



BANCA D'ITALIA

EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Iuglio 2025

3 | 2025



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 3 / 2025
Luglio

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2025

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

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

Direttore responsabile

Sergio Nicoletti Altimari

Comitato di redazione

Lisa Rodano e Michele Loberto (coordinamento), Gloria Allione, Donato Ceci, Antonio Maria Conti, Federica Daniele, Salvatore Lattanzio, Elia Moracci, Federico Calogero Nucera

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

Riquadri: Paolo Farroni, Kevin Pallara, Stefano Pica, Tiziano Ropele

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

DOI <https://doi.org/10.32057/0.be.2025.3>

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

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

INDICE

SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	11
1.3 I mercati finanziari	19
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	24
2.2 Le imprese	27
2.3 Le famiglie	31
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	32
2.5 Il mercato del lavoro	35
2.6 La dinamica dei prezzi	37
2.7 Il credito e le condizioni di finanziamento	39
2.8 La finanza pubblica	41

INDICE DEI RIQUADRI

Gli effetti delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina sui prezzi al consumo nell'area dell'euro	14
Il recente apprezzamento del cambio euro-dollaro	21
Lo scenario macroeconomico pubblicato in giugno	25
Tensioni commerciali internazionali: le opinioni delle imprese italiane nell' <i>Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita</i>	28

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

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

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

SINTESI

La crescita mondiale risente di un clima di incertezza e instabilità elevate

Il quadro internazionale è gravato da una perdurante instabilità politica e dai conflitti in corso. Una grande incertezza continua a caratterizzare le politiche commerciali, alimentata da una sequenza di annunci, sospensioni e contenziosi, nonché dall'imprevedibilità degli esiti dei negoziati tra gli Stati Uniti e i principali partner commerciali. Ne risente l'attività economica globale.

Per la prima volta in tre anni, nel primo trimestre del 2025 si è contratto il prodotto negli Stati Uniti, dove l'anticipo degli acquisti dall'estero in vista dell'entrata in vigore di nuovi più alti dazi, poi annunciati il 2 aprile, ha generato un marcato aumento delle importazioni.

L'accelerazione del commercio internazionale che ne è derivata è tuttavia destinata a essere transitoria, secondo gli indicatori disponibili. In Cina, dove l'attività è penalizzata ancora dalla debolezza della domanda interna e dalla crisi del mercato immobiliare, sono emersi i primi segnali di indebolimento delle esportazioni. L'OCSE ha rivisto nuovamente al ribasso le previsioni di crescita del PIL globale.

Il dollaro si deprezza

Nelle borse mondiali i corsi azionari hanno più che recuperato le perdite subite dopo gli annunci del 2 aprile, anche grazie alla temporanea sospensione dei dazi. Negli Stati Uniti l'incremento dei premi per il rischio, riconducibile alla revisione al ribasso del merito di credito sovrano e al peggioramento delle prospettive per le finanze pubbliche, ha contribuito al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato decennali sino alla fine di maggio; la loro successiva flessione si associa anche ad attese di un orientamento più accomodante della politica monetaria. Il dollaro si è deprezzato e si è osservata una minore propensione degli investitori a detenere alcune attività denominate in dollari nel confronto con precedenti episodi di turbolenza finanziaria. L'euro si è rafforzato e i rendimenti dei titoli dei paesi dell'Unione monetaria

sono diminuiti, soprattutto laddove il percorso di consolidamento dei conti pubblici ne ha sostenuto la domanda.

L'evoluzione recente del PIL dell'area riflette gli andamenti delle importazioni statunitensi

Nei primi tre mesi del 2025 la crescita economica dell'area è stata superiore alle attese. La dinamica del prodotto è stata sostenuta dall'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti in vista dell'inasprimento dei dazi. Nei mesi primaverili l'attività dell'area si è indebolita, risentendo del venire meno della forte domanda statunitense e di una dinamica della domanda interna ancora frenata dall'elevata incertezza.

Secondo le più recenti proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, che presuppongono il mantenimento dei dazi al livello temporaneamente in vigore fino al 9 luglio, il PIL dell'area crescerebbe dell'1 per cento in media nel biennio 2025-26. L'inflazione al consumo, pari al 2 per cento in giugno, si manterrebbe coerente con l'obiettivo di medio termine nel triennio di previsione. L'instabilità delle politiche commerciali e dello scenario geopolitico rappresenta il principale fattore di rischio per le prospettive della crescita e dell'inflazione.

La BCE ha ridotto i tassi ufficiali

Nelle riunioni di aprile e di giugno il Consiglio direttivo della BCE ha ulteriormente ridotto il tasso di interesse sui depositi presso l'Eurosistema per un totale di 50 punti base, portandolo al 2,0 per cento. La diminuzione complessiva, pari a 200 punti base dall'avvio del ciclo di allentamento della politica monetaria nel giugno 2024, continua a trasmettersi al costo del credito.

In Italia è proseguita la crescita dell'attività economica

Il PIL italiano è cresciuto nel primo trimestre dello 0,3 per cento rispetto al periodo precedente, grazie all'aumento di consumi e investimenti e, in misura minore, della domanda statunitense. Dopo la prolungata ri-

duzione iniziata nel 2022, sono emersi segnali positivi per l'attività manifatturiera, che rimane tuttavia esposta all'instabilità del contesto internazionale. Sulla base delle nostre valutazioni, nel secondo trimestre il prodotto ha rallentato. Alla dinamica contenuta dei consumi delle famiglie e della spesa per investimenti, che risentono del basso clima di fiducia e dell'elevata incertezza, si è associato l'indebolimento della domanda estera. L'attività è aumentata sia nell'industria sia nei servizi.

Secondo le nostre più recenti proiezioni il PIL crescerà dello 0,6 per cento nel corso del 2025 e di circa lo 0,8 nella media del biennio successivo. Il quadro previsivo è soggetto a una significativa incertezza riconducibile in particolare all'evoluzione delle tensioni geopolitiche e commerciali.

La domanda estera di titoli pubblici italiani si è mantenuta robusta Nel primo trimestre il saldo corrente della bilancia dei pagamenti è rimasto su valori positivi, in linea con i livelli medi del 2024. Le esportazioni in volume sono aumentate, in parte per effetto dell'anticipazione degli acquisti degli importatori statunitensi. In base a nostre valutazioni quelle di beni sono diminuite in aprile e maggio. Gli acquisti netti di titoli pubblici italiani da parte degli investitori esteri si sono mantenuti cospicui. La posizione netta sull'estero si conferma ampiamente creditoria.

L'occupazione continua a crescere Nel primo trimestre il numero degli occupati è salito nuovamente (dello 0,7 per cento rispetto al trimestre autunnale). Le ore lavorate sono aumentate nei servizi e nelle costruzioni, ma non nella manifattura, dove è ancora lievemente cresciuto il ricorso agli strumenti di integrazione salariale. Il tasso di disoccupazione è su valori bassi nel confronto storico; quello di partecipazione ha segnato un nuovo rialzo. L'andamento delle retribuzioni contrattuali si è mantenuto superiore all'infla-

zione, ma in termini reali esse restano ancora al di sotto dei livelli del 2021. Nel secondo trimestre il numero degli occupati ha continuato a salire, sebbene in misura più limitata, mentre la dinamica salariale si è lievemente indebolita.

L'inflazione resta contenuta In primavera l'inflazione è rimasta attorno al 2 per cento, così come la sua componente di fondo, che ha riflesso una dinamica molto debole per i prezzi dei beni non energetici e una più sostenuta dei servizi. Le attese di inflazione di famiglie e imprese si confermano moderate. Nelle nostre proiezioni l'inflazione al consumo sarà in media pari all'1,5 per cento quest'anno e il prossimo, e risulterà al 2 nel 2027.

Prosegue il calo del costo del credito La riduzione dei tassi ufficiali ha continuato a trasmettersi al costo della raccolta delle banche e a quello del credito. La contrazione dei finanziamenti alle società non finanziarie si è attenuata, ma rimane rilevante per le piccole imprese. La domanda di credito è ancora contenuta, mentre le politiche di offerta restano improntate alla prudenza, in ragione dell'elevata incertezza sulle prospettive economiche. Le imprese esportatrici hanno ridotto il ricorso a prestiti a più lunga scadenza, in genere destinati a finanziare investimenti in beni strumentali e ampliamenti della capacità produttiva.

La Commissione europea ha valutato positivamente il percorso di rientro dell'Italia dal disavanzo eccessivo Sulla base delle stime aggiornate del Documento di finanza pubblica 2025 dello scorso aprile, l'evoluzione della spesa netta è coerente con quanto concordato in sede europea. Nel pacchetto di primavera del semestre europeo diffuso all'inizio di giugno, la Commissione ha valutato positivamente il percorso di rientro del disavanzo dell'Italia nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Nel primo trimestre l'attività economica negli Stati Uniti, dopo tre anni di robusta espansione, ha segnato un calo. Le importazioni statunitensi hanno avuto un forte aumento, trainate dall'anticipazione degli acquisti dall'estero in vista dell'atteso rialzo dei dazi. L'incertezza sulle politiche commerciali si è mantenuta su livelli eccezionalmente elevati, alimentata da una sequenza ravvicinata di annunci, sospensioni e nuove misure da parte dell'amministrazione statunitense e dagli esiti dubbi dei negoziati commerciali avviati con i principali paesi. Dall'inizio dell'anno le previsioni di crescita globale sono state riviste al ribasso, risentendo del contesto di incertezza sull'evoluzione delle relazioni internazionali. I corsi petroliferi hanno subito forti oscillazioni a seguito dell'annuncio dei dazi e dello scoppio del conflitto tra Israele e Iran, per poi collocarsi su livelli comunque inferiori a quelli dell'inizio dell'anno.

Negli Stati Uniti la crescita è stata negativa, in Cina è rimasta debole

Nel primo trimestre il PIL degli Stati Uniti è diminuito per la prima volta dall'inizio del 2022 (tav. 1). Il contributo positivo degli investimenti e dei consumi è stato più che compensato da quello molto negativo delle esportazioni nette; quest'ultimo è stato guidato da un eccezionale e temporaneo aumento delle importazioni, dovuto all'anticipazione degli acquisti dall'estero in vista dell'entrata in vigore dei nuovi dazi. Nonostante la tenuta del mercato del lavoro, nei mesi primaverili

Tavola 1

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

Fonte: per i dati sulla crescita, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e le previsioni, OCSE, *OECD Economic Outlook. Tackling Uncertainty, Reviving Growth*, giugno 2025.

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

la dinamica dei consumi ha perso slancio, come prefigurato dal peggioramento della fiducia delle famiglie. Il prodotto tornerebbe tuttavia a espandersi nel secondo trimestre sia nelle attese degli analisti sia in base alle stime di alcune sedi regionali della Federal Reserve. In Cina la crescita dell'attività, pur rimasta stabile nei primi mesi dell'anno, continua a risentire della debolezza della domanda interna e della crisi del mercato immobiliare; nel bimestre aprile-maggio si è affievolito l'impulso proveniente dalle esportazioni, specie quelle verso gli Stati Uniti.

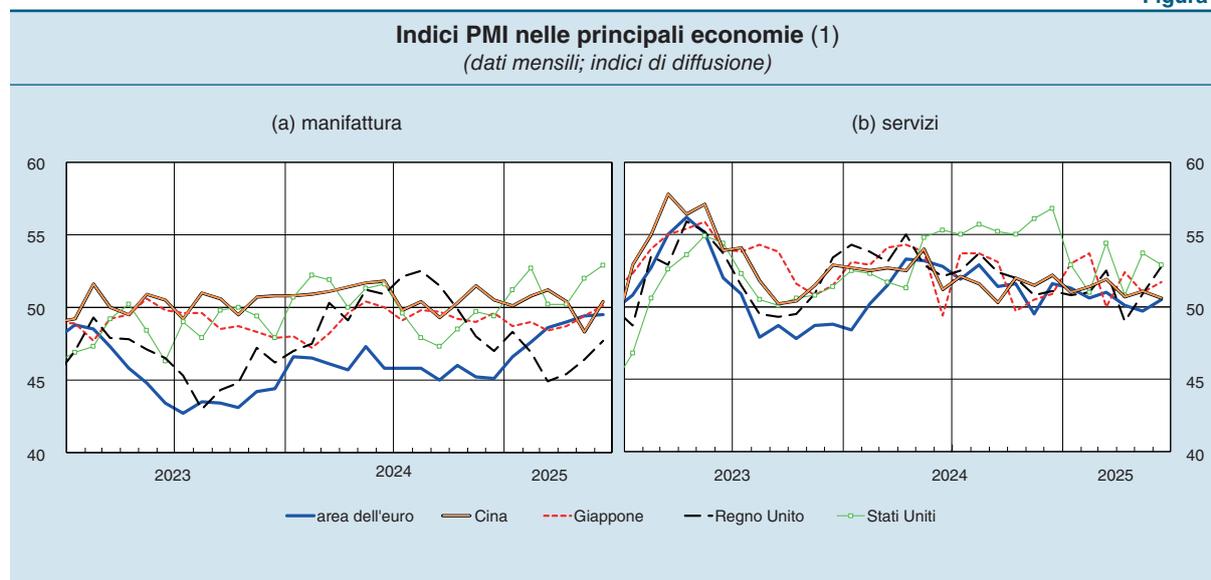
La dinamica dell'attività è incerta ed eterogenea tra le diverse aree

Nel secondo trimestre l'indice dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) delle imprese manifatturiere negli Stati Uniti si è collocato al di sopra della soglia compatibile con l'espansione (fig. 1.a), suggerendo un impatto ancora limitato dei dazi sull'attività. In Cina l'indice è rimasto debole – poco al di sotto della soglia di espansione – in linea con il peggioramento delle prospettive sulla domanda estera. I PMI dei servizi hanno mostrato ampie oscillazioni, riportandosi sui livelli del primo trimestre, compatibili con una crescita sia negli Stati Uniti sia in Cina (fig. 1.b).

Resta elevata l'incertezza sull'esito dei negoziati commerciali

L'incertezza sulle politiche commerciali, misurata sulla base del *trade policy uncertainty index*¹, ha raggiunto il massimo storico in aprile, per poi scendere in giugno su valori comunque elevati. L'annuncio da parte dell'amministrazione statunitense di un ampio e generalizzato incremento dei dazi, le successive decisioni ravvicinate di sospensione, l'introduzione di ulteriori nuove misure e l'esito ancora imprevedibile dei negoziati con i principali partner – oltre ai contenziosi giudiziari avviati all'interno degli Stati Uniti sulla legittimità stessa dei dazi – hanno contribuito ad alimentare significativamente tale incertezza. Gli accordi preliminari raggiunti con Regno Unito, Cina e Vietnam e i negoziati in corso con gli altri principali partner commerciali, tra cui l'Unione europea, hanno

Figura 1



Fonte: Standard & Poor's.

(1) Indici di diffusione relativi all'attività economica nei settori della manifattura e dei servizi. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Un valore superiore a 50 è compatibile con l'espansione nel comparto.

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

finora portato a una parziale e temporanea sospensione degli aumenti annunciati in aprile; le aliquote effettive restano tuttavia nettamente superiori ai livelli della fine del 2024².

Le previsioni della crescita globale sono state nuovamente riviste al ribasso

Il marcato incremento delle importazioni di beni degli Stati Uniti è stato tale da provocare una temporanea accelerazione del commercio mondiale nel primo trimestre del 2025; secondo gli ultimi dati disponibili esse sono tuttavia scese nel bimestre aprile-maggio, suggerendo un parziale riassorbimento del fenomeno di anticipazione degli acquisti. In particolare, gli scambi tra Stati Uniti e Cina hanno registrato un netto calo, mentre le importazioni degli Stati Uniti da altri paesi e in alcuni settori, come quello farmaceutico – ancora non colpito dai dazi – e quelli della meccanica e dell'elettronica, si sono mantenute su livelli elevati, seppur inferiori al primo trimestre. Le prospettive del commercio internazionale si confermano deboli: dalla scorsa primavera gli indici globali degli ordini esteri sono diminuiti drasticamente, ben al di sotto del livello coerente con l'espansione, sia nella manifattura sia nei servizi, dove hanno risentito anche delle pressioni al rialzo sulla componente dei prezzi degli input.

Secondo le proiezioni pubblicate in giugno dall'OCSE, quest'anno il commercio internazionale rallenterebbe nettamente (al 2,8 per cento, dal 3,8 nel 2024); il prodotto mondiale si espanderebbe del 2,9 per cento (dal 3,3). Tali stime sono state riviste nuovamente al ribasso rispetto a quelle dello scorso marzo. Permangono rischi al ribasso per l'attività economica globale a causa delle tensioni commerciali e dell'elevata incertezza.

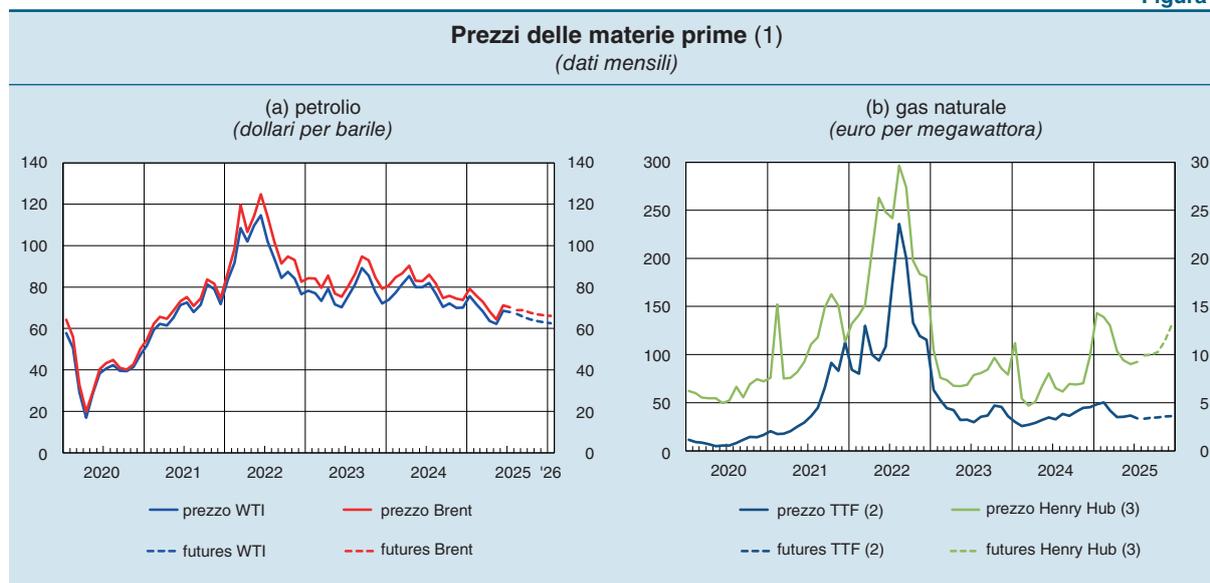
Le quotazioni del petrolio hanno risentito delle tensioni geopolitiche

I corsi petroliferi, in calo nella prima parte dell'anno, sono temporaneamente risaliti con lo scoppio del conflitto tra Israele e Iran (fig. 2.a), toccando in giugno un picco giornaliero di 79 dollari al barile. A seguito della tregua raggiunta, parte dell'aumento è stato riassorbito e nei primi quattro giorni di luglio le quotazioni si sono collocate su valori di poco inferiori a quelli osservati in media nel mese di marzo. Sia l'Agenzia internazionale per l'energia (International Energy Agency, IEA) sia gli analisti privati prevedono che nella seconda metà del 2025 l'offerta si mantenga abbondante, anche alla luce dei più recenti aumenti di produzione annunciati dall'OPEC+; le quotazioni rimangono tuttavia volatili per via dell'instabilità in Medio Oriente e dell'incertezza globale. Sulla base dei contratti futures, il prezzo del Brent alla fine dell'anno si collocherebbe a circa 66 dollari al barile.

I prezzi del gas naturale hanno mostrato ampie oscillazioni

Dalla prima decade di aprile il prezzo di riferimento del gas naturale europeo (Title Transfer Facility, TTF) si è ridotto, pur con oscillazioni marcate, portandosi a circa 34 euro per megawattora nella media dei primi quattro giorni di luglio (fig. 2.b). I temporanei aumenti osservati a maggio sono stati guidati dai bassi livelli delle scorte e anche dalla maggiore domanda cinese connessa con la sospensione degli incrementi dei dazi fra Stati Uniti e Cina. In giugno hanno pesato le tensioni in

² All'inizio di maggio gli Stati Uniti hanno firmato un accordo con il Regno Unito che prevede la rimozione parziale dei dazi in alcuni settori, specialmente in quello degli autoveicoli. Successivamente Stati Uniti e Cina hanno concordato una sospensione di 90 giorni delle misure decise ad aprile, portando l'aliquota effettiva applicata alle esportazioni di beni cinesi al 39,5 per cento (ben al di sopra dell'11,5 per cento in vigore alla fine del 2024); il 10 giugno è stato raggiunto anche un accordo di massima che dovrebbe tradursi nell'allentamento di alcune restrizioni imposte dalla Cina sulla vendita di minerali critici agli Stati Uniti. Nell'ambito delle trattative con l'Unione europea, l'amministrazione statunitense ha minacciato un aumento dei dazi pari a 50 punti percentuali (a fronte dei 20 punti inizialmente comunicati in aprile), rinviandone poi l'entrata in vigore fino al 9 luglio per favorire i negoziati. All'inizio di luglio, l'amministrazione statunitense ha comunicato ad alcuni dei partner commerciali che, in assenza di accordi, dal 1° agosto entrerebbero in vigore aumenti dei dazi simili a quelli annunciati il 2 aprile, ad esempio pari a 25 punti percentuali nei confronti sia della Corea del Sud sia del Giappone. Al momento della stampa di questo Bollettino una comunicazione analoga non è stata ancora inviata all'Unione europea; è tuttavia emersa da entrambe le parti la volontà di raggiungere almeno un accordo di massima entro la fine di luglio.



Fonte: LSEG.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a giugno 2025; il dato di luglio 2025 si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 4 luglio 2025. Per i prezzi dei futures, quotazioni del 4 luglio 2025. – (2) Prezzo del gas scambiato sul mercato TTF nei Paesi Bassi. – (3) Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub in Louisiana (USA). Scala di destra.

Medio Oriente, sebbene in misura limitata per via del minore rilievo dell'Iran nel mercato del gas naturale rispetto a quello del petrolio. Le quotazioni futures sul mercato TTF si collocano intorno ai 36 euro per megawattora, segnalando aspettative di sostanziale stabilità dei prezzi.

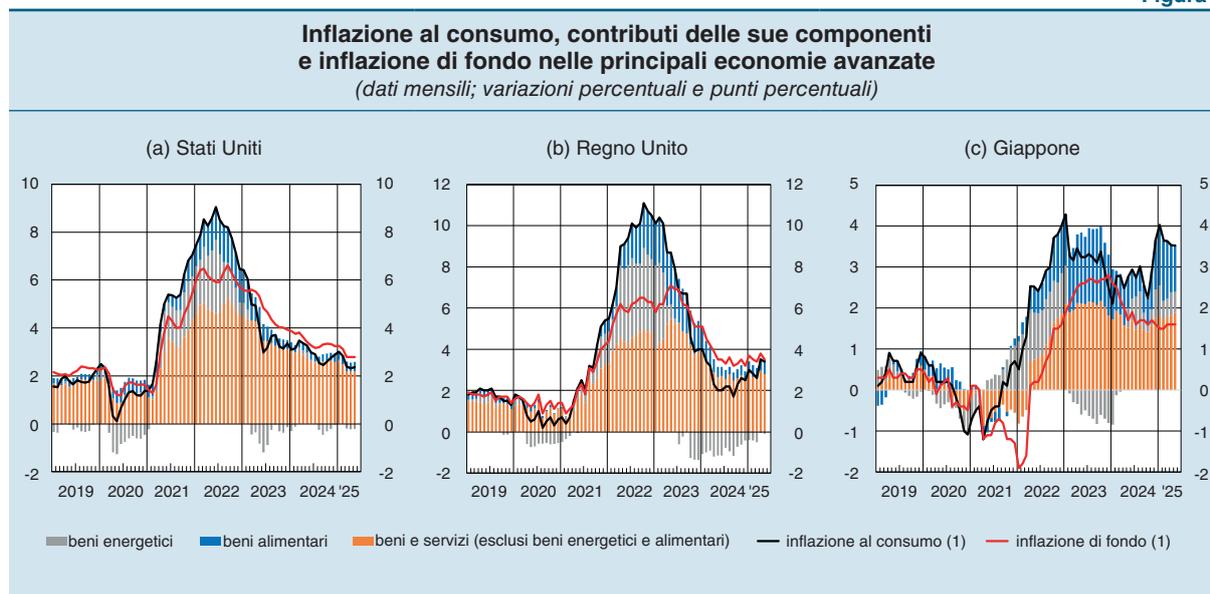
A giugno la Federal Reserve ha mantenuto invariati i tassi di riferimento

Negli Stati Uniti in maggio si è interrotto il calo dell'inflazione al consumo sui dodici mesi (2,4 per cento, dal 2,3 in aprile; fig. 3), sebbene gli effetti dei dazi rimangano per ora limitati. L'inflazione è scesa al 3,4 per cento sia in Giappone sia nel Regno Unito; in quest'ultimo paese aveva segnato un marcato rialzo in aprile, prevalentemente per l'aumento dei prezzi dei beni energetici regolamentati. In maggio la componente di fondo è diminuita nel Regno Unito, mentre è rimasta stabile negli Stati Uniti e in Giappone.

Nella riunione di giugno la Federal Reserve ha nuovamente lasciato invariati i tassi di riferimento, al 4,25-4,50 per cento, confermando un atteggiamento cauto dovuto all'elevata incertezza sull'impatto dei dazi³. A giugno anche la Bank of England e la Banca del Giappone hanno mantenuto invariati i tassi di riferimento, rispettivamente al 4,25 e allo 0,5 per cento; quest'ultima ha anche annunciato un rallentamento della riduzione del proprio bilancio, dimezzando il ritmo di diminuzione degli acquisti di titoli governativi per evitare un calo eccessivo della liquidità presente sul mercato. Nello stesso mese di giugno la Banca centrale cinese ha lasciato immutati i tassi sulle operazioni di rifinanziamento e di riserva obbligatoria, dopo averli ridotti in maggio per favorire l'offerta di credito delle banche commerciali e sostenere il mercato immobiliare, confermando un orientamento monetario nel complesso accomodante.

³ A fronte del deterioramento delle prospettive di crescita e di attese di una dinamica più sostenuta dei prezzi sia per l'anno in corso sia per il prossimo, le proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) continuano a indicare due tagli dei tassi di riferimento da 25 punti base ciascuno entro dicembre 2025; è tuttavia salito da 4 a 7 (su 19 membri) il numero di coloro che non si aspettano alcun taglio. Nei primi giorni di luglio i mercati si attendono almeno due tagli da 25 punti base ciascuno entro la fine dell'anno in corso con una probabilità di oltre il 70 per cento.

Figura 3



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nel primo trimestre dell'anno il PIL nell'area dell'euro è aumentato in misura molto più sostenuta rispetto alle attese, favorito dall'anticipo delle esportazioni di beni verso gli Stati Uniti. Nei mesi primaverili l'attività dell'area, al netto degli andamenti eccezionali in Irlanda, si sarebbe lievemente espansa, beneficiando del contributo ancora positivo dei servizi, ma risentendo di un indebolimento del valore aggiunto nella manifattura. L'inflazione al consumo si mantiene entro il 2 per cento. Nelle riunioni di aprile e di giugno il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha ulteriormente ridotto di complessivi 50 punti base il tasso di interesse sui depositi presso l'Eurosistema, portandolo al 2,0 per cento. La diminuzione complessiva, pari a 200 punti base dall'avvio del ciclo di allentamento monetario, si trasmette ancora al costo del credito.

Nel primo trimestre del 2025 il PIL dell'area è salito oltre le attese

Nei primi tre mesi dell'anno il prodotto dell'area dell'euro è aumentato dello 0,6 per cento sul periodo precedente (dallo 0,3 nel quarto trimestre del 2024; tav. 2). La crescita è stata superiore alle previsioni formulate all'inizio dell'anno, per via soprattutto del forte incremento delle esportazioni di beni verso gli Stati Uniti determinato dalle attese di inasprimento dei dazi. Il valore aggiunto è salito in misura marcata nella manifattura, grazie in particolare alla produzione farmaceutica, sospinta dal temporaneo rialzo degli ordini esteri. La dinamica del valore aggiunto è stata invece più moderata nei settori maggiormente orientati verso il mercato inter-

Tavola 2

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

PAESI	Crescita del PIL		Inflazione	
	2024	2024 4° trim. (1)	2025 1° trim. (1)	2025 giugno (2)
Francia	1,2	-0,1	0,1	0,8
Germania	-0,2	-0,2	0,4	2,0
Italia	0,7	0,2	0,3	1,7
Spagna	3,2	0,7	0,6	2,2
Area dell'euro	0,9	0,3	0,6	2,0

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

no: l'attività è comunque aumentata sia nei servizi, in special modo quelli digitali, sia nelle costruzioni. Secondo nostre valutazioni, escludendo gli effetti dell'anticipazione delle vendite verso gli Stati Uniti, il prodotto dell'area sarebbe cresciuto pressoché in linea con l'ultimo trimestre dello scorso anno.

Fra i principali paesi, il PIL è rimasto sostanzialmente stabile in Francia, mentre è salito sia in Italia sia soprattutto in Germania, grazie all'espansione delle esportazioni; ha continuato a crescere a un ritmo superiore alle altre principali economie in Spagna, seppure in decelerazione rispetto ai trimestri precedenti. Un sostegno eccezionale all'aumento del prodotto dell'area (per oltre 0,3 punti percentuali) è stato fornito dall'Irlanda⁴; al netto del contributo di quest'ultima, hanno rallentato sia i consumi delle famiglie sia la spesa per investimenti. L'accumulazione di capitale è stata frenata dall'incertezza sulle politiche commerciali e, in parte, dal venire meno degli effetti di fattori fiscali che nello scorcio del 2024 avevano sospinto in alcuni paesi gli acquisti di mezzi di trasporto. L'anticipazione delle vendite verso gli Stati Uniti si è riflessa in un contributo al PIL positivo della domanda estera netta e negativo da parte della variazione delle scorte.

Nel secondo trimestre la crescita si è indebolita Le tensioni commerciali e l'instabilità del contesto globale rendono particolarmente incerta l'evoluzione dell'attività economica dell'area nel secondo trimestre. L'incertezza accresce inoltre la cautela di famiglie e imprese, frenando la domanda interna.

Le più recenti informazioni fornite dagli indicatori congiunturali segnalano un incremento del PIL dell'area dell'euro inferiore rispetto al trimestre precedente; il rallentamento ha riguardato tutte le principali economie ad eccezione della Spagna, dove la dinamica si mantiene ancora favorevole. Se il prodotto dell'Irlanda dovesse subire un forte arretramento dopo la crescita eccezionale del primo trimestre, il PIL complessivo dell'area potrebbe subire un calo.

L'andamento della componente relativa alla produzione corrente degli indici PMI – che si è collocata appena al di sopra della soglia di espansione – e le indicazioni ricavabili dalle indagini della Commissione europea sono coerenti con un moderato indebolimento dell'attività manifatturiera nel secondo trimestre. Le valutazioni prospettiche desumibili dagli ordini sono meno favorevoli e segnalano una dinamica del settore industriale particolarmente contenuta nella seconda parte dell'anno. Gli indici PMI e i risultati delle indagini della Commissione indicano una decelerazione dell'attività nei servizi.

La dinamica della domanda interna si attenua Nostre stime suggeriscono che nel secondo trimestre l'espansione dei consumi privati, benché limitata, abbia continuato a sostenere il prodotto, nonostante il peggioramento del clima di fiducia delle famiglie; quest'ultimo è stato condizionato sia da giudizi meno favorevoli sulla situazione economica generale – tornati sui bassi livelli del 2022 – sia da crescenti preoccupazioni per l'evoluzione del mercato del lavoro. Al netto dell'andamento molto volatile degli investimenti in Irlanda, l'accumulazione di capitale ha ulteriormente rallentato, in un contesto di peggioramento delle attese di produzione delle imprese appartenenti al comparto dei beni strumentali. Vi incidono inoltre i modesti tassi di utilizzo della capacità produttiva nell'industria.

Sulla base delle informazioni disponibili, il contributo delle esportazioni alla crescita del PIL dell'area sarebbe rimasto positivo anche nel secondo trimestre. La parziale sospensione dei dazi doganali

⁴ Il PIL irlandese è aumentato del 9,7 per cento sul trimestre precedente; sono cresciuti in modo straordinario la domanda estera netta, sostenuta dalle esportazioni delle multinazionali del settore farmaceutico, e gli investimenti, soprattutto in beni strumentali, nonché in proprietà intellettuale.

da parte dell'amministrazione statunitense e i negoziati commerciali in corso potrebbero aver ancora in parte sospinto le importazioni degli Stati Uniti. Tuttavia tale effetto avrebbe carattere transitorio e sarebbe sostituito da andamenti di segno opposto nella seconda metà dell'anno. L'indicatore PMI relativo agli ordini dall'estero è migliorato, così come le indicazioni sulla domanda estera desunte dalle inchieste della Commissione europea.

Secondo l'indicatore €-coin (fig. 4), al netto di questi fattori temporanei, la crescita di fondo dell'attività dell'area resta moderata.

L'Eurosistema conferma le previsioni di crescita dell'area per l'anno in corso

Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate in giugno⁵ prefigurano una crescita dello 0,9 per cento nel 2025, dell'1,1 nel 2026 e dell'1,3 nel 2027.

Rispetto alle previsioni della BCE dello scorso marzo, quelle per il prossimo anno sono state riviste al ribasso di un decimo di punto percentuale. Lo scenario ipotizza che i dazi statunitensi restino invariati sui livelli in vigore fino ai primi di luglio, anche oltre il termine del periodo di sospensione, e che non vi siano ritorsioni commerciali da parte dell'Unione europea.

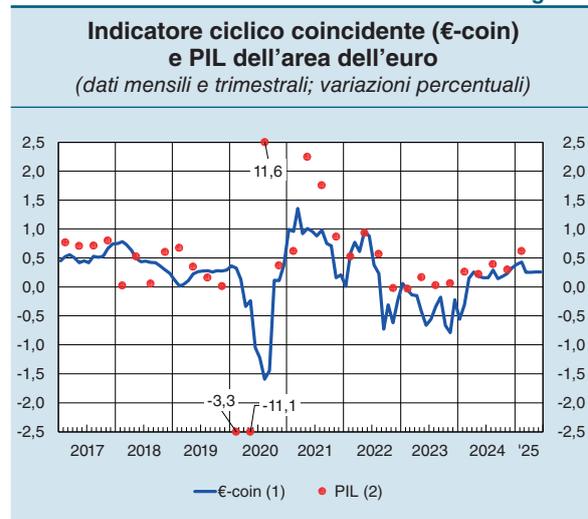
L'inflazione in giugno si colloca al 2 per cento

A giugno l'inflazione al consumo sui dodici mesi è lievemente aumentata al 2,0 per cento (dall'1,9 in

maggio; fig. 5). L'inflazione di fondo, che esclude i beni alimentari ed energetici, è rimasta stabile al 2,3 per cento. Il tasso di crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici è lievemente diminuito (allo 0,5 per cento). L'inflazione dei servizi si è portata al 3,3 per cento, circa un decimo sopra la rilevazione di maggio ma ben al di sotto del dato di aprile, quando era bruscamente risalita a causa della maggiore domanda dei servizi di viaggio (in particolare le tariffe aeree) e di alloggio connessa con le vacanze pasquali. Fra le componenti volatili è rimasta sostenuta l'inflazione dei beni alimentari (3,1 per cento), sospinta dai rincari delle materie prime, mentre i prezzi dell'energia continuano a ridursi rispetto all'anno precedente (-2,7

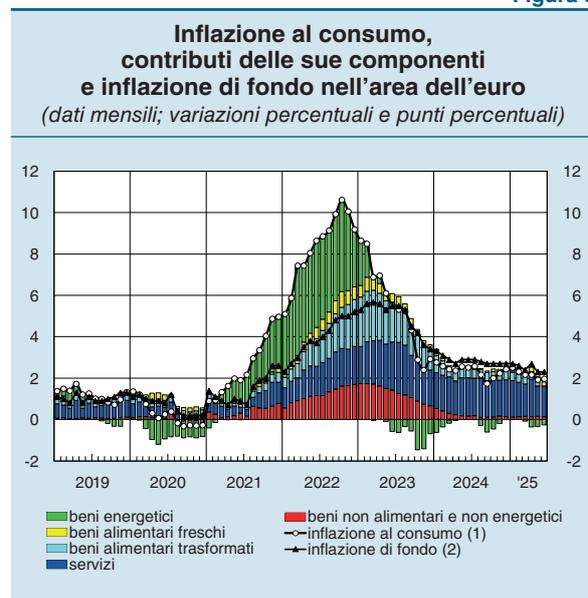
⁵ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2025.*

Figura 4



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

Figura 5



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

per cento), per effetto della flessione delle quotazioni all'ingrosso del gas e del greggio nei mesi primaverili. Tale dinamica rimane tuttavia molto volatile, in quanto soggetta all'instabilità geopolitica in Medio Oriente e alle tensioni commerciali (cfr. il paragrafo 1.1).

A maggio l'inflazione alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno nell'area dell'euro è scesa allo 0,3 per cento, dallo 0,7 in aprile, riflettendo soprattutto la dinamica dei prezzi dei beni energetici, divenuta ulteriormente negativa sui dodici mesi. L'indice PMI del settore manifatturiero relativo ai costi degli input è nettamente diminuito negli ultimi mesi e si colloca su livelli inferiori alla soglia di espansione.

Prosegue la crescita delle retribuzioni, seppure con andamenti eterogenei

Nel primo trimestre la crescita delle retribuzioni orarie di fatto nell'area dell'euro è rimasta sostanzialmente stabile, al 3,6 per cento su base annua. Tra i principali paesi, le retribuzioni hanno accelerato leggermente in Francia e in Spagna; hanno invece rallentato in Italia e proseguito la decelerazione in atto già dalla seconda metà del 2024 in Germania. Nei mesi primaverili i salari sarebbero aumentati più lentamente, alla luce di incrementi nelle retribuzioni contrattuali più contenuti in Italia e in Germania. Il numero di addetti è salito dello 0,2 per cento nell'area, sebbene la domanda di lavoro si confermi debole in Germania, dove l'occupazione è rimasta stabile, e in Francia, dove è diminuita dello 0,3 per cento.

L'Eurosistema ha rivisto al ribasso le proiezioni dell'inflazione per il 2025

Secondo le proiezioni di giugno formulate dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione si collocherà al 2,0 per cento nel 2025, all'1,6 nel 2026 e al 2,0 nel 2027. Nel confronto con quanto prefigurato dalla BCE a marzo, le previsioni sono state riviste al ribasso complessivamente di 0,6 punti percentuali nel biennio 2025-26, soprattutto per effetto di ipotesi nettamente più favorevoli sugli andamenti delle materie prime energetiche.

Il riorientamento delle esportazioni di beni cinesi verso l'Europa indotto dal deterioramento delle relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina potrebbe accentuare le pressioni competitive sui produttori europei e deprimerne i listini, in un contesto di inflazione al consumo dei beni manifatturieri già contenuta (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina sui prezzi al consumo nell'area dell'euro*).

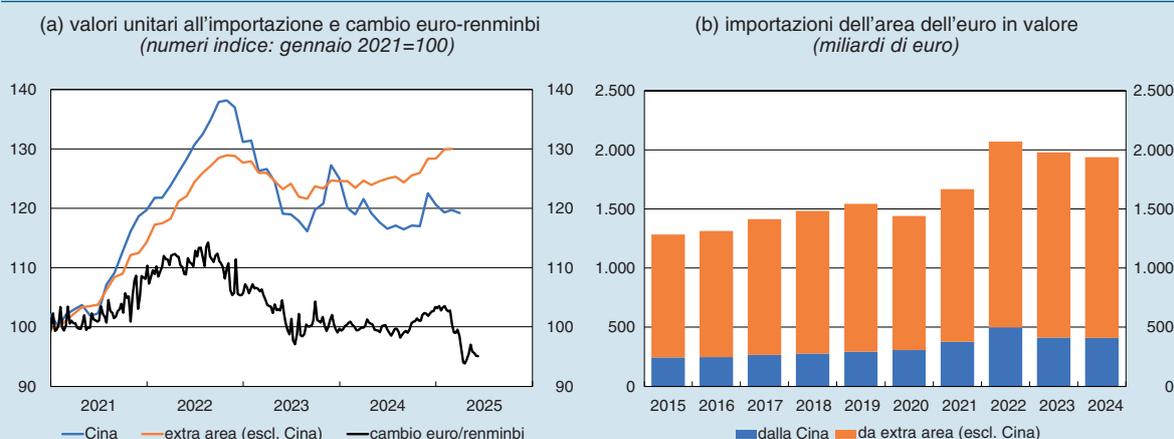
GLI EFFETTI DELLE TENSIONI COMMERCIALI TRA STATI UNITI E CINA SUI PREZZI AL CONSUMO NELL'AREA DELL'EURO

I dazi influenzano i prezzi al consumo in modo eterogeneo. Nei paesi che li impongono i prezzi sono spinti al rialzo, poiché i produttori esteri tendono a trasferire sui consumatori – in misura completa o parziale – l'onere dell'imposta e i produttori nazionali possono dover sostenere costi superiori per i beni intermedi importati¹. Nei paesi che li subiscono le esportazioni si riducono e l'attività economica si indebolisce, generando spinte disinflazionistiche. Pressioni al ribasso sui prezzi al consumo potrebbero derivare anche da un minore costo delle materie prime – per il rallentamento del commercio globale – e dal freno agli investimenti indotto dall'aumento dell'incertezza.

Ulteriori conseguenze possono scaturire dal reindirizzamento dei flussi del commercio globale. In particolare, a fronte del rialzo dei dazi imposto dagli Stati Uniti dallo scorso aprile, la Cina potrebbe

¹ M. Amiti, S.J. Redding e D.E. Weinstein, *The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare*, "Journal of Economic Perspectives", 33, 4, pp. 187-210.

Beni manifatturieri: valori unitari e importazioni in valore



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e LSEG.

riorientare le proprie esportazioni verso i mercati europei, adottando politiche di prezzo più aggressive. Già dal 2022 i prezzi dei beni provenienti dalla Cina sono scesi sensibilmente, anche a causa del deprezzamento del renminbi (figura, pannello a). Se questo andamento si dovesse accentuare, gli effetti sull'area dell'euro potrebbero non essere trascurabili, tenuto conto che i beni cinesi rappresentano circa un quinto del totale delle importazioni dai paesi fuori dall'area (400 miliardi di euro; figura, pannello b)².

L'effetto sull'inflazione al consumo nell'area dell'euro dipenderebbe da tre elementi: (a) l'entità delle maggiori esportazioni cinesi destinate all'area; (b) la risposta dei prezzi all'importazione delle merci cinesi; (c) la reazione dei prezzi al consumo alla variazione di quelli all'importazione dalla Cina. Secondo recenti stime³, un aumento dei dazi statunitensi nei confronti della Cina di entità pari a quanto prefigurato a maggio potrebbe tradursi in un incremento delle esportazioni cinesi verso l'area di circa 10 miliardi di euro; i prezzi dei beni cinesi importati si ridurrebbero di circa il 2,5 per cento⁴. I prezzi al consumo dei beni industriali non energetici nell'area scenderebbero di circa lo 0,3 per cento su un orizzonte di due anni⁵. L'effetto finale sarebbe una riduzione dell'inflazione complessiva di circa 0,1 punti percentuali nel biennio.

² La maggior parte dei beni importati dalla Cina è costituita da apparecchiature e macchinari elettrici (come batterie, sistemi di illuminazione ed elettrodomestici), nonché da prodotti elettronici e per l'elaborazione dei dati (computer, fotocamere, televisori e apparecchi per le telecomunicazioni). In questi settori la Cina è il principale fornitore dell'area, con quote di mercato nettamente superiori rispetto agli altri partner commerciali fuori dall'area. Le esportazioni cinesi includono inoltre un'ampia gamma di beni manifatturieri dal basso contenuto tecnologico, quali ricambi per automobili, prodotti in plastica, beni di abbigliamento, giocattoli e mobili per la casa.

³ F.P. Conteduca, M. Mancini e A. Borin, *Roaring tariffs: the global impact of the US 2025 trade war*, "VoxEU CEPR", 6 maggio 2025.

⁴ Si ipotizza un livello effettivo dei dazi imposto dagli Stati Uniti verso la Cina pari al 40 per cento, in linea con l'accordo temporaneo tra i due paesi annunciato il 12 maggio. Si ipotizza inoltre che non vi siano variazioni nei dazi che tutti gli altri paesi si impongono reciprocamente.

⁵ L'effetto sarebbe più marcato per i beni tecnologici e per quelli relativi all'abitazione, e meno forte per i beni a basso valore tecnologico; cfr. F. Corsello, S. Pica e F. Venditti, *The Great Wall of Chinese goods: the effect of tariff-induced re-rerouting on euro area consumer prices*, "VoxEU CEPR", 12 giugno 2025.

Qualora i dazi imposti dagli Stati Uniti fossero più elevati, in linea con quelli annunciati ad aprile⁶, l'incremento delle importazioni cinesi potrebbe raggiungere i 30 miliardi e l'effetto al ribasso sull'indice complessivo dei prezzi sarebbe dello 0,2 per cento.

⁶ Il livello effettivo dei dazi verso la Cina si era portato al 115 per cento a seguito della strategia annunciata il 2 aprile dall'amministrazione statunitense di dazi commisurati all'avanzo commerciale dei paesi nei confronti degli Stati Uniti ("dazi reciproci") e delle successive determinazioni.

Le imprese e le famiglie si attendono incrementi moderati dei prezzi

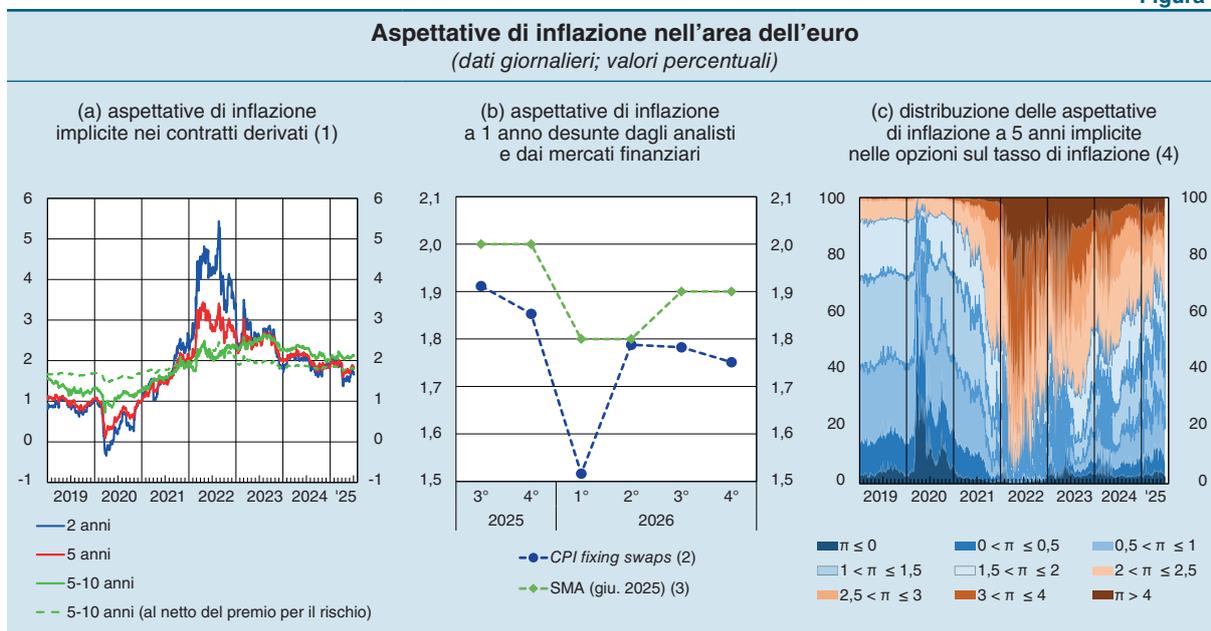
Nella media del secondo trimestre, le indagini della Commissione europea segnalano la stabilità delle aspettative a breve sui propri listini da parte delle imprese manifatturiere e una revisione al ribasso per quelle del settore dei servizi.

Secondo la *Consumer Expectations Survey* della BCE, in maggio le aspettative di inflazione al consumo delle famiglie nell'area dell'euro sono scese su un valore mediano del 2,8 per cento sull'orizzonte a dodici mesi e del 2,4 su quello a tre anni, in lieve diminuzione da aprile. Anche l'incertezza sulle aspettative di inflazione per i successivi dodici mesi si è ridotta, recuperando il temporaneo aumento registrato nel mese precedente.

Le attese di inflazione a breve e medio termine restano al di sotto dell'obiettivo

Tra la metà di aprile e l'inizio di luglio i rendimenti dei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) sugli orizzonti a due e a cinque anni sono risaliti, portandosi rispettivamente all'1,7 e all'1,8 per cento (fig. 6.a). Sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti, al netto delle stime del premio per il rischio di inflazione, i

Figura 6



Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti ILS con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti al netto del rischio di inflazione, cfr. S. Cecchetti, A. Grasso e M. Pericoli, *An analysis of objective inflation expectations and inflation risk premia*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1380, 2022. – (2) Tassi di inflazione attesi a 1 anno impliciti nei contratti di *CPI fixing swap* a varie scadenze. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'IPCA dell'area dell'euro al netto dei tabacchi. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA condotta tra il 19 e il 21 maggio 2025. – (4) La distribuzione dell'inflazione attesa (π) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'IPCA dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

rendimenti sono rimasti stabili, intorno all'1,8 per cento. Sugli orizzonti più brevi, le attese basate sui contratti di *CPI fixing swap*⁶ indicano un calo dell'inflazione attorno all'1,5 per cento nel primo trimestre del 2026 e una risalita all'1,8 nella restante parte dell'anno. Secondo gli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA) di giugno, l'inflazione si collocherebbe al 2,0 per cento nello scorcio del 2025, per stabilizzarsi tra l'1,8 e l'1,9 per cento nel 2026 (fig. 6.b). Infine, la distribuzione delle aspettative di inflazione desunte dal prezzo delle opzioni indica una probabilità del 41 per cento che l'inflazione stessa risulti inferiore all'1,5 per cento in media nei prossimi cinque anni; la probabilità che superi il 2,5 è pari al 18 per cento (fig. 6.c).

La BCE ha ridotto ulteriormente i tassi ufficiali

Nelle riunioni di aprile e di giugno il Consiglio direttivo della BCE ha ulteriormente abbassato di complessivi 50 punti base il tasso di interesse sui depositi presso l'Eurosistema, portandolo al 2,0 per cento (fig. 7); le decisioni hanno riflesso le valutazioni aggiornate delle prospettive di inflazione, della dinamica dell'inflazione di fondo e della trasmissione della politica monetaria. La diminuzione complessiva del tasso dall'avvio del ciclo di allentamento della politica monetaria nel giugno 2024 è pari a 200 punti base.

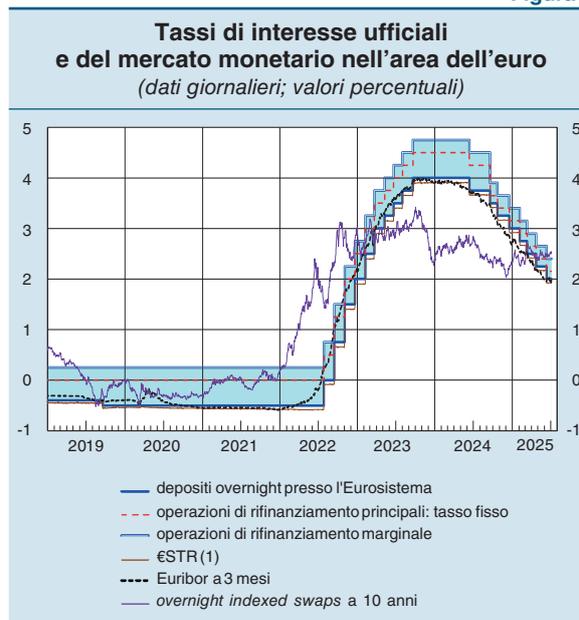
Mercati e analisti si attendono ancora un taglio dei tassi di riferimento

Le attese sui tassi di riferimento implicite nei contratti swap sul tasso €STR sono risalite leggermente rispetto ai livelli osservati dopo gli annunci di inasprimento delle politiche commerciali da parte dell'amministrazione statunitense. All'inizio di luglio i mercati si attendevano un ulteriore taglio di 25 punti base dei tassi di riferimento entro la fine del 2025. Gli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA prevedevano un profilo di riduzione simile.

Il costo del credito continua a diminuire

Tra febbraio e maggio è proseguito il calo del tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie (al 3,6 per cento, dal 4,1; fig. 8). Questa dinamica rispecchia la progressiva discesa del costo della raccolta bancaria e l'andamento dei tassi di riferimento a breve termine privi di rischio. Il costo dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è invece rimasto sostanzialmente invariato (al 3,3 per cento), risentendo dell'aumento dei relativi tassi di riferimento avvenuto tra l'inizio di marzo e la metà di aprile⁷ (cfr. il paragrafo 1.3 in *Bollettino economico*, 2, 2025).

Figura 7



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

⁶ I *CPI fixing swaps* sono contratti derivati collegati alla pubblicazione dei dati mensili sull'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro, misurata sull'IPCA al netto dei prezzi del tabacco. I tassi impliciti in questi contratti indicano l'inflazione annuale attesa dai mercati finanziari nei successivi 24 mesi. Le aspettative di inflazione basate sui *CPI fixing swaps* sono aggiornate con maggiore frequenza rispetto a quelle degli analisti, e possono risentire di reazioni repentine a notizie sugli sviluppi macroeconomici nell'area dell'euro e nelle altre principali economie.

⁷ L'Euribor a tre mesi e l'*interest rate swap* (IRS) a dieci anni sono i tassi convenzionalmente considerati di riferimento per i prestiti alle imprese e per i mutui, rispettivamente. Tra febbraio e maggio l'Euribor era sceso di circa 40 punti base; nello stesso orizzonte temporale l'IRS era salito di circa 15 punti base.

I prestiti hanno accelerato, guidati dalla componente a breve e medio termine

I prestiti alle società non finanziarie nell'area dell'euro hanno accelerato al 2,5 per cento in maggio su base annua (dal 2,1 in febbraio; fig. 8). Questo andamento è principalmente attribuibile a una decisa ripresa dei finanziamenti a breve e medio termine. Il tasso di crescita dei prestiti con durata originaria oltre i cinque anni (tipicamente associati a finalità di investimento) resta ben al di sotto della media storica calcolata dal 2004. La fiacchezza della componente a più lungo termine riflette sia la lieve restrizione dei criteri di offerta, guidata da un'accresciuta percezione del rischio da parte degli intermediari, sia la debolezza della domanda di finanziamenti per investimenti fissi, in un contesto in cui la pianificazione delle imprese è verosimilmente frenata dall'incertezza economica e geopolitica⁸. La dinamica dei finanziamenti alle famiglie è migliorata (2,0 per cento in ragione d'anno, dall'1,5 in febbraio), rispecchiando il miglioramento della domanda di prestiti per acquisto di abitazioni favorito dal calo complessivo dei tassi.

A giugno la Commissione ha pubblicato il pacchetto di primavera

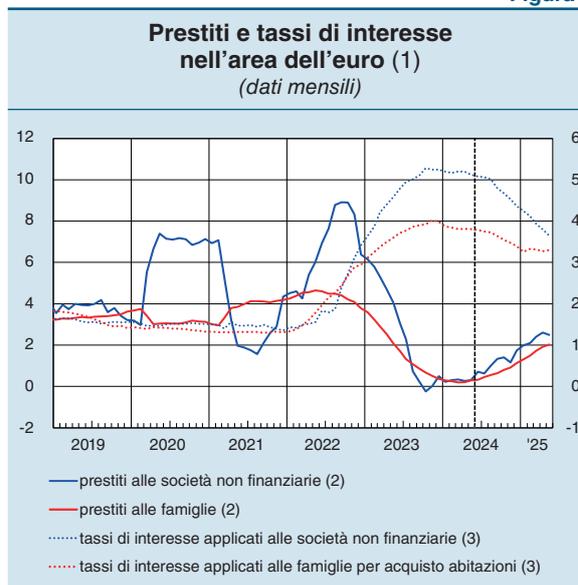
Lo scorso 4 giugno la Commissione europea ha pubblicato il pacchetto di primavera del semestre europeo. Con riferimento agli otto paesi che hanno una Procedura per i disavanzi eccessivi in corso e alle raccomandazioni del Consiglio della UE dello scorso gennaio sull'andamento della spesa netta, la Commissione ritiene che: (a) quattro paesi (Italia, Polonia, Slovacchia e Ungheria) siano pienamente in regola con tali raccomandazioni; (b) due paesi (Francia e Malta) siano attualmente in linea, ma è atteso uno scostamento in futuro per il quale si potrebbero richiedere azioni correttive; (c) due paesi (Belgio e Romania) non siano in regola, e che siano necessarie nell'immediato azioni correttive⁹. La Commissione ha inoltre esaminato lo stato di attuazione dei piani strutturali di bilancio di medio termine di altri 18 paesi membri non sottoposti a Procedura per i disavanzi eccessivi. In due terzi dei casi la traiettoria della spesa netta è stata giudicata in linea con quanto concordato¹⁰. L'8 luglio il Consiglio ha aperto una Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Austria e ha accolto la richiesta di attivazione della clausola di salvaguardia nazionale del Patto di stabilità e crescita per il quadriennio 2025-28 al fine di aumentare le spese per la difesa in 15 paesi membri (Belgio, Bulgaria, Croazia, Danimarca, Estonia, Finlandia, Grecia, Lettonia, Lituania, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria). Infine, ha rivolto ai paesi membri le raccomandazioni specifiche contenute nel pacchetto di primavera della Commissione.

⁸ Per maggiori informazioni, cfr. BCE, *April 2025 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 15 aprile 2025.

⁹ Per approfondimenti, cfr. Commissione europea, *2025 European Semester. Spring package*, COM(2025) 200 final, 2025.

¹⁰ I paesi che presentano scostamenti rispetto alla traiettoria della spesa netta concordata sono: Portogallo e Spagna (giudicati non pienamente in linea); Cipro, Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi (giudicati non in linea). La valutazione è in sospeso per la Germania, che non ha ancora inviato il proprio piano strutturale di bilancio di medio termine.

Figura 8



1.3 I MERCATI FINANZIARI

Nel secondo trimestre i mercati finanziari hanno risentito dell'incertezza indotta dalle tensioni commerciali e hanno mostrato segnali di riduzione dell'esposizione degli investitori globali verso alcune attività in dollari. L'aumento dei rendimenti dei titoli pubblici di Stati Uniti e Giappone, osservato sino alla fine di maggio, è stato guidato principalmente da timori sulle prospettive delle finanze pubbliche dei due paesi; nelle settimane successive i rendimenti statunitensi si sono ridotti, anche a seguito di attese di un orientamento più accomodante della Federal Reserve. Nell'area dell'euro i rendimenti sono nel complesso diminuiti, soprattutto nei paesi in cui il percorso di consolidamento dei conti pubblici ha sostenuto la domanda di titoli. Le forti perdite delle quotazioni azionarie delle principali piazze finanziarie all'indomani degli annunci del 2 aprile sono state più che recuperate nelle settimane successive e le reazioni al conflitto tra Israele e Iran sono risultate contenute. Il dollaro si è indebolito nei confronti delle principali valute e, in misura significativa, rispetto all'euro; il prezzo dell'oro è cresciuto sensibilmente.

I rendimenti dei titoli pubblici hanno avuto ampie oscillazioni negli Stati Uniti...

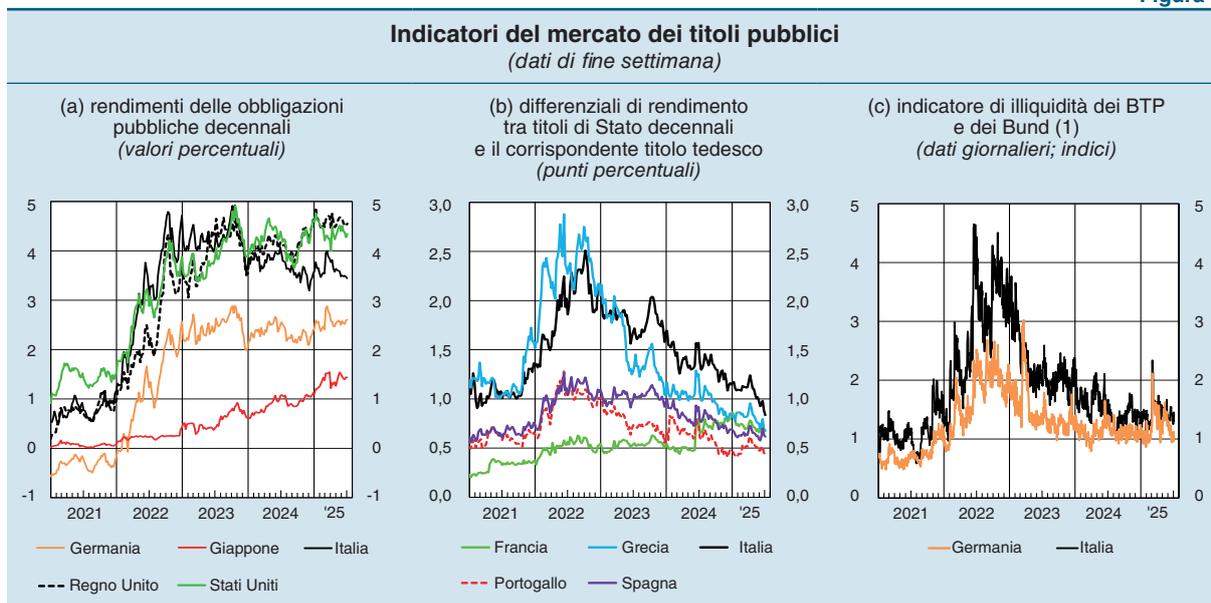
Dalla prima decade di aprile i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno mostrato elevata volatilità (fig. 9.a), collocandosi nei primi quattro giorni di luglio su un livello più alto di 5 punti base negli Stati Uniti e di 17 punti in Giappone. I rendimenti sulla scadenza a 30 anni hanno segnato rialzi di circa 10 e 35 punti base, rispettivamente, sospinti in entrambi i paesi dai crescenti timori sulle prospettive dei conti pubblici. Negli Stati Uniti tali preoccupazioni si erano intensificate nella seconda metà di maggio, generando un forte aumento del premio a termine, a seguito della revisione al ribasso del merito di credito sovrano da parte dell'agenzia di rating Moody's e dell'approvazione da parte della Camera dei Rappresentanti di un progetto di legge di bilancio che ha alimentato aspettative di un ulteriore significativo incremento del deficit¹¹. Nelle settimane successive i rendimenti si sono ridotti anche a seguito di attese di un orientamento più accomodante della Federal Reserve, riportandosi su valori comparabili a quelli della prima decade di aprile. In Giappone sono emersi segnali di una minore capacità degli investitori istituzionali di assorbire le emissioni sulle scadenze più lunghe, in un contesto di ampia offerta netta di titoli e di elevata incertezza sulle politiche macroeconomiche, nonché sulle prospettive fiscali.

... mentre sono scesi nell'area dell'euro

In generale, la domanda di titoli di Stato dell'area dell'euro non ha risentito del quadro di grande incertezza internazionale. A differenza di quanto solitamente avveniva durante i periodi di turbolenza, i rendimenti sono scesi in Grecia, Italia, Portogallo e Spagna, a fronte di un progressivo consolidamento dei rispettivi conti pubblici in una fase in cui in Germania si prevede invece un aumento della spesa. Il rendimento dei titoli pubblici italiani sulla scadenza decennale è diminuito fortemente di 41 punti base, al 3,44 per cento, anche in virtù di valutazioni più favorevoli da parte di alcune agenzie di rating¹² (fig. 9.a); quello del corrispondente titolo tedesco è rimasto sostanzialmente invariato. Il differenziale di rendimento tra i due titoli si è pertanto contratto di 39 punti base, collocandosi a circa 85 punti base, sui valori più bassi degli ultimi 15 anni; anche i differenziali di rendimento dei titoli dei principali paesi dell'area si sono ridotti, seppure in misura inferiore (fig. 9.b). La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano è diminuita, mantenendosi su livelli contenuti nel confronto storico, e le condizioni di liquidità sono rimaste stabili (fig. 9.c).

¹¹ Il progetto di legge (One Big Beautiful Bill Act) è stato definitivamente confermato dalla Camera dei Rappresentanti degli Stati Uniti il 3 luglio, dopo che la prima versione, originariamente approvata dalla stessa Camera il 22 maggio, era stata ratificata con alcune modifiche dal Senato.

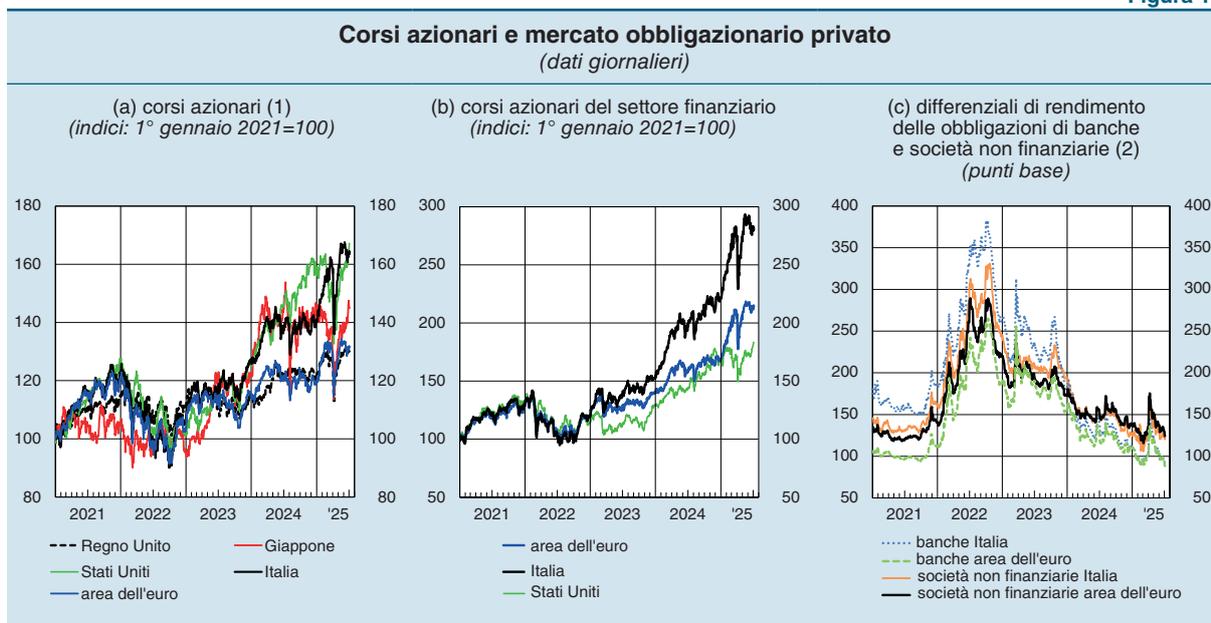
¹² In particolare, l'agenzia Standard & Poor's ha alzato il rating sovrano a lungo termine dell'Italia portandolo da BBB a BBB+, mentre l'agenzia Moody's ha migliorato l'*outlook* da stabile a positivo.



I corsi azionari hanno più che recuperato negli Stati Uniti...

Dalla prima decade di aprile i mercati azionari delle principali economie avanzate hanno ampiamente recuperato le perdite subite durante le turbolenze innescate dall'annuncio dei nuovi dazi statunitensi (fig. 10.a), portandosi su valori lievemente più alti di quelli dell'inizio dell'anno. Nei primi giorni di luglio

Figura 10



l'indice Standard & Poor's 500 (S&P 500), trainato dal settore tecnologico e da quello delle telecomunicazioni, risultava superiore di circa il 26 per cento rispetto al minimo toccato l'8 aprile. I corsi azionari hanno beneficiato del parziale allentamento delle tensioni tra Stati Uniti e Cina e della diffusione di dati favorevoli sugli utili delle imprese; di contro hanno risentito, seppure temporaneamente, dei timori legati alla sostenibilità del debito pubblico statunitense. La volatilità è nel complesso diminuita sia nei mercati azionari sia in quelli obbligazionari e, a differenza di quanto accaduto dopo il primo declassamento degli Stati Uniti nel 2011, in quest'occasione non ha subito bruschi rialzi, manifestando una reazione limitata e di breve durata all'acuirsi delle tensioni geopolitiche.

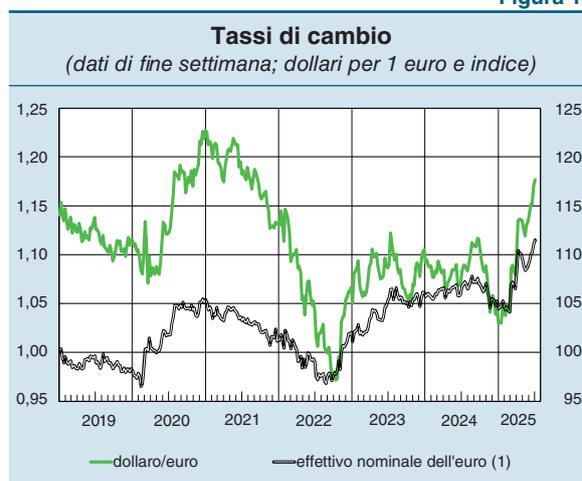
... nonché nell'area dell'euro e in Italia

Anche nell'area dell'euro i corsi azionari hanno ampiamente recuperato i notevoli cali subiti all'inizio di aprile: all'inizio di luglio si collocavano su livelli superiori di circa il 13 per cento a quelli dell'8 aprile (fig. 10.a). Vi hanno inciso la maggiore propensione al rischio degli investitori e la pubblicazione di utili relativi al primo trimestre migliori delle attese, seppure in un contesto di forte preoccupazione sull'impatto futuro dei dazi. Il ridimensionamento del rischio di una recessione causata dalle tensioni commerciali ha influito positivamente sulle quotazioni nel settore finanziario, che sono salite di circa il 18 per cento, in misura maggiore rispetto all'indice generale di borsa (fig. 10.b). Tra l'inizio di aprile e la prima settimana di luglio in Italia i corsi azionari sono cresciuti complessivamente del 17 per cento; le quotazioni delle banche sono aumentate del 23, in linea con quelle dell'area dell'euro (24 per cento). I differenziali rispetto al tasso privo di rischio dei rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dalle banche si sono notevolmente compressi (fig. 10.c).

Prosegue il deprezzamento del dollaro, in particolare nei confronti dell'euro

Tra la prima settimana di aprile e i primi giorni di luglio l'euro si è nel complesso apprezzato (fig. 11), mentre il dollaro statunitense si è indebolito rispetto sia alle principali valute delle economie avanzate, sia a molte di quelle dei mercati emergenti. Diversamente da episodi precedenti di turbolenza finanziaria, il dollaro si è deprezzato – soprattutto nei confronti dell'euro – anche nelle fasi di simultaneo rialzo dei rendimenti governativi statunitensi e dei loro differenziali rispetto ad altri titoli sovrani (cfr. il riquadro: *Il recente apprezzamento del cambio euro-dollaro*). Nel complesso del periodo il prezzo dell'oro è cresciuto in misura significativa; inoltre, sulla base di un campione di dati relativo ai fondi di investimento, sono emersi segnali di una riallocazione dei portafogli degli investitori internazionali verso attività denominate in euro. Tali evidenze sembrano suggerire la ricerca di attività sicure alternative al dollaro.

Figura 11

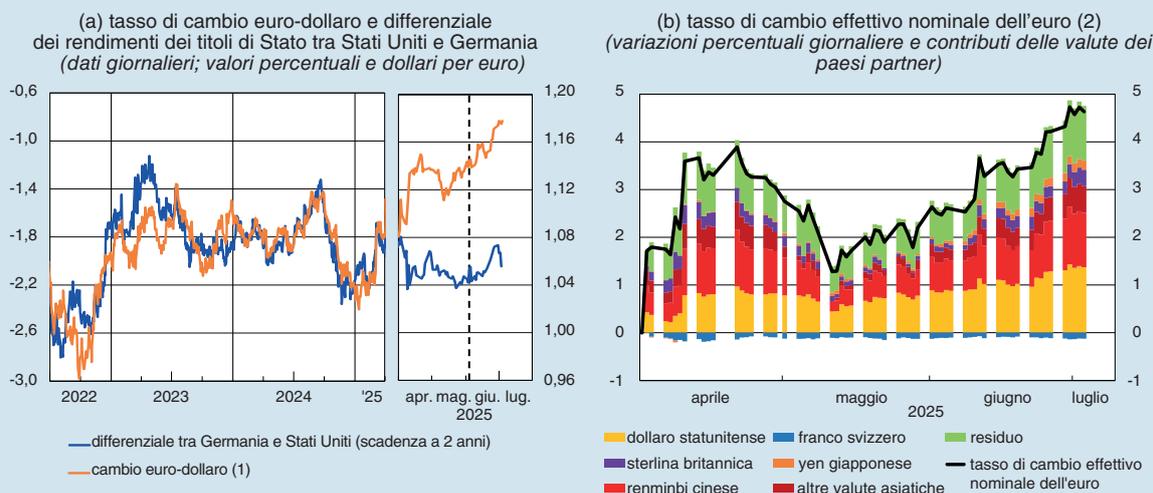


Fonte: BCE e LSEG.
(1) Indice: 1^a settimana gen. 2019=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro. Scala di destra.

IL RECENTE APPREZZAMENTO DEL CAMBIO EURO-DOLLARO

A seguito dell'annuncio dell'inasprimento dei dazi da parte degli Stati Uniti lo scorso 2 aprile, il dollaro statunitense si è deprezzato rispetto alle principali valute (dollaro canadese, euro, franco svizzero, sterlina britannica, yen giapponese). Tale dinamica rappresenta un'inversione di tendenza rispetto al passato: generalmente nei periodi di elevata incertezza si osservava un apprezzamento del dollaro, favorito dalla propensione degli investitori a orientarsi verso attività e valute percepite come sicure.

Tassi di cambio dell'euro e differenziale di rendimento con gli Stati Uniti



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

(1) Un aumento del cambio euro-dollaro segnala un apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro. Scala di destra. – (2) Variazioni percentuali giornaliere del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro a partire dal 2 aprile 2025. Le aree colorate rappresentano i contributi delle principali valute dei paesi partner, calcolati sulla base di un indicatore di tasso di cambio effettivo costruito come media ponderata dei cambi bilaterali dell'euro, utilizzando pesi derivati dagli scambi commerciali. La linea nera indica la variazione complessiva del tasso. Le voci "altre valute asiatiche" e "residuo" comprendono, rispettivamente, un insieme di valute asiatiche minori e il contributo delle restanti valute incluse nell'indice.

Negli ultimi anni il cambio euro-dollaro ha mostrato un'elevata correlazione positiva con il differenziale dei rendimenti sui titoli sovrani a medio termine (figura A, pannello a)¹. Al contrario, nei giorni immediatamente successivi al 2 aprile 2025, il dollaro si è deprezzato in misura nettamente superiore a quanto giustificato dal differenziale dei tassi di interesse tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti². L'allentamento delle tensioni commerciali in maggio ha determinato un lieve apprezzamento del dollaro, non sufficiente tuttavia a riportarlo in linea con l'andamento relativo dei tassi di interesse³.

Più in generale si è apprezzato il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, a conferma di un rafforzamento generalizzato della moneta unica anche nei confronti delle altre valute tradizionalmente considerate sicure, come la sterlina britannica o lo yen giapponese (figura A, pannello b)⁴.

Il recente andamento del tasso di cambio euro-dollaro potrebbe segnalare un aumento persistente della rischiosità percepita dagli investitori sui titoli degli Stati Uniti, in ragione delle perduranti

¹ Per l'area dell'euro si considera il Bund tedesco.

² L'apprezzamento dell'euro successivo al 2 aprile rappresenta una dinamica peculiare rispetto a quella osservata per altre valute: il cambio euro-dollaro ha mostrato un disallineamento rispetto al differenziale di rendimento tra titoli dell'area dell'euro e statunitensi, a differenza di quanto accaduto per altre principali valute nei confronti del dollaro.

³ Il differenziale tra tasso di cambio e rendimenti non sembra riflettere disfunzioni nei mercati valutari o dei derivati, come suggerito dalle relazioni implicite nella parità coperta dei tassi di interesse. Quest'ultima esprime una condizione di non arbitraggio tra il tasso di cambio a pronti, quello a termine e il differenziale di rendimento tra titoli privi di rischio in valute diverse. Le determinanti del cambio bilaterale – il tasso di cambio a termine e il differenziale di rendimento – non presentano nel periodo più recente scostamenti significativi dai valori storici, né si osservano anomalie nell'andamento degli swap su valute. Per un'esposizione dettagliata, cfr. C. Borio, R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, *Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis*, "BIS Quarterly Review", settembre, 2016; per i premi per il rischio di cambio, cfr. F. Nucera, L. Sarno e G. Zinna, *Currency risk premiums redux*, "The Review of Financial Studies", 37, 2, 2024, pp. 356-408.

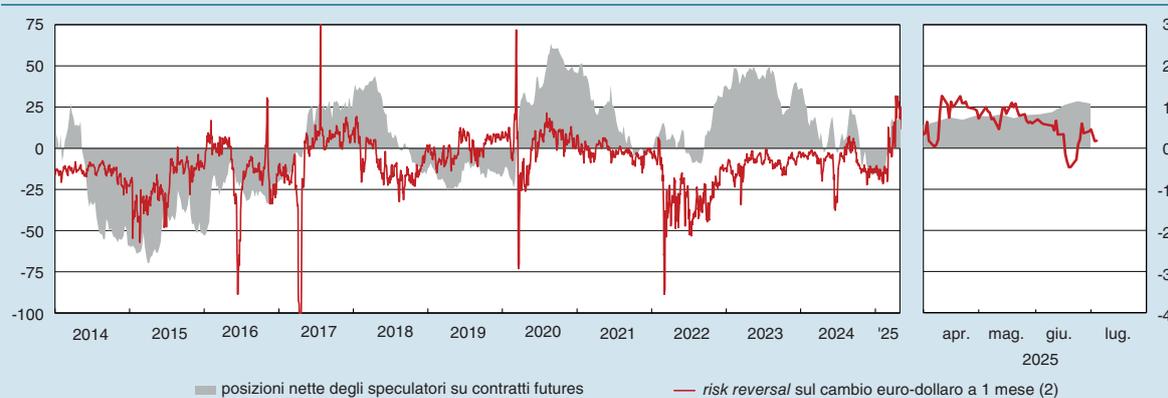
⁴ Il tasso di cambio effettivo nominale è un indice che misura il valore dell'euro rispetto a un paniere di valute di paesi terzi, ponderate in base alla loro rilevanza negli scambi commerciali complessivi di beni e servizi.

tensioni commerciali e della maggiore incertezza sulle prospettive fiscali. Ciò avrebbe contribuito ad accrescere la diversificazione valutaria da parte degli investitori internazionali, con benefici, ancorché limitati, per le attività denominate in euro.

Le valutazioni dei mercati finanziari sui rischi relativi al tasso di cambio euro-dollaro si sono orientate in modo significativo verso un rafforzamento dell'euro⁵. Dal 2 aprile il costo di protezione da un apprezzamento dell'euro rispetto al costo di assicurarsi contro un suo deprezzamento ha raggiunto valori storicamente elevati, che non si osservavano dal verificarsi dei momenti di tensione sui mercati finanziari del marzo 2020 (figura B, linea rossa). Anche i posizionamenti netti degli investitori con finalità speculative nel mercato dei contratti futures⁶ hanno continuato a indicare attese di un rafforzamento dell'euro (figura B, area grigia).

Figura B

**Indicatore di posizionamento degli investitori e asimmetria implicita
nelle opzioni sul cambio euro-dollaro a 1 mese (1)**
(indice e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

(1) Un valore positivo (negativo) delle posizioni nette sui futures detenute dagli operatori non commerciali indica che gli investitori detengono una posizione netta lunga (corta) in euro, ossia si attendono un apprezzamento (deprezzamento) della valuta unica. Un valore fortemente positivo (negativo) del *risk reversal* sulle opzioni sul cambio euro-dollaro indica che il mercato attribuisce maggiore probabilità a un significativo apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Il *risk reversal* confronta la volatilità implicita di opzioni di acquisto e di vendita che si collocano nelle estremità della distribuzione attesa del tasso di cambio, fornendo indicazioni sull'asimmetria percepita dai partecipanti al mercato. – (2) Scala di destra.

⁵ Gli operatori finanziari possono assicurarsi contro un apprezzamento o un deprezzamento del tasso di cambio euro-dollaro stipulando specifici contratti derivati (opzioni) quotati in mercati regolamentati. L'andamento dei prezzi di tali contratti segnala la propensione degli operatori ad assicurarsi contro un apprezzamento o un deprezzamento del tasso di cambio.

⁶ I posizionamenti netti degli investitori con finalità speculative nel mercato dei contratti futures segnalano la differenza tra le scommesse al rialzo e quelle al ribasso su una valuta. Se il saldo è positivo, significa che gli investitori si aspettano un apprezzamento di quella valuta; se è negativo, si attendono un deprezzamento. Questi dati offrono un'indicazione delle aspettative di breve periodo prevalenti tra gli operatori finanziari non interessati a coprire rischi commerciali, ma a trarre profitto dalle variazioni di prezzo.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Nel primo trimestre del 2025 il PIL dell'Italia ha continuato a espandersi moderatamente, sostenuto sia dalla domanda interna sia da quella estera. Come in altri paesi, le esportazioni sono aumentate in maniera significativa, in particolare verso gli Stati Uniti, presumibilmente anticipando l'entrata in vigore dei nuovi dazi. In base alle nostre valutazioni, nel secondo trimestre l'economia italiana è cresciuta ancora, pur con una lieve decelerazione. L'attività è aumentata sia nell'industria sia nei servizi. La dinamica è rimasta modesta per i consumi, mentre si è attenuata per gli investimenti, risentendo della perdurante incertezza.

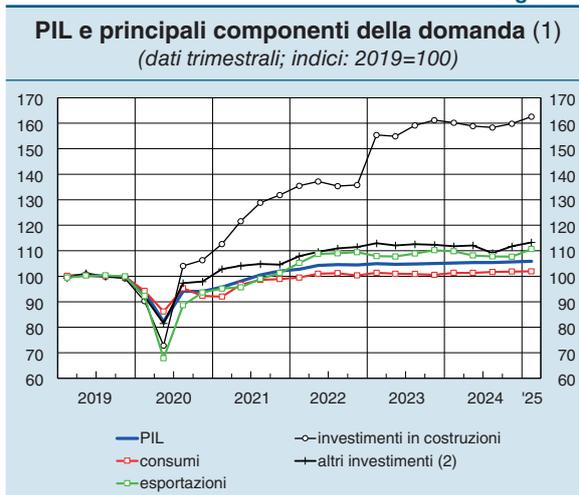
Nei primi tre mesi dell'anno l'attività economica è cresciuta...

All'inizio del 2025 il PIL italiano ha continuato a espandersi moderatamente. L'aumento del prodotto (0,3 per cento rispetto al trimestre precedente; fig. 12 e tav. 3) è stato spinto sia dalla domanda interna sia, in misura minore, da quella estera netta.

L'incremento degli investimenti è stato sostenuto e ha interessato tutte le principali componenti, in particolare quella in macchinari e attrezzature (cfr. il paragrafo 2.2). L'espansione dei consumi, in linea con quella del trimestre precedente, è stata favorita dal recupero del potere d'acquisto; al rialzo della spesa in servizi si è contrapposta la flessione degli acquisti di beni durevoli, verosimilmente a causa dall'aumento dell'incertezza sulle prospettive dell'economia (cfr. il paragrafo 2.3). Le esportazioni sono tornate a salire e sono aumentate soprattutto verso gli Stati Uniti; l'anticipazione degli acquisti da parte di questo paese in previsione dell'inasprimento delle politiche commerciali avrebbe contribuito, secondo nostre stime, per oltre un terzo alla crescita delle esportazioni di beni (cfr. il paragrafo 2.4). L'incremento delle importazioni ne ha tuttavia parzialmente compensato gli effetti sul PIL.

Il valore aggiunto dell'industria in senso stretto si è ampliato dell'1,1 per cento, principalmente grazie al recupero della produzione nei settori energivori. La maggiore domanda dagli Stati Uniti non si è riflessa in un rialzo significativo della produzione nei settori più esposti verso questo paese e potrebbe essere stata soddisfatta anche attraverso un decumulo delle scorte di magazzino. L'attività è cresciuta in misura maggiore nelle costruzioni (1,4 per cento), in parte sospinta dall'attuazione delle opere connesse con il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR). Al contrario, il valore aggiunto ha ristagnato nei servizi, frenato dalla flessione dei comparti legati al commercio e al turismo.

Figura 12



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

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

Fonte: Istat.

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

**... ma ha rallentato
nei mesi primaverili**

In base alle nostre stime, nel secondo trimestre del 2025 il prodotto è salito ancora, sebbene con intensità minore rispetto al periodo precedente. Il valore aggiunto è cresciuto sia nell'industria sia nei servizi.

L'espansione dei consumi è rimasta contenuta, come nei mesi precedenti, mentre quella degli investimenti si è affievolita dopo due trimestri particolarmente favorevoli. Nonostante il buon andamento dei servizi connessi con il turismo internazionale, in un contesto di notevole incertezza i dati sul commercio estero di beni indicano un contributo della domanda estera netta lievemente negativo. Secondo le nostre proiezioni macroeconomiche pubblicate lo scorso giugno, il PIL aumenterà dello 0,6 per cento quest'anno, dello 0,8 il prossimo e dello 0,7 per cento nel 2027 (cfr. il riquadro: *Lo scenario macroeconomico pubblicato in giugno*).

LO SCENARIO MACROECONOMICO PUBBLICATO IN GIUGNO

Lo scorso 13 giugno sono state pubblicate le proiezioni per l'economia italiana relative al periodo 2025-27 elaborate dalla Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema¹. Lo scenario previsivo ipotizza che i dazi medi sulle importazioni statunitensi², fortemente aumentati rispetto allo scorso anno, non subiscano ulteriori inasprimenti al termine del periodo di sospensione. Il commercio internazionale rallenterebbe sensibilmente, in un contesto di elevata incertezza. Il quadro assume che le quotazioni delle materie prime energetiche, desunte

¹ Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dall'Eurosistema)*, 13 giugno 2025.

² Sulla base delle ipotesi concordate nell'ambito dell'Eurosistema, si assume che i dazi statunitensi sulle importazioni di beni aumentino di 10 punti percentuali nei confronti di tutte le economie ad eccezione della Cina, per la quale aumenterebbero di circa 20 punti, portando il livello dei dazi effettivi su beni e servizi in prossimità del 40 per cento. In questo scenario si escludono ritorsioni da parte dell'Unione europea.

dai contratti futures, diminuiscano nel corso del triennio. Presuppone inoltre che i costi di finanziamento per famiglie e imprese si riducano progressivamente, stabilizzandosi entro il 2027³.

La crescita del prodotto è stimata pari allo 0,6 per cento nel 2025, allo 0,8 nel 2026 e allo 0,7 nel 2027 (tavola). L'espansione dell'attività economica sarà trainata in prevalenza dai consumi, favoriti dalla ripresa del reddito disponibile reale. L'andamento degli investimenti risentirà della forte incertezza, ma beneficerà delle misure del PNRR e del graduale miglioramento delle condizioni di finanziamento. Le vendite all'estero saranno decisamente penalizzate dagli effetti dell'inasprimento delle politiche commerciali. Si valuta che i dazi sottrarranno alla crescita del PIL complessivamente circa 0,5 punti percentuali nel triennio 2025-27⁴.

L'occupazione si espanderebbe, seppure a ritmi meno sostenuti rispetto agli ultimi anni e generalmente più moderati di quelli del prodotto. Anche l'offerta di lavoro è prevista in rallentamento, per effetto di una sostanziale stabilità della popolazione in età lavorativa e di un minore aumento della partecipazione al mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione si manterrebbe nel complesso stabile lungo l'orizzonte previsivo.

Si stima che l'inflazione rimarrà su valori contenuti, intorno all'1,5 per cento nella media di quest'anno e del 2026, per poi aumentare al 2,0 nel 2027, riflettendo il temporaneo aumento dei prezzi dell'energia dovuto all'introduzione del nuovo sistema di scambio di quote di emissione di gas a effetto serra nell'Unione europea (*EU Emissions Trading System 2*). Al netto dei beni energetici e alimentari, la crescita dei prezzi al consumo dovrebbe essere pari all'1,8 per cento nella media di quest'anno e all'1,6 nel prossimo biennio.

Tavola

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

VOCI	PIL (1)			IPCA (2)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Banca d'Italia (giugno)	0,6	0,8	0,7	1,5	1,5	2,0
Commissione europea (maggio)	0,7	0,9	–	1,8	1,5	–
OCSE (giugno)	0,6	0,7	–	2,0	1,9	–
FMI (aprile)	0,4	0,8	–	1,7	2,0	–
Ufficio parlamentare di bilancio (aprile)	0,6	0,7	0,7	2,2	2,0	1,9
<i>per memoria: Banca d'Italia (aprile)</i>	0,6	0,8	0,7	1,6	1,5	2,0

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 13 giugno 2025; Commissione europea, *European Economic Forecast. Spring 2025*, maggio 2025; OCSE, *OECD Economic Outlook. Tackling Uncertainty, Reviving Growth*, giugno 2025; FMI, *World Economic Outlook. A Critical Juncture amid Policy Shifts*, aprile 2025; Ufficio parlamentare di bilancio, *Audizione della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito delle audizioni preliminari all'esame del Documento di finanza pubblica 2025*, 17 aprile 2025.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni della Banca d'Italia e dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative. Senza la correzione, nelle nostre previsioni il PIL crescerebbe dello 0,5 per cento nel 2025, dello 0,9 nel 2026 e dello 0,7 per cento nel 2027. – (2) Le previsioni dell'Ufficio parlamentare di bilancio sono riferite al deflatore dei consumi.

³ Le proiezioni sono state formulate sulla base delle informazioni disponibili fino al 14 maggio per le ipotesi tecniche e al 20 maggio per i dati congiunturali. L'inclusione dei *Conti economici trimestrali* pubblicati dall'Istat il 30 maggio non modificherebbe le nostre stime.

⁴ Secondo le nostre valutazioni, l'innalzamento dei dazi ai livelli annunciati il 2 aprile – pari al 20 per cento nei confronti dell'Unione europea – in un contesto di incertezza ancora elevata ridurrebbe ulteriormente la crescita del prodotto di circa 2 decimi di punto percentuale nel 2025 e fino a mezzo punto percentuale all'anno nel biennio successivo.

Le proiezioni di crescita sono invariate rispetto a quelle pubblicate lo scorso aprile. L'inflazione è marginalmente inferiore nell'anno in corso, principalmente a causa di prezzi più contenuti delle materie prime energetiche e di un tasso di cambio più apprezzato rispetto a quanto ipotizzato in aprile.

Il quadro previsivo è soggetto a forte incertezza, riconducibile in particolare all'evoluzione delle tensioni geopolitiche e commerciali. Un ulteriore inasprimento di questi fattori, soprattutto se accompagnato da condizioni di elevata instabilità, potrebbe incidere in misura particolarmente negativa sul prodotto. Per contro, un orientamento più espansivo della politica di bilancio a livello europeo, anche in connessione con gli annunci di incremento delle spese per la difesa, potrebbe avere un impatto positivo sulla crescita. Per quanto riguarda l'inflazione, un deterioramento più marcato e persistente della domanda aggregata potrebbe esercitare pressioni al ribasso sui prezzi, compensate solo in parte da effetti di segno opposto derivanti da possibili rincari delle materie prime legati alle tensioni geopolitiche.

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

2.2 LE IMPRESE

Nel secondo trimestre la produzione industriale e l'attività nei servizi sono lievemente cresciute. Il settore delle costruzioni ha continuato a espandersi, anche se più moderatamente, grazie alla tenuta del comparto non residenziale. Anche gli investimenti hanno rallentato, risentendo dell'elevata incertezza e del basso grado di utilizzo della capacità produttiva nella manifattura. In un contesto segnato da elevata instabilità geopolitica e da persistenti tensioni commerciali, le prospettive restano incerte.

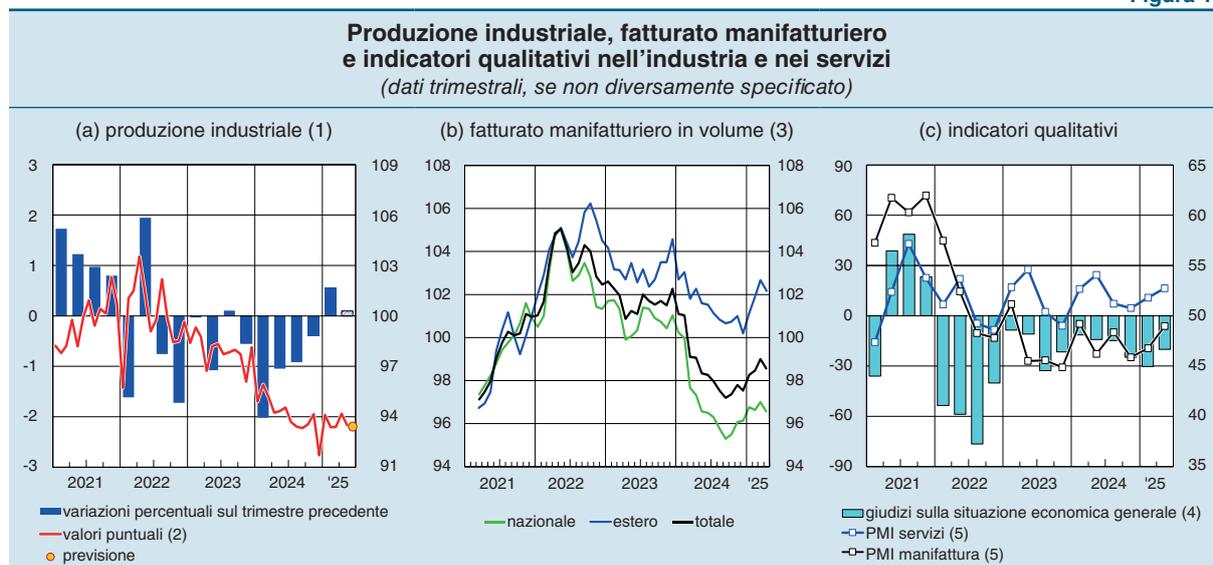
Dopo un primo trimestre in decisa crescita, la produzione industriale ha rallentato...

Nel primo trimestre la produzione industriale è aumentata, per la prima volta in misura significativa dalla primavera del 2022. L'andamento positivo è stato determinato dal recupero delle attività nei settori energivori come la metallurgia e la fabbricazione di prodotti chimici e carta, che più avevano sofferto degli eccezionali rincari energetici nel biennio 2022-23. Secondo le nostre valutazioni, l'incremento della produzione di beni destinati al mercato statunitense vi ha

contribuito in misura contenuta.

Nel bimestre aprile-maggio la produzione industriale è cresciuta a un tasso più contenuto (fig. 13.a). Gli indicatori del fatturato in volume di aprile segnalano un rallentamento dell'attività rispetto ai mesi invernali, anche per la componente estera, compatibile con un parziale riassorbimento della domanda statunitense (cfr. paragrafo 1.1 e fig. 13.b). Nella media del secondo trimestre l'indice PMI per il settore della manifattura, risalito in particolare nelle componenti relative alla produzione corrente e ai nuovi ordinativi, rimane al di sotto della soglia di espansione (fig. 13.c). La fiducia delle imprese manifatturiere rilevata dall'Istat è leggermente migliorata ma resta su livelli storicamente bassi.

Le imprese manifatturiere che hanno partecipato all'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia tra maggio e giugno si mostrano leggermente più ottimiste sulle proprie condizioni operative a breve rispetto alla rilevazione del primo trimestre, nonostante gli effetti negativi riconducibili alle politiche commerciali degli Stati Uniti (cfr. il riquadro: *Tensioni commerciali internazionali: le opinioni delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*). Le aspettative sull'andamento delle vendite restano stabili e favorevoli, malgrado un



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Markit e Terna.

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Il cerchio giallo rappresenta la previsione per giugno 2025, l'ultima barra indica quella per il 2° trimestre 2025. – (2) Dati mensili. Indice: 2021=100. Scala di destra. – (3) Dati mensili, volumi, media mobile di tre mesi terminante nel mese di riferimento. – (4) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 8 luglio 2025). – (5) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.

indebolimento tra le aziende con una maggiore esposizione al mercato estero. Considerando le nostre stime per giugno, basate su indicatori quantitativi e qualitativi¹, nel complesso del secondo trimestre l'attività industriale è lievemente cresciuta, ma ha rallentato rispetto ai tre mesi precedenti. In prospettiva, la manifattura rimane esposta all'eccezionale incertezza legata all'attuale fase di instabilità geopolitica e commerciale.

TENSIONI COMMERCIALI INTERNAZIONALI: LE OPINIONI DELLE IMPRESE ITALIANE NELL'INDAGINE SULLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE E CRESCITA

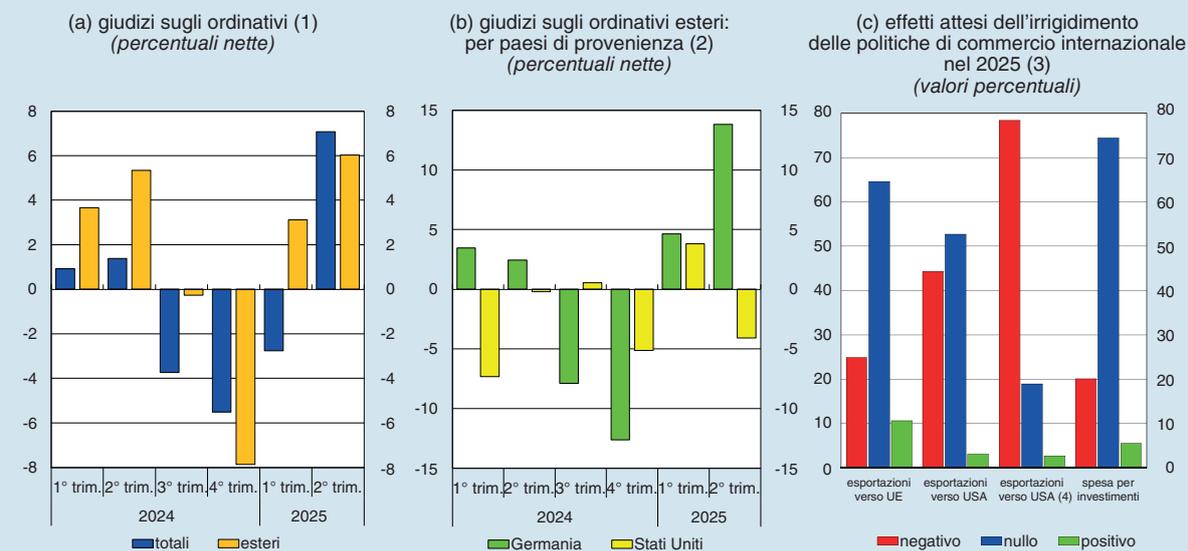
Le tensioni e la crescente incertezza che caratterizzano il contesto economico globale influenzano le valutazioni e le aspettative delle imprese, con effetti potenziali sulle decisioni di investimento e di occupazione, nonché sulle strategie commerciali. I dati raccolti nell'ambito dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia¹, forniscono un quadro tempestivo e ricco di informazioni sulle valutazioni delle aziende in merito ai possibili impatti derivanti dalle politiche commerciali internazionali.

Dopo il progressivo peggioramento, nel 2024, dei giudizi sugli ordini totali e su quelli dall'estero, le imprese manifatturiere e dei servizi hanno segnalato un miglioramento delle proprie opinioni sia nel primo sia nel secondo trimestre dell'anno in corso (figura, pannello a). All'inizio dell'anno le indicazioni più favorevoli erano pervenute dalle aziende esportatrici, in particolare da quelle

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

¹ Tali stime tengono conto dei dati sui consumi di elettricità e di gas, sul traffico autostradale e su rotaia, nonché degli indicatori qualitativi sulla fiducia e sulle aspettative delle imprese.

Giudizi delle imprese italiane sugli ordinativi e sugli effetti attesi dell'irrigidimento delle politiche di commercio internazionale



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

(1) Saldo in punti percentuali tra i giudizi di aumento e di diminuzione al quesito sulla variazione della domanda totale ed estera dei prodotti delle imprese rispetto ai 3 mesi precedenti. – (2) Saldo in punti percentuali tra i giudizi di aumento e di diminuzione al quesito sulla variazione della domanda estera rispetto ai 3 mesi precedenti per le imprese che hanno indicato la Germania o gli Stati Uniti come principali mercati di sbocco delle proprie esportazioni. – (3) Quote di imprese intervistate nel 1° trimestre 2025. – (4) Giudizi delle imprese che hanno indicato gli Stati Uniti come principale mercato di sbocco delle proprie esportazioni.

orientate verso il mercato tedesco e in misura minore verso gli altri paesi dell'area dell'euro; tuttavia anche le imprese che di norma esportano verso gli Stati Uniti avevano riportato un incremento degli ordinativi dall'estero, riconducibile plausibilmente a fenomeni di anticipazione delle vendite in previsione del possibile inasprimento dei dazi (figura, pannello b).

Nel secondo trimestre il miglioramento si è confermato tra le imprese esposte verso l'area dell'euro – con una spinta ancora rilevante verso il mercato tedesco – mentre le valutazioni delle imprese orientate verso gli Stati Uniti si sono marcatamente deteriorate. Circa il 30 per cento delle aziende manifatturiere ha riferito un calo della domanda attribuibile – per via diretta o indiretta (attraverso la domanda da parte di clienti di paesi terzi inseriti nelle catene globali del valore) – all'introduzione di dazi da parte degli Stati Uniti. Tale quota si riduce a circa il 10 per cento nel settore dei servizi, nei quali – contrariamente alla manifattura – gli effetti si manifesterebbero in larga parte per via indiretta.

Poco meno della metà delle imprese intervistate nel primo trimestre prevedeva un impatto avverso dei dazi sulle proprie vendite negli Stati Uniti nel complesso del 2025: la percentuale era quasi dell'80 per cento tra quelle per le quali tale mercato rappresenta la principale destinazione delle esportazioni (figura, pannello c). Circa un quinto delle aziende anticipava inoltre una revisione al ribasso dei piani di investimento per effetto delle politiche commerciali restrittive degli Stati Uniti.

Infine, secondo l'ultima indagine condotta nei mesi di maggio e giugno, circa il 30 per cento delle imprese si attendeva un aumento dell'offerta di prodotti cinesi sui propri mercati di vendita, quale effetto indiretto delle recenti tensioni commerciali internazionali, con una conseguente intensificazione della concorrenza sui mercati europei e una pressione verso il basso per i propri

listini di vendita (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina sui prezzi al consumo nell'area dell'euro* del capitolo 1).

... e l'attività nel settore terziario è tornata a espandersi, a tassi moderati

Dopo due trimestri di stagnazione, nei mesi primaverili l'attività nei servizi ha mostrato timidi segnali di ripresa. I dati più recenti relativi al fatturato e gli indicatori qualitativi, come gli indici PMI e le inchieste dell'Istat, mostrano un aumento dell'attività corrente e dei nuovi ordinativi, nonché un miglioramento della fiducia delle imprese del settore, in particolare dei servizi di trasporto e di magazzinaggio. L'incremento dei flussi dei viaggiatori, sia nazionali sia internazionali, nonché quello della spesa turistica prefigurano un modesto recupero di questo comparto. Anche i servizi alle imprese sosterranno l'economia. Le aziende dei servizi intervistate nelle inchieste della Banca d'Italia hanno segnalato una significativa espansione della domanda nel secondo trimestre, in parte attenuata da un lieve peggioramento della componente estera.

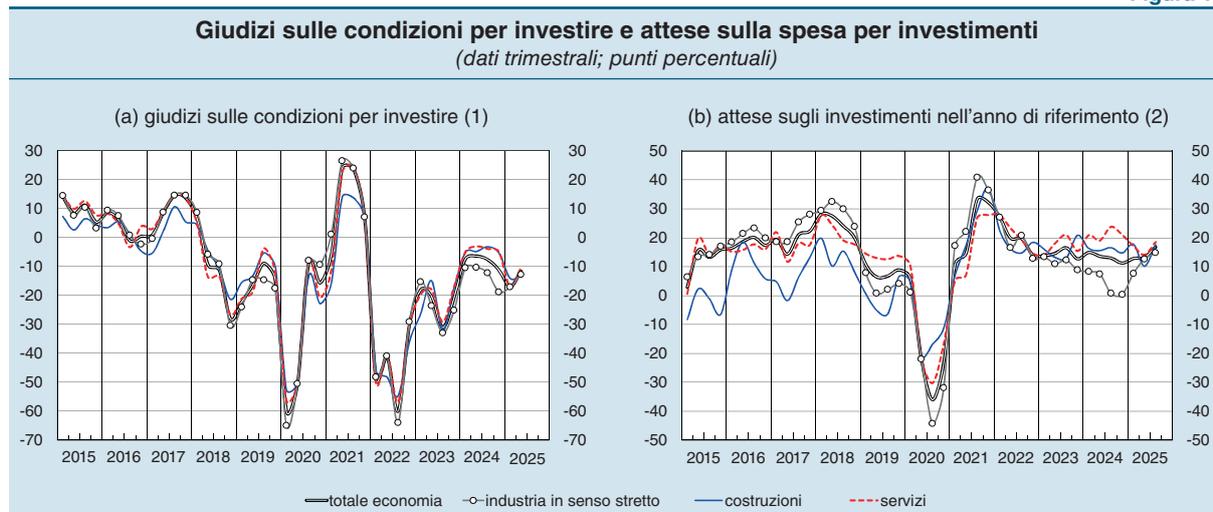
Prosegue la crescita nelle costruzioni

Nei primi mesi dell'anno la crescita nel settore delle costruzioni si è confermata forte; in primavera se ne prevede una più moderata, ancora sostenuta dalla realizzazione delle opere previste dal PNRR. La fiducia delle imprese resta su buoni livelli, soprattutto nel comparto dell'ingegneria civile. Secondo le indagini della Banca d'Italia, le imprese di costruzione giudicano in ulteriore miglioramento la domanda e il quadro operativo e continuano a esprimere prospettive più favorevoli rispetto a quelle degli altri settori. Rimane stabile, ben oltre il 50 per cento, la quota di aziende che prevede di beneficiare, anche in modo indiretto, delle misure previste dal PNRR.

Gli investimenti sono aumentati nel primo trimestre, ma hanno decelerato nel secondo

Nel primo trimestre gli investimenti hanno continuato a crescere al passo sostenuto dei tre mesi precedenti. Tutte le principali componenti hanno avuto una variazione positiva. È proseguito l'ampliamento della spesa in macchinari e attrezzature, che si è portata su un livello poco più alto rispetto al primo trimestre dello scorso anno. I dati dell'Associazione italiana leasing (Assilea) sui contratti di leasing stipulati nel trimestre segnalano una decisa

Figura 14



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

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

crescita per i mezzi di trasporto diversi dalle automobili e un aumento degli investimenti in impianti per le energie rinnovabili. Anche il comparto delle costruzioni ha mostrato una dinamica positiva, trainato in particolare dagli investimenti in fabbricati non residenziali.

Le informazioni più recenti indicano che la dinamica degli investimenti si è attenuata nel secondo trimestre, risentendo dell'elevata incertezza, oltre che di una capacità utilizzata nella manifattura che si mantiene ben al di sotto della media storica. Anche la fiducia delle imprese che producono beni strumentali e di investimento rimane su livelli bassi. Secondo le inchieste della Banca d'Italia la maggioranza delle aziende continua comunque a prevedere di aumentare o di lasciare invariata la spesa nominale per investimenti fissi nel 2025 (fig. 14).

2.3 LE FAMIGLIE

Nel primo trimestre la spesa delle famiglie in Italia è cresciuta in misura contenuta. Gli indicatori più recenti suggeriscono che i consumi siano aumentati a tassi analoghi anche nei mesi primaverili, sospinti dall'espansione dell'occupazione e delle retribuzioni reali. La fiducia dei consumatori risente tuttavia del clima di incertezza globale, che mantiene elevata la propensione al risparmio.

Nei primi mesi dell'anno i consumi delle famiglie sono nuovamente aumentati in misura modesta...

Nel primo trimestre la spesa delle famiglie è salita dello 0,2 per cento in termini reali, come nel trimestre precedente. La crescita dei consumi ha continuato a essere sostenuta dalla spesa per servizi, in particolare quelli relativi ai trasporti e alla conduzione dell'abitazione. Dopo aver ristagnato nei mesi autunnali, gli acquisti di beni sono diminuiti per la prima volta dalla fine del 2023: si è fortemente contratta la spesa per i beni durevoli, riflettendo anche un peggioramento della valutazione della situazione economica generale

da parte delle famiglie, mentre è lievemente aumentata quella per i semidurevoli ed è rimasta stabile la spesa per i beni non durevoli.

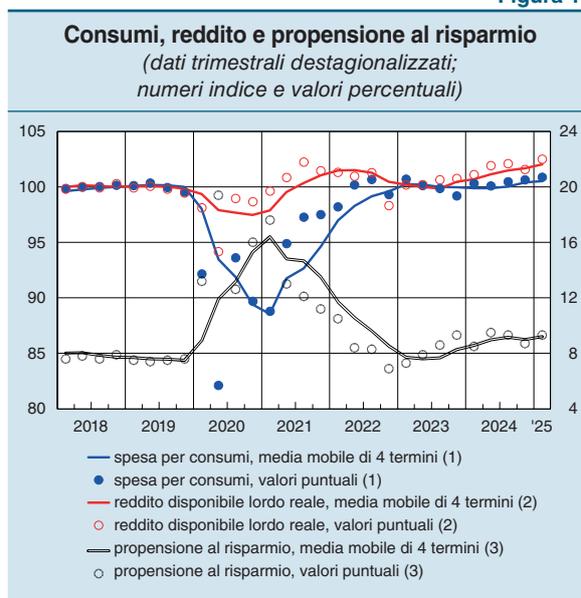
La dinamica dei consumi ha ancora beneficiato dell'incremento significativo delle retribuzioni e della tenuta dei livelli occupazionali (cfr. il paragrafo 2.5). Grazie al contributo positivo dei redditi da lavoro, il reddito disponibile nel primo trimestre è tornato a crescere, dopo la stagnazione nei mesi autunnali, anche in termini reali (fig. 15). In un contesto di elevata incertezza sulle prospettive economiche, il tasso di risparmio è risalito su livelli superiori alla media dello scorso anno.

... così come nel secondo trimestre

In base alle nostre stime, in primavera i consumi hanno continuato a fornire un ap-

porto positivo alla dinamica del prodotto, nonostante il peggioramento del clima di fiducia delle famiglie. Vi hanno contribuito la tenuta del mercato del lavoro, l'aumento delle retribuzioni e l'inflazione contenuta. Tuttavia gli indicatori ad alta frequenza suggeriscono che l'espansione della spesa sarebbe stata modesta, in linea con

Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

quanto osservato nei sei mesi precedenti. Nel bimestre aprile-maggio l'indicatore di Confcommercio relativo ai consumi delle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile, a fronte di una leggera crescita dei consumi di servizi e di una riduzione delle spese per beni. Nello stesso periodo anche le vendite al dettaglio sono solo lievemente salite.

Nelle inchieste dell'Istat la fiducia dei consumatori si è deteriorata nel secondo trimestre, condizionata dall'elevata incertezza globale (fig. 16). L'annuncio dell'inasprimento dei dazi da parte degli Stati Uniti ha causato in aprile un netto peggioramento della fiducia, che è poi solo parzialmente migliorata nel bimestre maggio-giugno per via di valutazioni più favorevoli sul bilancio familiare e sulle prospettive del mercato del lavoro. È peggiorata la valutazione delle famiglie sull'opportunità di effettuare acquisti di beni durevoli.

Prosegue il rafforzamento del mercato immobiliare

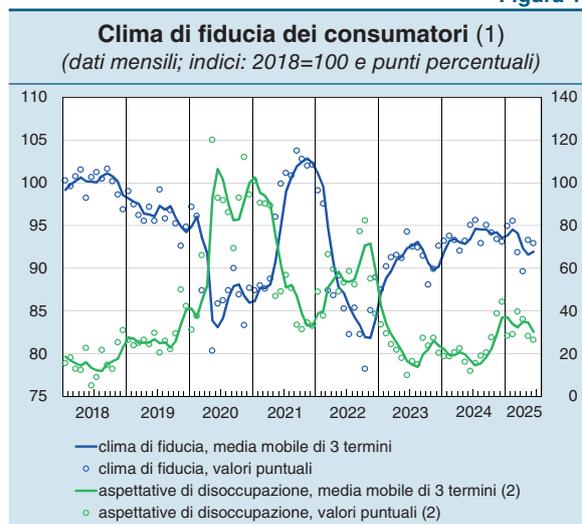
Nel primo trimestre la crescita dei prezzi delle abitazioni è continuata allo stesso ritmo del periodo precedente (4,4 per cento; fig. 17), riflettendo un'accelerazione dei prezzi delle abitazioni esistenti a fronte di una decelerazione di quelli delle nuove costruzioni.

Secondo nostre elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, in primavera la domanda di abitazioni si è mantenuta vivace. Nei giudizi degli agenti intervistati tra aprile e maggio nell'ambito del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* le prospettive sul mercato immobiliare continuano a migliorare, anche grazie alle minori difficoltà di acquisto mediante mutuo (cfr. il paragrafo 2.7). È proseguita la crescita dei canoni di locazione.

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

Nel primo trimestre le esportazioni in volume sono aumentate, anche per effetto dell'anticipazione degli acquisti di beni da parte degli importatori statunitensi in vista dell'entrata in vigore di nuovi, più alti dazi. Secondo nostre stime, in aprile e maggio le vendite negli Stati Uniti si sarebbero fortemente ridimensionate, contribuendo al calo delle esportazioni complessive di merci. Nel primo trimestre l'avanzo di conto corrente si è lievemente ridotto, pur restando in linea con i livelli medi del 2024. Gli acquisti netti di titoli italiani da parte degli investitori esteri, principalmente titoli di Stato, si sono

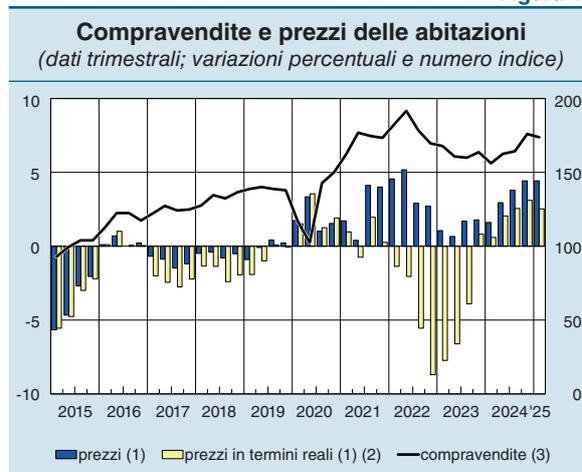
Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 17



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

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

mantenuti elevati. La posizione netta sull'estero, sebbene in modesta diminuzione rispetto alla fine del 2024, si conferma ampiamente creditoria.

Le esportazioni sono tornate a crescere nel primo trimestre...

Nel primo trimestre le esportazioni in volume hanno ripreso a salire dopo un anno di flessione (tav. 4). Le vendite estere di beni sono cresciute nei mercati interni all'area, in particolare verso la Germania, e in misura più sostenuta in quelli esterni, soprattutto verso gli Stati Uniti. Le esportazioni destinate a questo paese hanno beneficiato da un lato della vendita straordinaria di mezzi

di navigazione marittima, frutto di commesse di lungo periodo, dall'altro dell'anticipazione degli acquisti da parte degli importatori statunitensi in risposta all'atteso aumento dei dazi. I maggiori flussi verso gli Stati Uniti, al netto delle componenti volatili come i prodotti petroliferi raffinati e gli altri mezzi di trasporto (tra cui le navi), si sono concentrati in larga parte nel settore farmaceutico. Secondo nostre stime, tali maggiori flussi hanno contribuito per oltre un terzo alla dinamica complessiva delle esportazioni di beni, un impatto significativo ma più limitato rispetto a quello osservato in altre economie dell'area dell'euro, quali la Germania e soprattutto l'Irlanda (cfr. il paragrafo 1.2). Ulteriori contributi positivi sono provenuti dalla metallurgia, dagli autoveicoli e dall'industria alimentare. Anche le esportazioni di servizi sono cresciute, trainate principalmente dalla componente dei servizi alle imprese.

Nello stesso periodo, le importazioni in volume sono aumentate, in particolare quelle dei servizi; l'incremento degli acquisti di beni dall'estero ha riflesso l'andamento positivo delle esportazioni e degli investimenti fissi lordi.

... ma quelle di beni sarebbero diminuite nei mesi primaverili

In base a nostre stime su dati di commercio estero ancora parziali, le vendite di beni in volume, al netto della stagionalità, sono

scese nel bimestre aprile-maggio, soprattutto per il ridimensionamento dei flussi verso gli Stati Uniti (fig. 18). Nella media del secondo trimestre del 2025, in un contesto di incertezza elevata, l'indicatore sugli ordini dell'indagine Istat presso le imprese manifatturiere segnala una domanda estera ancora debole; anche il corrispondente indice PMI, seppure in miglioramento, rimane al di sotto della soglia di espansione (fig. 19). I tempi di consegna si confermano pressoché invariati.

Tavola 4

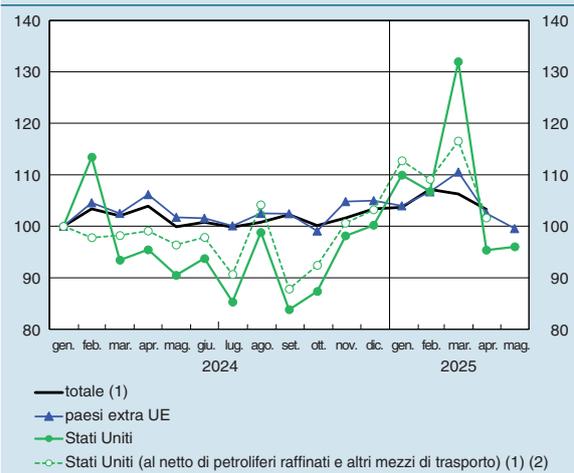
Esportazioni e importazioni in volume (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

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

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

Figura 18

Esportazioni di beni in volume
(dati mensili destagionalizzati;
numero indice: gennaio 2024=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat di commercio estero e dei prezzi alla produzione sul mercato estero. (1) Dati disponibili fino ad aprile 2025. - (2) Il settore "altri mezzi di trasporto" include i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli: navi e imbarcazioni, locomotive, aeromobili e veicoli spaziali, veicoli militari e altri mezzi di trasporto non altrimenti classificati.

Il surplus di conto corrente è lievemente sceso

Nei primi tre mesi il saldo di conto corrente, al netto della stagionalità, ha registrato un avanzo di 6,7 miliardi di euro, scendendo all'1,2 per cento del PIL trimestrale, dall'1,4 del periodo precedente (fig. 20 e tav. 5). Il surplus si mantiene in linea con i livelli medi del 2024, segnando una fase di sostanziale stabilità dopo il riassorbimento degli effetti negativi dello shock energetico del 2022.

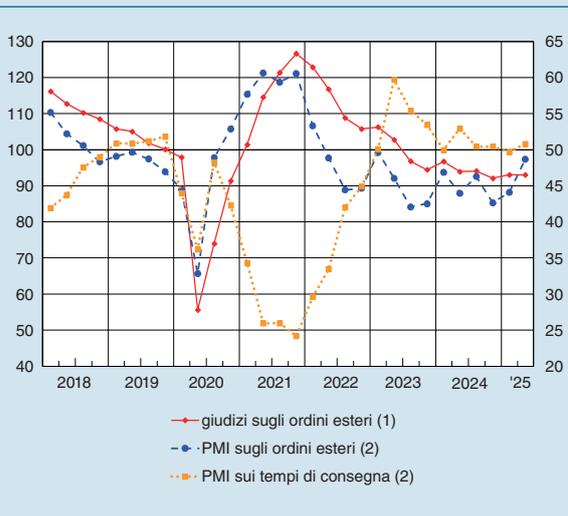
È proseguita la domanda dall'estero di titoli pubblici italiani

Il saldo degli investimenti di portafoglio è tornato lievemente positivo (tav. 5), in connessione con il rafforzamento degli investimenti dei residenti in titoli esteri. Gli acquisti hanno riguardato sia titoli di debito a medio e a lungo termine da parte di banche e assicurazioni, sia quote di fondi comuni da parte delle famiglie; le sottoscrizioni ascrivibili a queste ultime sono tornate per la prima volta prossime ai livelli del 2021, prima dell'avvio della fase di rialzo dei tassi ufficiali della BCE.

Gli investimenti dei non residenti in titoli pubblici italiani sono proseguiti (27,5 miliardi di euro), contribuendo ad assorbire circa due terzi delle emissioni nette del Tesoro. L'interesse della domanda estera si è rivolto anche alle obbligazioni del settore privato (emesse soprattutto da società non finanziarie), con acquisti per 8,2 miliardi.

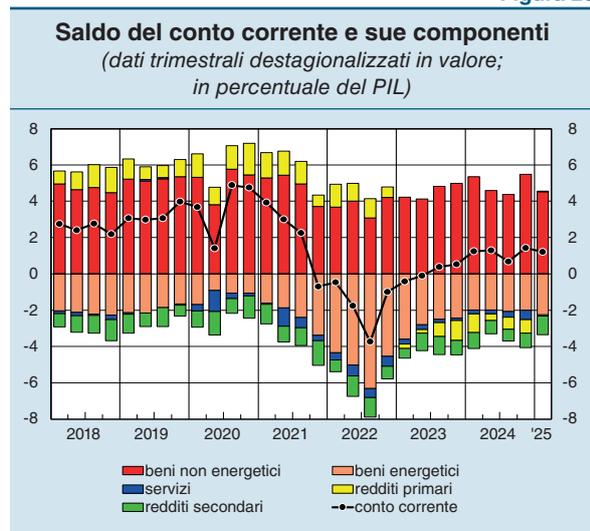
Figura 19

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



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

Figura 20



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

Tavola 5

	Bilancia dei pagamenti (saldi in miliardi di euro)				
	2024	2024		2025	
VOCI		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Conto corrente	24,8	6,2	8,3	9,9	-0,2
corretto per la stagionalità e per i giorni lavorativi	25,3	7,0	3,7	7,8	6,7
per memoria: in % del PIL (1)	1,1	1,3	0,7	1,4	1,2
Conto capitale	-0,6	-1,0	0,3	0,6	0,3
Conto finanziario	51,0	-0,1	28,5	20,4	-5,6
Investimenti diretti	11,4	-1,0	1,8	5,1	-2,7
Investimenti di portafoglio	-73,7	-32,6	2,8	-18,3	1,6
Derivati	3,5	0,2	1,4	0,5	0,1
Altri investimenti (2)	107,7	31,7	22,5	32,7	-4,0
Variazione riserve ufficiali	2,1	1,5	..	0,3	-0,5
Errori e omissioni	26,8	-5,3	19,9	9,8	-5,7

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

Il saldo debitorio su TARGET è ulteriormente diminuito

Nel primo trimestre la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema TARGET si è ridotta di 7,4 miliardi di euro, a 408,5 miliardi, principalmente per l'aumento della raccolta netta sull'estero delle banche residenti. Nei mesi successivi il saldo debitorio è nuovamente sceso, portandosi a 394,2 miliardi alla fine di giugno, poco più della metà del livello massimo raggiunto nel

2022. Il significativo miglioramento realizzatosi negli ultimi due anni è connesso con il rimborso dei prestiti erogati dall'Eurosistema alle istituzioni creditizie nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e, in misura minore, con la riduzione del portafoglio di titoli detenuti per finalità di politica monetaria.

La posizione creditoria netta sull'estero resta elevata

Al termine di marzo la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 282,1 miliardi di euro, pari al 12,8 per cento del PIL, in calo di 52,9 miliardi rispetto alla fine del 2024. La diminuzione è riconducibile sia all'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, che ha ridotto il valore delle attività

denominate in valuta estera, sia soprattutto al buon andamento delle quotazioni azionarie delle banche italiane, che si è riflesso in un incremento del valore delle passività per la componente detenuta da non residenti.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel primo trimestre l'occupazione è aumentata nei servizi e nelle costruzioni, mentre è rimasta invariata nella manifattura. Il tasso di partecipazione è tornato a salire anche fra i più giovani e quello di disoccupazione si mantiene sui minimi storici. Nel secondo trimestre il numero degli occupati ha continuato a crescere, sebbene in misura più limitata. L'andamento delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo si è confermato robusto, indebolendosi lievemente nei mesi primaverili.

L'occupazione è aumentata nel primo trimestre...

Nel primo trimestre il numero di occupati è salito dello 0,7 per cento rispetto al periodo precedente (secondo i *Conti economici trimestrali*; fig. 21.a), sostenuto dalla componente a tempo pieno; è aumentato nei servizi privati e nelle costruzioni, mentre è rimasto pressoché stabile nell'industria in senso stretto ed

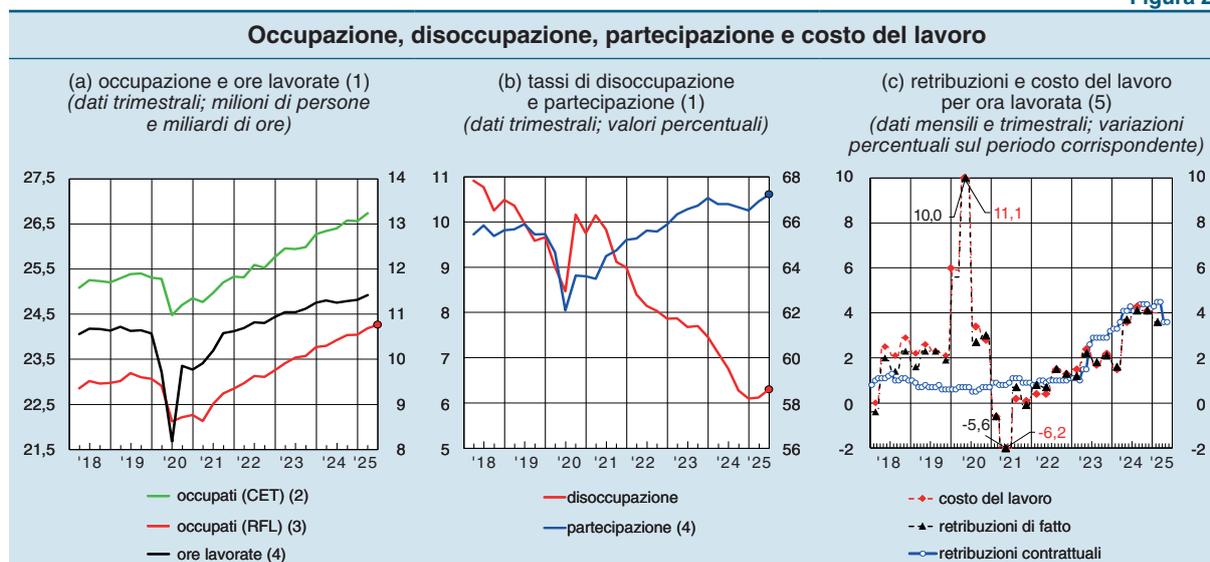
è sceso nell'agricoltura. L'incremento delle ore complessivamente lavorate è stato maggiore (1,0 per cento). Le ore lavorate in media per addetto si sono espanse nei servizi e nelle costruzioni; come nella seconda metà dell'anno passato, hanno ristagnato nella manifattura, dove è ulteriormente cresciuto il numero di ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni, collocandosi sui livelli del 2014.

Dopo la diminuzione verificatasi nel corso del 2024, il tasso di attività è tornato a salire nel primo trimestre di quest'anno (fig. 21.b), riflettendo la prosecuzione della dinamica positiva nelle fasce più anziane e un'inversione di tendenza tra i più giovani: il tasso di attività degli individui tra 15 e 34 anni, che reagisce maggiormente alle condizioni cicliche (cfr. il riquadro: *Il recente andamento del tasso di attività in Italia: determinanti demografiche e contesto economico* del capitolo 7 nella *Relazione annuale* sul 2024), si è ampliato di 3 decimi, recuperando parte del calo osservato durante lo scorso anno.

... ed è cresciuta a un ritmo meno sostenuto nel secondo

Secondo i dati provvisori della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nella media di aprile e maggio la crescita del numero di occupati si è attenuata (allo 0,3 per cento rispetto al trimestre precedente), riflettendo una leggera flessione nella componente alle dipendenze e un netto rialzo in quella autonoma. Il tasso di

attività è ulteriormente cresciuto di 2 decimi, trainato non solo dalle fasce più anziane della



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

(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 2° trimestre 2025 indicano la media del bimestre aprile-maggio. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese. – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari. – (4) Scala di destra. – (5) Settore privato non agricolo. Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

popolazione, ma anche dalle classi di età più giovani. Il tasso di disoccupazione è lievemente salito, pur restando su valori storicamente bassi (al 6,3 per cento nel bimestre).

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

Nei primi tre mesi dell'anno l'aumento delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo è rimasto sostenuto (al 4,4 per cento su base annua; fig. 21.c), sospinto anche dal rinnovo del contratto nel comparto delle costruzioni. La dinamica delle retribuzioni orarie di fatto è diminuita (3,6 per cento, dal 4,1) per effetto della decelerazione delle componenti aggiuntive ai minimi contrattuali, in particolare nell'industria, e della ricomposizione dell'occupazione verso settori con salari più bassi. A fronte della sostanziale stagnazione della produttività, è proseguito il rialzo del costo del lavoro per unità di prodotto (cfr. il paragrafo 2.6).

... ma è divenuta più moderata nei mesi primaverili

Le retribuzioni contrattuali hanno rallentato nel bimestre aprile-maggio (al 3,6 per cento), nonostante gli incrementi previsti dal nuovo contratto del settore elettrico. Sulla base degli accordi attualmente in vigore, la dinamica si attenuerebbe ulteriormente nella seconda metà dell'anno (cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva*, in *Bollettino economico*, 2, 2025). La crescita effettiva delle retribuzioni dipenderà tuttavia anche dalle negoziazioni in corso: la quota di lavoratori del settore privato in attesa di rinnovo rimane infatti elevata (32,8 per cento), soprattutto a causa dello stallo nelle trattative nel comparto metalmeccanico, il cui contratto, scaduto a giugno dello scorso anno², interessa oltre un quinto degli addetti.

² A giugno del 2025 le associazioni datoriali hanno riconosciuto un incremento di poco superiore all'1 per cento, per effetto della clausola di ultrattività, che prolunga l'efficacia del contratto collettivo nazionale di lavoro fino al suo rinnovo, garantendo pertanto l'adeguamento dei minimi retributivi sulla base dell'IPCA (al netto dei beni energetici importati) realizzato nell'anno precedente.

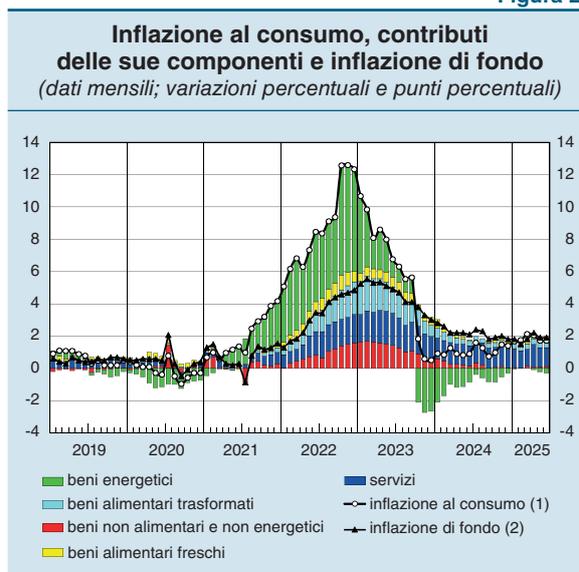
2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nel secondo trimestre del 2025 l'inflazione è rimasta in media al di sotto del 2 per cento. Anche la componente di fondo si è collocata su valori simili, per effetto della dinamica molto debole dei prezzi dei beni non energetici e di quella, più sostenuta, dei servizi. Famiglie e imprese hanno confermato le proprie aspettative di una crescita moderata dei prezzi al consumo.

L'inflazione al consumo rimane contenuta

In giugno l'inflazione armonizzata al consumo si è collocata all'1,7 per cento sui dodici mesi, come in maggio (fig. 22 e tav. 6). La stazionarietà riflette la stabilità dell'inflazione dei servizi, al 2,9 per cento, dopo il venire meno del temporaneo incremento registrato in aprile (3,4 per cento) in concomitanza con le festività pasquali e civili. Anche l'inflazione di fondo, che non include i beni alimentari ed energetici, è rimasta invariata in giugno all'1,9 per cento. Tra le componenti più volatili dell'indice, è diminuita l'inflazione dei beni energetici (-2,5 per cento): il rincaro dei carburanti è stato più che compensato dal calo delle quotazioni del gas e dell'elettricità. Per quanto riguarda quest'ultima, il contributo straordinario previsto dal DL 19/2025 (decreto "bollette"), volto a mitigare l'onere per le famiglie a basso e medio reddito, ha determinato la diminuzione dei prezzi nel mercato tutelato dell'energia elettrica

Figura 22



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

Tavola 6

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

PERIODO	IPCA (1)				NIC (2)	IPP (3)
	Indice generale	Beni alimentari	Beni energetici	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	Indice generale
2022	8,7	8,0	51,3	3,3	8,1	42,8
2023	5,9	9,2	1,1	4,5	5,7	-8,3
2024	1,1	2,5	-10,1	2,2	1,0	-5,7
2024 – gen.	0,9	5,4	-20,7	2,8	0,8	-14,0
feb.	0,8	3,7	-17,4	2,6	0,8	-14,2
mar.	1,2	2,7	-10,9	2,2	1,2	-12,7
apr.	0,9	2,7	-12,2	2,2	0,8	-8,0
mag.	0,8	2,1	-11,7	2,2	0,8	-4,9
giu.	0,9	1,7	-8,6	2,1	0,8	-3,5
lug.	1,6	1,2	-4,0	2,4	1,3	-1,6
ago.	1,2	1,3	-6,2	2,3	1,1	-1,1
set.	0,7	1,4	-8,7	1,8	0,7	-2,7
ott.	1,0	2,5	-9,0	1,9	0,9	-3,8
nov.	1,5	2,8	-5,4	2,0	1,3	-0,7
dic.	1,4	2,1	-2,7	1,8	1,3	1,3
2025 – gen.	1,7	2,3	-0,7	1,8	1,5	6,0
feb.	1,7	2,4	0,6	1,5	1,6	8,5
mar.	2,1	2,7	2,7	1,8	1,9	5,4
apr.	2,0	3,0	-0,7	2,2	1,9	3,8
mag.	1,7	3,1	-1,9	1,9	1,6	2,8
giu.	(1,7)	(3,5)	(-2,5)	(1,9)	(1,7)

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

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

rispetto a maggio. L'inflazione dei beni alimentari è invece aumentata, soprattutto per alcuni prodotti trasformati e per le carni.

Rallentano i prezzi alla produzione

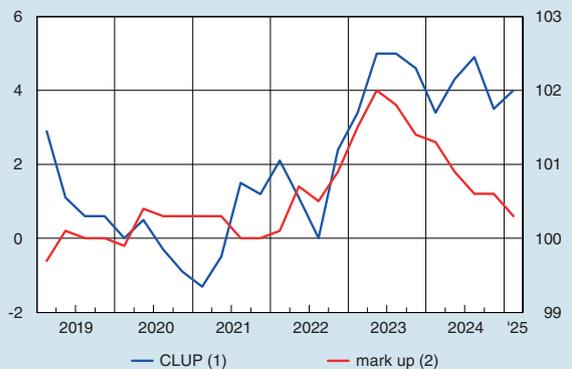
In maggio l'inflazione alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno si è ridotta (2,8 per cento sui dodici mesi, da 3,8 in aprile), a seguito del deciso rallentamento dei prezzi dei beni energetici (6,1 per cento, da 9,2). L'incremento dei costi dei beni intermedi e di quelli strumentali si è mantenuto moderato.

Nel secondo trimestre gli indici PMI relativi ai prezzi degli input sono gradualmente scesi nella manifattura, portandosi al di sotto della soglia di espansione e indicando una riduzione dei costi di produzione; si confermano invece i segnali di crescita dei listini nei servizi.

Nel primo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore privato non agricolo ha accelerato (4,0 per cento su base annua, da 3,5; fig. 23); all'attenuazione della dinamica nell'industria si è associato un rialzo più sostenuto nei servizi privati, per via del marcato calo della produttività. I margini di profitto sono rimasti modesti nella manifattura e sono tornati a ridursi nei servizi privati; restano mediamente superiori ai valori pre-pandemici.

Figura 23

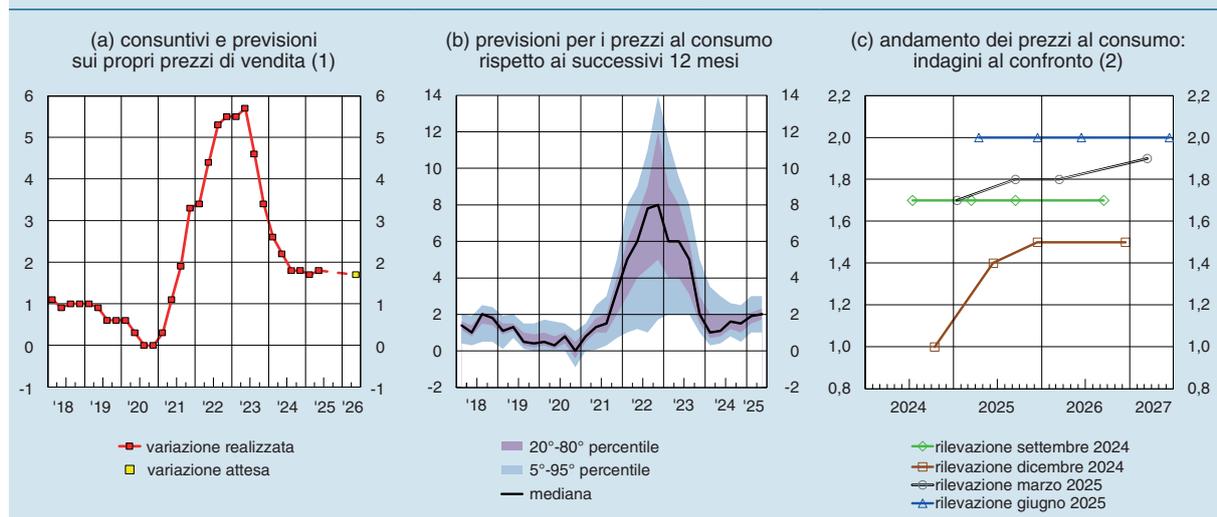
Costo del lavoro per unità di prodotto e mark up (dati trimestrali; variazioni percentuali e numero indice)



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

Figura 24

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



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia. Fino a ottobre 2018 l'indagine è stata svolta in collaborazione con Il Sole 24 Ore.
 (1) Media (depurata dalle osservazioni anomale) delle risposte delle imprese ai quesiti sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei successivi 12 mesi. - (2) La data in legenda indica il mese in cui l'indagine è stata condotta. Il primo punto di ciascuna curva rappresenta l'ultimo dato definitivo dell'inflazione disponibile al momento della realizzazione dell'indagine (tipicamente riferito a 2 mesi prima); il dato viene fornito nel questionario come riferimento per la formulazione delle aspettative delle imprese. Il secondo punto rappresenta la media delle previsioni degli intervistati sul valore dell'inflazione a 6 mesi rispetto alla data dell'indagine; il terzo punto la media a 12 mesi; il quarto la media a 24 mesi.

Famiglie e imprese si attendono una crescita moderata dei prezzi

Nelle inchieste dell'Istat presso le famiglie prevalgono aspettative di inflazione contenuta nei prossimi dodici mesi. Sulla base della *Consumer Expectations Survey* della BCE di maggio, il valore mediano dell'inflazione attesa si è collocato al 3,0 per cento sull'orizzonte di dodici mesi, riportandosi sui valori medi osservati nell'ultimo anno, dopo un temporaneo rialzo a 4,2 in aprile; quello a tre anni è lievemente sceso al 2,9 per cento.

Le aziende intervistate tra maggio e giugno nell'ambito dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* prevedono, in media, un aumento dei prezzi di vendita nei prossimi dodici mesi appena al di sotto del 2 per cento, con un leggero calo rispetto al trimestre precedente, esteso a tutti i settori (fig. 24). Le aspettative delle imprese sull'inflazione al consumo sono lievemente salite, collocandosi al 2 per cento nell'orizzonte dei dodici mesi successivi.

2.7 IL CREDITO E LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo della raccolta bancaria ha continuato a diminuire, in linea con le recenti riduzioni dei tassi ufficiali. I tassi sui prestiti alle imprese sono ulteriormente scesi. La contrazione dei finanziamenti alle società non finanziarie si è attenuata, anche se è ancora consistente per le imprese più piccole. In un contesto di elevata incertezza, la domanda di credito resta contenuta e le politiche di offerta sono ancora improntate alla prudenza.

Prosegue la riduzione del costo della raccolta bancaria...

Tra febbraio e maggio il costo marginale della raccolta bancaria è sceso di 24 punti base (all'1,2 per cento; fig. 25.a), riflettendo principalmente il calo del rendimento dei depositi e la riduzione dei tassi sul mercato interbancario. La contrazione della raccolta bancaria si è arrestata. La dinamica dei depositi dei residenti si è confermata robusta, sostenuta dalla componente a vista; a favorire tale andamento ha contribuito la compressione del differenziale di rendimento tra questa tipologia di depositi e quelli con durata prestabilita, cui si sono verosimilmente aggiunte finalità precauzionali, in un contesto di elevata incertezza.

... e scendono i tassi sui prestiti alle imprese

È proseguita la trasmissione del calo dei tassi ufficiali al costo del credito alle società non finanziarie. In maggio i tassi di interesse sui nuovi prestiti alle imprese sono scesi (al 3,7 per cento, dal 4,0 in febbraio; fig. 25.b), in linea con la diminuzione del tasso di riferimento privo di rischio a breve termine³. Anche il costo medio dei finanziamenti in essere ha continuato a ridursi, per via dell'ampia quota di operazioni a tasso variabile. Tra febbraio e maggio il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie è invece rimasto sostanzialmente invariato (al 3,2 per cento), risentendo del rialzo del tasso di riferimento a lungo termine, che è salito in maniera pronunciata all'inizio di marzo in seguito agli annunci di una maggiore spesa pubblica per difesa e infrastrutture in Germania⁴.

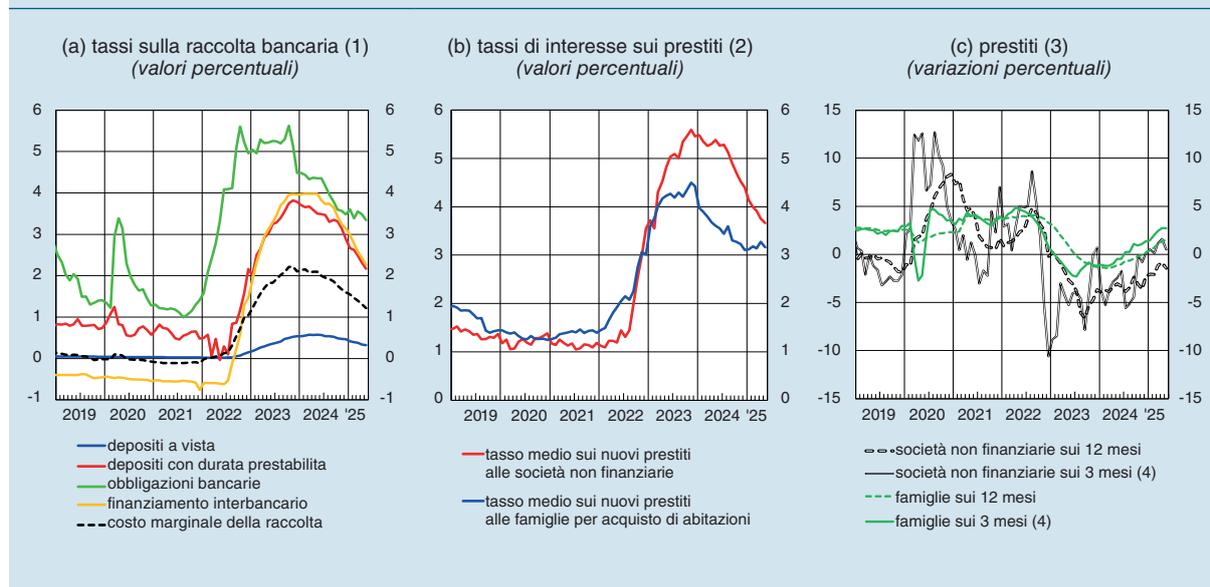
La contrazione del credito alle aziende si è attenuata...

In maggio i prestiti alle società non finanziarie hanno continuato a contrarsi su base annua, sebbene in misura significativamente più contenuta rispetto a febbraio (-1,4 per cento, da -2,1; fig. 25.c). La flessione resta più rilevante

³ Il 90 per cento delle nuove erogazioni alle imprese nel mese di maggio è stato costituito da prestiti a tasso variabile. Il tasso convenzionalmente considerato di riferimento per tale tipologia di prestiti è l'Euribor a 3 mesi, che tra febbraio e maggio è diminuito di circa 40 punti base.

⁴ In maggio il 93 per cento delle nuove erogazioni di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è stato costituito da mutui a tasso fisso. Il tasso convenzionalmente considerato di riferimento per tali mutui è l'*interest rate swap* (IRS) a dieci anni, che è salito di circa 40 punti base tra il 4 e l'11 marzo. Intorno alla metà di aprile tale tasso è sceso nuovamente di circa 20 punti base; si è collocato comunque su livelli più alti di quelli osservati in febbraio.

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



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

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

per le imprese più piccole (-8,7 per cento, a fronte di -0,9 per le società di maggiore dimensione), nonché nei settori della manifattura e delle costruzioni. La contrazione riflette la riduzione dei prestiti con scadenze più lunghe, che ha più che compensato l'aumento dei prestiti a breve e medio termine. In particolare, le imprese esportatrici, maggiormente esposte all'imprevedibilità delle politiche commerciali, hanno aumentato la propria domanda di credito a breve termine⁵, mentre hanno ridotto quella di finanziamenti con orizzonte più esteso, posticipando presumibilmente gli investimenti in attesa di una riduzione dell'incertezza. Tra febbraio e maggio i finanziamenti alle famiglie⁶ hanno accelerato (1,5 per cento, da 0,7), riflettendo il miglioramento della dinamica dei mutui; la crescita del credito al consumo è proseguita a un ritmo costante.

... in un contesto di domanda debole e di politiche di offerta caute

Secondo gli intermediari intervistati in marzo nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS), la domanda di prestiti all'inizio dell'anno è rimasta invariata su livelli modesti, dopo il lieve aumento registrato alla fine del 2024: il maggiore ricorso all'autofinanziamento ha più che compensato l'effetto espansivo del calo dei tassi. Nel primo trimestre le politiche di offerta sono state ancora caute, risentendo dell'accresciuta percezione del

⁵ Le imprese hanno aumentato l'utilizzo di strumenti di credito a breve termine, coerentemente con un incremento del fabbisogno di capitale circolante riconducibile a effetti anticipatori delle misure protezionistiche; tale dinamica risulta concentrata soprattutto nel settore manifatturiero.

⁶ La definizione di famiglie cui si fa riferimento è quella armonizzata dell'Eurosistema, che include le famiglie consumatrici, le imprese individuali e le società prive di personalità giuridica.

rischio da parte delle banche, in un quadro caratterizzato dal peggioramento delle prospettive economiche; le indagini presso le aziende confermano che le condizioni di accesso al credito non hanno subito variazioni di rilievo⁷.

Le obbligazioni emesse dalle imprese continuano a crescere

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

2.8 LA FINANZA PUBBLICA

Sulla base delle stime aggiornate contenute nel Documento di finanza pubblica 2025 dello scorso aprile, l'evoluzione della spesa netta sarà coerente con quanto concordato in sede europea. Nel pacchetto di primavera del semestre europeo diffuso all'inizio di giugno, la Commissione europea ha valutato positivamente lo stato di avanzamento del percorso di rientro del disavanzo dell'Italia nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi.

Secondo il DFP 2025, nel biennio 2024-25 il calo della spesa netta sarà lievemente maggiore di quanto concordato in sede europea

Secondo il *Documento di finanza pubblica 2025* (DFP 2025) dello scorso 12 aprile, nel 2025 l'indebitamento netto si collocherà al 3,3 per cento del PIL, per scendere al di sotto del 3 per cento nel 2026; la spesa netta diminuirà dello 0,9 per cento in totale nel biennio 2024-25, un calo pressoché in linea con quello atteso dalla Commissione⁸ e comunque superiore a quanto concordato con il Consiglio della UE lo scorso gennaio (-0,7 per cento). L'andamento della spesa netta previsto nel DFP 2025 è nel complesso coerente con l'obiettivo di collocare il rapporto tra il debito e il prodotto su una traiettoria stabilmente discendente nel medio termine, nonostante il deterioramento del quadro macroeconomico rispetto a quanto atteso nell'autunno del 2024⁹.

La Commissione ha valutato positivamente il percorso di rientro dell'Italia dal disavanzo eccessivo

Nel pacchetto di primavera del semestre europeo pubblicato il 4 giugno, la Commissione ha valutato positivamente l'avanzamento del percorso di rientro dal disavanzo eccessivo per l'Italia, ritenendo che i progressi compiuti siano in linea con gli obiettivi concordati (cfr. il paragrafo 1.2). Tra le raccomandazioni specifiche rivolte all'Italia figurano quelle relative: (a) ad attenersi al limite massimo di crescita della spesa netta consentito dalle raccomandazioni del

⁷ Le imprese italiane intervistate tra il 10 febbraio e il 21 marzo 2025 nell'ambito del sondaggio della BCE sulla situazione finanziaria e sull'accesso al credito delle imprese (*Survey on the access to finance of enterprises*, SAFE) hanno riportato un lieve miglioramento della disponibilità di prestiti nel primo trimestre del 2025, con l'eccezione delle microimprese (aziende con un numero di addetti inferiore a dieci), che hanno riportato condizioni di accesso invariate. Relativamente al trimestre in corso, le imprese intervistate nell'ambito dell'*Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere* realizzata dall'Istat e dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia hanno segnalato condizioni di accesso al credito bancario sostanzialmente immutate.

⁸ La spesa netta è costituita dalle uscite delle Amministrazioni pubbliche al netto delle seguenti voci: (a) la spesa per interessi; (b) le misure discrezionali sul lato delle entrate; (c) la spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziata dai fondi europei; (d) la spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dalla UE; (e) la componente ciclica delle uscite per le indennità di disoccupazione (che includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni); (f) le misure una tantum; (g) altre misure temporanee.

⁹ Per approfondimenti, cfr. il capitolo 10 nella *Relazione annuale* sul 2024 e *Audizione preliminare all'esame del Documento di finanza pubblica 2025*, testimonianza del Vice Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Commissioni riunite 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 17 aprile 2025.

Consiglio della UE di gennaio; (b) ad accelerare l'attuazione del PNRR (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2024); (c) ad aumentare le spese per la difesa (cfr. il riquadro: *La spesa per la difesa nei paesi della UE* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2024)¹⁰. Con riferimento a quest'ultimo punto, nel vertice NATO tenutosi a L'Aia lo scorso 25 giugno, i governi dei paesi membri dell'Alleanza hanno dichiarato il proprio impegno a portare nei rispettivi paesi la spesa per la difesa al 5 per cento del PIL entro il 2035¹¹.

Le agenzie di rating migliorano i propri giudizi sull'Italia

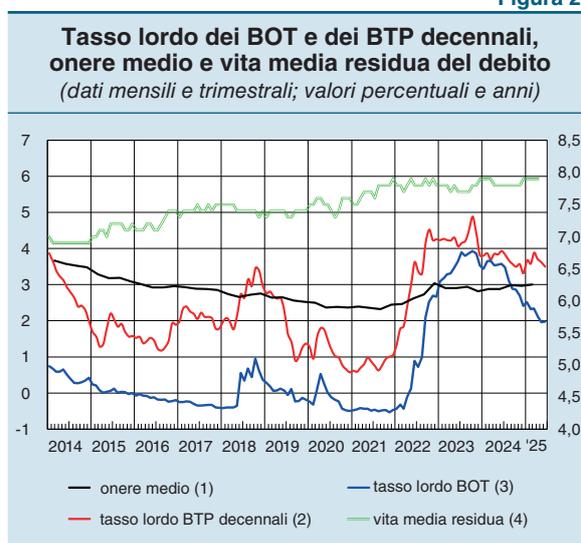
L'11 aprile l'agenzia Standard & Poor's ha rivisto al rialzo, dopo oltre sette anni, la propria valutazione del merito di credito dell'Italia nel lungo periodo. Il 23 maggio l'agenzia Moody's ha confermato il rating dell'Italia, ma ha alzato l'*outlook* da "stabile" a "positivo".

Secondo il DFP 2025, quest'anno il rapporto tra il debito e il PIL continuerà a crescere

Nei primi quattro mesi del 2025 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a 63,6 miliardi, in aumento rispetto al periodo corrispondente del 2024 (60,1 miliardi)¹². Nei primi sei mesi dell'anno le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato sono cresciute del 3,4 per cento (8,5 miliardi) nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente.

Alla fine di aprile il debito delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari a 3.063 miliardi di euro, 96,9 in più rispetto al termine dello scorso anno. La vita residua del debito è rimasta invariata nel confronto con il dato di fine 2024 (7,9 anni). La quota di debito detenuto dalla Banca d'Italia si è collocata al 20,2 per cento, in calo di 1,5 punti percentuali rispetto alla fine del 2024. Nel primo trimestre dell'anno l'onere medio è stato del 3 per cento, in linea con lo scorso anno (fig. 26).

Figura 26



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

¹⁰ A seguito delle conclusioni del Consiglio europeo del 6 marzo 2025, la Commissione aveva invitato i paesi membri a ricorrere alla flessibilità fornita dall'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale del Patto di stabilità e crescita per il quadriennio 2025-28, ai fini di aumentare le spese per la difesa; cfr. Commissione europea, *Accommodating increased defence expenditure within the Stability and Growth Pact*, C(2025) 2000 final, 2025. L'Italia non ha chiesto di attivare la clausola di salvaguardia. L'8 luglio il Consiglio della UE ha accolto la richiesta di attivazione di tale clausola per 15 paesi: Belgio, Bulgaria, Croazia, Danimarca, Estonia, Finlandia, Grecia, Lettonia, Lituania, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

¹¹ L'obiettivo del 5 per cento si articola in due componenti. La prima, pari al 3,5 per cento, è data dalla definizione concordata di spesa per la difesa della NATO (con revisione al rialzo del precedente obiettivo del 2 per cento). La seconda componente, pari all'1,5 per cento, è costituita dalla spesa a supporto di alcune iniziative, tra le quali: (a) la protezione di infrastrutture e reti critiche; (b) la tempestività di risposta e resilienza da parte della popolazione civile; (c) l'innovazione e lo sviluppo della capacità dell'industria della difesa. Nel corso della conferenza stampa a conclusione del vertice, il Segretario generale della NATO, Mark Rutte, ha dichiarato che tutti i membri dell'Alleanza hanno già raggiunto o raggiungeranno entro la fine del 2025 il precedente obiettivo di spesa per la difesa del 2 per cento. Per approfondimenti, cfr. sul sito della NATO: *Closing press conference by NATO Secretary General Mark Rutte at the 2025 NATO Summit in The Hague*, 25 giugno 2025.

¹² Nei mesi di maggio e giugno 2025 il fabbisogno del settore statale è stato pari a circa 29 miliardi, superiore di circa 3 miliardi al dato dell'analogo periodo del 2024.

Secondo le più recenti stime della Commissione europea, nel 2025 il debito raggiungerà il 136,7 per cento del PIL, un valore sostanzialmente in linea con quello indicato dal Governo nel DFP 2025 (136,6 per cento). Per il 2026 la Commissione stima che il rapporto tra debito e prodotto salirà al 138,2 per cento, 0,6 punti percentuali in più rispetto a quanto segnalato nel DFP 2025¹³.

A giugno il Consiglio della UE ha approvato la richiesta di revisione del PNRR

A giugno il Consiglio della UE ha approvato la richiesta italiana di revisione del PNRR (la quinta dall'avvio del Piano). Le modifiche non alterano la dotazione complessiva del Piano e sono costituite da investimenti nel settore dei trasporti e da rimodulazioni relative principalmente agli interventi per favorire la transizione ecologica (tra cui il definanziamento degli investimenti in infrastrutture di ricarica elettrica, con la riassegnazione delle risorse a un nuovo programma di incentivi di rottamazione delle auto in favore di famiglie, nel rispetto di specifiche soglie di ISEE, e di microimprese con sede legale in aree urbane). Il 1° luglio la Commissione europea ha emesso una valutazione positiva per il pagamento della settima rata, la cui richiesta era stata presentata a dicembre dello scorso anno; contestualmente è stata avanzata dal Governo la richiesta per il pagamento dell'ottava rata.

¹³ Sia le stime del DFP 2025 sia quelle della Commissione non tengono in considerazione i nuovi impegni assunti dall'Italia durante il vertice NATO tenutosi a L'Aia il 25 giugno 2025.

