulla manifattura italiana".

dazi elevati ex Section 232 (poi rientrato per i paesi che hanno negoziato un accordo).

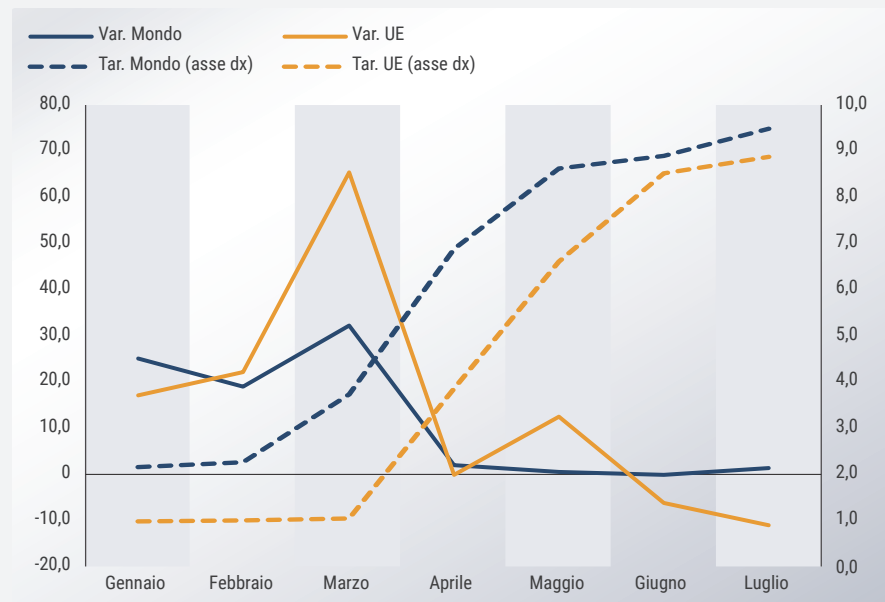
Infine, molti esportatori, in particolare quelli cinesi, hanno sfruttato fino ad agosto la soglia minima *duty free* (fino a 800 dollari), ora sospesa dall'Amministrazione Trump, aumentando il numero di piccole spedizioni.

Nel complesso, questa rapida ricomposizione degli acquisti USA dall'estero, dovuta all'elevatissima variabilità delle condizioni tariffarie e valutarie per paese e per prodotto (oltre che da aspettative eterogenee sulla futura evoluzione dei dazi), ha contenuto l'aumento del peso effettivo dei dazi sulle importazioni USA dal 2,2% in gennaio al 9,5% a luglio (entrate tariffarie in % del valore -prima dei dazi- degli acquisti).

Per gli acquisti dalla UE il peso dei dazi è salito dall'1,0% all'8,9% nello stesso periodo (Grafico A). Rispetto ai livelli di inizio anno, quindi, la differenza tariffaria a favore degli esportatori europei si è ridotta (da 1,2 a 0,6 punti percentuali in meno), segnalando una lieve perdita di competitività verso il resto del mondo, in media, anche al netto dell'effetto cambio.

Grafico A Import USA: frontloading e calo dai paesi UE

(Dati mensili 2025, var. su 2024
ed entrate tariffarie sul tot.,%)



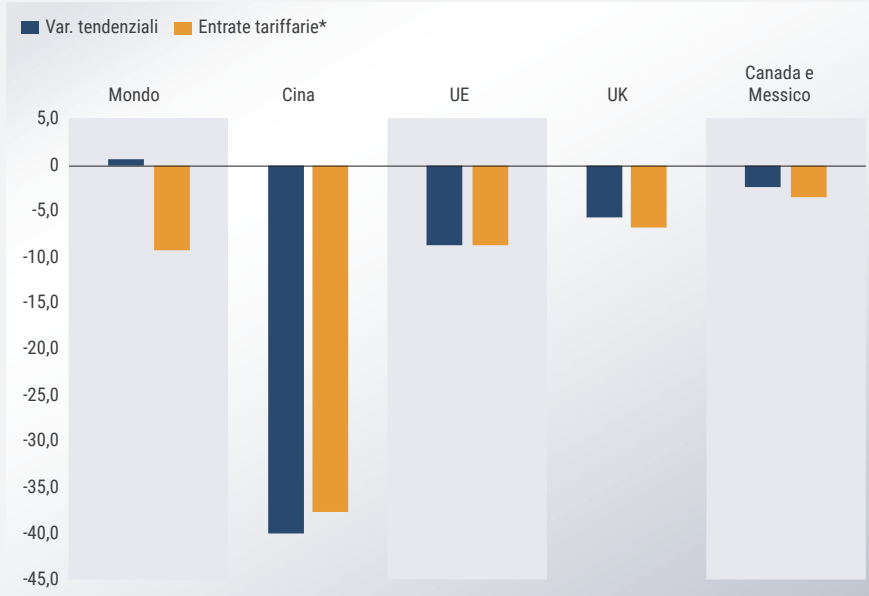
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Census e PII-E.

L'impatto delle tariffe: breve periodo... Tariffe e cambio hanno causato una caduta degli acquisti USA dalla UE negli ultimi mesi (-8,7% annuo in giugno-luglio), dopo il *frontloading* nel 1° trimestre 2025 (si veda il par. 8.1). La dinamica negativa in giugno e luglio è peggiore di quella, piatta, per il totale dell'import USA, che è stato ancora sostenuto dall'aumento degli acquisti da alcuni paesi asiatici (Cina esclusa), per anticipare l'aumento dei dazi reciproci in agosto.

Il calo dell'import USA dalla UE risulta di entità simile -in valore assoluto- al livello effettivo dei dazi sui prodotti europei. Tale relazione si osserva anche nella dinamica degli acquisti USA da altri importanti paesi fornitori (Grafico B). Rispetto ai casi della Cina e della UE, di cui si è già detto, i flussi da UK e paesi USMCA si sono ridotti di meno, grazie a dazi effettivi più moderati e minori della media mondiale.

Grafico B Calo degli acquisti USA in linea con i dazi per paese di origine

(Giugno-luglio 2025, var. su 2024
ed entrate tariffarie sul tot.,%)



*Entrate tariffarie con segno negativo.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Census e PII.

Il calo degli acquisti USA dai principali fornitori è il risultato di una contrazione sia dei volumi sia dei valori medi unitari dei prodotti importati, che segnala un possibile adeguamento parziale dei prezzi da parte degli esportatori per mitigare le tariffe e, più in generale, una ricomposizione dell'import a favore di prodotti di minore valore unitario.

... medio periodo In prospettiva, l'esaurirsi dell'effetto *frontloading* (per determinati prodotti e paesi) e l'ulteriore significativo aumento dei dazi da agosto sta facendo scendere l'import complessivo degli Stati Uniti.

L'entità dell'impatto dipende dalla disponibilità di beni di produzione interna, in grado di sostituire in termini sia quantitativi che qualitativi le forniture estere. Nel caso di input intermedi, inoltre, i semilavorati devono rispondere alle necessità specifiche delle imprese acquirenti, anche sviluppate insieme agli stessi fornitori.

Prodotti di elevata qualità, disegnati per soddisfare le esigenze dei clienti, sono più difficili da sostituire. In particolare, ciò rende parte delle esportazioni italiane ed europee relativamente più resilienti ai dazi nel breve periodo. Tuttavia, un processo di sostituzione si avvierà nel tempo, se i dazi si confermeranno persistenti e se la capacità produttiva USA (o di Canada e Messico all'interno dell'accordo USMCA) diventerà adeguata a soddisfare la domanda.

Inoltre, l'aumento dei prezzi dei beni importati potrebbe avere un impatto progressivo sui prezzi al consumo USA, sia direttamente che indirettamente (maggiori costi per le imprese). Poiché le imprese importatrici tendono a usare le scorte accumulate (anche via *frontloading*) prima di aumentare i prezzi, tale processo può richiedere alcuni mesi.

L'aumento di costi e prezzi, di conseguenza, frenerà l'economia USA e in particolare la domanda, anche all'estero. Mentre il taglio dei tassi della FED, per sostenere la crescita USA, tenderà a indebolire ulteriormente il dollaro, incrementando così l'inflazione importata.

...e lungo periodo Se confermate nel lungo periodo, le politiche dell'Amministrazione Trump, in ambito tariffario, di attrazione degli investimenti diretti

esteri e di incentivo alle produzioni strategiche interne, potranno avere un effetto combinato potente sull'intera struttura delle catene globali di fornitura.

È forte l'incentivo di rilocalizzare alcune produzioni nel mercato USA e in generale nordamericano, soprattutto a valle delle filiere, vicino al consumatore finale, e nei settori strategici per la sicurezza e la leadership tecnologica. Il vero rischio per l'industria italiana ed europea, quindi, è quello di perdere parti vitali del suo tessuto produttivo.

I dazi USA, inoltre, incentivano un accorciamento di tutte le filiere destinate al mercato americano, essendo applicate sul valore (lordo) delle importazioni, che incorpora non solo il valore aggiunto nel paese esportatore ma anche quello di input provenienti da altri paesi (lungo le filiere produttive globali). Più alta è la componente da paesi terzi, maggiore risulta il peso del dazio sulla produzione del paese esportatore.

Questo effetto è più forte per le filiere frammentate a livello internazionale e per i paesi "assemblatori", a valle delle catene di fornitura. Per il Vietnam, per esempio, poiché metà dell'export è stimato incorporare input dall'estero, le tariffe USA del 20% di fatto raddoppiano (al 40%) sul valore aggiunto vietnamita⁶.

Il quadro prospettico che se ne ricava, come risultato dei dazi USA, è quello di un sistema produttivo globale più chiuso e concentrato in blocchi di paesi allineati, in senso economico e politico.

Gli effetti sulla manifattura italiana Quali sono gli effetti attesi per l'export e la produzione del settore manifatturiero italiano? Il Centro Studi Confindustria ha effettuato una stima dell'impatto delle tariffe USA e dell'euro forte alla fine dell'orizzonte previsivo, cioè entro il 2026. Tale stima è necessariamente incerta, data l'alta volatilità dei fattori in gioco, ed astrae dai rischi di lungo periodo sulla riallocazione produttiva all'estero.

L'impatto complessivo è il risultato di due effetti sull'export italiano negli USA: quello negativo della minore competitività di prezzo dei prodotti italiani e uno positivo, ma molto più contenuto, derivante dalla perdita di competitività di altri prodotti esteri.

Questi due effetti sono stati stimati in base all'esperienza dei dazi già introdotti durante la prima amministrazione Trump.

In primo luogo, le tariffe su alcuni prodotti in acciaio (25%) e alluminio (10%), che hanno causato una riduzione del 15% delle vendite italiane negli USA in circa un anno e mezzo, con una riduzione dei prezzi all'export (al netto dei dazi) del 10%⁷.

In secondo luogo, l'effetto positivo, di cui l'export italiano ed europeo ha beneficiato, derivante dalle tariffe già imposte alla Cina (sotto Trump I). Sfruttando il differenziale a livello di prodotto tra i dazi imposti alla Cina e quelli sulla UE, si stima che differenze nei livelli dei dazi del 10% hanno ridotto le importazioni USA dalla Cina del 17% e aumentato quelle dalla UE dell'1,6% (e del 4% circa se si escludono i beni di consumo)⁸.

⁶ <https://www.piie.com/research/piie-charts/2025/trumps-reciprocal-tariffs-heavily-penalize-countries-use-more-imported>.

⁷ Poiché non tutto l'export era 'daziato', le vendite italiane di acciaio e alluminio sono scese di circa il 5,4%, con un picco del -8,5% a tre trimestri dall'imposizione del dazio, e prezzi diminuiti fino a -4% dopo un anno. Per confronto, l'export tedesco di acciaio e alluminio è calato di circa il 6%, con picchi negativi del -10%, mentre per la UE i valori si sono attestati al -5% e al -8%, rispettivamente.

⁸ Per l'Italia si registrano effetti di reindirizzamento più contenuti (+2,5% per i beni intermedi e di capitale).

Nel complesso, i nuovi dazi potrebbero ridurre le vendite italiane negli USA di circa 16,7 miliardi (rispetto a uno scenario senza tariffe), pari al 2,7% dell'export totale (2,8% di quello manifatturiero). L'impatto è maggiore per settori centrali del manifatturiero italiano: macchinari e impianti, metalli e prodotti in metallo, alimentari e bevande, autoveicoli (il più colpito, dopo le bevande, in percentuale dell'export settoriale), altre attività manifatturiere, pelli e calzature (Tabella B).

Inoltre, le perdite si amplificano se si considerano gli effetti indiretti, lungo le catene di produzione europee, del calo dell'export negli USA degli altri paesi UE sulla domanda di input italiani. L'impatto complessivo tocca, infatti, il -3,8% dell'export manifatturiero e -1,8% della produzione.

Tabella B - Accordo USA-UE ed euro forte: l'impatto sull'export settoriale italiano

	Milioni euro	Impatto diretto		Impatto diretto e indiretto*	
		In % dell'export settoriale totale	In % della produzione settoriale	Export	Produzione
Totale Manifatturiero	-16.547	-2,8	-1,3	-3,8	-1,8
Macchinari e Apparecchi	-3.474	-3,5	-2,1	-4,3	-2,6
Metalli di base e Prodotti in Metallo	-1.630	-2,6	-1,1	-5,0	-2,1
Altre attività manifatturiere	-1.548	-3,8	-2,0	-4,1	-2,2
Alimentari	-1.530	-3,2	-0,7	-3,5	-0,8
Autoveicoli	-965	-4,0	-2,4	-5,5	-3,2
Articoli Farmaceutici	-961	-1,8	-1,2	-2,8	-1,9
Bevande	-901	-7,1	-2,6	-7,4	-2,7
Tessile e Abbigliamento	-872	-2,3	-1,5	-2,5	-1,6
Pelli e Calzature	-831	-3,4	-2,7	-3,5	-2,8
Prodotti Chimici	-824	-2,0	-1,1	-4,2	-2,2
Altri Mezzi di Trasporto	-813	-2,3	-1,3	-2,8	-1,5
Apparecchi Elettrici	-808	-2,5	-1,4	-3,7	-2,1
Gomma, Plastiche, altri Minerali non Metalliferi	-696	-2,1	-0,8	-3,7	-1,4
Computer, apparecchi elettronici e ottici	-478	-2,1	-1,2	-3,1	-1,8
Legno, Carta e Stampa	-130	-1,2	-0,2	-2,4	-0,5
Prodotti petroliferi	-87	-0,5	-0,2	-0,7	-0,2
Trattamento dei Rifiuti e Altri prodotti	-107	-0,6			
Agricoltura, Silvicoltura e Pesca	-36	-0,4			
Estrazione di Minerali	-11	-0,6			
TOTALE	-16.701	-2,7			

* L'impatto indiretto considera anche le connessioni tra paesi e settori lungo le catene globali di produzione. Settori manifatturieri ordinati in base all'impatto dello shock USA in valore assoluto.

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT e Asian Development Bank.

Focus 6 - L'accordo con il Mercosur: molte potenzialità, soprattutto per l'Europa

Il 3 settembre la Commissione europea ha proposto al Consiglio di procedere con la firma dell'Accordo di Partenariato UE-Mercosur (EMPA¹), concludendo un'intesa strategica per diversificare i partner commerciali della UE, rafforzare le catene del valore e creare nuove opportunità per le imprese europee, in un momento storico caratterizzato dal più alto numero di conflitti dal dopoguerra e da un continuo rafforzamento delle misure protezionistiche globali (si veda il par. 8.1).

Secondo le stime della Commissione europea², l'impatto atteso nel 2040, quando l'Accordo avrà dispiegato tutti i suoi effetti, sull'economia dell'Unione europea è significativo: le esportazioni UE verso il Mercosur (Brasile, Argentina, Paraguay e Uruguay) potrebbero aumentare fino al 39% (circa 49 mld di euro), sostenendo oltre 440.000 posti di lavoro. L'intesa facilita gli investimenti europei lungo filiere considerate strategiche, l'approvvigionamento di materie prime critiche e garantisce standard elevati sul piano ambientale e del lavoro, grazie anche al divieto di importare dal Mercosur prodotti legati alla deforestazione e al rispetto delle convenzioni fondamentali dell'ILO su lavoro forzato, discriminazione, libertà di associazione e contrattazione collettiva. Al tempo stesso, l'accordo protegge i settori agricoli europei più sensibili: le importazioni in regime preferenziale (lo status che permette di usufruire dell'eliminazione dei dazi doganali sui prodotti importati) dal Mercosur verrebbero limitate a una piccola frazione dei beni prodotti anche nella UE e potrebbero essere attivate clausole di salvaguardia al fine di controllare eventuali aumenti anomali delle importazioni.

Un confronto con gli ultimi accordi UE I *Regional Trade Agreements* (RTA) attualmente in vigore nel mondo sono più di 370. In questo fitto reticolo di accordi, spesso sovrapposti e assai sovente dai contenuti limitati, con numerosi settori esclusi e relativa portata di liberalizzazione, la UE è leader non solo numericamente, ma per qualità e completezza degli accordi che conclude. Con il Mercosur scalerebbe significativamente la classifica anche per magnitudo geoeconomica ed integrerebbe partner che non hanno ancora aderito ad altri accordi con paesi competitor della UE, nel quadrante dell'Asia-Indo-Pacifico.

L'area di libero scambio che si verrebbe a creare sarebbe formata da più di 700 milioni di persone che producono circa un quinto del PIL globale, rappresentando quasi il 40% in più in termini di popolazione rispetto all'USMCA (Stati Uniti, Messico e Canada) e il 10% in meno in termini di reddito prodotto.

Gli accordi commerciali fino ad ora conclusi dalla UE hanno avuto un forte impatto positivo sulle sue esportazioni e, soprattutto, su quelle italiane, mentre l'impatto sulle importazioni è stato molto più contenuto. Secondo stime Centro Studi Confindustria³, del tutto in linea con quelle della Banca Mondiale e della Commissione europea, gli accordi commerciali nel lungo periodo aumentano di circa il 40/50% le vendite europee nel paese con il quale si realizza l'accordo.

¹ L'Accordo di partenariato UE-Mercosur (EMPA) sostituirà l'attuale Accordo commerciale interinale (iTA) tra UE e Mercosur, una volta che quest'ultimo sarà pienamente ratificato da tutti i paesi membri ed entrerà in vigore.

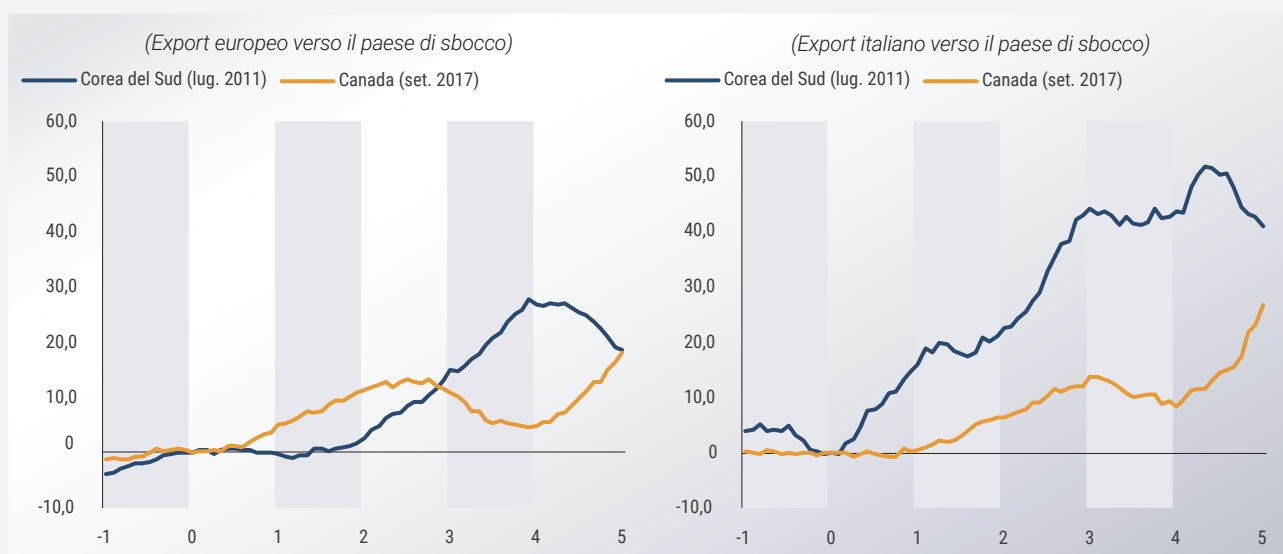
² Economic analysis of the negotiated outcome of the EU-Mercosur partnership agreement (EMPA).

³ Si veda Nota dal CSC Accordi commerciali UE antidoto al protezionismo USA e volano per l'export italiano, n.ro 1/20 15 gennaio 2020.

A titolo esemplificativo, se si considerano due dei principali trattati preferenziali stipulati dalla UE rispettivamente con Corea del Sud (accordo entrato in vigore da luglio 2011) e Canada (accordo entrato in vigore da settembre 2017), il loro impatto sugli scambi di beni tra le due parti, agevolati sia da un sostanziale annullamento dei dazi sia da una riduzione delle barriere non tariffarie, è stato molto marcato per le esportazioni europee, e soprattutto per quelle italiane, favorendone una crescita più robusta rispetto a quella con gli altri paesi extra-UE (Grafico A).

Grafico A - Impatto positivo degli Accordi con Corea del Sud e Canada: più forte per l'export italiano

(Paesi di sbocco, diff. rispetto alle vendite extra-UE, m.m. a 12 mesi, anno inizio accordo commerciale=0)



Tra parentesi la data di entrata in vigore dell'Accordo tra la UE e i rispettivi paesi.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Parallelamente non si è assistito ad una forte crescita delle importazioni⁴ europee e anche di quelle italiane, determinando un aumento dei rispettivi surplus commerciali (Grafico B).

L'accordo UE-Mercosur Dopo 25 anni di negoziati e 38 round negoziali complessi, il trattato di libero scambio tra UE e Mercosur è arrivato a conclusione, in attesa della ratifica politica.

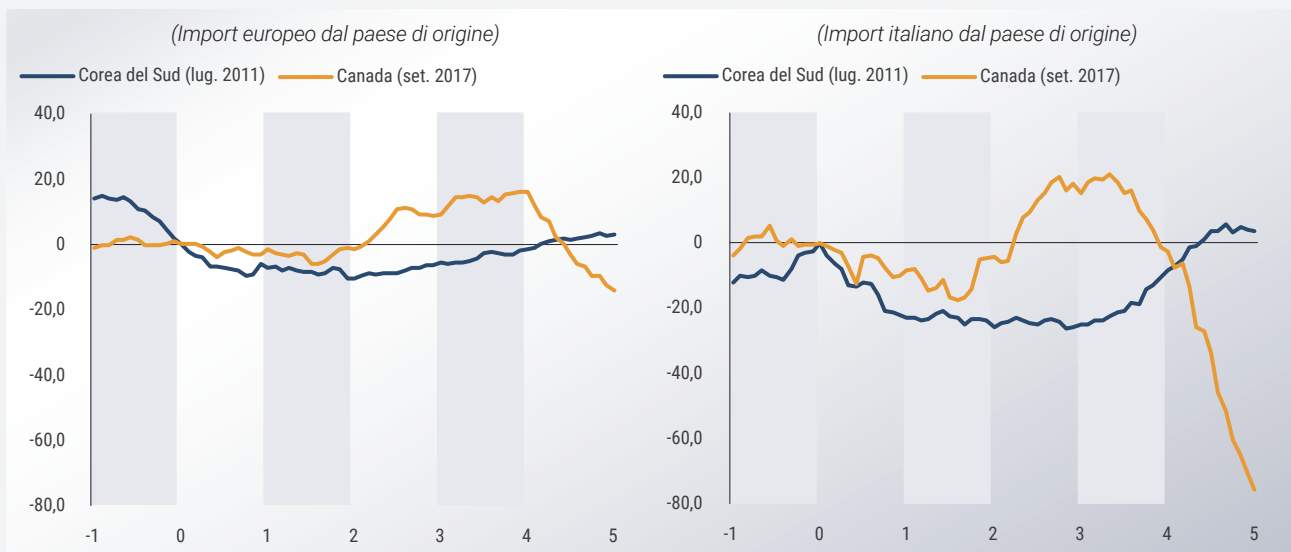
La svolta è arrivata negli ultimi mesi, grazie anche alla presidenza spagnola del Consiglio europeo che ha accelerato i contatti, spingendo le parti a trovare un terreno comune su temi sensibili come le clausole di sostenibilità e la tutela della foresta amazzonica. Brasile e Argentina, a loro volta, hanno mostrato un rinnovato interesse: da un lato, per aprire nuovi mercati alle esportazioni agroalimentari, dall'altro per attrarre investimenti europei in infrastrutture e transizione verde.

L'intento è consolidare legami economici e politici con un'area considerata prioritaria per la stabilità delle forniture. Le imprese europee avrebbero

⁴ Nello specifico, il crollo registrato nelle importazioni sia europee che italiane dal Canada è un effetto meccanico del balzo dei prezzi dell'energia avvenuto nel corso del 2022 che ha determinato una forte crescita dell'import dagli altri paesi extra-UE rispetto ai quali si calcola l'impatto dell'Accordo.

Grafico B - Impatto degli Accordi con Corea del Sud e Canada sull'import europeo

(Paesi di fornitura, diff. rispetto agli acquisti extra-UE, m.m. a 12 mesi, anno inizio accordo commerciale=0)



Tra parentesi la data di entrata in vigore dell'Accordo tra la UE e i rispettivi paesi.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

anche un vantaggio di "first-mover", potendo entrare in mercati oggi caratterizzati da dazi elevati, barriere non tariffarie e un numero molto ridotto di accordi di libero scambio con concorrenti internazionali.

Abbattimento tariffario, semplificazione delle procedure e riconoscimento degli IG

L'accordo prevede la quasi totale liberalizzazione⁵ del commercio fra le parti in un arco temporale di dieci anni (eccezione per le auto in 15 anni e per quelle elettriche in 18): il Mercosur abatterà completamente i dazi sul 91% dei prodotti e del valore dell'import dalla UE, mentre la UE procederà all'abbattimento per una percentuale lievemente superiore, pari al 95% dei prodotti e del 92% del valore dell'import, eliminando il 100% dei dazi sui prodotti industriali. Per quanto riguarda il settore agroalimentare, il Mercosur liberalizzerà quasi completamente, il 93% dei prodotti (che corrisponde al 95% del totale export UE del settore); mentre l'abbattimento da parte dell'UE sarà minore, pari all'82%.

Inoltre, a tutela della qualità dei prodotti europei, l'accordo riconosce ben 344 Indicazioni Geografiche (IG) della UE tra beni alimentari e bevande, il numero più elevato mai contemplato in un Accordo commerciale.

L'eliminazione delle barriere non tariffarie, che renderà più veloci, semplici e sicure le procedure alla dogana, avrà un ulteriore impatto positivo sull'export, specialmente per quanto riguarda beni agro-alimentari europei suscettibili di deperimento.

Infine, a tutela dell'ambiente e dei consumatori europei le agevolazioni tariffarie si applicheranno solo a quei prodotti agroalimentari provenienti dal Mercosur che rispettano specifici requisiti, tra cui la provenienza da coltivazioni che non abbiano dato luogo a deforestazione e che rispettino gli standard fitosanitari vigenti nella UE.

⁵ Le tariffe vigenti all'export UE verso il Mercosur sono circa 2,5 volte più alte di quelle all'import della UE dal Mercosur.

Un capitolo specifico è dedicato alle piccole e medie imprese (PMI), con l'obiettivo di semplificare il loro accesso ai mercati grazie a un portale unico finalizzato a raccogliere tutte le informazioni relative all'Accordo.

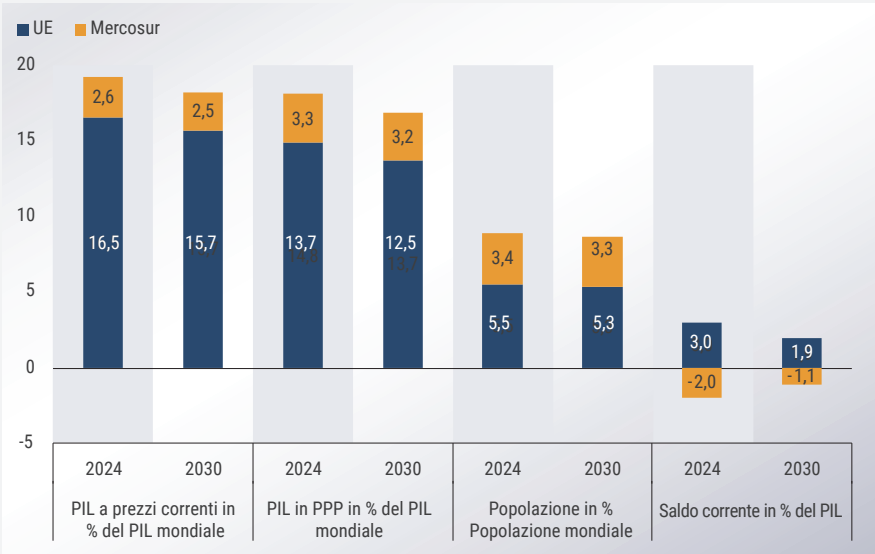
Settore agroalimentare: quote duty-free dal Mercosur In particolare, per tutelare sia gli agricoltori che i consumatori europei sono state imposte delle quote a dazio zero molto contenute su alcuni prodotti agricoli importati dai paesi Mercosur, la cui produzione europea non è sufficiente a soddisfare la domanda domestica. Le quote *duty-free* stabilite riguardano: la carne bovina (1,5% del totale prodotto in UE, che rappresenta meno della metà del totale importato dal Mercosur), il pollame (1,3% della produzione totale UE), lo zucchero di canna (1,1% della produzione totale UE), il miele (10% del consumo UE) e il riso (1,4% del consumo UE).

Rafforzamento della filiera europea delle materie prime critiche Brasile e Argentina sono importanti player a livello globale nella parte a monte (estrazione e lavorazione) della filiera di alcune materie prime critiche (ad esempio alluminio, grafite, manganese, litio e niobio), fondamentali per la realizzazione della transizione digitale ed energetica. Nell'ottica di riduzione delle dipendenze critiche europee e in linea con il Critical Raw Material Act, l'Accordo prevede una riduzione sostanziale delle tariffe sulle importazioni europee, migliorando direttamente la competitività della UE attraverso una riduzione dei costi per gli input produttivi. È altresì prevista una semplificazione dell'iter degli investimenti diretti esteri in loco da parte di imprese europee interessate a rafforzare direttamente la propria catena di fornitura.

La nuova area di libero scambio Entrambe le parti vedono nella costituzione di questa nuova area di libero scambio, che alimenta annualmente scambi commerciali di beni e servizi per circa 140 miliardi di euro, la possibilità di rafforzare sia il loro peso globale che le rispettive catene di approvvigionamento, anche in un'ottica di riduzione delle forniture cinesi per entrambe le aree.

Il Mercosur rappresenta a livello globale più del 3% sia della popolazione che del PIL a parità di potere d'acquisto. È caratterizzato da una buona prospettiva di crescita nei prossimi anni, tale da mantenere costante il suo peso a livello globale fino al 2030 (Grafico C).

Grafico C
UE e Mercosur a confronto



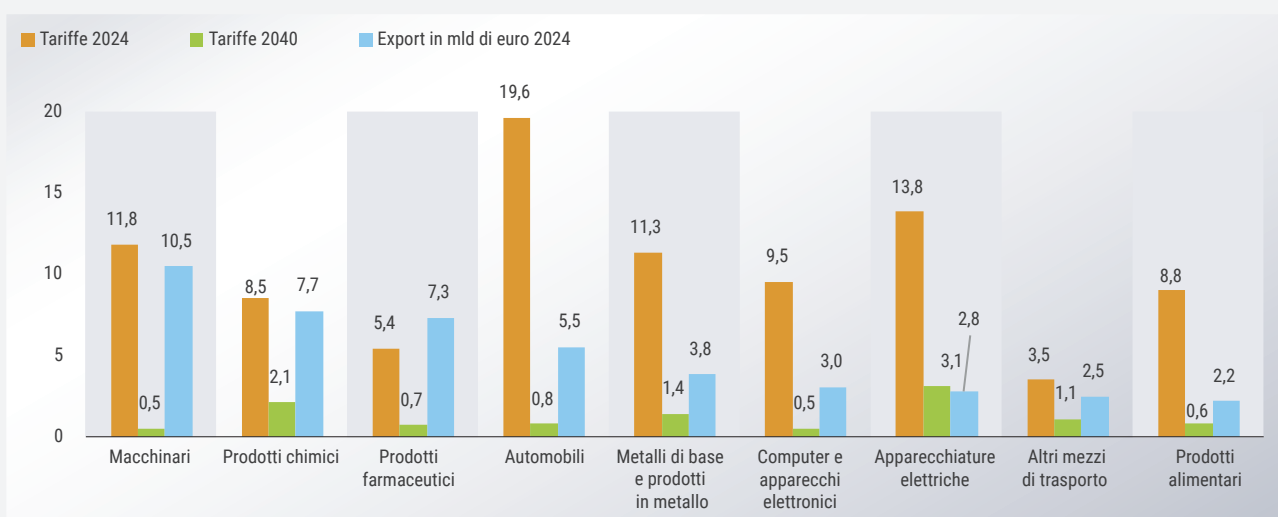
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati e stime FMI.

Recupero della competitività della UE L'Accordo favorirebbe anche il recupero di quote di mercato nei paesi del Mercosur da parte dei paesi UE. Dal 2017 la Cina è diventato il primo fornitore dell'area, superando la UE: nel 2024 ha alimentato più di un quarto degli scambi di beni con il Mercosur contro il 17% della UE. I primi due paesi europei per quota di mercato nel Mercosur sono la Germania e l'Italia, soprattutto come fornitori di beni strumentali.

Il 98% dell'export complessivo della UE è formato dai beni manifatturieri. In particolare, automobili, macchinari, prodotti chimici e farmaceutici, che hanno un peso maggiore, misurato sia rispetto al totale venduto nell'area che rispetto a quello esportato verso i paesi extra-UE, sono i settori che avranno un maggiore beneficio dall'Accordo poiché vedranno quasi azzerarsi, nell'arco dei prossimi dieci anni, le tariffe in vigore (Grafico D).

Grafico D - Principali settori beneficiari dell'accordo: automobili, macchinari e prodotti chimici e farmaceutici

(Esportazioni UE verso il Mercosur in mld di euro e rispettive tariffe in %)



Ordinati in senso decrescente per valore di esportazioni nel 2024, principali settori manifatturieri.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat e Commissione europea.

Germania e Italia sono le economie europee maggiormente beneficiarie di questo abbattimento dei dazi poiché presentano una specializzazione merceologica nei settori in cui la riduzione delle aliquote tariffarie sarà più forte. Per l'Italia, la combinazione tra forte apertura all'export e riduzione dei dazi comporterà un calo delle tariffe pari al 10,6% del valore esportato a fine periodo di transizione, un beneficio superiore a quello registrato dalla Germania (-10,1%) e dalla media UE (-9,2%, pari a più di 4 mld di euro; Tabella A).

Inoltre, la maggiore specializzazione italiana nei beni alimentari relativamente a quella media UE e anche al suo principale partner commerciale, la Germania, consentirà di guadagnare una maggiore competitività non solo in termini dei costi, grazie all'abbattimento daziario, ma anche in termini di valorizzazione della qualità, grazie alla tutela delle IG.

Tabella A – Esportazioni manifatturiere verso il Mercosur

Settori manifatturieri	UE			Germania			Italia			Tariffe%	
	Mld di euro	Peso% su totale	Peso settoriale	Mld di euro	Peso% su totale	Peso settoriale	Mld di euro	Peso% su totale	Peso settoriale	2040	2024
Alimentari	2,18	4,2	1,42	0,20	1,3	1,1	0,34	4,8	1,78	0,6	8,8
Bevande	0,59	1,1	1,60	0,03	0,2	1,0	0,06	0,8	0,79	0,0	21,5
Abbigliamento, tessile e calzature	0,60	1,1	0,61	0,11	0,7	0,8	0,18	2,5	0,53	2,1	23,5
Prodotti in legno, carta e stampa	0,54	1,0	1,01	0,14	0,9	1,2	0,06	0,9	1,70	1,6	10,9
Prodotti petroliferi raffinati	2,04	3,9	2,14	0,05	0,3	0,9	0,08	1,1	0,94	0,0	0,0
Prodotti chimici	7,70	14,7	3,40	2,46	15,5	4,3	0,67	9,4	3,80	2,1	8,5
Prodotti farmaceutici	7,29	13,9	2,27	1,78	11,2	2,6	0,64	9,0	2,27	0,7	5,4
Gomma e plastica	1,50	2,9	2,46	0,52	3,3	2,7	0,21	3,0	3,35	7,6	13,7
Altri prodotti non metalliferi	0,53	1,0	1,80	0,12	0,7	1,7	0,11	1,5	1,81	1,0	8,5
Metalli di base e prodotti in metallo	3,82	7,3	2,28	1,64	10,3	3,1	0,54	7,6	2,50	1,4	11,3
Computer	3,04	5,8	1,51	1,12	7,0	1,7	0,33	4,6	2,92	0,5	9,5
Apparecchiature elettriche	2,76	5,3	2,02	1,14	7,2	2,2	0,44	6,2	3,22	3,1	13,8
Macchinari	10,45	20,0	3,13	3,62	22,7	3,0	2,40	33,6	4,20	0,5	11,8
Automobili	5,51	10,5	1,99	2,19	13,8	1,6	0,77	10,7	4,64	0,8	19,6
Altri mezzi di trasporto	2,45	4,7	1,79	0,39	2,5	1,2	0,06	0,8	0,45	1,1	3,5
Mobili	0,10	0,2	0,51	0,01	0,1	0,3	0,05	0,6	0,76	2,2	14,0
Altri prodotti manifatturieri	1,29	2,5	1,36	0,38	2,4	2,1	0,21	3,0	1,07	2,2	14,0
Totale	52,39	100,0	2,1	15,90	100,0	2,3	7,14	100,0	2,5		
Riduzione delle tariffe (in % dell'export)		-9,2			-10,1			-10,6			

In verde i principali settori. La completa riduzione delle tariffe è raggiunta entro 10 anni ad eccezione delle automobili (15 anni) e delle EV(18).
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat e Commissione europea.

L'importanza delle forniture agroalimentari ed energetiche del Mercosur per la UE

Il Mercosur rappresenta per la UE il decimo fornitore a livello globale, con una quota di mercato pari al 2,3% dell'import UE nel 2024. Il livello delle importazioni, cresciuto molto dal 2021, è simile a quello dell'export UE verso l'area, ma a livello di specializzazione settoriale è completamente diverso. I paesi UE acquistano dai paesi del Mercosur per più del 60% del totale prodotti agroalimentari e materie prime energetiche. Questa maggiore esposizione europea verso i prodotti agroalimentari del Mercosur è comunque ben recepita dall'Accordo, attraverso specifiche tutele a garanzia dei comparti più "sensibili".

Forti lo scambio di servizi e i legami produttivi Importante per entrambe le aree è anche lo scambio di servizi, che ha movimentato più di 40 miliardi di euro nel 2023, generando quasi 16 miliardi di surplus per i paesi UE. Infatti, negli ultimi due anni l'export di servizi UE verso il Mercosur è cresciuto moltissimo, più del 25% all'anno, il doppio rispetto alla crescita media annua dei servizi europei venduti verso i paesi extra-UE. Il raggiungimento dell'accordo, che mira a realizzare un ambiente economico senza vincoli anche per lo scambio di servizi, rappresenta una maggiore opportunità soprattutto per quelli relativi al trasporto, finan-

ziari, postali e alle imprese. Importante anche segnalare che i servizi italiani esportati hanno sperimentato una crescita ancora più sostenuta di quella europea.

Infine, l'Accordo si inserisce in un rapporto economico già consolidato non solo dal punto di vista degli scambi commerciali sia di beni che di servizi, ma anche dal punto di vista produttivo, essendo molto presenti, attraverso loro controllate, le imprese europee nel Mercosur.

Negli ultimi anni i capitali europei sono cresciuti nel Mercosur (+13,6% in media nel 2021-2023 rispetto al 2017-2019), in direzione contraria alla riduzione registrata nel totale dei paesi extra-UE. Lo stock di capitale europeo investito nei paesi del Mercosur rappresenta più del 4% dello stock investito nei paesi extra-UE. Lo stock di investimenti italiani nell'area rappresenta più del 5% dei capitali nazionali investiti nei paesi extra-UE, registrando, negli ultimi anni, un tasso di crescita molto più forte rispetto a quello dei capitali europei. In particolare, il Brasile è la prima meta di localizzazione delle controllate italiane per numero di addetti (più di 160mila, nel 2022, ultimo dato disponibile Istat).

I vantaggi per la UE L'accordo UE-Mercosur rappresenta una liberalizzazione tariffaria asimmetrica: l'UE concede un accesso ai beni agricoli contenuto e rigidamente legato alle norme interne di sicurezza alimentare, mentre ottiene un'ampia apertura nei settori industriali e dei servizi. Questo favorirà un'espansione significativa delle esportazioni europee (soprattutto automotive, macchinari, chimica e farmaceutica), un rafforzamento degli IDE europei in America Latina e un consolidamento della posizione commerciale della UE bilanciando la concorrenza cinese.

Finito di stampare nel mese di settembre 2025
da Rubbettino print
88049 Soveria Mannelli (Catanzaro)
www.rubbettinoprint.it

