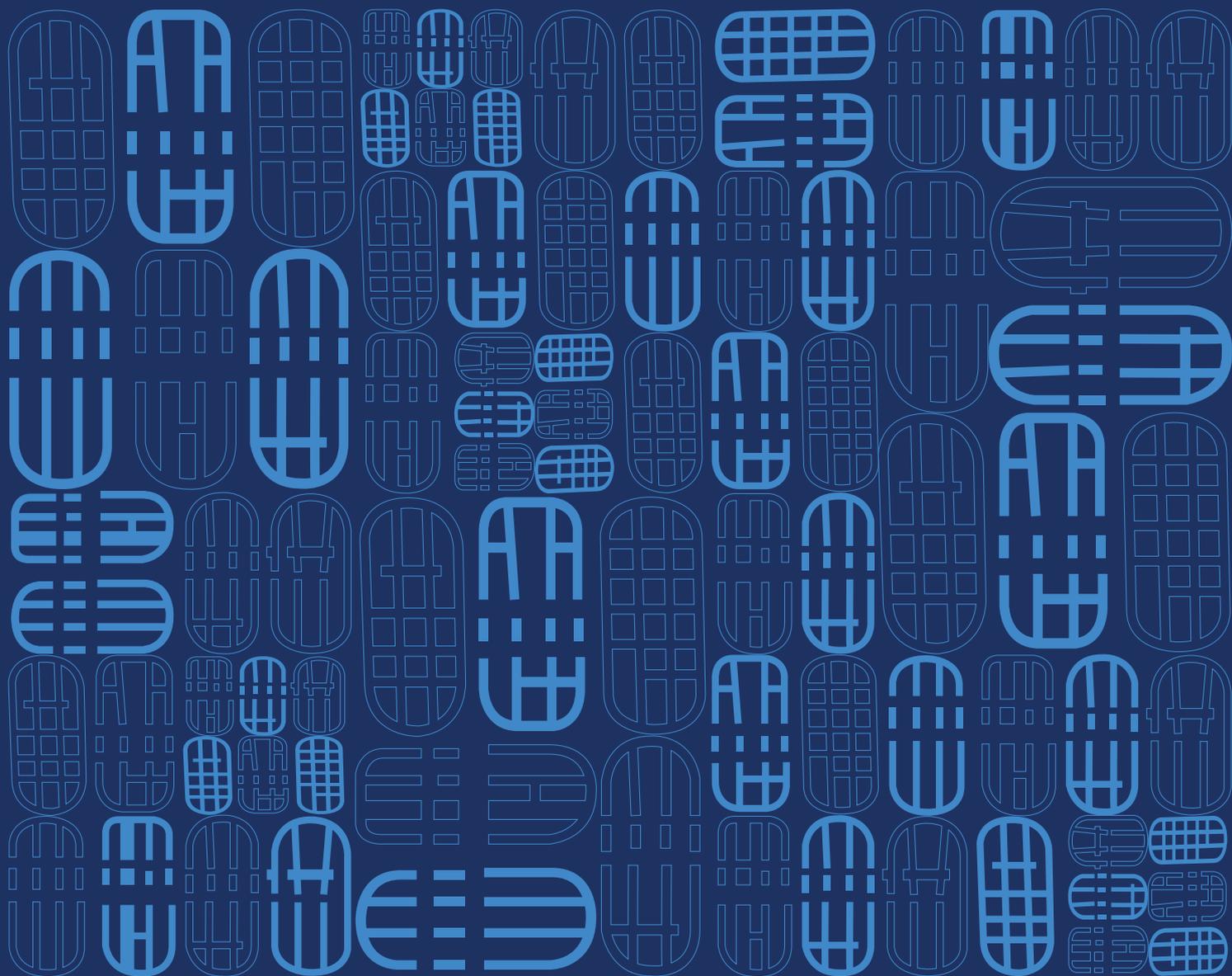


ENERGIA, GREEN DEAL E DAZI: GLI OSTACOLI ALL'ECONOMIA ITALIANA ED EUROPEA

RAPPORTO DI PREVISIONE
PRIMAVERA 2025



CONFINDUSTRIA
Centro Studi





CONFINDUSTRIA

Centro Studi

ENERGIA, GREEN DEAL E DAZI: GLI OSTACOLI ALL'ECONOMIA ITALIANA ED EUROPEA

Primavera 2025

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

Gli autori del capitolo sono:

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

Gli autori dei Focus sono:

1. Stefano Di Colli, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Chiara Puccioni
2. Piergiorgio Carapella, Guido Franco
3. Stefano Di Colli, Guido Franco, Francesca Mazzolari, Chiara Puccioni, Ciro Rapacciuolo
4. Piergiorgio Carapella
5. Testo basato su analisi discusse nell'ambito del Gruppo Tecnico Centro Studi.

L'editing è stato curato da Vera Nardis.

Il Rapporto è stato chiuso con le informazioni al 27 marzo 2025.

Per commenti scrivere a: csc@confindustria.it

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

Edito da:



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

INDICE

Introduzione e sintesi	5
Le previsioni per l'economia italiana	15
1. Il PIL	17
2. Le componenti del PIL dal lato della domanda	23
3. L'occupazione	33
4. Le retribuzioni e i prezzi	37
5. La finanza pubblica	43
6. Il credito per le imprese	48
7. Lo scenario internazionale	51
Focus	77
1. Dazi USA destabilizzanti a livello globale, profonda l'esposizione italiana	79
2. La manifattura italiana ed europea ai primi posti per la sostenibilità	88
3. Sta calando la produzione dell'industria italiana, ma non è crisi generalizzata	93
4. Ampio e in aumento il divario di competitività dell'Unione Europea dagli USA	104
5. Mix energetico in evoluzione dal mondo all'Italia: bilanciare sicurezza, ambiente e costi	109

INTRODUZIONE E SINTESI

Tabella A
Le esogene internazionali
della previsione
(Variazioni %)

Scenario internazionale sempre più frammentato Nel biennio 2025-2026 la crescita del PIL mondiale è attesa sostanzialmente stabile, intorno al +2,7% annuo, su ritmi vicini alla media pre-pandemia (+2,8% annuo nel 2012-2019). È il risultato di un rallentamento dell'economia USA (danneggiata dai dazi), un consolidamento della crescita dei paesi emergenti e una dinamica in lieve miglioramento, ma su valori bassi, nell'Eurozona. Il commercio mondiale di beni è tornato in modesta espansione nel 2024 (+1,8%) ma il sentiero di crescita è rivisto al ribasso per l'anno in corso (+2,0%, dal +2,8% atteso in precedenza), perché l'incertezza frena innanzitutto gli scambi con l'estero, e risale gradualmente nel prossimo anno (+2,5%, su ritmi ancora inferiori a quelli del PIL; Tabella A).

Continua la ricomposizione degli scambi globali tra blocchi economici: l'interscambio USA-Cina è diminuito del 14% nel 2023-2024 rispetto al biennio precedente; quello UE-Cina del 7,0%; molto aumentato quello tra UE e USA. La Cina ha ridotto anche gli scambi con il resto del mondo; gli USA li hanno aumentati significativamente. Si amplia la distanza tra i due principali beneficiari di investimenti diretti esteri, la Cina che per il secondo anno consecutivo vede ridursi i capitali esteri attratti (-29%) e gli Stati Uniti che mantengono il loro primato come meta per gli investimenti esteri, mentre l'Europa continua a perdere attrattività.

	2024	2025	2026
 Commercio mondiale	1,8	2,0	2,5
 PIL - Stati Uniti	2,8	2,1	1,9
 PIL - Area Euro	0,7	0,8	1,0
 PIL - Paesi emergenti	4,2	4,4	4,5
 Prezzo del petrolio ¹	81	75	67
 Prezzo del gas (Europa)	34	46	41
 Cambio dollaro/euro ²	1,08	1,08	1,08
 Tasso FED effettivo ³	5,14	4,15	3,75
 Tasso BCE ³ (depositi)	3,73	2,48	2,00

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

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

La crescita **USA** è rivista al rialzo al +2,1% nel 2025 (da +1,5%), grazie alla migliore dinamica nel 2024 che ha lasciato una più ampia eredità positiva all'anno in corso. Lo scorso anno l'economia americana è stata trainata dai consumi delle famiglie, mentre gli investimenti hanno perso slancio. A inizio 2025 sembrano essersi indebolita la spinta dei salari e salite le aspettative di inflazione, con la fiducia in calo che anticipa una flessione dei consumi. Il ritmo di crescita dell'economia USA dovrebbe rallentare fino al 3° trimestre 2025, per recuperare slancio a fine anno e nel 2026, con la riduzione dei tassi di interesse. L'inflazione, in risalita, rimane sopra l'obiettivo (+3,0% annuo a gennaio) e in linea con le aspettative. La FED ha tagliato finora i tassi di un punto, arrivando alla forchetta 4,25-4,50%. Tra quest'anno e il prossimo, scenderanno ancora di un punto: un percorso di riduzione più graduale di quanto si ipotizzava sei mesi fa, che avrà anche l'effetto di ampliare (di poco)

il differenziale con i tassi BCE nella media 2025, esercitando una pressione a rafforzare il dollaro rispetto all'euro. Nella stessa direzione agiscono i dazi all'import degli Stati Uniti e il persistente gap di crescita atteso a favore dell'economia americana.

La crescita del PIL dell'**Eurozona** è prevista del +0,8% nel 2025 e di +1,0% nel 2026, dopo il +0,7% nel 2024. Peserà ancora quest'anno la stretta monetaria e l'inflazione ancora alta che morderanno via via sempre meno, favorendo una risalita che sarà comunque modesta. L'allentamento monetario, finora, è stato pari a -1,50 punti, con l'inflazione che rimane comunque sopra al 2,0% (+2,4% a febbraio, dal +1,7% a settembre), così come le aspettative a 1 anno. Le attese dei mercati sono di un ulteriore taglio dei tassi di mezzo punto quest'anno, fino ad arrivare al tasso neutrale (2,0%) mentre la discesa dell'inflazione sotto al +2,0% è attesa dalla BCE per il prossimo anno.

Nonostante l'ottima performance dell'economia spagnola (+3,2%), legata principalmente a immobiliare e turismo, non c'è da aspettarsi nel prossimo futuro una crescita sostenuta dell'Area a causa del permanere di alcuni freni strutturali. In primis la crisi della Germania non appare congiunturale: è stato il paese con la maggiore dipendenza dal gas russo (più dell'Italia) e con il maggior peso dei settori energy intensive sul valore aggiunto totale e perciò risente maggiormente dei rincari; ha le maggiori connessioni economiche con l'Europa dell'Est, colpita dal conflitto in Ucraina; è il paese europeo più esposto verso la Cina in termini di export (6,3% la Germania, 2,6% l'Italia) con cui ha realizzato ampi surplus commerciali fino alla pandemia, che difficilmente potrà realizzare in futuro visto che la Cina sta riducendo l'import dai paesi occidentali, per ragioni geopolitiche ed è diventata un produttore manifatturiero sempre più autonomo; è il paese, in Europa, più specializzato nell'automotive (20,6% della manifattura, prima della crisi), che è proprio il settore più in crisi. L'iniezione di risorse pubbliche per difesa e infrastrutture, però, potrà agevolare il recupero nel breve e medio periodo.

Altro fattore che continua a frenare la crescita dell'Area è l'elevato prezzo dell'energia. Il **prezzo del gas** è salito a 50 euro/mwh in media a febbraio 2025 (42 a marzo), con un marcato trend di rincaro rispetto al minimo di 26 euro registrato a febbraio 2024. Soprattutto, è molto più alto che negli USA (con un rapporto di 4 a 1). Le alterne notizie sul conflitto tra Ucraina e Russia sembrano guidare in questa fase le oscillazioni dei prezzi. Il rincaro del gas fa salire anche i prezzi dell'elettricità, di più in Italia: 150 euro/mwh a febbraio, rispetto a 128 in Germania, 123 in Francia, 108 in Spagna.

Inoltre, negli ultimi 10-15 anni, l'Europa sta progressivamente perdendo **competitività** nei confronti di Stati Uniti e Cina. Dal 2007 ad oggi l'UE ha registrato una crescita media del +1,6% annuo, contro il +4,2 degli USA e il +10,1 della Cina, a prezzi correnti. Il gap accumulato con gli Stati Uniti dal 2007 è di oltre 70 punti percentuali di PIL. Ed è dovuto principalmente alla stagnazione della produttività del lavoro, che in Europa si è quasi fermata (+0,2% medio annuo nel 2019-2023) mentre continua a crescere negli USA al ritmo dell'1,5% l'anno in media dagli anni '80.

La bassa **produttività** europea deriva da minori investimenti (in particolare "produttivi", cioè al netto delle costruzioni) rispetto a Cina e Stati Uniti: in media, circa 1,1 punti di PIL l'anno in meno nella UE rispetto agli USA. Guardando agli **investimenti** in R&S, dal 2000 ad oggi, il gap accumulato rispetto agli Stati Uniti ammonta a oltre 17 punti di PIL. I bassi investimenti sono dovuti in parte a un generale sottodimensionamento e una bassa capitalizzazione delle imprese europee rispetto agli altri due grandi blocchi. Tra le prime dieci società per azioni mondiali, 6 sono statunitensi e 3 sono cinesi. La prima europea si trova al 25esimo posto. Lo scarso dinamismo dei capitali finanziari in UE è un freno alla crescita dimensionale delle imprese e agli investimenti. Basti pen-

sare che il mercato azionario USA nel 2021 era di circa tre volte superiore a quello europeo, contando rispettivamente per il 227% e l'81% del PIL.

Il mancato completamento del **mercato unico europeo** e la mancata armonizzazione di alcune regole sono tra le principali cause di questi ritardi, perché creano ostacoli allo scambio di beni e servizi all'interno dell'UE: secondo stime del FMI, questi fattori possono aumentare del 44% i costi di produzione dei beni manifatturieri, del 110% per i servizi. Negli USA il peso di queste barriere per il commercio di beni fra Stati vale circa il 13%. Se l'UE riuscisse a diminuire queste barriere al livello degli Stati Uniti, la produttività aumenterebbe del 6,7%.

La **proliferazione normativa** è un altro fattore che frena l'economia europea. Un costo molto elevato per le imprese europee diminuisce l'attrattiva dell'UE come luogo per fare impresa: ad esempio, uno studio recente ha valutato che la compliance al GDPR (che disciplina il modo in cui le aziende trattano i dati personali) ha comportato una diminuzione dell'8% in media dei profitti e del 2% delle vendite; il Rapporto Draghi ha indicato che, tra il 2019 e il 2024, l'UE ha approvato circa 13.000 atti, più del doppio rispetto agli USA.

Infine, la **sfida energetica** è un nodo cruciale da risolvere. Negli ultimi trent'anni, i consumi di energia nel mondo sono raddoppiati, la quota europea è scesa dal 17% al 9%, e dal lato dell'offerta, le fonti fossili coprono ancora, come allora, oltre l'80% del fabbisogno. La Cina, con il carbone, ormai alimenta il 60% delle emissioni mondiali e non arriverà alla neutralità prima del 2060 con l'uso del carbone atteso dimezzarsi solo nel 2040. Gli USA abbandoneranno lentamente il gas per proteggere la crescita economica. Per l'Europa, la decarbonizzazione deve procedere bilanciando sicurezza, crescita economica e sostenibilità ambientale. L'economia italiana, peraltro, è già fra le più sostenibili in Europa e nel mondo. La manifattura ha registrato una significativa riduzione del 40%, della propria intensità emissiva negli ultimi 15 anni. Le scelte compiute sinora a livello europeo soddisfano solo l'obiettivo della sostenibilità, ma mettono a serio rischio sia la crescita che la sicurezza europea. Per questo sarà necessario rivedere diversi meccanismi, come ETS e CBAM, che comportano significativi svantaggi competitivi per le imprese europee.

Le attese di crescita delle **economie emergenti** restano elevate: +4,4% quest'anno (da +4,2% nel 2024) e +4,5% nel 2026 e quindi continua a crescere il loro peso sul PIL mondiale: il gruppo dei 10 paesi "BRICS+" nel 2025 dovrebbe raggiungere il 38,0%. La Cina continua a crescere a un ritmo vicino al +5,0% l'anno, ma rimane debole la domanda interna: la produzione industriale a dicembre 2024 ha superato le vendite al dettaglio e il tasso di disoccupazione è tornato a salire. E rimane bassa l'inflazione (0,7% quest'anno), per questo politica fiscale e monetaria sono espansive. L'India, che cresce stabilmente al +6,5% l'anno, potrebbe trarre vantaggio da una deviazione di flussi commerciali dalla Cina a seguito dei dazi americani.

In questo contesto già complesso, si inseriscono i **dazi** annunciati dagli USA. La America First Trade Policy della seconda amministrazione Trump si annuncia più aggressiva e imprevedibile dell'approccio adottato nel primo mandato. Sarà cruciale avviare trattative con gli USA per conciliare le esigenze reciproche. Ma è ancora più essenziale accrescere rapidamente l'attrattiva europea, per evitare deflussi di capitali verso gli Stati Uniti, che è ciò che sta già accadendo e che i dazi accelereranno. Gli impatti dei dazi sui singoli settori produttivi italiani ed europei non sono facili da determinare: dipenderanno da molti fattori, tra cui l'aliquota e la durata dei dazi, l'elasticità della domanda al prezzo, l'esposizione dei singoli paesi verso gli USA. Andremo incontro a una ulteriore riconfigurazione degli scambi bilaterali e una revisione delle catene di fornitura su scala globale. Secondo stime dell'FMI, un eventuale aumento generalizzato dei dazi americani del 10% determinerebbe una riduzione del PIL mondiale di -0,8%, con un impatto disomogeneo tra aree: più profondo proprio negli USA,

meno nell'Eurozona. Per l'Italia, nel 2024 l'export di beni negli USA è stato pari a 65 miliardi di euro, oltre il 10% del totale. Tra il 2019 e il 2023, l'aumento di tale export ha contribuito per 4,5 punti all'incremento dell'export italiano totale (+30% cumulato). A livello settoriale, i settori industriali italiani più esposti sono bevande, farmaceutica, autoveicoli e altri mezzi di trasporto.

A causa dei ripetuti annunci sui dazi, gli indici di **incertezza economica** e politica sono al loro massimo assoluto all'inizio del 2025 e ciò influisce negativamente sulle decisioni di investimento, con grave pregiudizio per gli scambi lungo le filiere produttive globali. Dal 2022, sono state varate a livello mondiale più di 3.400 misure protezionistiche all'anno, quasi 3.000 in più rispetto a quelle introdotte prima del 2020. Un'eventuale **escalation protezionistica**, generata da ritorsioni tariffarie tra le principali economie mondiali, minerebbe la struttura stessa degli scambi e della produzione internazionali, con profonde ricadute sul PIL globale. Lo scenario di previsione CSC incorpora esclusivamente l'aspetto legato all'impennata dell'incertezza causata dagli annunci di dazi, con l'ipotesi che duri per la prima metà del 2025; se persistente, rappresenterebbe un forte limite alla crescita, in quanto influirebbe negativamente sulle decisioni di investimento domestiche e internazionali. Ma non include l'effetto di ulteriori dazi e contro dazi.

La crescita in Italia riprende slancio solo nel 2026 Nel 2024, il prodotto italiano è cresciuto del +0,7% annuo, grazie a contributi piuttosto diffusi tra le componenti: i consumi delle famiglie (+0,2%), gli investimenti fissi lordi (+0,1%), i consumi collettivi (+0,2%) e le esportazioni nette (+0,4%), che hanno compensato il decumulo di scorte. Nel 1° trimestre del 2025, gli indicatori congiunturali fotografano una fase ancora caratterizzata da una debole espansione. Il PIL italiano nel 2025 è atteso crescere quasi in linea con quanto osservato nel 2024: +0,6%. Nel 2026, invece, è atteso riprendere slancio, al +1,0%. Per il 2025 si ha una revisione al ribasso di -0,3 punti percentuali ascrivibile, in larga parte, alla debolezza della seconda metà del 2024 e al peggioramento del quadro macroeconomico nel quale si contrappongono forze di segno opposto (Tabella B).

In positivo, nel 2025-2026 agirà il proseguimento del **taglio dei tassi** da parte della BCE, che entro fine 2025 porterà la politica monetaria al livello neutrale.

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

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

¹ Valori %; ² valori in % del PIL.

ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

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

Secondo, la risalita del **reddito disponibile reale totale delle famiglie**, grazie al progressivo recupero delle retribuzioni pro-capite, il buon contributo dei redditi non da lavoro, l'aumento dell'occupazione totale, il calo dell'inflazione, sebbene gli ultimi due fenomeni si attenueranno nel 2025 e 2026. Insieme al calo atteso della propensione al risparmio (da fine 2025 e poi nel 2026) grazie al dipanarsi dell'incertezza, ci si aspetta che l'aumento del reddito continui a dare un buon contributo alla dinamica dei consumi.

Terzo, l'**implementazione del PNRR**: tra il 2025 e il 2026 le risorse programmate ammontano a circa 130 miliardi. Anche se non verranno spese tutte (l'ipotesi è che ne venga spesa la metà, 65 miliardi), daranno un importante contributo al PIL, in particolare agli investimenti in costruzioni, frenati dal venire meno degli incentivi all'edilizia residenziale. Non ci si attende, invece, un sostegno agli investimenti in impianti e macchinari poiché il Piano Transizione 5.0 si è rivelato poco efficace nel 2024 e dovrebbe incidere poco anche nel 2025.

In negativo, agiscono due fattori. Anzitutto, l'ennesimo **rincarico dell'energia**, che non tocca i picchi del 2022, ma minaccia la competitività delle imprese italiane e riduce il reddito reale delle famiglie.

Ma soprattutto, l'ondata di **dazi** annunciata dall'Amministrazione Trump, a cui l'economia italiana è particolarmente esposta, visto che gli USA sono il secondo mercato per i nostri beni. La reintroduzione dei dazi USA su acciaio e alluminio al 25%, secondo stime del Centro Studi Confindustria, porterà ad un calo medio di circa -5% dell'export di acciaio e alluminio negli Stati Uniti, con un impatto macroeconomico minimo (circa -0,02% dell'export italiano di beni).

Un'eventuale escalation protezionistica che comporti un persistente, invece che temporaneo, innalzamento dell'incertezza (+80% sul 2024), l'imposizione di dazi del 25% su tutte le importazioni USA, comprese quelle dall'Europa, e del 60% dalla Cina e l'applicazione di ritorsioni tariffarie sui beni di consumo USA esportati, avrebbe un impatto cumulato negativo sul PIL italiano, misurato come scostamento rispetto allo scenario base, del -0,4% nel 2025 e del -0,6% nel 2026.

Dal lato dell'offerta, la dinamica del PIL italiano sarà spinta nel biennio dai **servizi** e solo nel 2026 anche dall'industria; in calo invece le costruzioni. Già nel 2024 il valore aggiunto totale è stato supportato soprattutto dai servizi e un po' dalle costruzioni, più che compensando la riduzione nella PA e nell'industria. Le **costruzioni** dal lato abitativo risentiranno in misura maggiore della riduzione degli incentivi. Quelle di tipo non abitativo, invece, dovrebbero beneficiare delle risorse del PNRR e di impieghi bancari meno onerosi. Il valore aggiunto dell'industria è previsto recuperare solo nel prossimo anno (+1,0%), dopo un 2025 ancora debole (-0,1%). Ciò grazie alla ripresa dell'export di beni, all'allentamento della stretta monetaria nell'Eurozona, all'aumento del reddito disponibile reale che aiuta la ripresa del consumo domestico di beni. Nel corso del 2024 la produzione industriale ha mostrato un progressivo rallentamento della flessione, fino a un più contenuto -0,4% nel 4° trimestre e gli indicatori congiunturali confermano che è in atto una lenta stabilizzazione.

La **crisi dell'industria** non riguarda solo l'Italia (-8,2% la produzione tra metà del 2022 e fine 2024), ma è internazionale ed è caratterizzata da una forte eterogeneità settoriale. L'automotive è il settore più colpito in tutti i paesi europei, ma il calo è marcato anche nei settori della moda e nella lavorazione dei metalli: se consideriamo la produzione manifatturiera al netto di tali settori, nel 2024 in Italia si è ridotta in misura moderata (-1,5%), mentre è scesa di più in Germania (-2,6%) e cresciuta in Spagna (1,6%). A ciò si sommano: la crisi della Germania, come per il resto dell'Eurozona, la domanda debole in tutta l'Eurozona dopo anni di alta inflazione e alti tassi, la preferenza delle famiglie per i servizi rispetto ai beni che ha contribuito alla debolezza della domanda per l'industria, il costo elevato dell'energia in Europa e soprattutto in Italia. Alcuni di tali problemi potrebbero risolversi nel breve-medio termine (preferenza per

i servizi, debolezza europea), altri sono destinati a durare più a lungo (costo dell'energia, crisi tedesca, auto, moda). Va comunque sottolineato che in Italia la crisi dell'industria è una crisi di produzione, molto meno di valore aggiunto (-3,5% nello stesso periodo), investimenti ed esportazioni, sicuramente non di occupazione che invece è aumentata anche nei settori più colpiti. Diverse possono essere le ragioni dietro a questa anomalia: un decumulo di scorte di beni intermedi; una ricomposizione all'interno del manifatturiero verso comparti a più alto valore aggiunto; un miglioramento della qualità delle produzioni. I dati che verranno rilasciati nei prossimi tempi ce lo chiariranno.

Dal lato della domanda, la dinamica del PIL nel 2025 sarà sostenuta prevalentemente dai consumi e in misura minore dalle esportazioni nette. Contribuiranno negativamente solo gli investimenti fissi lordi (-0,2%). Nel 2026, l'elemento trainante sarà costituito ancora dai consumi, cui si aggiungerà la risalita degli investimenti, mentre sarà quasi nullo l'apporto delle esportazioni nette.

La dinamica dei **consumi** delle famiglie è stata modesta nel 2024 (+0,4%), favorita dalla suddetta risalita del reddito disponibile reale, ma frenata dall'aumento della propensione al risparmio su un livello medio di 9,4% nei primi tre trimestri, ben oltre i valori di lungo periodo. Ciò a causa dell'elevata incertezza sullo scenario internazionale, attesa comunque ridursi nella seconda metà del 2025. I consumi, quindi sono attesi accelerare quest'anno (+0,8%) e il prossimo (+1,0%), sostenuti dal reddito reale in costante aumento. Contribuirà anche la riduzione dei tassi di interesse e il credito. Intanto, sembra essersi chiusa la divaricazione tra la dinamica dei consumi di beni e di servizi.

Gli **investimenti** sono attesi arretrare quest'anno del -0,8% (in linea con la dinamica tendenziale negativa già osservata nella seconda parte del 2024) e recuperare nel 2026 (+0,9%), rimanendo sostanzialmente stagnanti nel biennio. Tale debolezza è determinata da: 1) gli effetti ritardati della politica monetaria restrittiva; 2) la crisi dell'industria; 3) l'elevata incertezza internazionale, dovuta ai dazi e alle tensioni geopolitiche; 4) l'affievolirsi degli incentivi fiscali, che avevano rappresentato uno stimolo importante in grado di sbloccare gli investimenti negli ultimi anni (Superbonus e Transizione 4.0).

Gli investimenti in fabbricati non residenziali hanno continuato a crescere nel 2024 (+9,6%) sostenuti dalle risorse del PNRR. Senza queste risorse, oltre 13 miliardi, la crescita dei fabbricati sarebbe stata intorno al +3,0%. In base alla spinta delle risorse PNRR pianificate (21,8 miliardi nel 2025 e 22,8 nel 2026) e ipotizzando una percentuale di assorbimento pari a quella del 2024 (l'82%), gli investimenti in fabbricati sono attesi crescere a un ritmo sostenuto anche quest'anno e il prossimo (+7,5% e +4,9%). Al contrario, quelli in abitazioni sono fermati dal depotenziamento degli incentivi. Infine, la spesa in impianti e macchinari è arretrata per tutto il 2024, prima per un effetto "rinvio" legato all'attesa di Transizione 5.0, poi per la scarsa attrattiva della misura a causa di una serie di difficoltà operative. Si prevede che rimangano in contrazione nella prima parte del 2025.

La dinamica delle **esportazioni** italiane di beni e servizi, dopo una debole crescita nel 2024 (+0,4%), si consoliderà nel biennio previsivo su ritmi poco più alti (+1,3% nel 2025 e +1,8% nel 2026), ben inferiori a quelli medi pre-pandemia (+3,3% nel periodo 2014-2019).

Il calo dell'export di beni negli ultimi due anni (-1,4% nel 2023 e -0,3% nel 2024) è concentrato nei prodotti intermedi, a causa della crisi dell'attività industriale in tutta Europa. Per le vendite italiane all'estero, l'unico contributo positivo è venuto dai beni di consumo. Stazionario l'export manifatturiero nel 2024 (-0,1% a prezzi costanti) ma risultato di una polarizzazione tra comparti in forte crescita ("altri prodotti manifatturieri" +16,3%, farmaceutici +8,4% e alimentari +8,1%) e quelli in brusca caduta ("altri mezzi di trasporto" -13,6%, autoveicoli -12,1% e petroliferi raffinati -11,4%).

La debolezza dell'export di beni nel 2024 è il risultato di un calo nel mercato UE (-1,9%, Germania -5,0% e Francia -2,1%), solo parzialmente compensato da un aumento in quello extra-UE (+1,2%); raffreddati anche gli scambi italiani con Stati Uniti (-3,6%) e Cina (-20%). Il ritmo di riconfigurazione degli scambi si è ridotto nel 2024 rispetto ai massimi raggiunti nel biennio 2022-2023, soprattutto dal lato delle importazioni (grazie al completamento della revisione strutturale delle fonti di fornitura energetica) ma rimane nettamente superiore a quello degli anni pre-pandemia.

Le importazioni seguiranno una ripresa graduale, riflettendo la risalita delle esportazioni, che si alimentano in buona misura di beni intermedi importati, e il recupero degli investimenti domestici. Perciò, il contributo dell'**export netto** al PIL, significativamente positivo nel 2024 (+0,4 punti percentuali), sarà quasi nullo nel biennio previsivo (+0,1 nel 2025 e zero nel 2026).

Riguardo l'**occupazione**, nel 2025 e 2026 il ritmo di crescita dell'input di lavoro, misurato in termini di unità equivalenti a tempo pieno (ULA), è atteso riallinearsi con quello dell'attività economica (+0,5% e +0,7%, ritmo appena inferiore a quello dell'occupazione in termini di teste), contrariamente a quanto accaduto negli ultimi due anni (ULA +4,7% cumulato, PIL +1,4%). Ciò permetterà un miglioramento della produttività del lavoro, dopo i forti cali negli anni precedenti. Nei servizi privati l'aumento della produttività media è in parte spiegato da effetti di ricomposizione, con comparti a produttività del lavoro elevata in espansione (come il settore dell'informazione e comunicazione) e comparti a bassa produttività il cui peso si è fortemente ridimensionato (come i servizi di arte e intrattenimento).

Proseguirà il recupero delle **retribuzioni** reali, che avanzeranno del +2,8% cumulato nel biennio 2025-2026, dopo il +1,5% nel 2024 (a parziale compensazione del -6,9% nel 2022-2023). Nel settore privato, nel 4° trimestre 2024, hanno recuperato un terzo della perdita di potere di acquisto generata dalla crisi energetica (-5,5% sul 1° 2021, da un minimo di -8,4% nel 4° 2022) mentre nel pubblico rimangono su un livello ancora di 9,5 punti percentuali inferiore a quello di partenza. L'aumento del CLUP manifatturiero in Italia nell'ultimo quinquennio (+15,3%) risulta un po' più ampio rispetto a quello medio nell'Eurozona (+13,4%), in particolare rispetto a Spagna e Germania (+12,9% in entrambi i paesi). Ciò implica una perdita di competitività di costo rispetto al pre-pandemia, che si è solo in parte assottigliata nel 2024 rispetto alla media Eurozona e alla Germania. La perdita di competitività, invece, ha continuato ad ampliarsi rispetto alla Spagna, dove il CLUP manifatturiero l'anno scorso è cresciuto del +3,0% contro il +4,9% in Italia.

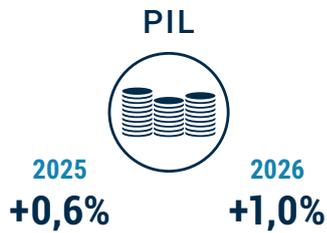
La dinamica dei **prezzi al consumo** in Italia è in accelerazione negli ultimi mesi sebbene rimanga sotto la soglia del +2,0%: +1,6% annuo a febbraio 2025, da un minimo di +0,7% a settembre 2024, per effetto della risalita dei prezzi energetici al consumo (+0,6% annuo, da -8,7%). Nel 2025, è attesa poco sopra gli ultimi valori, in media al +1,8% (da +1,0% nel 2024), mentre nel 2026, è attesa salire alla soglia BCE (+2,0% in media). Questo per effetto dell'energia più cara nel 2025 e poi in calo nel 2026; moderati effetti di second round dei rincari attuali (soprattutto nel 2026) sui prezzi al consumo core; la stabilizzazione dell'euro sul dollaro, evitando così inflazione "importata" tramite le materie prime. La core inflation (esclusi energia e alimentari) continua a scendere: +1,5% annuo a febbraio 2025, da +1,8% a settembre 2024, ma il calo è atteso arrestarsi nella parte finale del 2025 e invertirsi nel 2026, senza mai raggiungere i bassi valori pre-crisi energetica.

Il **deficit pubblico** si attesterà al -3,2% del PIL nel 2025 e al -2,8% nel 2026 creando così le condizioni per l'uscita dalla procedura per disavanzo eccessivo nel 2027. La spesa per interessi è stimata a 87,0 miliardi nel 2025 e a 90,1 nel 2026 (stabile al 3,9% del PIL), con lo spread in calo a 90pb a fine 2025 e stabile per tutto il 2026. Il **debito pubblico** in rapporto al PIL è stimato al 137,0% nel 2025, in aumento di 1,7 punti rispetto al 2024, ed è previsto salire di altri 0,6 punti fino al 137,6% nel 2026, in linea con quanto stimato dal Governo a settembre scorso.

LE PREVISIONI
PER L'ECONOMIA
ITALIANA

1. Il PIL

1.1 Il Prodotto Interno Lordo in aggregato



La crescita dell'economia italiana riprende slancio solo nel 2026 Il PIL italiano nel 2025 è atteso crescere per lo più in linea con quanto osservato nel 2024: nello scenario CSC, si prevede un incremento annuo del +0,6% dopo il +0,7% dello scorso anno. Questa bassa dinamica è in buona misura dovuta a un'eredità statistica (la variazione che si avrebbe nel 2025 se nei quattro trimestri la crescita fosse nulla) piuttosto povera: +0,1% con i dati trimestrali destagionalizzati e corretti, ma che diventa circa zero depurando il dato annuale dell'effetto stimato della correzione per i giorni lavorativi. La crescita nel 2026, invece, è attesa riprendere slancio, al +1,0% (Tabella 1).

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

	2023	2024	2025	2026
€ Prodotto interno lordo	0,7	0,7	0,6	1,0
Consumi delle famiglie residenti	0,4	0,4	0,8	1,0
Consumi collettivi	0,6	1,1	0,8	0,3
Investimenti fissi lordi	9,0	0,5	-0,8	0,9
Scorte (contributo)	-2,3	-0,2	0,1	0,2
Esportazioni di beni e servizi	0,2	0,4	1,3	1,8
Importazioni di beni e servizi	-1,6	-0,7	1,2	1,9
Occupazione totale (ULA)	2,4	2,2	0,5	0,7
Occupazione totale (persone)	2,1	1,5	0,6	0,8
Tasso di disoccupazione ¹	7,6	6,5	6,3	5,8
Prezzi al consumo	5,7	1,0	1,8	2,0
Retribuzioni pro-capite	2,1	2,9	3,6	3,1
Indebitamento della PA ²	7,2	3,4	3,2	2,8
Debito della PA ²	134,6	135,3	137,0	137,6

¹ Valori %; ² valori in % del PIL.

ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

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

Per il 2025, rispetto a quanto previsto nello scenario di ottobre scorso, si ha una revisione al ribasso della previsione sulla crescita del PIL di -0,3 punti percentuali. Ciò è ascrivibile, in (minima) parte, a una revisione al ribasso Istat per i primi due trimestri 2024. In parte, alla debolezza della seconda metà del 2024, non interamente anticipata nel Rapporto di Previsione di ottobre. Inoltre, il quadro macroeconomico che fa da sfondo a questo scenario presenta alcuni elementi di novità, di tono negativo.

In positivo, agirà il proseguimento del taglio dei tassi da parte della BCE, la cui attesa rimane confermata, e dovrebbe continuare fino a dicembre 2025 portando la politica monetaria al tasso neutrale (si veda il par. 7.3). I tassi di interesse sono scesi molto rispetto al picco, ma gli effetti positivi sulle scelte di consumo delle famiglie e di investimento delle imprese si sono esplicitati solo in parte, perché i tassi sono ancora alti e probabilmente anche perché le attese di ulteriori tagli potrebbero aver indotto gli operatori economici ad

attendere, ove possibile. Riteniamo che la politica monetaria possa esplicare pienamente i suoi effetti soprattutto a partire dall'ultimo trimestre del 2025 e l'effetto positivo massimo dovrebbe persistere nel 2026.

Il reddito disponibile reale delle famiglie è risalito, oltre che per il parziale recupero delle retribuzioni in termini reali, grazie all'aumento dell'occupazione e al calo dell'inflazione, due fenomeni che si attenueranno nel 2025 e 2026. E insieme al calo della propensione al risparmio ci si aspetta che l'aumento del reddito continui a dare un buon contributo alla dinamica dei consumi.

Anche l'implementazione del PNRR avrà un impatto positivo nel biennio: tra il 2025 e il 2026 le risorse programmate ammontano a circa 130 miliardi. L'ipotesi sottesa allo scenario CSC è che venga spesa la metà delle risorse pianificate, circa 65 miliardi, pur riconoscendo la possibilità che, a consuntivo, la spesa effettiva possa risultare superiore a questa stima. Anche se non verranno spese tutte le risorse del Piano, quelle effettivamente utilizzate daranno un importante contributo, in particolare alla dinamica degli investimenti in costruzioni, invece frenati dal venire meno degli incentivi all'edilizia residenziale. Non ci si attende, invece, una ripresa nell'immediato degli investimenti in impianti e macchinari poiché il Piano Transizione 5.0 si è rivelato poco efficace nel 2024 e dovrebbe incidere poco anche nel 2025.

In negativo, agisce l'ennesimo rincaro dell'energia, che non tocca i picchi del 2022 ma minaccia la competitività delle imprese italiane e riduce il reddito disponibile delle famiglie.

Ma soprattutto, in negativo sta agendo l'ondata di dazi annunciata dall'Amministrazione americana che rischia di destabilizzare l'economia mondiale e, in particolare, quella italiana, la cui esposizione è elevata, visto che gli USA sono il secondo mercato per i nostri beni. La ripresa del commercio internazionale (si veda il par. 7.1), infatti, è prevista più lenta di quanto ci si attendesse a ottobre e sarà ancora contenuta nel 2025 e 2026. Lo scenario di previsione incorpora esclusivamente l'impennata dell'incertezza dovuta ai dazi, sotto l'ipotesi di una sua graduale diminuzione a partire da metà 2025. Un'incertezza elevata e persistente rappresenterebbe, invece, un forte limite alla crescita, in quanto influirebbe negativamente sulle decisioni di investimento non solo domestiche ma soprattutto internazionali. Nello scenario CSC, invece, non si include l'effetto di ulteriori dazi e tanto meno contro-dazi.

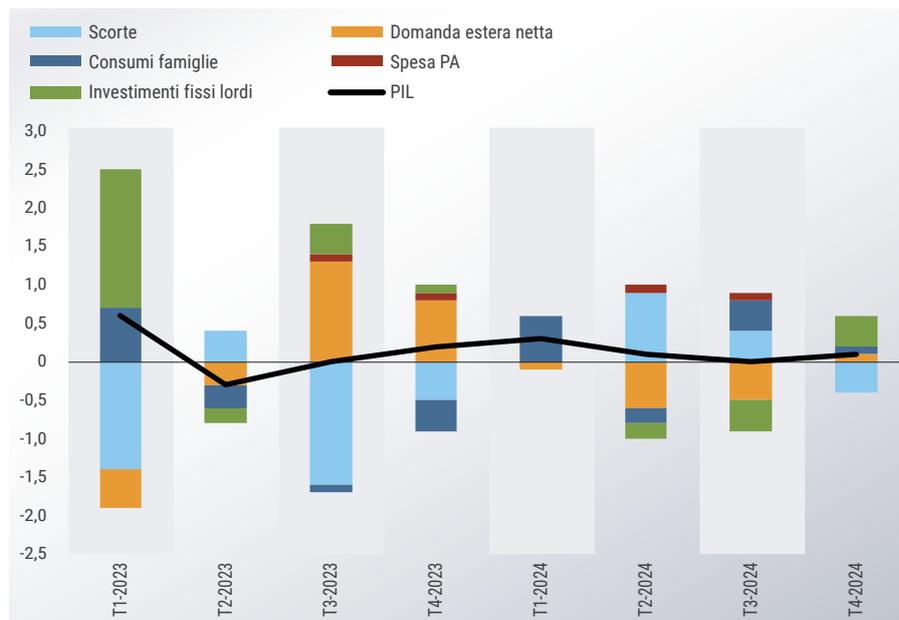
Congiuntura italiana fiacca Nel 4° trimestre 2024, il PIL italiano è aumentato del +0,1%, più della stima preliminare (zero). La dinamica dell'economia italiana tra ottobre e dicembre dello scorso anno è stata sostenuta prevalentemente dal contributo degli investimenti fissi lordi (+0,4%, da -0,4% nel 3°), mentre la spesa per consumi delle famiglie ha frenato (+0,1%, da +0,4%) e la spesa della PA è rimasta ferma (+0,0% da +0,1%). La variazione delle scorte ha contribuito negativamente (-0,4% da +0,4%), in linea con il forte calo della produzione osservato nello stesso trimestre. Nel complesso, il contributo della domanda interna al netto delle scorte è stato positivo (+0,5% da +0,1%), quello della domanda estera netta marginalmente favorevole (+0,1% da -0,5%; Grafico 1).

Nel 2024, il prodotto italiano è cresciuto del +0,7% annuo, grazie a contributi piuttosto diffusi tra le componenti: i consumi delle famiglie (+0,2%), gli investimenti fissi lordi (+0,1%), i consumi collettivi (+0,2%) e le esportazioni nette (+0,4%), che hanno compensato il decumulo di scorte (-0,2%).

L'eredità statistica molto modesta con cui il PIL entra nel 2025 è sostenuta dai consumi totali (+0,4% la variazione acquisita, identica per la spesa delle famiglie e quella della PA) e dagli investimenti (+0,2% acquisito, anche qui identica per quelli in costruzioni e in impianti e mezzi di trasporto). Viceversa, la domanda estera netta agisce negativamente sulla variazione acquisita.

Grafico 1 Nel 4° trimestre torna positivo il contributo degli investimenti alla crescita del PIL

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



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Nel 1° trimestre del 2025, gli indicatori congiunturali sull'attività economica e sulla fiducia di imprese e famiglie fotografano una fase ancora caratterizzata da una debole espansione. L'*RTT index*¹ per l'Italia ha fornito indicazioni di tenue ripresa per gennaio 2025 (+0,2%), dopo il calo registrato tra novembre (-3,4%) e dicembre 2024 (-1,7%), che complessivamente delineano un acquisto nel 1° trimestre in contrazione (-2,1%). L'indice PMI composito a febbraio è tornato al di sopra della soglia di espansione per la prima volta da ottobre 2024, grazie a una significativa risalita nei primi due mesi del 2025 rispetto al 4° trimestre 2024. Il credito a imprese e famiglie è su valori storicamente bassi, anche se in recupero (si veda il par. 6). L'inflazione si è fortemente attenuata rispetto ai picchi, pur con una risalita di recente.

Prospettive di lento miglioramento Nei prossimi due anni, ci si attende che la ripresa dei consumi sarà ulteriormente favorita dall'effetto ritardato della crescita del reddito disponibile osservata nel 2024 che si consoliderà nel 2025-2026. Al tempo stesso, si ipotizza che il tasso di risparmio, attualmente su livelli storicamente elevati, si attenni lentamente, per un progressivo diradarsi dell'incertezza e anche per via del calo atteso dei rendimenti sui titoli di Stato. Il credito al consumo verrà a sua volta favorito dai tagli dei tassi di interesse.

Contestualmente, il miglioramento delle condizioni di accesso al credito per le imprese, che finora non è stato sfruttato, dovrebbe iniziare a favorire la capacità di investimento, in particolare a partire dal 4° trimestre 2025 quando ci si attende che il livello dei tassi tocchi il minimo. Lo stesso profilo temporale dovrebbe seguire la ripresa del commercio internazionale, per quanto inferiore alla dinamica media di lungo termine. La fiducia degli operatori economici, attualmente penalizzata da una forte incertezza di politica economica (l'*EPU index globale*² è aumentato del 14,0% a gennaio e del 92,7% dal minimo di settembre 2024), dovrebbe stabilizzarsi una volta che

¹ Indicatore mensile per la dinamica del fatturato, del totale economia e dei singoli settori e territori, sviluppato da CSC e TeamSystem, sulla base dei dati di fatturazione elettronica di un ampio campione di imprese italiane.

² Davis, Steven J., 2016. "An Index of Global Economic Policy Uncertainty," *Macroeconomic Review*, Ottobre.

gli annunci sui dazi abbiano trovato una eventuale applicazione. Gli incentivi alle imprese e gli investimenti pubblici previsti dal PNRR dovrebbero parzialmente compensare il calo delle costruzioni di tipo abitativo, dovuto al venir meno degli incentivi offerti dal Superbonus quasi completamente esauriti a marzo dello scorso anno.

La dinamica del PIL nel 2025 sarà sostenuta prevalentemente dai consumi delle famiglie (contributo di +0,5%) e in misura minore dai consumi collettivi (+0,1%), dalle esportazioni nette (+0,1% risultante da +0,4% delle esportazioni e -0,3% delle importazioni) e dalla variazione delle scorte (+0,1%). Contribuiranno negativamente solo gli investimenti fissi lordi (-0,2%).

Nel 2026, l'elemento trainante sarà costituito ancora dai consumi delle famiglie (contributo di +0,5%), cui si aggiungeranno la risalita degli investimenti (+0,2%) e la variazione delle scorte (+0,2%), mentre sarà quasi nullo l'apporto dei consumi collettivi e delle esportazioni nette (di cui +0,6% le esportazioni di beni e servizi e -0,6% dovuto all'aumento delle importazioni).

I rischi della previsione Nell'attuale contesto, lo scenario previsivo presenta in prevalenza rischi al ribasso. I principali sono:

- a. Un'eventuale escalation protezionistica, generata da ritorsioni tariffarie tra le principali economie mondiali, minerebbe la struttura stessa degli scambi e della produzione internazionali, con profonde ricadute sul PIL globale, europeo e nazionale. D'altra parte, anche il proseguimento per un periodo lungo (oltre la prima metà del 2025) di annunci di dazi seguiti da sospensioni avrebbe l'effetto di rendere stabilmente elevata l'incertezza con effetti negativi molto simili, anche se meno dirimpenti, a quelli derivanti da una "guerra" commerciale.
- b. Il grande ammontare di risorse del PNRR programmate per il 2025-2026 rende molto sfidante l'obiettivo di una piena attuazione nei tempi previsti, ma anche l'ipotesi, sottesa allo scenario di previsione, di una spesa pari alla metà di quella programmata. Qualora questa fosse inferiore a quella ipotizzata, si avrebbe meno spinta sugli investimenti e in generale sul PIL.
- c. La dinamica dei prezzi al consumo in Italia e in Europa ha intrapreso un percorso di graduale normalizzazione, ma con velocità molto eterogenee tra paesi: è più lento nella media dell'Eurozona, ancora più lento negli USA. Tale processo potrebbe rallentare più di quanto atteso, come già si vede a causa del nuovo rincaro energetico, spingendo la BCE (e la FED) a ritardare il profilo atteso dei tassi di interesse ufficiali, posticipando così gli effetti positivi per l'economia che deriverebbero da un loro ulteriore taglio. Le eventuali nuove tensioni sui prezzi dovute a fattori geopolitici andrebbero nella direzione di ritardare la discesa di inflazione e tassi.

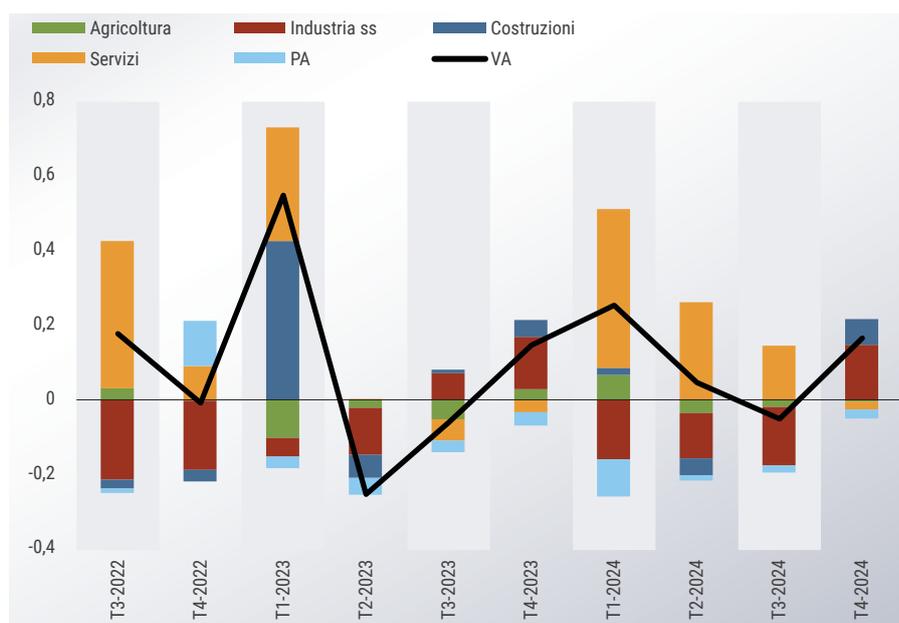
1.2 Il PIL dal lato dell'offerta

Valore aggiunto trainato da servizi ma anche dall'industria nel 2026 Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto è cresciuto debolmente nella seconda metà del 2024 (+0,2% nel 4° trimestre, dopo -0,1% nel 3°; Grafico 2). Tale dinamica è riconducibile a un improvviso recupero nel settore dell'industria in senso stretto (+0,8% da -0,8%) e anche delle costruzioni (+1,2% da -0,8%), mentre quello dei servizi privati è stato marginalmente negativo (dopo un +0,3% nel 3°). È risultato ancora in calo il valore aggiunto dei servizi pubblici (-0,2%, da -0,2%) e dell'agricoltura (-0,7%, da -0,3%).

In termini tendenziali, invece, la variazione del valore aggiunto totale (+0,4% nel 4° trimestre) è stata supportata interamente dai servizi privati (+1,4%), dalle costruzioni (+0,7%) e dall'agricoltura (+2,0%). Questo ha più che compensato la riduzione nella PA (-1,0%) e nell'industria (-1,5%).

Grafico 2 In chiusura d'anno torna a crescere il VA dell'industria

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



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Le informazioni congiunturali più recenti, relative al 1° trimestre 2025, convergono nell'indicare che, in Italia, l'attività nelle costruzioni sta rallentando, al contrario di quella nei servizi e nell'industria in senso stretto. In particolare, il PMI costruzioni a febbraio è tornato sotto la soglia di espansione (48,2 punti da 50,9 di gennaio), in linea con l'*RTT index* per le costruzioni, sceso a gennaio del 4,2%. Il PMI dei servizi, invece, a febbraio ha registrato una brusca accelerazione a 53 punti, il valore più alto da ottobre 2024, in questo caso non in linea con l'*RTT index* servizi, che a gennaio ha consolidato il calo osservato a dicembre 2024 (-2,7% da -1,0%, -4,5% l'acquisito nel 1° trimestre; per le indicazioni congiunturali sull'industria si veda il paragrafo seguente).

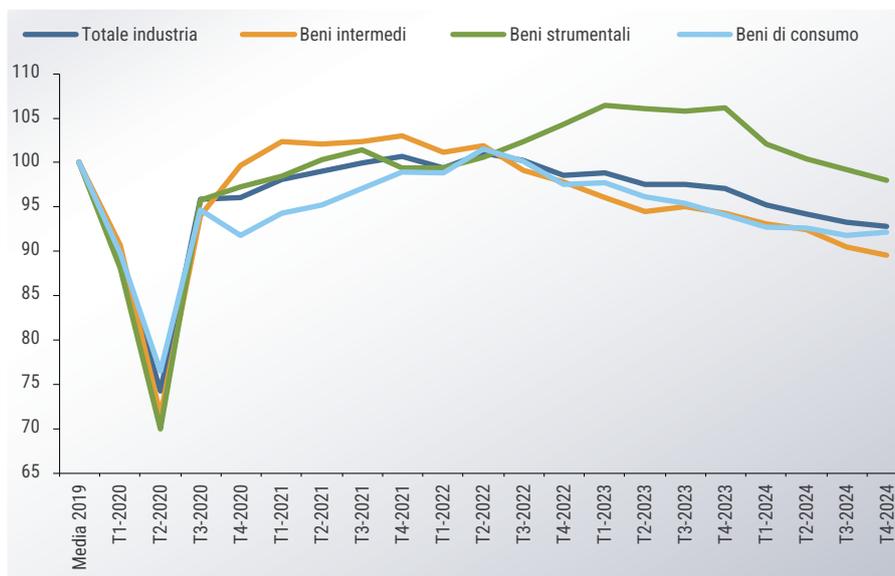
Il valore aggiunto dei servizi privati entra nel 2025 con un'eredità statistica positiva (+0,2%), che dovrebbe essere rafforzata nel biennio di previsione dalla buona dinamica dei consumi, favorita dal consolidamento della moderazione inflazionistica, dall'effetto ritardato del miglioramento del reddito disponibile reale delle famiglie nel 2024 e da una sua ulteriore crescita nel 2025 e 2026, da tassi meno restrittivi sul credito al consumo. Il valore aggiunto del settore crescerebbe del +1,0% nel 2025 e del +1,2% nel 2026.

Le costruzioni dal lato abitativo nel 2024 hanno risentito fortemente della riduzione degli incentivi e ne risentiranno in misura ancora maggiore nel 2025. Quelle di tipo non abitativo, invece, dovrebbero beneficiare delle risorse del PNRR e di impieghi bancari meno onerosi. Il valore aggiunto complessivo del settore sarà influenzato in misura preponderante dal primo fenomeno (-0,9% nel 2025, nonostante un'inerzia a inizio anno di +0,7%; -0,7% nel 2026).

Il valore aggiunto dell'industria in senso stretto è previsto recuperare solo nel prossimo anno (+1,0%), dopo un 2025 debole (-0,1%, marginalmente peggio del trascinarsi). Ciò grazie alla ripresa del commercio mondiale, quindi dell'export di beni, all'allentamento della stretta monetaria nell'Eurozona, all'aumento del reddito disponibile reale che aiuta la ripresa del consumo di beni.

Industria: segnali di stabilizzazione per la produzione Nel 1° trimestre del 2025, l'industria italiana mostra lievi segnali di miglioramento, ma il quadro complessivo resta caratterizzato da un clima negativo dopo un lungo periodo di contrazioni. Nel 2024, la produzione è calata del -3,9% rispetto al 2023, anno che aveva già registrato una riduzione del -2,1%. Il trend negativo ha ca-

Grafico 3
Forte contrazione
dell'industria nel 2024
 (Italia, indici media 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

La flessione nella produzione industriale è stata più accentuata per i beni strumentali, in calo del -5,8% nel 2024 rispetto all'anno precedente, mentre i beni intermedi hanno registrato una contrazione del -3,8%, indicando una frenata della produzione lungo la filiera (Grafico 3). Sono diminuiti anche i beni di consumo (-3,7% rispetto al 2023), pur segnando una lieve ripresa già nel 4° trimestre del 2024 (+0,4% rispetto al 3°). Questo declino segue il forte rimbalzo post-pandemia, che tra il 2021 e il 2022 aveva riportato l'industria ai livelli pre-Covid.

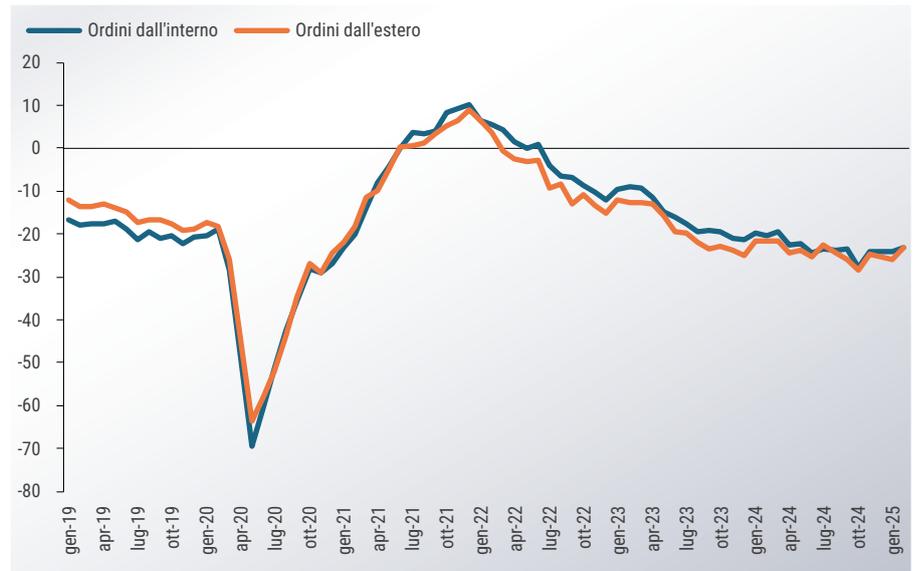
Il dato di gennaio 2025 registra un primo rialzo (+3,2% rispetto a dicembre 2024), trainato in particolare dai beni intermedi (+4,0%) e dagli strumentali (+4,1%). Tuttavia, resta da valutare se si tratta di un semplice rimbalzo statistico, dopo il tonfo di dicembre, o di un inizio di ripresa destinata a durare.

Anche gli indicatori qualitativi mostrano qualche miglioramento a inizio 2025, nonostante la forte incertezza. I giudizi delle imprese manifatturiere sugli ordini riflettono una situazione negativa già da tre anni, con saldi sotto lo zero sia per il mercato estero che per quello interno; dopo un punto di minimo toccato a ottobre 2024, tuttavia, entrambi i saldi, pur rimanendo negativi, sono lievemente migliorati (da -28 a -23, Grafico 4). Il PMI del settore manifatturiero conferma segnali di miglioramento, seppur modesti, a partire dalla fine del 2024: dopo il valore di 44,5 registrato a novembre, l'indice è salito progressivamente fino a toccare 47,4 a febbraio. Sebbene il saldo sia ancora sotto la soglia neutrale del 50, si intravede una tendenza positiva, che per ora segnala un'attenuazione della caduta.

Segnali di una stabilizzazione nei prossimi mesi vengono anche dalle imprese associate a Confindustria incluse nel campione dell'*Indagine rapida sulla produzione industriale*. Più della metà degli intervistati nel 1° trimestre del 2025 dichiara che la produzione industriale è rimasta stabile rispetto al trimestre precedente; circa un terzo vede una produzione in aumento, mentre la quota che segnala una riduzione si ferma al 14,6% (era al 28,4% nell'ultimo quarto 2024).

Grafico 4 Giudizi sugli ordini in stabilizzazione a inizio 2025

(Valori destagionalizzati, saldi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Nonostante il modesto miglioramento che emerge dagli indicatori qualitativi, i primi dati sul fatturato del settore manifatturiero nel 2025 indicano un persistente quadro di debolezza. Infatti, l'*RTT index* a gennaio registra un recupero, che però è parziale rispetto ai cali dei mesi precedenti e determina una variazione acquisita nel 1° trimestre 2025 ancora negativa.

2. Le componenti del PIL dal lato della domanda

2.1 I consumi e gli investimenti

CONSUMI

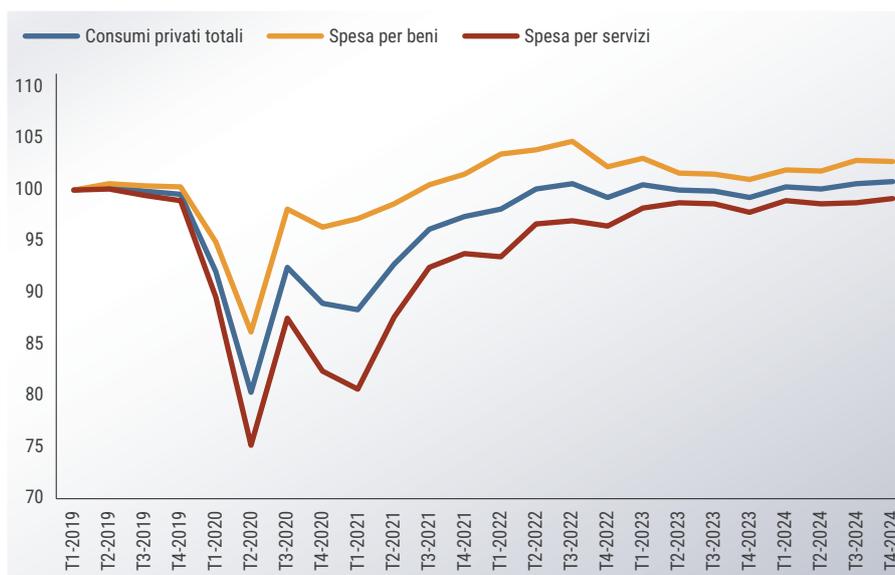


Buona la dinamica dei consumi delle famiglie La spesa delle famiglie residenti in Italia per beni e servizi, tornata ormai dal 2022 sui livelli pre-pandemia, si è stabilizzata nel 2024, con una crescita annua contenuta pari a +0,4% e un'entrata nel 2025 con un'eredità statistica di +0,4%. Come atteso, è venuta meno l'inerzia positiva del periodo 2021-2022 che era legata alla volontà delle famiglie di recuperare i consumi compressi e postposti durante la crisi sanitaria del 2020. Perciò, la spesa sembra aver assunto una dinamica più debole, con un profilo trimestrale comunque per lo più crescente (+1,0% nel 1°, -0,3% nel 2°, +0,6% nel 3° e +0,2% nel 4°). Nello scenario previsivo del CSC, i consumi crescono del +0,8% nel 2025 e del +1,0% nel 2026, sostenuti dal reddito disponibile reale, in moderato ma costante aumento.

In normalizzazione la composizione tra beni e servizi Nel 2024, la crescita registrata dai consumi di beni (+0,5%) è da attribuirsi principalmente al marcato aumento della spesa per i durevoli (+4,6%), mentre i semidurevoli sono scesi (-2,4%) e i non durevoli sono cresciuti debolmente (+0,3%). Riguardo la spesa per servizi, dal 2022 ad oggi era cresciuta più della spesa per beni, dovendo recuperare un gap significativo rispetto ai livelli precedenti la pandemia: recupero che si è verificato solo nel 2024, con una crescita annua del +0,5%. La spesa per beni, invece, ha toccato un massimo nel 3° trimestre 2022 già sopra i livelli pre-pandemia, per poi scendere sensibilmente nel 2023 e recuperare parzialmente nel 2024. Nell'ultimo anno sembra, quindi, essersi chiusa la divaricazione tra la dinamica dei consumi di beni e di servizi.

Grafico 5 Consumi di beni e servizi sui livelli pre-Covid

(Famiglie, volume, dati trimestrali,
indici T1 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

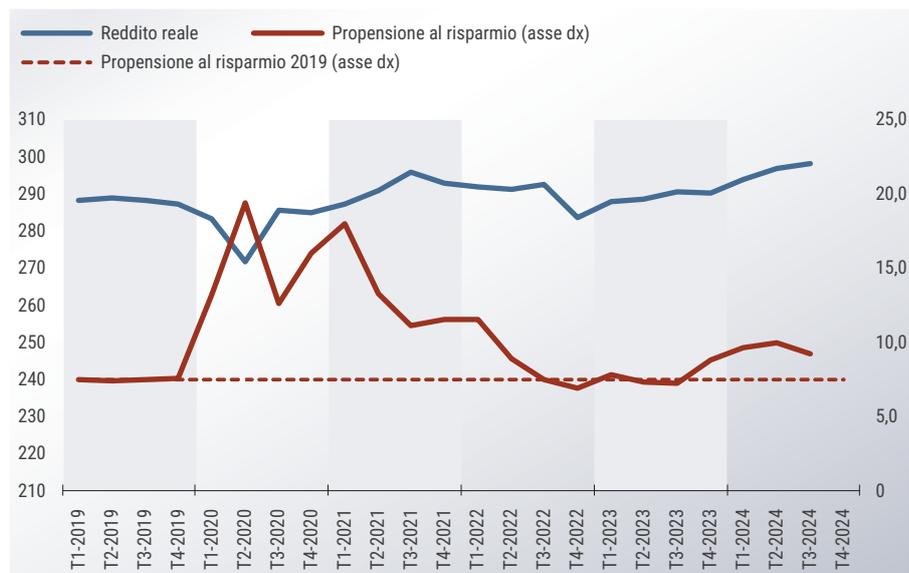
I consumi di beni chiudono il 2024 senza variazioni significative rispetto alle tendenze generali registrate finora: a fronte di una variazione tendenziale complessiva di +1,6% nel 4° trimestre (a prezzi costanti), analizzando la scomposizione dei beni consumati vediamo che il quadro è piuttosto eterogeneo. Da un lato, abbiamo un'espansione delle spese relative alle abitazioni (+2,4%, incluse le utenze, che soffrono dei rincari dell'energia), per mobili, elettrodomestici e manutenzione della casa (+1,7%) e per la cura della persona (+2,1%). Ma crescono ancor di più le spese per i trasporti (+3,5%) e quelle per ristoranti e alberghi (+4,4%). A questi aumenti, si contrappongono vari capitoli con spese in calo: le contrazioni più significative si registrano per la sanità (-2,3%), bevande alcoliche e tabacchi (-2,2%) e servizi finanziari (-2,0%). Variazioni di ampiezza più contenuta hanno interessato le spese per beni alimentari (+0,2%), vestiario e calzature (-0,2%) e ricreazione sport e cultura (-0,1%) e le spese relative all'istruzione (-0,4%).

Le vendite al dettaglio, unica variabile dal lato della domanda per la quale sono già disponibili i dati di gennaio 2025, mostrano un inizio anno debole (-0,6% le vendite totali in volume, con un -0,5% per gli alimentari e -0,7% per i non alimentari). La debole contrazione è confermata anche guardando alla variazione tendenziale delle vendite (-0,1% le vendite totali in volume, -0,3% per i beni alimentari e -0,1% per i non alimentari). Tra le forme distributive, si segnala un aumento del valore delle vendite nella grande distribuzione (+2,1% tendenziale a prezzi correnti), mentre sono in contrazione le vendite fuori dai negozi (-1,0%) e il commercio elettronico (-3,3%); infine resta invariato il valore delle vendite delle imprese operanti su piccole superfici. Le vendite nei discount (+4,1% tendenziale in valore) restano di gran lunga quelle in maggior crescita all'interno della grande distribuzione, suggerendo che prosegue l'attenzione delle famiglie italiane ai prezzi dei beni, il che a sua volta riflette il fatto che i redditi reali pro-capite restano compressi.

Reddito su, ma anche il risparmio Il reddito disponibile delle famiglie in termini reali nei primi tre trimestri del 2024 si è attestato su un livello medio molto superiore al 2023 (+2,6% acquisito) e ben al di sopra del periodo pre-pandemia (+3,3% rispetto alla media 2015-2019; Grafico 6). Ciò grazie a vari fattori: la riduzione dell'inflazione, che al netto delle oscillazioni recenti dovute agli shock energetici, in Italia resta sotto la soglia del +2,0% annuo; l'aumento del numero di occupati; il recupero dei salari pro-capite; il buon contributo di diverse voci di reddito non da lavoro.

Grafico 6 Reddito reale e propensione al risparmio sopra i livelli pre-pandemici

(Italia, famiglie, miliardi di euro, quote % del reddito)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

La propensione al risparmio, dopo un 2023 di provvisoria stabilizzazione su livelli pre-pandemia (7,8%), ha ripreso a crescere già nell'ultimo trimestre del 2023, per attestarsi su un livello medio di 9,4% nei primi tre trimestri del 2024. La crescita del tasso di risparmio oltre i valori osservati in media nel passato potrebbe riflettere l'alta incertezza nello scenario internazionale ed europeo; ciò potrebbe aver spinto le famiglie (a redditi più alti) a voler ricostituire almeno parte dello stock di risparmio cui si erano abituate durante la pandemia ed eroso dall'inflazione, aggiungendo una componente di tipo "precauzionale".

Il maggior flusso di risparmio nel 2024, nonostante la crescita del potere d'acquisto degli italiani, ha frenato la dinamica dei consumi delle famiglie, che è rimasta più contenuta di come sarebbe stata se le abitudini e le preferenze fossero ritornate esattamente come erano nel periodo pre-pandemia.

Investimenti delle famiglie ancora elevati Il tasso di investimento delle famiglie (che si riferisce essenzialmente a spese in conto capitale per le abitazioni) sembra essersi consolidato su livelli abbastanza elevati, registrando un valore medio di 9,3% nei primi tre trimestri del 2024. Quindi, dopo aver toccato un picco pari a 9,9% del reddito nel 2023 a seguito degli incentivi governativi sulle ristrutturazioni delle abitazioni, nei primi tre trimestri del 2024, con tali incentivi in via di esaurimento, il tasso di investimento è sceso ma è risultato più persistente del previsto, rimanendo su livelli quasi doppi rispetto alla media storica del periodo pre-pandemia (5,3% nel 2015-2019).

Prospettive positive per i consumi La maggiore propensione al risparmio delle famiglie frenerà la dinamica dei consumi anche nel 2025 (comunque incorporando un'accelerazione della dinamica rispetto al 2024), ma non nel 2026 quando è attesa una piccola inversione di tendenza. Sulle famiglie, al momento, grava ancora un clima di alta incertezza, che potrebbe spingerle a posporre i consumi (specie di beni durevoli) o in generale a spendere in maniera più cauta. Il consolidarsi dell'aumento del reddito disponibile nel biennio e l'attenuazione dell'incertezza consentiranno un rientro della propensione al risparmio in linea con le tendenze di lungo periodo, favorendo così un'accelerazione dei consumi. Inoltre, il canale del credito al consumo, grazie agli sviluppi attesi di politica monetaria, migliorerà nel 2025 e ancor più nel 2026.

INVESTIMENTI TOTALI

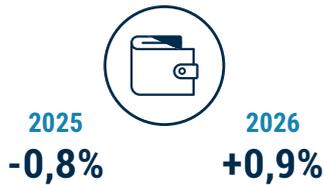
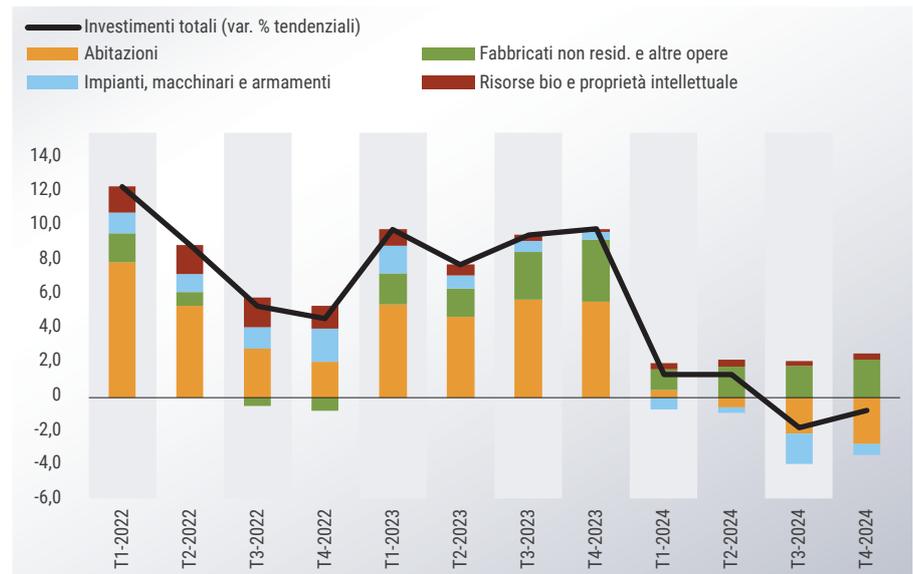


Grafico 7 La frenata degli investimenti

(Dati trimestrali, var. % tendenziali e contributi delle componenti)

Investimenti sostanzialmente fermi Dopo la vigorosa crescita in uscita dalla pandemia (+21,5% nel 2021, +7,5% nel 2022 e +8,5% nel 2023) gli investimenti fissi lordi in Italia hanno registrato una brusca frenata da inizio 2024, avanzando di un esiguo +0,5% in media d'anno (Grafico 7). Nel biennio previsivo, gli investimenti totali sono attesi stagnare, come risultato di un arretramento quest'anno del -0,8% (in linea con una dinamica tendenziale negativa osservata già nella seconda parte del 2024), che sarà poco più che compensato nel 2026 (+0,9%).



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Il rallentamento degli investimenti va letto alla luce degli effetti ritardati della politica monetaria restrittiva, ma anche della crisi dell'industria e delle condizioni di elevata incertezza sulle prospettive economiche a livello internazionale, date le forti tensioni geopolitiche. A questi fattori si è aggiunto l'affievolirsi degli incentivi fiscali, che avevano rappresentato il principale stimolo in grado di sbloccare gli investimenti negli ultimi anni. Nel 2024 il venir meno del Superbonus è stato solo parzialmente compensato dal contributo degli investimenti pubblici finanziati dal PNRR, il cui peso potrebbe rafforzarsi nel 2025. Non ha aiutato, invece, il Piano Transizione 5.0 e le attese sulla sua capacità di stimolare gli investimenti in macchinari rimangono sostanzialmente negative anche quest'anno.

Le condizioni generali per investire stanno migliorando, ma nonostante i ripetuti tagli della BCE, già avvenuti e attesi, la politica monetaria tornerà neutrale solo a fine 2025. Ci troviamo ancora in un ambiente di tassi alti, ed è quindi verosimile scontare un effetto "attesa", con una quota di investimenti (da finanziare a credito) rinviati dalle imprese in previsione di futuri tagli nel corso dell'anno. Da fine anno, la realizzazione di investimenti privati posticipati, unitamente alla spinta degli investimenti pubblici, sosterranno la ripresa degli investimenti attesa per il 2026.

Due componenti principali frenate da incertezza e incentivi depotenziati La brusca frenata della dinamica degli investimenti da inizio 2024 è dovuta principalmente alla loro caduta nel settore dell'edilizia residenziale: il contributo degli investimenti in abitazioni si è azzerato nella prima metà dell'anno, per poi diventare negativo. Questa dinamica riflette il venir meno della spinta del Super Ecobonus, con gli ultimi investimenti ammessi in detrazione nei primi mesi del 2024. Dopo il -3,1% in media d'anno nel 2024, il calo degli investi-

menti in abitazioni è atteso accentuarsi nel 2025 (-8,3%), data la scadenza o il ritorno ad aliquote ordinarie di altri incentivi all'edilizia. Nonostante l'impatto positivo del taglio dei tassi di interesse, il calo è atteso proseguire anche nel 2026 (-6,3%). Ciò riporterà in media nel 2026 gli investimenti in abitazioni su un livello a metà tra quello del 2021 e del 2022, corrispondente anche ai valori del 2007 (pre-Lehman).

Gli investimenti in fabbricati non residenziali, invece, hanno continuato il loro sentiero di robusta crescita lungo tutto il 2024 (+9,6%), fornendo un contributo agli investimenti totali pari al +2,0%. Questa componente degli investimenti in costruzioni è stata sostenuta dalle risorse del PNRR dedicate a opere infrastrutturali e di edilizia pubblica. Senza queste risorse, pianificate pari a 13,6 miliardi di euro (con una percentuale di effettivo assorbimento di circa l'82% nel 2024), la crescita dei fabbricati non sarebbe stata superiore al +3,0%. Sempre sulla base della spinta delle risorse PNRR pianificate (21,8 miliardi nel 2025 e 22,8 miliardi nel 2026) e ipotizzando che registrino una percentuale di assorbimento pari a quella del 2024, la componente di investimenti in fabbricati non residenziali è attesa crescere a un ritmo sostenuto anche quest'anno e il prossimo (+7,5% e +4,9% rispettivamente).

La spesa in impianti e macchinari, invece, è arretrata per tutto il 2024, fornendo, in particolare, un contributo negativo alla crescita degli investimenti totali nel 3° trimestre (-1,8%). Ciò presumibilmente anche a causa di un effetto di "rinvio", nell'attesa che fossero definite le regole di accesso al nuovo incentivo Transizione 5.0, annunciato già da luglio 2023, entrato in vigore da inizio 2024, ma reso operativo da un decreto ministeriale emanato solo a fine luglio. Tuttavia, una volta definita, la misura si è rivelata poco attrattiva per le imprese a causa di una serie di difficoltà operative, in relazione alla *compliance* su certificazioni e rendicontazione degli interventi di efficientamento, che non sono state completamente risolte nemmeno con le semplificazioni procedurali previste dalla Legge di Bilancio 2025. A fronte di queste complessità, il tiraggio del credito di imposta per investimenti 5.0 è stato finora molto sotto le attese, rispetto alle ingenti risorse allocate alla misura (6,3 miliardi di euro). Senza lo slancio precedentemente atteso da Transizione 5.0, e in un contesto di tassi ancora alti, elevata incertezza sulle prospettive economiche a livello internazionale e il protrarsi della crisi dell'industria, gli investimenti in impianti e macchinari sono calati anche nell'ultimo trimestre del 2024 (-2,6% in media d'anno) e si prevede che rimangano in contrazione anche nella prima parte del 2025. Questa aspettativa è confermata dagli indicatori congiunturali più recenti: in particolare, nonostante qualche miglioramento nel 1° bimestre del 2025, la fiducia delle imprese manifatturiere nel settore dei beni strumentali rimane bassa, al di sotto del livello di inizio 2024.

Su tutte le componenti degli investimenti, ma sui macchinari-impianti in particolare, è ragionevole aspettarsi che la politica monetaria possa influire positivamente, soprattutto dalla fine del 2025.

2.2 Export e conti con l'estero



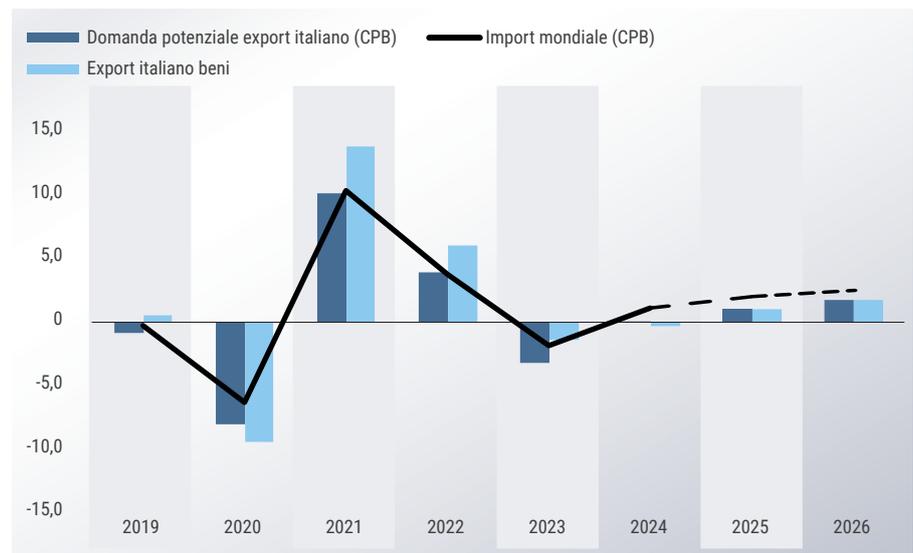
Scambi frenati dal protezionismo USA Nello scenario CSC, la dinamica delle esportazioni italiane di beni e servizi, dopo una debole crescita nel 2024 (+0,4%), si consoliderà nel biennio previsivo su ritmi poco più alti (+1,3% nel 2025 e +1,8% nel 2026), ben inferiori a quelli medi pre-pandemia (+3,3% nel periodo 2014-2019). Le importazioni, in contrazione nel 2024 (-0,7%), torneranno a crescere a ritmi simili a quelli dell'export (+1,2% nel 2025 e +1,9% nel 2026).

Di conseguenza, il contributo dell'export netto al PIL, significativamente positivo nel 2024 (+0,4 punti percentuali), sarà quasi nullo nel biennio previsivo (+0,1 nel 2025 e zero nel 2026).

Rivisti i conti esteri del 2024 Rispetto allo scenario CSC di ottobre scorso, la dinamica nel 2024 di entrambi i flussi di export e import è stata rivista al rialzo dall'Istat. In particolare, la revisione di contabilità nazionale di marzo 2025 registra sia una riduzione dell'import di beni e servizi molto più contenuta nella prima metà del 2024 rispetto all'edizione dello scorso ottobre (scostamento di +2,5 punti percentuali), spiegando sostanzialmente la differenza rispetto alla nostra stima dello scorso ottobre (-2,9%), sia un trascinarsi positivo per il 2025 (+0,3%). Anche le esportazioni di beni e servizi hanno subito una revisione al rialzo, molto più contenuta, rispetto a ottobre 2024 (+0,8 punti lo scostamento); resta però un trascinarsi negativo per il 2025 (-0,7%).

La debolezza della UE e l'alta incertezza limitano la crescita del 2025 Le previsioni per il 2025 sono state riviste significativamente al ribasso per incorporare uno scenario internazionale in deterioramento, soprattutto dal lato dell'incertezza. Le esportazioni di beni sono previste crescere dell'1,0% nell'anno in corso e rafforzarsi gradualmente nel 2026 (+1,7%). La debolezza dell'Europa, principale destinazione delle merci italiane, si riflette in una domanda potenziale (definita come la crescita dell'import nei mercati di sbocco dei beni italiani) molto più contenuta, +1,3% medio annuo nel biennio di previsione, rispetto a quella di lungo periodo (prossima al +2,0%; Grafico 8).

Grafico 8
Domanda potenziale in modesta ripresa
(Var. % annue)



*2025 e 2026 nostre previsioni sull'import mondiale.

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

La politica commerciale protezionistica con la quale ha aperto il suo nuovo mandato il presidente americano Trump, oltre ad aumentare le barriere all'entrata del secondo mercato di destinazione delle merci italiane, gli Stati Uniti, alimenta l'incertezza, variabile deleteria non solo per gli investimenti, ma anche per gli scambi globali. La possibile "guerra" commerciale, che si profila con le misure di ribilanciamento predisposte dai paesi colpiti dalla prima ondata di dazi americani, comporterebbe una compressione del volume degli scambi (si veda il Focus n.1). L'escalation protezionistica USA-UE è un forte rischio al ribasso dello scenario previsivo.

Le importazioni seguiranno una ripresa graduale, riflettendo la risalita delle esportazioni, che si alimentano in buona misura di beni intermedi importati, e il recupero degli investimenti domestici.

Restano deboli gli scambi lungo le filiere produttive Il commercio italiano di beni si è ridotto nell'ultimo biennio, dal lato dell'export (-1,7% cumulato a prezzi

costanti; dati doganali) e più ancora da quello dell'import (-5,6%). Il calo è concentrato nei prodotti intermedi, a causa della crisi dell'attività industriale in Italia e in Europa. Per le vendite all'estero, l'unico contributo positivo proviene dai beni di consumo (+0,6%); per gli acquisti dall'estero, invece, oltre ai beni di consumo (+0,7%), un contributo positivo viene anche dai beni strumentali (+0,8%).

La riduzione dell'import di beni intermedi tra il 2022 e il 2024, in particolare, ha contribuito per -3,4 punti percentuali alla contrazione complessiva degli acquisti italiani dall'estero, mentre la diminuzione dell'export italiano di beni intermedi per -1,0 alle vendite all'estero nello stesso periodo.

Se guardiamo solo all'ultimo anno, il contributo maggiore alla riduzione dell'export è invece venuto dai beni strumentali, che rappresentano quasi un terzo delle vendite italiane all'estero, compensato completamente dalla vendita all'estero di beni di consumo. Anche gli acquisti dall'estero dei beni intermedi hanno continuato a ridursi nel 2024, mentre solo l'import di beni di consumo ha contribuito positivamente.

Queste due categorie di beni, intermedi e strumentali, rappresentano la maggior parte degli scambi globali (nel 2023 hanno costituito più dei due terzi del loro valore) e alimentano le connessioni produttive all'interno delle catene globali del valore.

Export per settori molto polarizzato La stazionarietà dell'export manifatturiero nel 2024 (-0,1% rispetto al 2023, dati a prezzi costanti) è il risultato di una polarizzazione settoriale tra comparti che hanno registrato una forte crescita e quelli che hanno subito una brusca caduta. In particolare, le esportazioni degli "altri prodotti manifatturieri", dei farmaceutici e degli alimentari hanno registrato un aumento consistente (+16,3%, +8,4% e +8,1% rispettivamente), mentre quelle degli "altri mezzi di trasporto", degli autoveicoli e dei prodotti petroliferi raffinati sono crollate (-13,6%, -12,1% e -11,4%).

Nel biennio di previsione, la composizione merceologica della crescita delle esportazioni italiane potrebbe subire ulteriori profondi cambiamenti. I prodotti farmaceutici, per esempio, hanno come principale mercato di riferimento gli Stati Uniti, la cui apertura ai prodotti esteri è fortemente a rischio, mentre il settore degli altri mezzi di trasporto e anche quello dei metalli di base e prodotti in metallo, attualmente penalizzato dai dazi USA, potrebbero risentire positivamente dell'aumento di domanda di armamenti proveniente dal nuovo (solo annunciato) programma europeo *ReArm Europe*.

Anche dal lato dell'import, il comparto farmaceutico (+16,3% nel 2024) è il principale settore che ha contribuito alla crescita degli acquisti manifatturieri dall'estero (+0,9%). I comparti che, invece, hanno subito una contrazione maggiore sono gli apparecchi elettrici (-7,0%), i macchinari e impianti (-5,8%), i computer e apparecchi elettronici (-5,7%), riflesso della debolezza degli investimenti domestici per questi ultimi due settori.

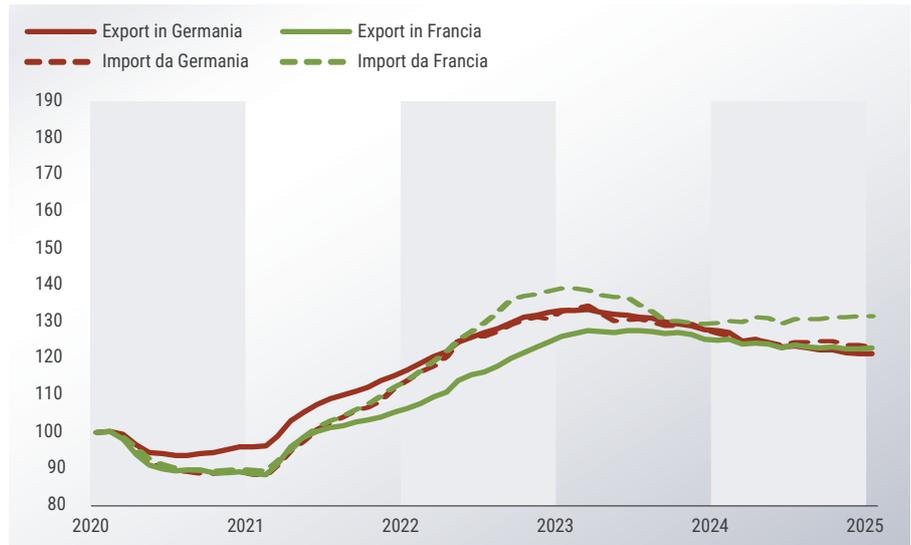
Eterogenea la dinamica geografica Nella scomposizione per aree geografiche, la debolezza dell'export di beni nel 2024 è il risultato di un calo nel mercato UE (-1,9%), solo parzialmente compensato da un aumento in quello extra-UE (+1,2%).

Il calo dell'import, invece, deriva da una riduzione in entrambe le macro-aree (-2,2% intra-UE e -6,2% extra-EU); la dinamica degli acquisti extra-UE, in particolare, è molto influenzata dalla caduta, in valore, delle importazioni di energia (gas e petrolio).

Sono in contrazione le esportazioni italiane nei principali mercati di destinazione europei: Germania (-5,0%) e Francia (-2,1%; Grafico 9). Pesano in questi mercati soprattutto le cadute delle vendite di autoveicoli, metalli e prodotti in metallo, macchinari e apparecchiature.

Grafico 9 In calo gli scambi con la Germania

(Beni, dati in valore, m.m. a 12 mesi,
indici gen. 2020=100)

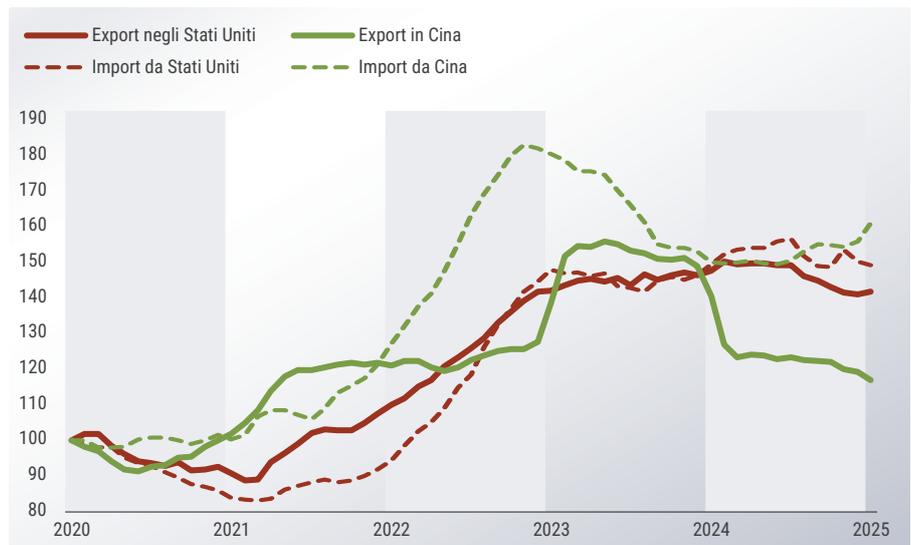


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Dal lato dell'import, fa eccezione alla generale caduta la tenuta nel 2024 degli acquisti italiani di beni francesi, concentrata nei metalli, nella chimica e nei prodotti alimentari e agricoli.

Grafico 10 Si è interrotto il traino del mercato USA

(Beni, dati in valore, m.m. a 12 mesi,
indici gen. 2020=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Inoltre, nel corso del 2024 si sono molto raffreddati anche gli scambi italiani con i principali paesi extra-UE: Stati Uniti e Cina (secondo mercato di origine; Grafico 10). Il calo delle vendite italiane negli USA (-3,6%) deriva soprattutto da una performance molto negativa degli altri mezzi di trasporto, oltre che degli autoveicoli e dei metalli. Si sono invece molto rafforzate, in entrambe le direzioni di scambio, le filiere della farmaceutica e degli alimentari³.

³ Per approfondimenti si veda Pensa C., Pignatti M., "La nuova politica commerciale degli Stati Uniti: scenari e canali di trasmissione. I settori e i prodotti europei e italiani più a rischio", Nota dal CSC n. 1-2025.

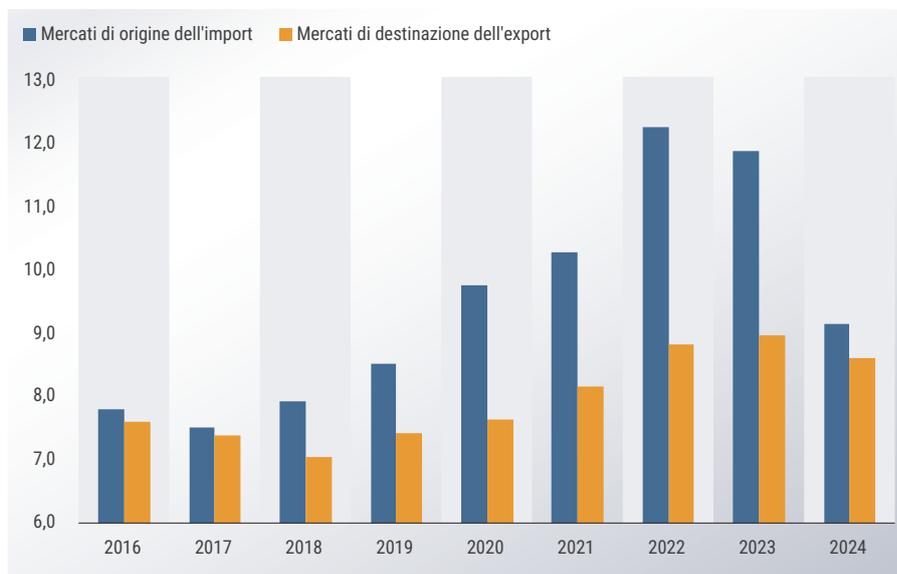
La forte caduta delle vendite italiane in Cina (-20,0%) è stata determinata da un crollo nella farmaceutica (-79,1%), che sconta in modo meccanico il boom temporaneo registrato nei primi mesi del 2023 (connesso a uno specifico farmaco prescritto contro il Covid), ma ha coinvolto anche macchinari e apparecchiature, che costituiscono quasi un quarto delle vendite in Cina. Invece, gli acquisti italiani dalla Cina, che erano esplosi nel biennio 2021-2022 (specie in settori di base come chimica e metalli, anche per l'aumento dei prezzi) e poi parzialmente rientrati nel 2023, sono tornati a salire nel 2024, trainati dai prodotti chimici. Nel complesso, la dipendenza italiana dalle forniture cinesi appare aumentata rispetto al periodo pre-pandemia.

Si riposizionano gli scambi italiani È ancora in corso, quindi, una profonda riconfigurazione degli scambi commerciali italiani con le altre grandi economie mondiali, connessa alle tensioni e alle incertezze nei rapporti geoeconomici internazionali (si veda il par. 7).

Il Centro Studi Confindustria ha costruito un indicatore della velocità di ricomposizione degli scambi italiani per mercato di origine e destinazione, in base alla variazione delle quote per paese/prodotto (con un elevato grado di dettaglio merceologico, per eliminare l'effetto della variazione dei prezzi relativi⁴). In base a questo indicatore, il ritmo di riconfigurazione degli scambi si è ridotto nel 2024 rispetto ai massimi raggiunti nel biennio 2022-2023, soprattutto dal lato delle importazioni (Grafico 11): è già avvenuta, infatti, una revisione strutturale delle fonti di fornitura energetica, in sostituzione della Russia. Ma tale velocità, sia dal lato dell'import che da quello dell'export, resta nettamente superiore a quella (fisiologica) degli anni pre-pandemia.

Grafico 11 Rallenta, su ritmi alti, il riposizionamento degli scambi tra mercati esteri

(Indice di ricomposizione geografica dei flussi di beni con l'estero*, var. %)



* L'indice è calcolato come media ponderata tra prodotti della ricomposizione delle quote di import o export per paese (somma delle variazioni in valore assoluto), con pesi proporzionali ai flussi per prodotto. Sono considerati 412 prodotti (classificazione CPA a 4 digit) e 197 paesi (destinazione o origine di circa il 99% degli scambi di beni). L'indice assume valori da 0 (nessun cambiamento) a 100 (cambiamento teorico massimo: solo nuovi mercati di origine/destinazione).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

⁴ L'indice è calcolato come media ponderata tra prodotti della ricomposizione delle quote di import o export per paese (somma delle variazioni in valore assoluto), con pesi proporzionali ai flussi per prodotto. Sono considerati 412 prodotti (classificazione CPA a 4 digit) e 197 paesi (destinazione o origine di circa il 99% degli scambi di beni). L'indice assume valori da 0 (nessun cambiamento) a 100 (cambiamento teorico massimo: solo nuovi mercati di origine/destinazione).

Prospettive a breve termine Secondo i primi dati di gennaio 2025, il commercio estero dell'Italia risulta in crescita: molto più marcata per le importazioni (+3,2% in valore rispetto a dicembre) che per le esportazioni (+0,6%). A trainare le vendite italiane è il mercato europeo (+1,8%), mentre diminuisce la domanda extra-UE di prodotti italiani (-0,6%).

Nei primi due mesi del 2025 le prospettive di crescita restano però deboli: i giudizi sugli ordini esteri per le imprese manifatturiere italiane (PMI) rimangono in territorio recessivo, da quasi due anni.

In riduzione il deficit commerciale nei servizi Gli scambi di servizi sono aumentati nel 2024, sebbene a un ritmo più modesto rispetto al 2023. Le importazioni sono cresciute del +0,7%, a prezzi costanti, mentre le esportazioni hanno mantenuto un ritmo più elevato (+3,3%).

Prosegue perciò il diffuso miglioramento del saldo delle principali voci dei servizi. Il surplus con l'estero nei viaggi internazionali ha raggiunto quasi i 21 miliardi di euro nel 2024, in miglioramento rispetto a quello già elevato del 2023. I viaggi in Italia dei non residenti, misura del turismo estero nel nostro paese, e i corrispondenti viaggi all'estero dei residenti, hanno continuato a crescere a ritmi simili nell'ultimo anno, mantenendo il saldo positivo a favore del turismo in entrata in Italia.

Gli altri servizi (alle imprese, finanziari, informatici, ecc., al netto dei trasporti), che rappresentano più della metà del totale dei servizi scambiati, registrano per entrambi i flussi un consolidamento su livelli molto al di sopra di quelli registrati nel 2019. Il deficit di questa componente si è ridotto (-8,5 miliardi di euro nel 2024, quasi 3 miliardi in meno rispetto al 2023) grazie a una maggiore crescita dei servizi venduti all'estero (+6,7%) rispetto a quelli acquistati (+3,3%).

Il servizio dei trasporti è l'unica componente a registrare un aumento del deficit con l'estero, sebbene molto contenuto (-15,3 miliardi di euro nel 2024, rispetto a -15,1 nel 2023). Infatti, lo scarto tra i servizi di trasporto acquistati rispetto a quelli venduti all'estero resta molto elevato, sebbene nel 2024 ci sia stata una crescita più moderata dell'import di trasporto (+3,4%) rispetto all'export (+5,8%).

Si consolida il surplus corrente La graduale diminuzione delle quotazioni energetiche (petrolio e gas) nell'ultimo biennio, seppure su livelli relativamente elevati, ha permesso un recupero delle ragioni di scambio dell'Italia con l'estero (+10,8% nel 2023 e +3,0% nel 2024).

Ciò si riflette in un miglioramento del deficit energetico con l'estero (-2,3% del PIL nel 2024, da -5,6% nel 2022; dati Istat), favorito anche da un contenimento dei volumi di energia acquistati (grazie al clima più mite). Di conseguenza, il surplus commerciale è risalito al +2,8% del PIL nel 2024, avvicinandosi ai livelli pre-pandemia (+3,2% nel 2019; Grafico 12).

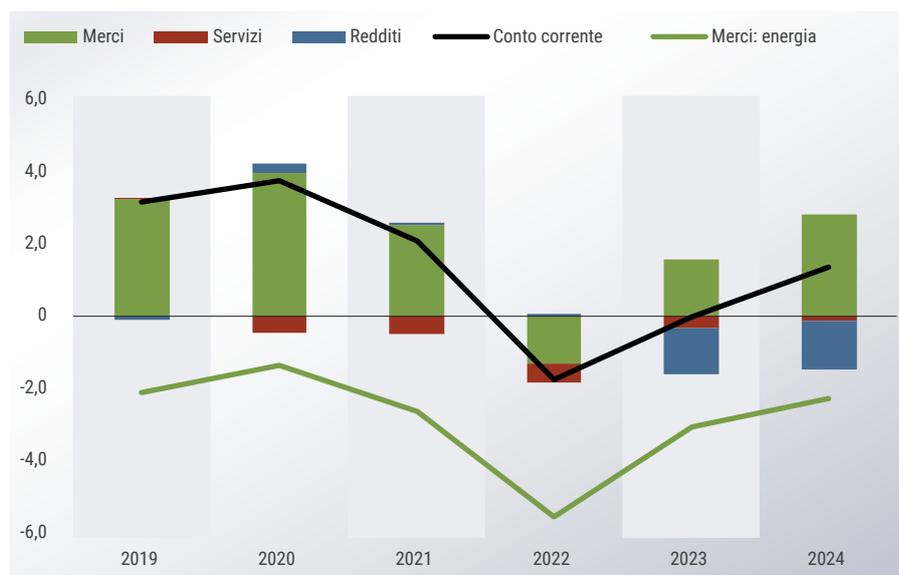
Nello scenario CSC, le ragioni di scambio peggioreranno lievemente nell'anno in corso (per un aumento del prezzo del gas, solo parzialmente compensato da un calo di quello del petrolio) e recupereranno nel prossimo (grazie a una riduzione di entrambe le quotazioni).

Inoltre, l'export di beni in volume è visto crescere a ritmi lievemente minori dell'import nel biennio previsivo, a causa dei freni già evidenziati nei mercati internazionali. Nel complesso, le dinamiche di prezzi e quantità comporteranno una sostanziale stabilizzazione del surplus commerciale intorno al +2,5% del PIL, cioè su livelli appena inferiori a quelli del 2024.

Il saldo dei servizi è migliorato, quasi azzerando il deficit nel 2024 (-0,1% del PIL), grazie anche alla robusta crescita del turismo in Italia (+1,0% il surplus alla voce viaggi). È atteso stabilizzarsi nello scenario previsivo.

Grafico 12 Il contenimento del deficit energetico consolida i conti con l'estero

(Saldi con l'estero, valori correnti, in % del PIL)



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

Il deficit alla voce redditi, infine, è rimasto ampio (-1,3% del PIL nel 2024), a causa del peggioramento del saldo dei redditi primari negli ultimi due anni, connesso soprattutto agli alti rendimenti dei prestiti e depositi a breve termine del sistema bancario italiano (istituti privati e Banca d'Italia) detenuti all'estero. Grazie alla graduale diminuzione dei tassi ufficiali, questa tendenza si è già invertita negli ultimi mesi e il saldo è atteso migliorare nel biennio previsivo, sostenendo i conti con l'estero.

Nel complesso, quindi, il surplus delle partite correnti, pari a +1,4% del PIL nel 2024, si stabilizzerà all'1% nel 2025-2026. I ripetuti avanzi di parte corrente permetteranno un rafforzamento della posizione patrimoniale netta dell'Italia con l'estero, pari a +12,2% del PIL alla fine del 3° trimestre 2024, ovvero in territorio ampiamente positivo.

3. L'occupazione

3.1 ULA e occupati



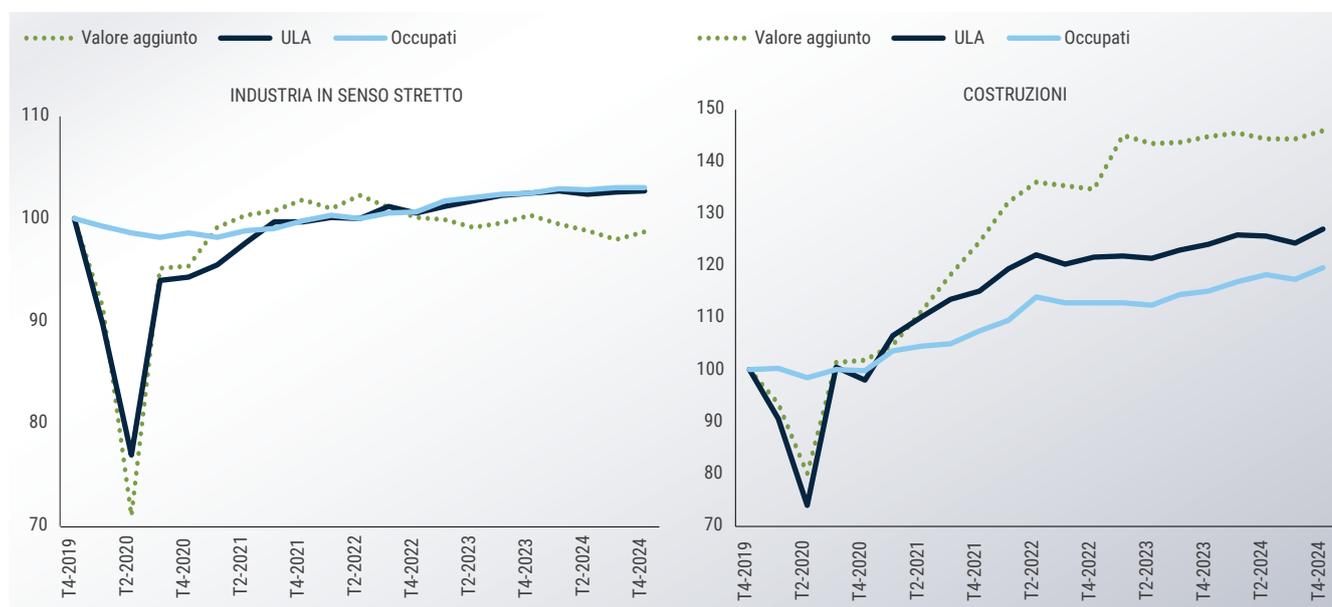
La dinamica dell'input di lavoro si riallinea a quella del PIL Nel 2025 e 2026 il ritmo di crescita dell'input di lavoro, misurato in termini di unità equivalenti a tempo pieno (ULA), è atteso riallinearsi con quello dell'attività economica, registrando aumenti rispettivamente del +0,5% e +0,7%, a fronte del +0,6% e +1,0% del PIL. Questo andamento atteso si discosta da quello dei due anni precedenti, quando le ULA sono cresciute a un ritmo ben più sostenuto (+4,7% cumulato) rispetto al PIL (+1,4%), comportando un arretramento della produttività del lavoro.

Anche la crescita dell'occupazione in termini di teste è attesa smorzarsi, ma attestandosi su un ritmo lievemente superiore a quello delle ULA: +0,6% nel 2025 e +0,8% nel 2026. Ciò è in linea con l'attesa che le ore lavorate per occupato si riducano ancora lievemente, a ulteriore parziale rientro del forte allungamento degli orari osservato nel biennio 2022-2023 (+2,4% tra fine 2021 e inizio 2024, -0,8% da allora a fine anno). Gli andamenti previsti per l'occupazione sul "margine estensivo" e su quello "intensivo" si tradurranno in un seppur lieve miglioramento della produttività del lavoro: +0,2% medio annuo quella per ora lavorata nel 2025 e nel 2026, dopo i forti cali registrati negli anni precedenti (-1,6% nel 2024 e -1,7% nel 2023).

Costruzioni: il rientro degli orari smorza il calo degli occupati Nel comparto edile, la straordinaria espansione del valore aggiunto registrata da inizio 2021 è stata accompagnata da un rialzo dell'input di lavoro di intensità ben al di sotto: +45,8% il valore aggiunto il 1° trimestre 2023 sul 4° 2019 contro il +21,8% delle ULA, a loro volta cresciute molto più degli occupati (+12,9%), dato il marcato allungamento delle ore lavorate pro-capite (quasi 3,5 ore in più a settimana). Da inizio 2023, con livelli di attività in lieve avanzamento, sia il divario apertosi tra valore aggiunto e ULA sia quello solo tra ULA e occupati si sono un po' assottigliati (Grafico 13). Ora che il ciclo delle costruzioni cambierà segno (dalla primavera 2025, nelle previsioni CSC), entrambi i divari sono attesi continuare a chiudersi progressivamente. Ciò implica che le ULA caleranno meno del VA, e l'elasticità sarà ancora più bassa per il numero di occupati, data la contemporanea riduzione delle ore lavorate per occupato.

Grafico 13 - Divario VA rispetto a ULA ancora ampio nelle costruzioni, e negativo nell'industria in senso stretto

(Italia, indici 4° trimestre 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Produttività del lavoro: torna in lieve rialzo nell'industria... L'industria in senso stretto è il settore dove, con la crisi energetica, si è manifestato un vero e proprio fenomeno di "occupazione senza crescita": il valore aggiunto è arretrato del 3,1% dall'ultimo quarto 2021 all'ultimo 2024, e nello stesso periodo le ULA sono aumentate del 3,2% (si veda anche il Focus 3). Ciò ha compresso la produttività del lavoro, che in termini di ore lavorate è scesa del 6,1% in tale periodo (-4,6% a fine 2024 rispetto ai livelli pre-pandemia).

I dati trimestrali di Contabilità Nazionale indicano che solo nel 2° trimestre 2024 l'ulteriore calo congiunturale del valore aggiunto industriale (-0,7%) è stato accompagnato da una contrazione delle ULA (-0,3%) e delle ore lavorate per occupato (-0,9%), mentre nel resto dell'anno l'input di lavoro è rimasto in espansione. Il calo nell'utilizzo dell'input di lavoro registrato in primavera per il settore industriale probabilmente riflette un maggiore impiego di ore di Cassa Integrazione Guadagni (CIG). In effetti, secondo i dati INPS le ore autorizzate di CIG nel settore manifatturiero sono cresciute del 30% nel 2024 rispetto al 2023, a indicazione almeno dell'intenzione delle imprese di fare un maggiore ricorso a riduzioni temporanee (totali o parziali) degli orari. Segnali di un am-

pliamento nell'utilizzo della CIG emergono anche dai dati riguardanti le ore effettivamente impiegate: +42% nel settore industriale nel 2024⁵.

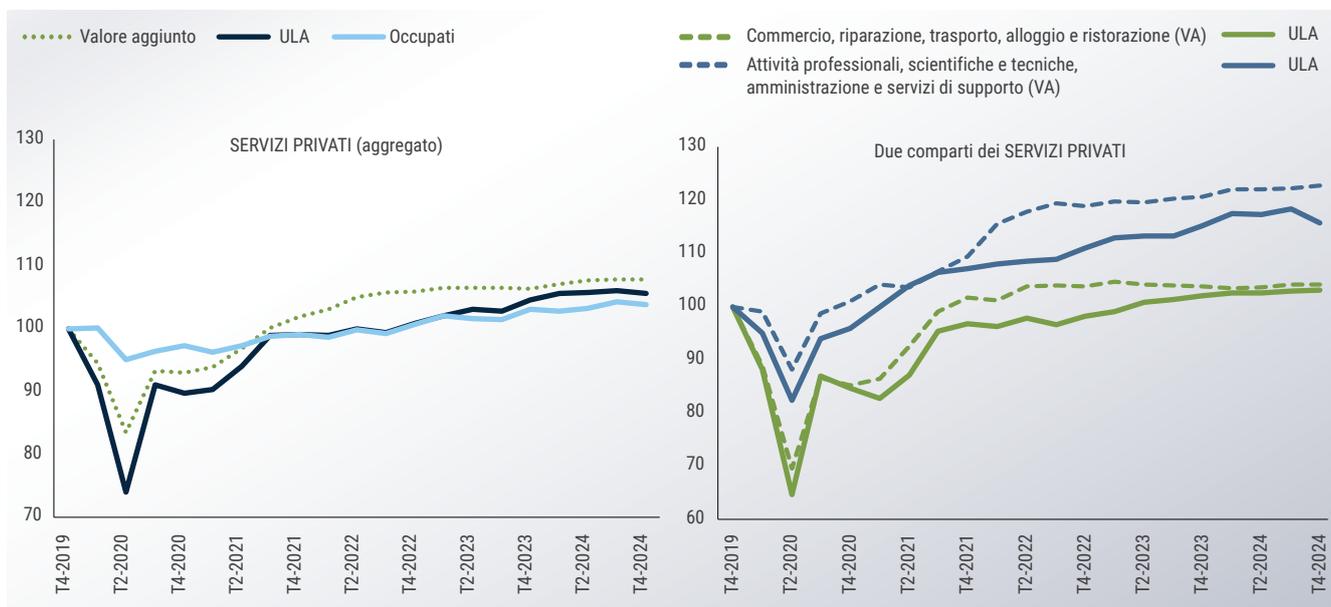
Il rafforzamento dell'attività industriale, che nelle previsioni del CSC è atteso non prima di metà 2025, sarà accompagnato, anche nel 2026, da una crescita dell'input di lavoro, a ritmo più moderato. Ciò permetterà un miglioramento, seppur contenuto, della produttività del lavoro, la cui variazione è prevista tornare in territorio positivo nel corso di quest'anno e rafforzarsi un po' il prossimo.

... e rimane alta nei servizi L'aggregato dei servizi privati è stato caratterizzato in uscita dalla pandemia da ampi guadagni di produttività: nel 3° trimestre 2022 il valore aggiunto segnava già un +5,7% rispetto a fine 2019, mentre le ULA non avevano ancora recuperato il livello pre-pandemia (-0,6%). Da allora, l'input di lavoro ha cominciato a crescere a un ritmo più sostenuto, assottigliando i guadagni di produttività ma non azzerandoli (+7,8% il valore aggiunto, contro +5,7% le ULA a fine 2024 su fine 2019).

Analizzando più nel dettaglio i vari comparti dei servizi, si nota che l'aumento della produttività media è in parte spiegato da effetti di ricomposizione, con comparti a produttività del lavoro elevata in espansione (come il settore dell'informazione e comunicazione, +20,8% il valore aggiunto sul pre-pandemia) e comparti a bassa produttività il cui peso si è fortemente ridimensionato (come i servizi di arte e intrattenimento, +3,5% il valore aggiunto). Tuttavia, vi sono stati anche guadagni di produttività all'interno dei comparti. Ciò è vero, per esempio, per i due settori più ampi nell'aggregato dei servizi privati: quello del commercio, riparazioni, trasporti, alloggio e ristorazione, dove tuttavia il guadagno si è quasi azzerato a fine 2024; e quello delle attività professionali, scientifiche e tecniche, e servizi di supporto, dove invece è rimasto ampio (Grafico 14).

Grafico 14 - Nei servizi l'input di lavoro cresce con l'attività

(Italia, indici 4° trimestre 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

⁵ Si veda Istat, Il Mercato del lavoro IV trimestre 2024. Una lettura integrata, 13 marzo 2025.

TASSO DI DISOCCUPAZIONE



2025
6,3%

2026
5,8%

Per il biennio 2025-2026, ci si attende che la dinamica delle ULA nei servizi privati si attesti un po' al di sotto di quella del valore aggiunto, in linea con l'ipotesi che i guadagni di produttività tornino a espandersi, anche grazie a un efficientamento dei processi reso possibile da una maggiore diffusione di soluzioni tecnologiche.

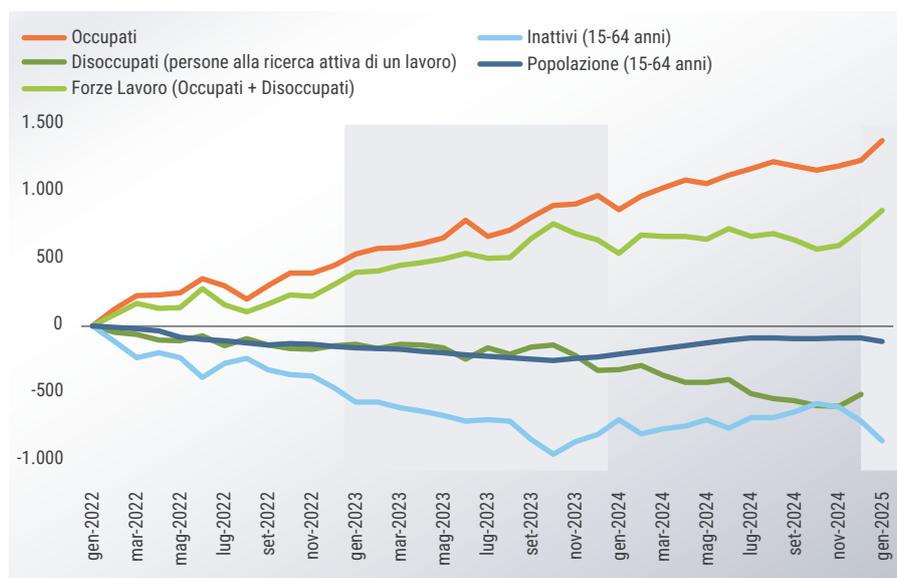
3.2 La disoccupazione

Disoccupazione stabile La buona performance dell'occupazione in uscita dalla crisi sanitaria ha permesso un rientro del tasso di disoccupazione, dal picco del 10,2% toccato ad aprile 2021 al 6,0% a novembre 2024, un minimo raggiunto l'ultima volta nella primavera del 2007, appena prima della grande crisi finanziaria. Tenendo conto del rialzo registrato a dicembre, il tasso di disoccupazione nel 2024 si è attestato in media d'anno al 6,5% (dal 7,6% nel 2023) ed è atteso scendere ulteriormente, a 6,3% nel 2025 e a 5,8% nel 2026, grazie a un'occupazione ancora in aumento (come visto sopra) e a una forza lavoro in moderata espansione (+0,4% in entrambi gli anni).

I dati mensili Istat dell'indagine Forze Lavoro mostrano come nel 2022 e buona parte del 2023 l'espansione dell'occupazione è andata di pari passo sia con un calo del numero di disoccupati, sia con una crescita della forza lavoro: la ripresa dell'offerta di lavoro è stata, infatti, sostenuta dalla diminuzione del numero di persone inattive. A sua volta la diminuzione degli inattivi è avvenuta grazie a un forte aumento del tasso di attività (da 65,2% a inizio 2022 a 67,1% a fine 2023), tale da controbilanciare la contemporanea diminuzione della popolazione in età lavorativa.

Grafico 15 Italia: torna in espansione la forza lavoro

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



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

Tra fine 2023 e fine 2024, invece, l'ulteriore aumento degli occupati è stato accompagnato pressoché uno a uno da un calo dei disoccupati: la forza lavoro è, infatti, rimasta praticamente stabile. Nello stesso periodo, gli inattivi sono aumentati, a riflesso di una temporanea espansione della popolazione in età lavorativa, con un tasso di attività pressoché fermo.

Nei dati mensili più recenti disponibili (fino a gennaio 2025) si scorge un'ulteriore inversione di tendenza da novembre scorso, con forze lavoro di nuovo in rialzo, e ciò grazie a un tasso di attività anch'esso di nuovo in rialzo (tanto che il numero di inattivi è diminuito, nonostante la popolazione sia tornata a puntare verso il basso; Grafico 15).

Per il biennio 2025-2026, le previsioni del CSC incorporano l'ipotesi di una forza lavoro che continua a espandersi, ma a un ritmo ben più moderato rispetto al balzo osservato negli ultimissimi mesi. Quest'ultimo, infatti, non solo potrebbe essere ridimensionato nei prossimi aggiornamenti dei dati mensili (le revisioni dei dati mensili sono spesso ampie, essendo essi stimati su sotto-campioni), ma soprattutto non può essere duraturo, perché incompatibile con lo strutturale calo demografico in atto e con un aumento del tasso di attività plausibile in un orizzonte di breve periodo.

4. Le retribuzioni e i prezzi

4.1 Le retribuzioni e il CLUP

RETRIBUZIONI DI FATTO NOMINALI PER ULA

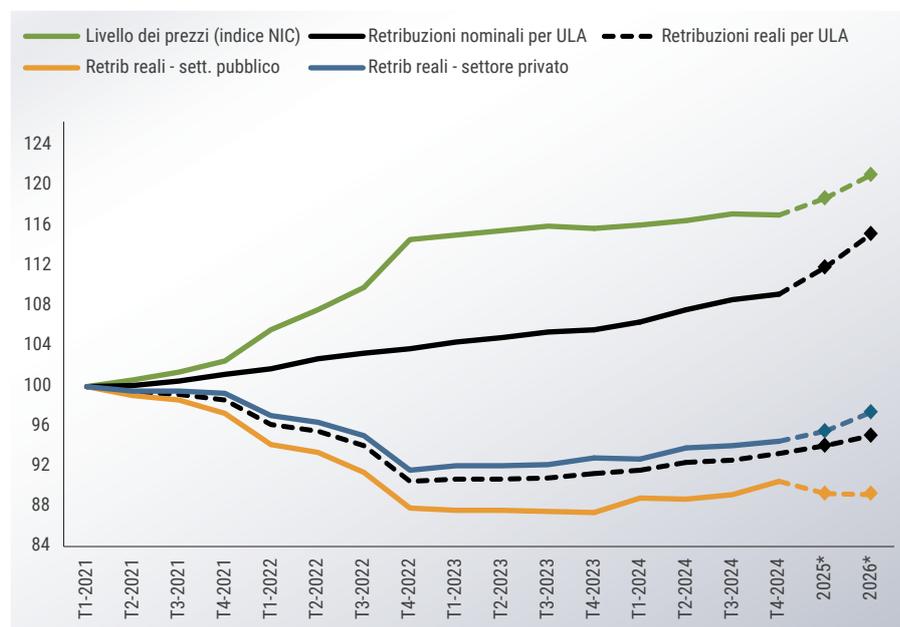


Prosegue il recupero delle retribuzioni reali... La dinamica delle retribuzioni di fatto pro-capite nell'intera economia italiana ha accelerato al +2,9% nel 2024 (dal +2,1% nel 2023) ed è prevista rafforzarsi ulteriormente nel biennio 2025-2026 (+3,3% medio annuo).

Grazie a una dinamica retributiva che rimarrà sopra all'inflazione, seppur anch'essa attesa in aumento, proseguirà dunque il recupero delle retribuzioni reali, che avanzeranno del +2,8% cumulato nel biennio 2025-2026, dopo il +1,5% nel 2024 (a parziale compensazione del -6,9% nel 2022-2023). La risalita è iniziata nel corso del 2023, trainata dal settore privato, dove le retribuzioni reali per ULA nel 4° trimestre 2024 avevano recuperato un terzo della perdita di potere di acquisto generata dalla crisi energetica (-5,5% sul 1° 2021, da un minimo di -8,4% nel 4° 2022; Grafico 16).

Grafico 16 Dinamica salariale in ulteriore accelerazione, sopra quella dei prezzi

(Italia, totale economia,
indici 1° trim. 2021=100)



*2025-2026: previsioni per la variazione media annua. Per il settore pubblico, la crescita delle retribuzioni di fatto nominali è posta pari a quella delle retribuzioni contrattuali, come prevista sulla base degli stanziamenti in Legge di Bilancio 2025.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

... a passo più lento per il pubblico impiego Nel settore pubblico, invece, che vale circa un quarto del monte retributivo totale, le retribuzioni reali pro-capite sono scese ancora di più con l'impennata dei prezzi (-12,1% a fine 2022 su ini-

zio 2021) e hanno iniziato a recuperare solo da inizio 2024, attestandosi a fine anno su un livello di ancora 9,5 punti percentuali inferiore a quello di partenza.

La dinamica salariale recente nel settore pubblico incorpora due tornate di rinnovi dei contratti collettivi di lavoro in ampio ritardo. Nel 2022 sono stati firmati i rinnovi relativi al 2019-2021, che hanno determinato un avanzamento complessivo delle retribuzioni contrattuali di circa il +4% spalmato sul triennio di riferimento. Sulla base delle risorse stanziati in Legge di Bilancio 2024 (7,3 miliardi di euro, inclusivi degli stanziamenti dedicati al comparto della sanità) i rinnovi della tornata 2022-2024 determineranno un aumento complessivo delle retribuzioni contrattuali dei dipendenti pubblici vicino al +6%. Seppur i rinnovi non siano stati ancora conclusi, assumiamo che tale incremento sia già incorporato nelle stime del monte retributivo incluse nell'edizione di marzo 2025 della Contabilità Nazionale, dato il criterio di competenza adottato dall'Istat per il settore pubblico a partire dall'edizione di settembre 2024. Il fatto che l'aumento cumulato delle retribuzioni di fatto per ULA nel triennio 2022-2024 sia tuttavia inferiore, pari al +4,4%, potrebbe riflettere effetti di composizione, verosimilmente ampi, specie nel 2024, quando le ULA sono avanzate del +3,0%.

Sulla base degli stanziamenti inclusi nella Legge di Bilancio 2025 per la tornata contrattuale 2025-2027 (1,8 miliardi di euro per il 2025, 3,6 per il 2026, 5,6 dal 2027), le retribuzioni contrattuali nel settore statale avanzeranno del +1,8% sia nel 2025 sia nel 2026 (e di un altro +1,8% nel 2027⁶). La dinamica salariale effettiva dipenderà da eventuali nuovi stanziamenti per i rinnovi del pubblico impiego. In questo Rapporto, in via conservativa, prevediamo una crescita delle retribuzioni di fatto nominali nel settore pubblico allineata a quella delle retribuzioni contrattuali, come prevista sulla base degli stanziamenti ad oggi effettuati (esulando, quindi, anche da effetti di ricomposizione della forza lavoro).

Più forte il traino delle retribuzioni contrattuali nel settore privato Nel settore privato, la dinamica salariale dal 2023 è stata sostenuta da un'accelerazione delle retribuzioni contrattuali che, sulla base del meccanismo di adeguamento dei minimi tabellari definito tra le parti sociali nel 2009 e confermato nel 2018, è avvenuta sulla scia del balzo dell'inflazione osservato tra fine 2021 e 2022.

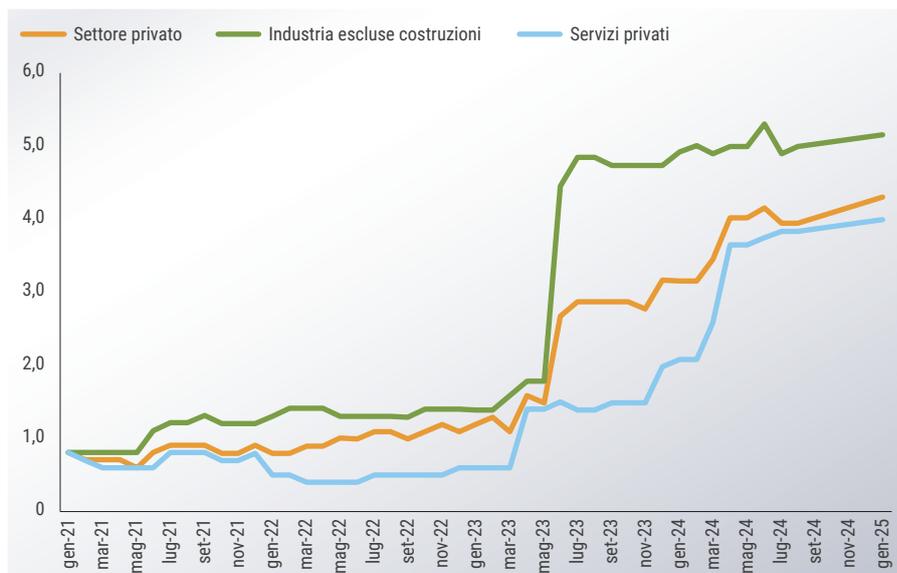
Nell'industria in senso stretto, dove la copertura dei CCNL è stata pressoché completa (94% i lavoratori mediamente coperti da un contratto in vigore nel biennio 2022-2023), a giugno 2023 la dinamica delle retribuzioni contrattuali ha accelerato al +4,5% (dal +1,6% medio nei primi 5 mesi dell'anno) e si è poi attestata vicino al +5,0% medio mensile da allora fino a gennaio 2025. Sulla base delle disposizioni definite dai CCNL in vigore alla fine di dicembre scorso, è prevista avanzare a un ritmo del +4,3% fino a primavera.

Nei servizi privati, invece, si è registrata una copertura molto più bassa dei CCNL (29% i lavoratori coperti mediamente nel biennio 2022-2023) e ciò ha frenato la crescita delle retribuzioni contrattuali: +1,3% in media d'anno nel 2023, contro il +3,4% nell'industria in senso stretto. Tuttavia, la corresponsione di emolumenti non continuativi ha contribuito ad assottigliare le differenze nella dinamica delle retribuzioni nominali di fatto nei due macro-settori (+2,7% e +3,5% rispettivamente). A marzo 2024 è stato firmato il rinnovo nel comparto del commercio, che pesa quasi il 40% del monte retributivo complessivo dei servizi privati e il cui CCNL era scaduto da dicembre 2019. Grazie a questo e ad altri rinnovi (come quello del credito, firmato a fine 2023), le retribuzioni complessive nei servizi privati sono tornate ad essere alimentate dal rialzo delle retribuzioni contrattuali, che hanno infatti accelerato al +3,6% medio mensile nel 2024 (Grafico 17).

⁶ Si veda ARAN, Rapporto semestrale sulle retribuzioni dei pubblici dipendenti - n. 1/2025.

Grafico 17 L'accelerazione delle retribuzioni contrattuali nel settore privato

(Retribuzioni contrattuali per dip. mensili, var. % tendenziali)



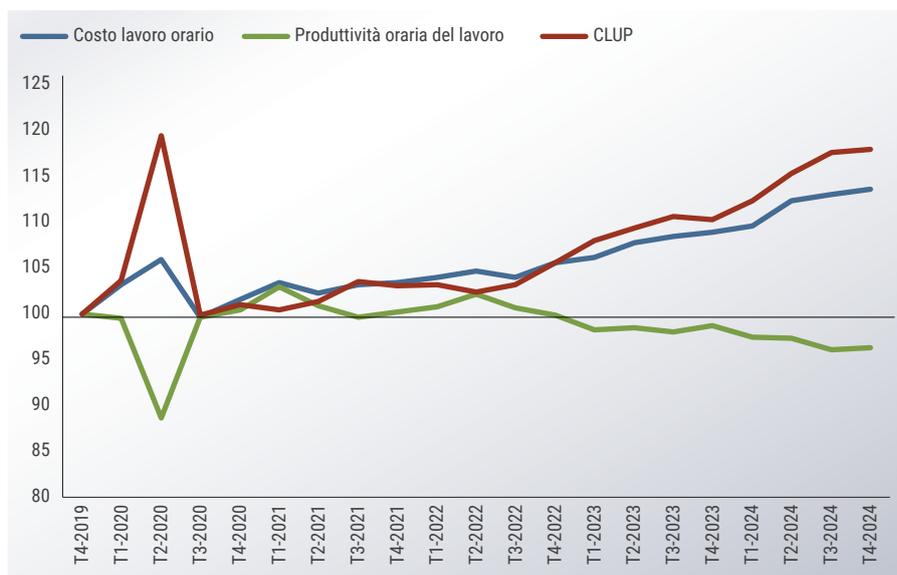
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Nel biennio previsivo 2025-2026, le retribuzioni nominali di fatto per ULA nel settore privato sono attese avanzare del +3,8% medio annuo, anche grazie a un contributo del *wage drift* (premi e altri emolumenti non continuativi) che, dopo essere stato negativo nel 2024, tornerà ad essere positivo nel 2025 e si rafforzerà ulteriormente nel 2026, in linea con un'attività economica in accelerazione.

CLUP industriale ancora in aumento Il CLUP nel settore manifatturiero è lievitato nel biennio 2023-2024 (+11,6% nel 4° trimestre 2024 sul 4° 2022), sotto la spinta dell'accelerazione salariale, contemporanea a un'ampia contrazione della produttività del lavoro (-3,5% quella in termini di ore lavorate; Grafico 18). Il rialzo del CLUP è atteso proseguire nel 2025 e nel 2026, ma a un ritmo in lieve decelerazione, grazie a una variazione della produttività del lavoro che è prevista tornare in territorio positivo nel corso di quest'anno (+0,1% in media nel 2025) e rafforzarsi un po' il prossimo (+0,6%).

Grafico 18 Con una produttività in calo, lievita il CLUP

(Italia, manifatturiero, indici 4° trim. 2019=100)



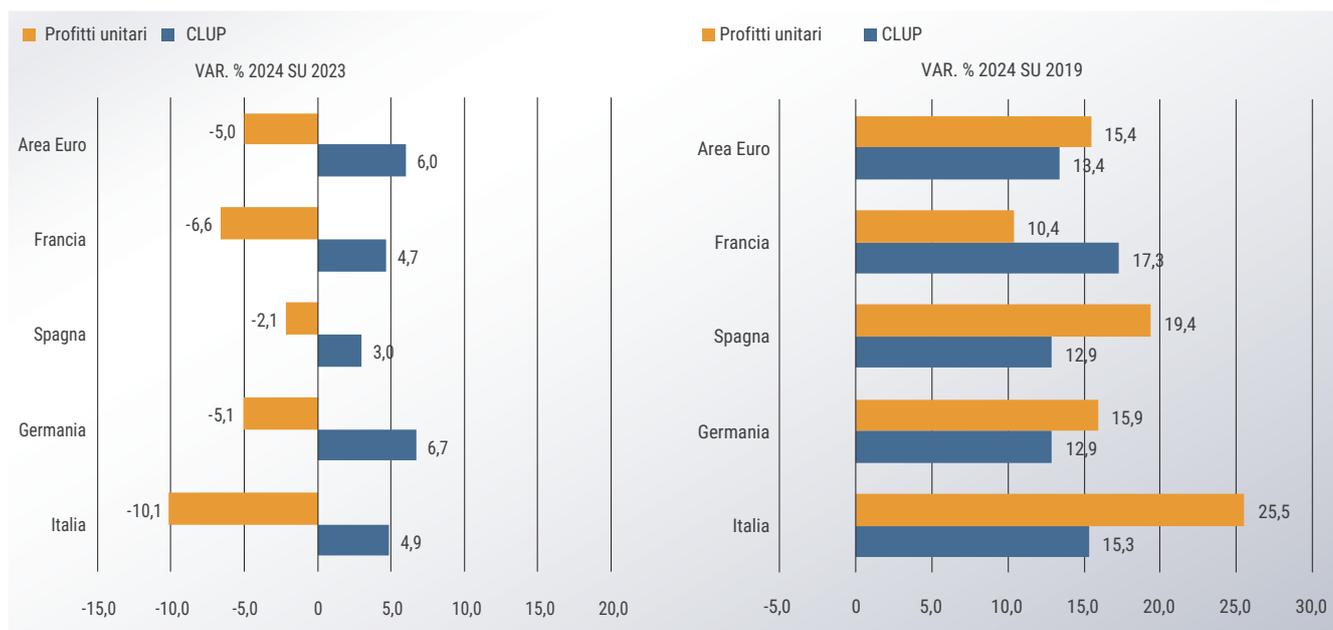
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Profitti unitari nel manifatturiero in calo, anche in altri paesi L'aumento del CLUP manifatturiero in Italia nell'ultimo quinquennio (+15,3%) risulta un po' più ampio rispetto a quello medio registrato nell'Eurozona (+13,4%), in particolare rispetto a Spagna e Germania (+12,9% in entrambi i paesi). Ciò implica una perdita di competitività di costo rispetto al pre-pandemia, che si è solo in parte assottigliata nel 2024 rispetto alla media Eurozona e alla Germania. La perdita di competitività, invece, ha continuato ad ampliarsi rispetto alla Spagna, dove il CLUP manifatturiero l'anno scorso è cresciuto del +3,0% contro il +4,9% in Italia (Grafico 19).

Un tratto comune al settore manifatturiero di diversi paesi dell'Eurozona negli scorsi anni è una crescita dei profitti unitari al di sopra di quella del CLUP, il che implica un'espansione della quota di valore aggiunto a remunerazione del capitale. Il 2024 ha tuttavia segnato un'inversione di tendenza, con profitti unitari in calo, a fronte di un CLUP ancora in espansione. Il calo dei profitti unitari è stato particolarmente marcato in Italia, contribuendo a un rientro della quota capitale che, come documentato su dati trimestrali nel Focus n.3, a fine 2024 è tornata sui livelli di fine 2019 (un rientro che non si riesce, invece, ad apprezzare sui dati annuali).

Grafico 19 - Eurozona: in chiusura la forbice tra profitti unitari e CLUP nel manifatturiero

(Var. % cumulate e annue)



Profitti unitari: Margine Operativo Lordo (MOL) in % del valore aggiunto a prezzi concatenati, anno di riferimento 2020. MOL: valore aggiunto - costo del lavoro, ricalcolato sul monte ore di lavoro totali, assegnando al lavoro indipendente un costo del lavoro unitario pari a quello del lavoro dipendente. CLUP: Costo del lavoro, ricalcolato sul monte ore lavorate totali, in % del valore aggiunto a prezzi concatenati, anno di riferimento 2020.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

4.2 Prezzi, deflatori e margini

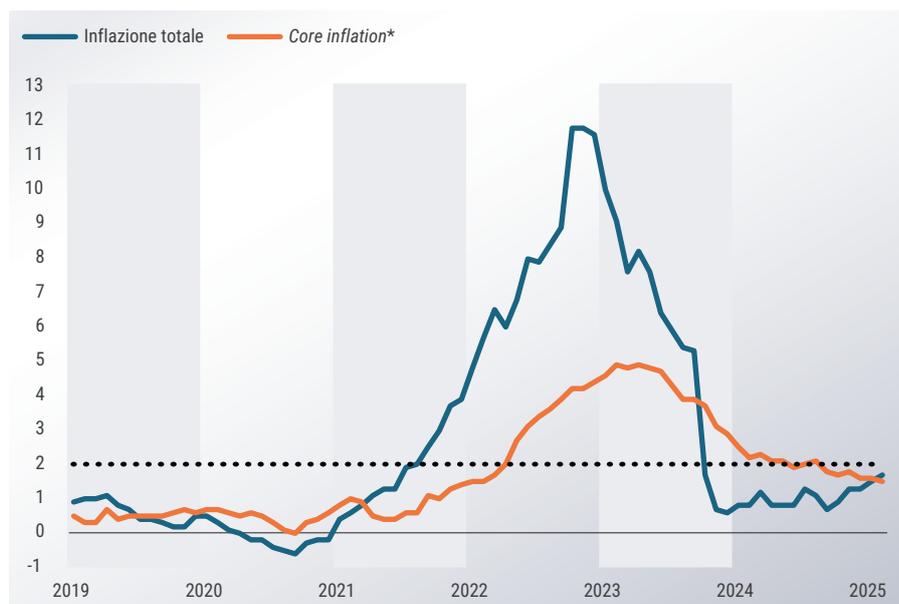
INFLAZIONE



Inflazione in moderata risalita La dinamica dei prezzi al consumo in Italia è in accelerazione negli ultimi mesi: +1,6% annuo a febbraio 2025, da un minimo di +0,7% a settembre 2024. La variazione acquisita a febbraio per l'intero 2025 è pari al +1,1%. L'inflazione resta, comunque, sotto l'obiettivo BCE del +2,0% (Grafico 20) e molto lontana dal picco toccato nel 2022. In termini di livello dei prezzi, invece, non c'è mai stata una discesa dopo lo shock al rialzo di tre anni fa: i livelli dei prezzi sono più alti in modo permanente (+14,6% a inizio 2025 rispetto a fine 2021).

Grafico 20 Inflazione in aumento, ma la misura core rallenta

(Italia, indici NIC, dati mensili,
var. % tendenziali)



*Al netto di energia e alimentari.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Nel corso del 2025, l'inflazione è attesa rimanere poco sopra ai valori correnti: in media, si attesterà al +1,8% (da +1,0% nel 2024), confermando la stima già incorporata nello scenario CSC di ottobre. Nel 2026, l'inflazione è attesa salire in misura marginale, arrivando in linea con la soglia BCE (+2,0% in media).

Tale scenario di previsione incorpora varie assunzioni. Primo, energia più cara nel 2025 e poi in calo nel 2026: ciò alza l'inflazione totale quest'anno e la rallenta il prossimo. Secondo, la stabilizzazione dell'euro sul dollaro, in media d'anno, nel 2025 e 2026: ciò evita inflazione "importata" tramite le materie prime quotate in dollari (es. petrolio).

Terzo, si assume che ci saranno (soprattutto nel 2026) effetti di *second round* dei rincari in corso nell'energia sui prezzi al consumo *core*, ma che saranno moderati: la domanda delle famiglie cresce poco, molti settori industriali hanno produzione in calo, le attese sui prezzi sono in risalita ma contenute. Quelle dei consumatori italiani sono tornate in territorio positivo (+10 il saldo delle risposte a febbraio 2025), dopo aver indicato un calo nel 2024 (-1 in media). Anche le imprese industriali mostrano aspettative sui prezzi in aumento (+7, da +4 nel 2024). Questo indica moderate pressioni al rialzo nella fissazione dei prezzi domestici.

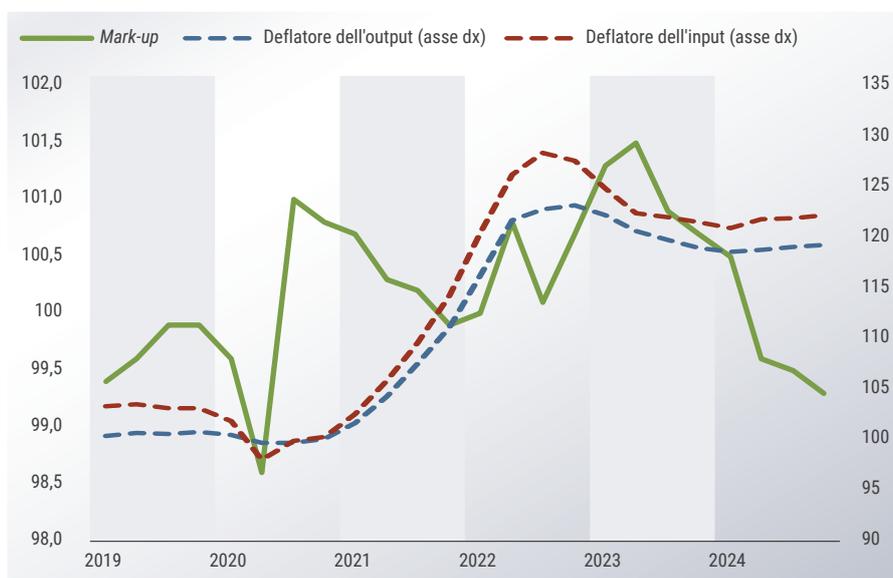
Prezzi core in frenata per ora La *core inflation* (esclusi energia e alimentari) prosegue la frenata: +1,5% annuo a febbraio 2025, da +1,8% a settembre 2024, sempre più sotto la soglia BCE (picco a +4,9% nell'aprile 2023). La frenata dell'inflazione di fondo, però, è attesa arrestarsi nella parte finale del 2025 e invertirsi nel 2026, senza mai raggiungere i bassi valori pre-pandemia (+0,5% in media nel 2018-2019). Ciò a seguito proprio delle nuove, moderate, pressioni di *second round* innescate dal rincaro energetico in atto.

Tra i prezzi *core*, quelli dei servizi restano su una dinamica più sostenuta, pur rallentando: +2,4% annuo a febbraio 2025 (da +2,8% a settembre). I prezzi dei servizi di trasporto, molto legati al prezzo del petrolio, continuano a rallentare (+1,9% da +2,4%), come anche quelli dei servizi ricreativi-culturali (+3,1% da +4,0%), che restano però più sostenuti.

I prezzi al consumo dei beni, invece, continuano a registrare una dinamica appena positiva, quasi nulla: +0,1% annuo a febbraio (come a settembre). Da

Grafico 21 Margini in calo dopo il temporaneo aumento

(Italia, manifattura, dati trimestrali, indici)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Tali dinamiche dei prezzi finali dei beni riflettono quelle dei corrispondenti prezzi nella fase della produzione, in particolare il differenziale tra i durevoli (+0,1% annuo nel dicembre 2024) e i non durevoli (+1,6%). I prezzi al consumo, però, sono in generale molto più moderati di quelli misurati al cancello della fabbrica, segnale di debolezza della domanda finale nella fase della distribuzione.

I prezzi di vendita delle imprese manifatturiere italiane, a loro volta, vengono aggiustati in base alla direzione dei costi degli input (Grafico 21). Nel corso del 2024, il deflatore degli input ha registrato una piccola risalita (+0,6% tendenziale nel 4° trimestre), dopo un 2023 in moderazione. Le imprese hanno quindi ritoccato i prezzi al rialzo (+0,3%), invertendo la tendenza ai ribassi registrata l'anno precedente.

Il *mark-up* delle imprese manifatturiere italiane, che risulta da tale andamento di prezzi e costi, prosegue nella rapida fase di erosione: nel 4° trimestre del 2024 è diminuito del -2,2% rispetto al picco toccato nel 2° 2023. In tal modo, il *mark-up* è sceso poco sotto i livelli medi del 2019.

L'andamento dei prezzi alla produzione mostra un differenziale significativo tra quelli dei beni di consumo, che sono mediamente in aumento come detto, rispetto a quelli dei beni strumentali (+0,2% annuo a dicembre 2024) e degli intermedi (-0,1%) che invece sono quasi fermi. Ciò suggerisce che l'andamento dei *mark-up* industriali tende ad essere eterogeneo: migliore per i settori posti a valle.

I prezzi energetici ora crescono La dinamica dei prezzi energetici al consumo in Italia (elettricità, gas, carburanti), dopo un graduale sentiero di moderazione del ritmo di caduta nel corso del 2024, è tornata in territorio positivo a febbraio 2025: +0,6% annuo, da -8,7% a settembre 2024. Questo cambio di segno nella dinamica dei prezzi energetici spiega il recente sentiero di risalita dell'inflazione totale: il contributo dell'energia, infatti, è salito a +0,1 punti da -0,9. Nel determinare il profilo mensile dei prezzi energetici al consumatore, hanno un ruolo importante gli interventi di *policy* adottati in Italia per mitigare l'effetto dei rincari delle commodity.

Nello scenario CSC, il prezzo del Brent tradotto in euro è in riduzione in media d'anno, sia nel 2025 (-4%) che soprattutto nel 2026 (-11%). Il prezzo in euro del gas, invece, aumenta marcatamente quest'anno (+35%) e torna a moderarsi nel prossimo (-11%). Perciò, la dinamica annua dei prezzi energetici al consumo in Italia tenderà a restare poco sopra lo zero nel 2025, tornando però moderatamente negativa nel corso del 2026.

I prezzi alimentari hanno invertito la tendenza negli ultimi mesi, accelerando al +2,2% a febbraio, da +1,1% a settembre 2024. Perciò, il contributo degli alimentari all'inflazione è cresciuto a +0,4 punti, da +0,2. Ciò contribuisce ad alzare l'inflazione totale rispetto a quella core. Nello scenario CSC, però, le prospettive per la dinamica dei prezzi al consumo alimentari in Italia sono di rallentamento, graduale, visto che le materie prime alimentari proseguiranno la moderazione nel 2025 e nel 2026 (si veda il par. 7.4).

Ampio differenziale di inflazione Italia-Eurozona A febbraio 2025, l'inflazione core è molto più bassa in Italia (+1,5%) rispetto all'Eurozona (+2,6%), un differenziale ormai persistente. Il divario si attenua di poco in termini di inflazione totale (+1,6% contro +2,4%). Il differenziale sui prezzi core dipende soprattutto dai prezzi dei servizi e, in minor misura, da quelli dei beni non energetici.

Nelle stime aggiornate a marzo, la BCE prevede l'inflazione nell'Eurozona al +2,3% nel 2025 e in calo a +1,9% nel 2026. La dinamica dei prezzi in Italia, perciò, secondo lo scenario CSC, dovrebbe risultare più bassa nel 2025 (di -0,5 punti) e riallinearsi nel 2026. Tale percorso va letto come una normalizzazione, dopo anni di dinamiche anomale dei prezzi.

In termini di inflazione italiana, quest'anno il taglio dei tassi potrebbe essere più rapido, ma la BCE guarda ai dati aggregati dell'Eurozona e quindi il percorso dei tagli resterà prudente.

Deflatori vicini ai prezzi al consumo Nel 2024, il divario tra l'inflazione misurata sui prezzi al consumo (+1,0%) e il deflatore dei consumi delle famiglie (+1,4%) si è invertito, dopo due anni in cui il deflatore era stato più moderato. Questo potrebbe riflettere l'abbassamento dell'inflazione, che ha reso possibile alle famiglie italiane di tornare, almeno parzialmente, ad acquistare beni e servizi più costosi e di maggior qualità, cui avevano dovuto rinunciare a causa dei rincari anomali del 2022-2023: ciò non viene colto dal NIC, calcolato su un paniere di beni fissato a inizio anno, ma è incluso nel deflatore dei consumi, che quindi è risultato un po' più alto. Quest'ultimo è previsto in accelerazione al +1,8% nel 2025 e al +2,0% nel 2026 e quindi il divario con l'inflazione è atteso chiudersi, proprio perché si torna in modo duraturo ai valori normali dell'inflazione.

Il deflatore del PIL, a sua volta, è previsto di poco superiore a quello dei consumi: +2,0% nel 2025 e +2,2% nel 2026. Nel biennio, in media, le ragioni di scambio sono attese sostanzialmente stabili. Il deflatore dei consumi collettivi sarebbe vicino a quello dei consumi privati, quello degli investimenti leggermente più basso, quello delle scorte invece più alto.

5. La finanza pubblica

Deficit pubblico in calo Nello scenario di previsione del CSC, l'indebitamento netto della Pubblica Amministrazione si attesterà al 3,2% del PIL nel 2025 e al 2,8% nel 2026 (Tabella 2). Il saldo per il 2025 è in leggero aumento rispetto a quanto stimato a ottobre dal CSC (3,1%), ma per il 2026 si conferma l'obiettivo di rientro del deficit sotto la soglia del 3,0% del PIL, creando così le condizioni per l'uscita dalla procedura per disavanzo eccessivo nel 2027.

DEFICIT PUBBLICO/PIL



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

	2023	2024	2025	2026
Indebitamento della PA	7,2	3,4	3,2	2,8
Entrate totali	46,7	47,1	47,4	47,2
Uscite totali	54,0	50,6	50,6	50,0
Pressione fiscale	41,4	42,5	42,6	42,4
Saldo primario	-3,3	0,4	0,6	1,1
Debito pubblico	134,6	135,3	137,0	137,6

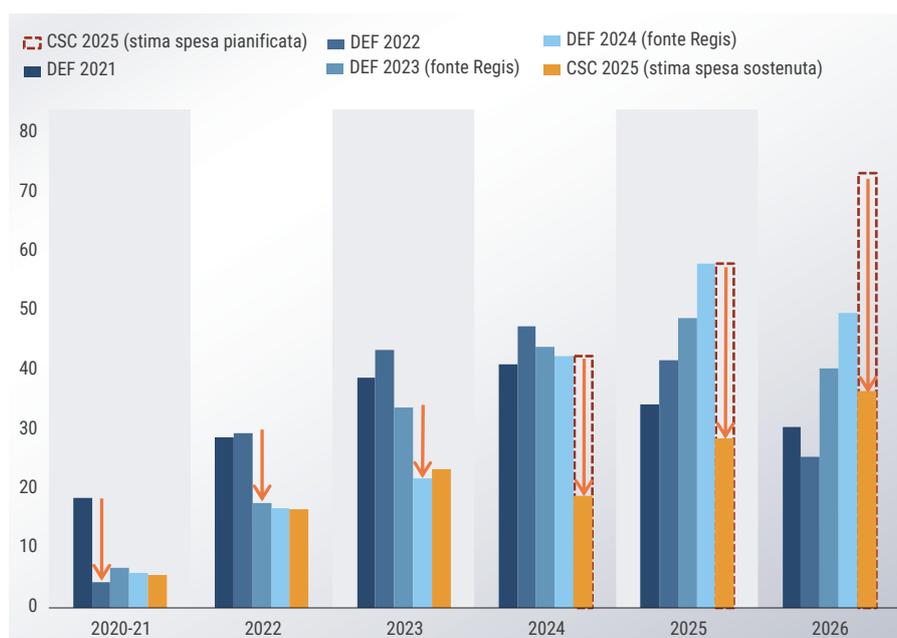
Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Istat e Banca d'Italia.

La previsione di finanza pubblica "a legislazione vigente" tiene conto delle misure adottate nella Legge di Bilancio 2025-2027⁷ e delle modifiche apportate nelle voci del conto economico della Pubblica Amministrazione con il rilascio dei dati Istat a consuntivo sul 2024⁸.

La politica fiscale sottesa allo scenario di finanza pubblica è restrittiva e anticiclica, in linea con il contesto economico favorevole indicato dal Governo (misurato da un output gap positivo⁹); ciò implica, comunque, che la politica fiscale rallenterà la dinamica dell'economia nel biennio.

Grafico 22
A consuntivo la spesa PNRR pianificata è sempre stata ridotta

(Spese pianificate del dispositivo RRF, valori in miliardi di euro)



La stima di spesa pianificata per il 2026 è data dalla somma di 49,5 miliardi di risorse pianificate nel DEF 2024 e di 23 miliardi di spesa non realizzata nel 2024.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati DEF, NaDEF, PSB e REGIS.

⁷ Sono comprese le misure della Legge di Bilancio approvata dal Parlamento il 28 dicembre 2024 e quelle contenute nella legge di conversione del DL 155/2024 e nel decreto legislativo 192/2024 recante la revisione delle imposte sui redditi.

⁸ L'indebitamento netto nel 2024 si è attestato al 3,4% del PIL, circa 0,4 punti in meno rispetto a quanto stimato dal Governo nel Piano Strutturale di Bilancio di settembre scorso. Il miglioramento del deficit è determinato da 11,1 miliardi di euro di maggiori entrate (più della metà imputabili alle imposte dirette) e da 4,1 miliardi di maggiori spese. Si veda il Comunicato stampa Istat "PIL e indebitamento AP - Anni 2022-2024" del 3 marzo 2025.

⁹ L'output gap stimato dal Governo nel quadro programmatico del PSB è pari allo 0,9% nel 2025 e allo 0,8% nel 2026.

L'attuale previsione CSC, rispetto a quella dell'autunno scorso, sconta una crescita reale nel 2025 più bassa, una dinamica più sostenuta del deflatore del PIL e un'implementazione parziale del PNRR. Si ipotizza, infatti, che nel biennio di previsione sarà spesa circa la metà delle risorse pianificate: nel 2025 almeno 29 miliardi su 57; nel 2026 almeno 37 miliardi su 72, includendo nella stima anche la quota di spesa non realizzata nel 2024 (circa 23 miliardi).

Alla luce del fatto che ogni anno la spesa a consuntivo riportata sulla piattaforma di monitoraggio Regis è stata sempre ridimensionata di circa un terzo, si ipotizza che anche le stime "tendenziali" del Governo siano costruite su importi di spesa inferiori rispetto al "pianificato" (Grafico 22)¹⁰. Tuttavia, la mancata informazione sugli importi sottesi alle stime del Governo non consente una verifica puntuale¹¹. Infine, la stima CSC non include la revisione in corso del Piano.

Positiva la dinamica delle entrate Nello scenario CSC, le entrate complessive raggiungono il 47,4% del PIL nel 2025 (dal 47,1% del 2024) e rientrano al 47,2% nel 2026. In valore assoluto, si registra una crescita sostenuta in entrambi gli anni di previsione (rispettivamente +3,1% e +2,9%).

Nel dettaglio, la dinamica delle imposte dirette è per lo più guidata dagli effetti contabili della trasformazione in taglio fiscale della decontribuzione per i lavoratori dipendenti e della proroga della revisione delle aliquote IRPEF¹², entrambe rese strutturali. La riduzione prevista è compensata solo in parte da un aumento fisiologico delle entrate, determinato dagli effetti della dinamica positiva dell'occupazione e delle retribuzioni nel settore pubblico. Complessivamente si osserva una riduzione quest'anno (-2,4%, dal +6,6% nel 2024) e una crescita moderata il prossimo (+2,9%).

Per contro, il gettito contributivo cresce a un ritmo elevato quest'anno (+7,8%), proprio per effetto del venir meno del taglio contributivo per i lavoratori dipendenti. Anche le imposte indirette registrano una dinamica positiva nel biennio di previsione (+3,2% nel 2025 e +2,2% nel 2026), per l'effetto combinato di un miglior andamento dei consumi e del recupero di gettito evaso previsto dalle attività di accertamento e controllo. Nella stima CSC si tiene conto dell'effettiva entrata in vigore della *sugar tax* quest'anno e della *plastic tax* il prossimo¹³.

Nel complesso, la pressione fiscale e contributiva resta quasi invariata, al 42,5% del PIL nel 2025 e al 42,4% nel 2026.

Spese pressoché stabili La spesa pubblica in rapporto al PIL è stimata al 50,6% nel 2025 (invariata rispetto al 2024) e in calo nel 2026, al 50,0%. In termini nominali, registra una crescita del +2,7% quest'anno e più modesta il prossimo (+2,0%).

I consumi pubblici restano stabili intorno al 17,1% del PIL nel biennio di previsione. I redditi da lavoro, in termini nominali, crescono nel 2025 del +2,2% e nel 2026 del +2,0%, principalmente per effetto dell'aumento delle retribuzioni, ipotizzando che gli stanziamenti della tornata contrattuale 2025-2027 siano ripartiti in egual misura nei tre anni, ma anche per il lieve incremento dell'occu-

¹⁰ Ad esempio, la spesa sottesa al DEF 2023 per il 2022 è stata abbassata a 17,7 miliardi dai 29,4 pianificati nel DEF 2022; quella sottesa al DEF 2024 per il 2023 è stata ridotta a 21,8 miliardi dai 33,8 sottesi al DEF 2023.

¹¹ Si veda Olivari S., "Lo stato di avanzamento del PNRR, misura per misura", Nota dal CSC n. 2-2025.

¹² Si considerano, nel dettaglio, l'erogazione di un bonus ai lavoratori dipendenti con reddito fino a 20.000 euro, la detrazione fiscale per quelli con reddito compreso fra 20.000 e 40.000 euro, la revisione delle aliquote IRPEF e il riordino delle detrazioni.

¹³ La conversione in legge del DL 39/2024 (cd. DL Superbonus) ha previsto l'entrata in vigore di *plastic tax* al 1° luglio 2026 e di *sugar tax* al 1° luglio 2025.

pazione nel settore pubblico. I consumi intermedi, invece, crescono quest'anno del +3,4% e il prossimo del +2,1%.

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

L'incidenza sul PIL della spesa in conto capitale si attesta intorno al 5,2% nel biennio di previsione, scontando da un lato l'esaurirsi degli effetti contabili del Superbonus, dall'altro l'implementazione parziale delle spese PNRR.

Gli investimenti pubblici rimangono pressoché stabili nel 2025 (+1,5%, dal +14,4% registrato nel 2024), mentre tornano a crescere a un ritmo elevato nel 2026 (+6,0%), portandone l'incidenza sul PIL al 3,6%.

Spesa per interessi in moderato aumento La spesa per interessi è stimata a 87,0 miliardi nel 2025 e a 90,1 nel 2026 (stabile al 3,9% del PIL), in moderato aumento per via dell'ampio stock di debito pubblico. La previsione di spesa è controbilanciata da diversi fattori: uno spread in calo a 90pb a fine 2025 e stabile per tutto il 2026; una risalita del rendimento del Bund tedesco, che soffre la decisione di allentare il cosiddetto "freno al debito"¹⁴; un abbassamento dei tassi ufficiali a breve della BCE lungo tutto il periodo di previsione (si veda il par. 7.3); un lento decumulo dei titoli italiani in pancia alla Banca Centrale. Il rendimento del BTP è, quindi, previsto in media d'anno ancora in leggero calo, al 3,55% nel 2025 e al 3,30% nel 2026 (da 3,64% nel 2024).

DEBITO PUBBLICO/PIL



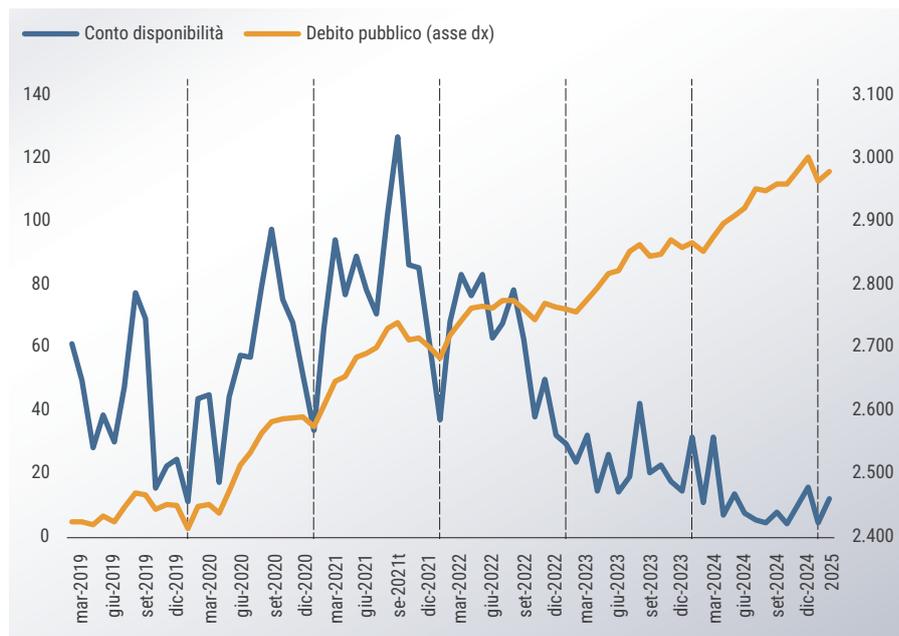
Il debito pubblico resta alto... Il debito pubblico in rapporto al PIL è stimato al 137,0% nel 2025, in aumento di 1,7 punti rispetto al 2024, ed è previsto salire di altri 0,6 punti fino al 137,6% del PIL nel 2026. La previsione CSC appare in linea con quanto stimato dal Governo nel PSB di settembre scorso, pur incorporando la revisione Istat al ribasso del debito pubblico nel 2024, che si è chiuso al 135,3% del PIL, in miglioramento di 0,5 punti rispetto a quanto era previsto dal Governo. Il contenimento registrato nel 2024 del rapporto debito/PIL è in parte spiegato da una progressiva riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro, per 12,3 miliardi (37,6 da 50,0 a fine 2023), oltre che dalle entrate derivanti dalla valorizzazione e dismissione del patrimonio pubblico, per 3,1 miliardi.

Osservando più nel dettaglio i dati di Banca d'Italia, si nota che, all'interno delle disponibilità liquide del Tesoro, la voce "conto disponibilità" (vale a dire il conto corrente) registra delle sistematiche riduzioni nei mesi di dicembre (ad esempio, il calo a dicembre 2024 di 11,3 miliardi sui 16,0 disponibili), volte a migliorare i conti pubblici per agevolare il rispetto delle norme europee di finanza pubblica (Grafico 23). Di conseguenza, la previsione del CSC considera un impiego della liquidità per quasi 5 miliardi annui a riduzione del debito nel biennio 2025-2026¹⁵.

¹⁴ Lo scorso 21 marzo il Parlamento tedesco ha approvato in via definitiva una riforma costituzionale che permette di allentare la norma nota come "freno al debito", che dal 2009 obbliga la Germania a mantenere il pareggio di bilancio. La riforma dovrebbe consentire l'esenzione dal vincolo del "freno al debito" del finanziamento delle spese militari e degli investimenti in infrastrutture.

¹⁵ È stato applicato il calo medio (-28%), registrato tra novembre e dicembre negli anni dal 2015 al 2024, al livello medio di conto disponibilità liquide del Tesoro degli ultimi due anni (16,9 miliardi). Per semplicità, i valori non sono stati scontati per l'inflazione.

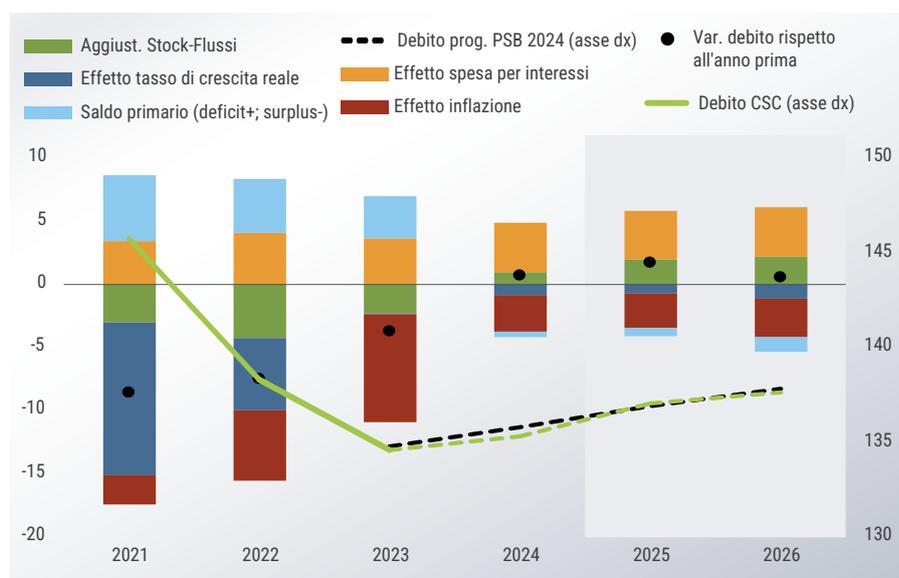
Grafico 23
Ricorso alla liquidità
per abbassare
il debito pubblico
(Valori in miliardi di euro)



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

... per effetto dell'aggiustamento stock-flussi Nel biennio di previsione, l'aumento del rapporto debito/PIL è dovuto al contributo sfavorevole dell'aggiustamento "stock-flussi" (particolarmente elevato per gli effetti contabili dei crediti edilizi¹⁶, solo in minima parte compensati dalle dismissioni e dalle minori disponibilità liquide attese) e per la già menzionata spesa per interessi. Contribuiscono al ribasso, invece, l'inflazione e un crescente avanzo primario (+0,6% del PIL nel 2025 e +1,1% nel 2026), mentre il contributo della crescita reale resta moderato, soprattutto quest'anno (Grafico 24).

Grafico 24
L'aggiustamento stock-flussi
tiene alto il debito pubblico
(In % del PIL)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat, Banca d'Italia e PSB 2024.

¹⁶ Gli effetti di cassa delle agevolazioni edilizie maturate, già contabilizzate nell'indebitamento netto degli anni passati, incidono sul debito nel triennio 2024-26 determinando un aggravio contabile cumulato pari a 6,3 punti percentuali di PIL nel 2026.

6. Il credito per le imprese

Credito in recupero La variazione negativa annua dei prestiti bancari alle imprese italiane si va lentamente attenuando negli ultimi mesi (-1,9% a gennaio 2025, dati corretti per le cartolarizzazioni), rispetto alla caduta pesante che si registrava ancora a inizio 2024 (-4,0%; Grafico 25).

Le variazioni a un mese (annualizzate) dei prestiti, infatti, si sono lentamente riportate in territorio positivo (+0,9% a gennaio 2025 la media mobile a 3 termini). Ciò suggerisce che la caduta del credito si sia infine interrotta. Tuttavia, la volatilità mensile elevata lascia qualche incertezza sulla solidità di tale risalita.

Il proseguimento della fase di tagli dei tassi BCE, avviata a giugno 2024, determina comunque prospettive di miglioramento per il credito alle imprese in Italia e negli altri paesi europei.

Grafico 25
Prestiti ancora in riduzione, anche se i tassi scendono
(Italia, imprese, var. % tendenziali* e valori %)



*Corrette per le cartolarizzazioni.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca Italia.

Tra i settori, i prestiti stanno calando molto nelle costruzioni (-9,2% annuo a gennaio, dati grezzi) e un po' meno nel manifatturiero (-4,7%), che sono proprio i settori che dipendono di più dal finanziamento bancario. La dinamica dei prestiti, invece, si è quasi stabilizzata nei servizi (-1,3%).

Secondo l'indagine Banca d'Italia (BLS), la domanda di credito delle imprese è finalmente tornata a crescere nel 4° trimestre 2024, dopo una lunga fase di riduzione fin da inizio 2023, che aveva riflesso il precedente rialzo dei tassi BCE. In particolare, sembra essere risalita la domanda di fondi a lungo termine, non quella per il breve termine. L'indagine segnala anche che a fine 2024 sono aumentate sia le richieste di credito per finanziare le scorte e il capitale circolante, sia quelle per finanziare gli investimenti fissi. Le esigenze di credito a breve termine delle imprese sono di nuovo alimentate dall'aumento del prezzo del gas e dell'elettricità, che crea un maggiore fabbisogno di liquidità per i pagamenti delle bollette energetiche. L'indagine segnala, inoltre, che nella seconda metà del 2024 le imprese hanno ridotto molto il ricorso all'autofinanziamento, a riflesso del calo dei margini: questo ha senz'altro alimentato la domanda di credito bancario.

I depositi bancari delle imprese, che sono una misura della loro dotazione di liquidità, fin dal 2023 sono tornati a seguire un profilo di normale incremento a prezzi correnti (+3,5% tendenziale a gennaio 2025, da +4,4% a gennaio 2024), intorno ai ritmi prevalenti nel pre-pandemia; il balzo anomalo causato dalla pandemia nel 2020 è ormai completamente riassorbito. Ci sono, però, segnali di scarsità di tali dotazioni liquide rispetto alle esigenze operative, dettate dai pagamenti mensili di dipendenti e fornitori: l'indicatore Istat della liquidità disponibile in azienda ha mostrato un recupero a inizio 2025 (33,2 a febbraio) ma resta sotto i livelli pre-pandemia (36,2 in media nel 2018). Ciò segnala che alcune imprese potrebbero avere disponibilità liquide insufficienti e questo, a sua volta è da ricollegare all'incremento dei costi, in particolare per l'energia.

Credito meno costoso L'indagine BLS segnala anche che, nel corso del 2024, l'offerta di credito per le imprese è divenuta, di poco, più accessibile; ciò fa seguito alla forte stretta tra 2022 e 2023. L'allentamento nasce sia dalla stabilizzazione delle attese delle banche sull'economia, mentre resta preoccupazione su specifici settori, sia dall'assenza di tensioni per gli istituti in termini di liquidità; la raccolta sui mercati e la dotazione patrimoniale hanno addirittura spinto debolmente in favore dell'offerta di credito. Il lieve allentamento dell'offerta ha preso in larga misura la forma di una riduzione dei tassi di riferimento (riflesso dei tagli BCE), dei margini applicati dalle banche e degli oneri addizionali; invariati invece i criteri in termini di ammontare dei prestiti, richiesta di garanzie, scadenze.

I dati qualitativi Istat sono coerenti con un allentamento della stretta creditizia: la quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti è scesa al 5,6% a dicembre 2024, da un massimo di 8,2% toccato nel 2023, tornando quindi sotto il 6,0% medio del 2019; continua a ridursi la quota di imprese che ottiene credito ma a condizioni più onerose (11,1% a dicembre 2024, da 45,1% di inizio 2023); l'accesso al credito è meno sfavorevole rispetto alla situazione di inizio 2023 (-4,7 il saldo delle risposte, da -35,8).

Il costo del credito per le imprese italiane, con dati che arrivano a gennaio 2025, ha finora incorporato in larga misura i tagli dei tassi BCE (a parte l'ultimo, deciso a marzo). Il tasso sulle nuove operazioni, infatti, è sceso al 4,15%, da un picco di 5,59% a novembre 2023 (-1,44). In particolare, il tasso per le PMI è al 4,66% (da 5,98%), quello per le grandi al 3,89% (da 5,30%). Va notato che, a tali valori, il costo resta ancora piuttosto alto per le imprese italiane, rispetto in particolare al livello prevalente prima dello shock energetico del 2022: 1,18% a fine 2021.

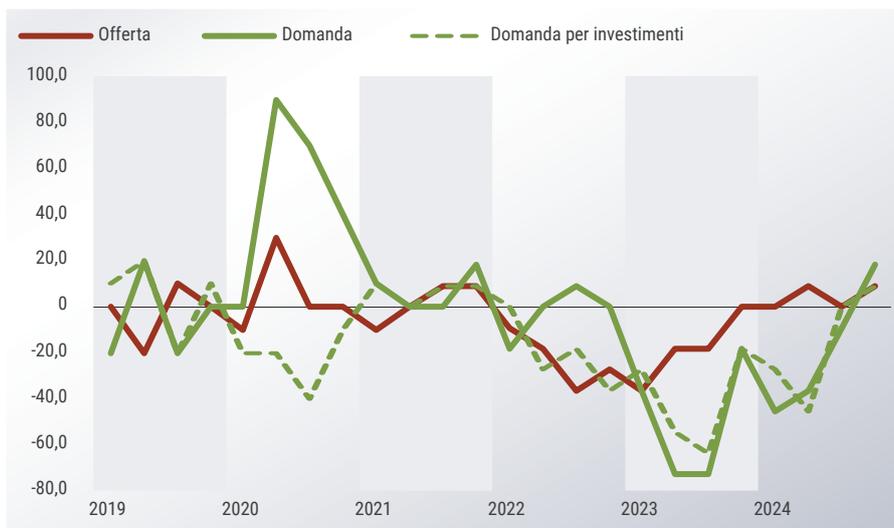
Le imprese italiane hanno oggi bilanci più solidi rispetto al passato, ma lo scenario economico è molto incerto e le condizioni difficili per specifici settori. In attesa di un ulteriore calo dei tassi, alcune imprese possono ancora incontrare difficoltà in termini di credito bancario troppo costoso e oneri del debito troppo alti. Perciò restano molto importanti misure di *policy* in Italia che favoriscano un maggiore allentamento dell'offerta di credito alle imprese.

Prospettive positive per il credito Lo scenario di previsione CSC incorpora varie ipotesi: proseguimento dei tagli dei tassi BCE fino al 2025, rendimento del BTP in ulteriore flessione, un ritardo di qualche mese nei tassi bancari rispetto alle mosse BCE.

In tale scenario, il costo del credito per le imprese italiane dovrebbe proseguire il percorso di ribasso nel 2025 e nei primi mesi del 2026. È atteso quindi ridursi il peso degli oneri finanziari per le aziende, che era stato accresciuto molto dai rialzi del 2022-2023.

Grafico 26 Riparte la domanda di credito, anche per investimenti

(Italia, imprese, indagine BLS,
dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca Italia.

Nel corso del 2025, l'ulteriore riduzione attesa del costo del credito per le imprese, visto anche il proseguire della crescita economica e del fabbisogno di risorse, dovrebbe sostenere la risalita della domanda di fondi, appena iniziata, in particolare quella per finanziare investimenti fissi (Grafico 26).

Inoltre, il minor livello dei tassi di riferimento dovrebbe favorire un ulteriore allentamento dell'offerta di credito. Perciò, la dinamica annua dei prestiti alle imprese è attesa ritornare in territorio positivo nel corso del 2025. A maggior ragione perché l'offerta di credito è favorita anche da ulteriori fattori:

- La redditività bancaria è in aumento: il ROE è arrivato al 14,3% in Italia. Questo grazie all'aumento del margine di interesse e, in minor misura, dei ricavi da commissioni, e nonostante un lieve aumento dei costi operativi degli istituti, in particolare per il personale. Ciò alimenta la dotazione di capitale degli istituti, cruciale per la copertura dei rischi: il CET1-ratio è salito al 15,9%, valore molto rassicurante.
- Le sofferenze bancarie sui prestiti alle imprese sono stabili, nonostante i tassi ancora alti e grazie al proseguire della crescita economica, pur lenta: 12,0 miliardi di euro nel 3° trimestre 2024, stesso valore del 2° trimestre. Il flusso di nuovi prestiti in default è all'1,77% dello stock nel 3° trimestre 2024, solo in lieve aumento dal minimo di 1,34% nel 4° 2023.
- Per le banche, è migliorato il costo della raccolta, grazie al trend di flessione dei rendimenti sui titoli sovrani italiani di medio-lungo termine: a febbraio 2025 rispetto a un anno prima, circa un punto in meno sulla scadenza decennale. Questo, a sua volta, riflette il taglio dei tassi BCE, che ha un impatto che prevale su quello al rialzo esercitato dal decumulo dei titoli nel portafoglio della stessa BCE. La stretta correlazione tra i rendimenti dei bond bancari e dei BTP è importante, perché tende a ridurre il costo della raccolta bancaria, sebbene gli istituti a inizio 2025 stiano tornando a finanziarsi anche con depositi e quindi meno con emissione di obbligazioni.
- Il calo dei rendimenti a medio-lungo termine riflette un aumento dei prezzi dei titoli pubblici: ciò sostiene il valore di mercato del portafoglio di titoli di Stato di proprietà delle banche; al valore contabile, tale stock si è stabilizzato nel 2024 su livelli ancora ampi (367 miliardi a gennaio 2025).

Nel complesso, i rischi per gli istituti di credito in Italia restano molto moderati. Ciò dovrebbe favorire dunque il proseguire dell'allentamento dell'offerta di credito nel 2025, facendo finalmente ripartire il credito alle imprese.

7. Lo scenario internazionale

7.1 Commercio mondiale

In modesta crescita gli scambi mondiali All'inizio del 2025 l'attività economica mondiale appare ancora resiliente, nonostante il balzo a livelli record dell'incertezza globale sulle politiche economiche, dovuto alla strategia "America First" della seconda amministrazione Trump e nonostante le perduranti tensioni internazionali connesse soprattutto al conflitto Russia-Ucraina.

Nello scenario CSC, la crescita del PIL mondiale resterà sostanzialmente stabile nel biennio previsivo, intorno al +2,7% annuo (a prezzi costanti e cambi di mercato), su ritmi vicini alla media pre-pandemia (+2,8% annuo nel 2012-2019). Ciò è il risultato di un rallentamento dell'economia USA (danneggiata dai dazi), un consolidamento della crescita dei paesi emergenti e una dinamica in lieve miglioramento, ma su valori bassi, nell'Eurozona (dove pesa la persistente debolezza della Germania, soprattutto nel 2025).

Tabella 3
Le esogene internazionali
della previsione

(Variazioni %)

	2022	2023	2024	2025	2026
 Commercio mondiale	3,3	-1,2	1,8	2,0	2,5
 PIL - Stati Uniti	2,5	2,9	2,8	2,1	1,9
 PIL - Area Euro	3,5	0,4	0,7	0,8	1,0
 PIL - Paesi emergenti	4,0	4,4	4,2	4,4	4,5
 Prezzo del petrolio ¹	101	83	81	75	67
 Prezzo del gas (Europa)	124	41	34	46	41
 Cambio dollaro/euro ²	1,05	1,08	1,08	1,08	1,08
 Tasso FED effettivo ³	1,68	5,02	5,14	4,15	3,75
 Tasso BCE ³ (depositi)	0,08	3,30	3,73	2,48	2,00

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

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

COMMERCIO MONDIALE



Il commercio mondiale di beni è tornato in modesta espansione nel 2024 (+1,8%, dopo il -1,2% nel 2023), in linea con le stime del Rapporto CSC di ottobre scorso. Il sentiero di crescita è rivisto al ribasso per l'anno in corso (+2,0%, dal +2,8% atteso in precedenza; Tabella 3), perché l'incertezza frena innanzitutto gli scambi con l'estero. È atteso risalire gradualmente nel prossimo anno (+2,5%, su ritmi ancora inferiori a quelli del PIL), quando aumenterà la trazione positiva del graduale allentamento di politica monetaria sulle attività internazionali di produzione e di investimento.

Elevati i rischi Rispetto a tale scenario, i rischi sono sbilanciati significativamente al ribasso. Un'eventuale escalation protezionistica, generata da ritorsioni tariffarie tra le principali economie mondiali, minerebbe la struttura stessa degli scambi e della produzione internazionali, con profonde ricadute sul PIL globale (fino a -7,0% nel lungo periodo, secondo stime FMI¹⁷).

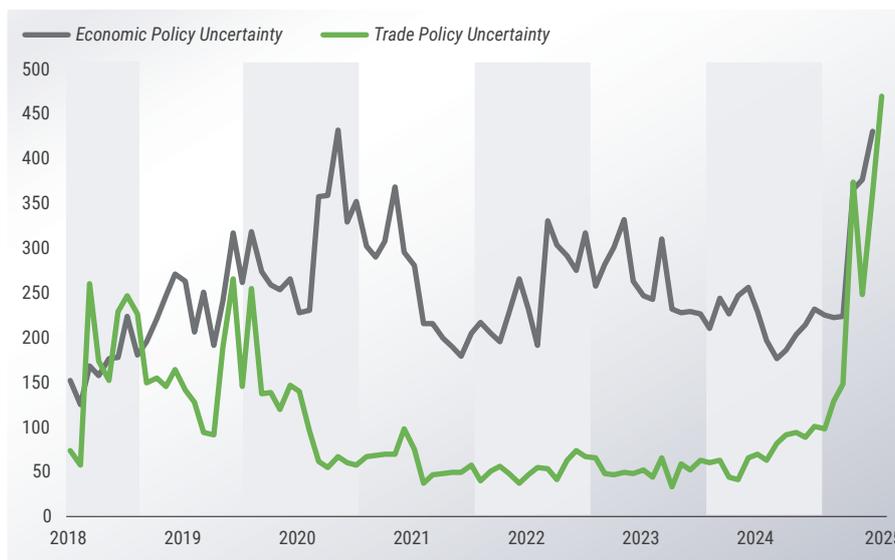
¹⁷ Si veda FMI (2023), "Goeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism", Staff Discussion Notes.

Inoltre, un inasprimento delle crisi geopolitiche, dall'Ucraina al Medio Oriente, potrebbe provocare nuovi rialzi delle quotazioni di energia e altre materie prime, danneggiando le economie più dipendenti dalle forniture estere, cioè quelle europee (come nel 2022).

Viceversa, un miglioramento delle relazioni internazionali e un contenimento dell'incertezza favorirebbero una risalita più decisa della domanda mondiale, anche grazie a un maggior traino dell'economia USA nei confronti dei propri partner commerciali e a una maggiore fiducia di famiglie e imprese, specie quelle più internazionalizzate tra queste ultime.

Incertezza ai massimi Il 2025 si è aperto con gli indici di incertezza economica e politica al loro massimo assoluto. In particolare, a febbraio l'indice di incertezza sulle politiche commerciali ha raggiunto un picco storico, superando ampiamente quello della prima ondata protezionistica di Trump nel 2019 (Grafico 27). La maggiore fonte di incertezza proveniente dall'amministrazione americana, secondo quanto emerge dall'*uncertainty spillover index*, contagia profondamente non solo i paesi confinanti (Canada e Messico, dove lo *spillover effect* è ai massimi), ma anche quelli connessi da forti relazioni di tipo economico, come l'Asia e i paesi europei.

Grafico 27
Ai massimi l'incertezza
(Indici mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo (2020), per *Economic Policy Uncertainty*, Bloom and Davis (2016) e per *Trade Policy Uncertainty* Journal of Monetary Economics, 109, pp.38-59.

Un elevato grado di incertezza rappresenta un forte limite alla crescita, in quanto influisce negativamente sulle decisioni di investimento non solo domestiche ma soprattutto internazionali, con grave pregiudizio per gli scambi lungo le filiere produttive globali già esistenti e soprattutto quelle pianificate.

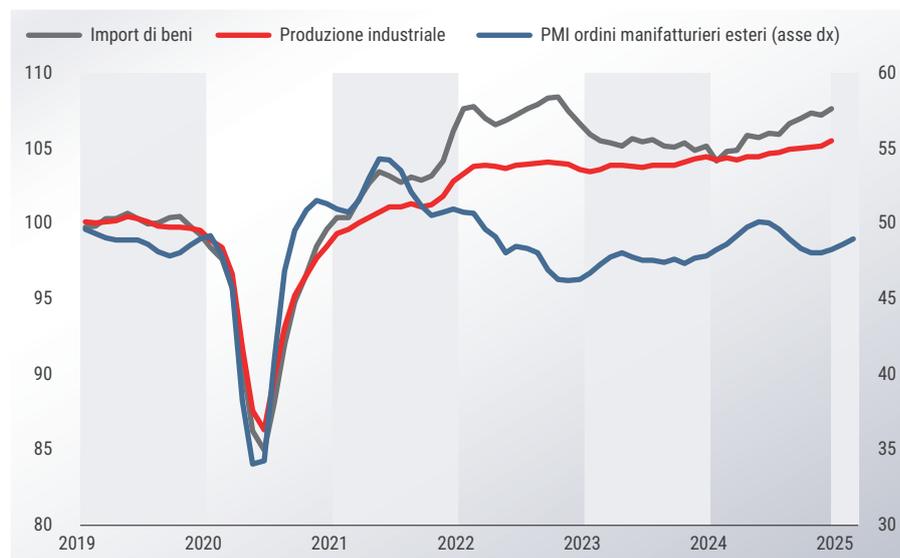
Negli ultimi tre anni, dal 2022, sono state varate a livello mondiale più di 3.400 misure protezionistiche all'anno, quasi 3.000 in più rispetto a quelle introdotte prima del 2020.

Segnali deboli dagli indicatori congiunturali Nonostante frizioni e incertezza crescenti, il commercio mondiale di beni è rimasto su un sentiero di moderata espansione nell'ultimo trimestre del 2024 (+0,7% sul 3°), sostenuto da un consolidamento della produzione industriale. Gli scambi si attestano, però, su livelli ancora inferiori ai massimi raggiunti a fine 2022 (Grafico 28). Gli indicatori qualitativi, come la componente ordini esteri del PMI manifatturiero globale

(sotto il 50) e l'indice di movimentazione container nei principali porti mondiali, segnalano una sostanziale stagnazione nei primi mesi del 2025, in attesa degli sviluppi sulle tensioni internazionali.

Grafico 28 Commercio mondiale in modesta risalita

(Mondo, dati mensili in volume, m.m.
a tre termini, indici 2019=100
e 50=nessuna variazione)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati CPB e S&P Global.

Dinamica divergente tra macro-aree La crescita economica nel 2024 è stata fortemente disomogenea tra le principali macro-aree, Stati Uniti, Unione Europea e Cina, che insieme generano il 60,6% del PIL mondiale (26,2% USA, 17,6% UE e 16,8% Cina; dati 2023) e il 43,4% del commercio estero di beni (13,0% USA, 15,6% UE e 14,8% Cina; somma di export e import, esclusi gli scambi intra-UE).

Stati Uniti e Cina hanno generato, insieme, oltre metà della crescita del PIL mondiale nel 2024: 0,7 e 0,8 punti percentuali rispettivamente (su un totale di 2,7). Il contributo della UE è stato di appena 0,1 punti. Tale divaricazione è attesa ridursi, ma di poco, nel biennio previsivo, a seguito del rallentamento previsto negli USA e di una lievissima accelerazione europea.

Uno dei fattori chiave che spiega la performance eterogenea delle tre grandi economie è la loro ricchezza relativa in termini di risorse minerarie. Stati Uniti e Cina possiedono le maggiori industrie estrattive di energia (petrolio, gas e carbone), generando entrambe circa il 16% del valore aggiunto settoriale mondiale, rispetto ad appena l'1,5% dell'Unione Europea (dati 2023; fonte S&P Global). La Russia, che rappresenta una piccola quota di PIL e commercio mondiali (1,9% e 1,8% rispettivamente), detiene invece poco meno del 7,0% dell'estrazione di energia.

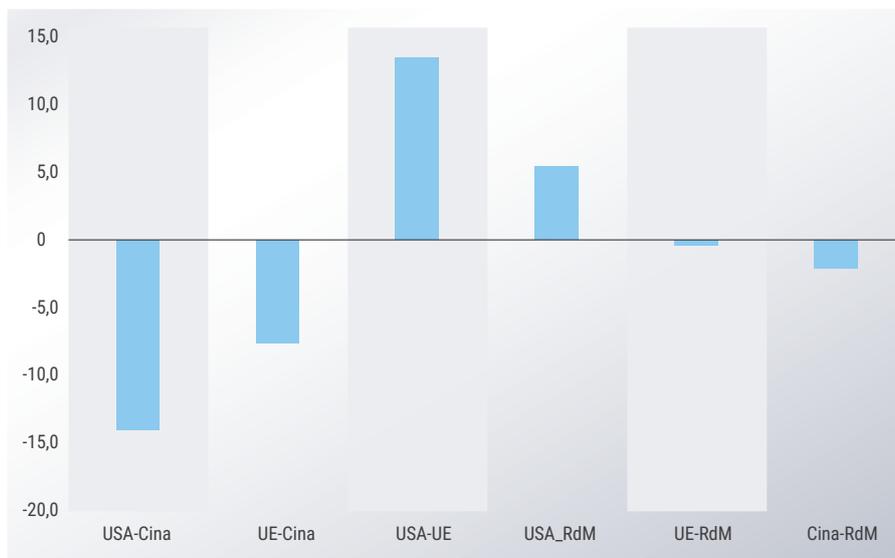
Ricomposizione degli scambi La divergenza tra blocchi economici è ancora più evidente se si analizzano i flussi bilaterali degli scambi. In particolare, l'interscambio tra le tre grandi economie, Stati Uniti, Cina e UE, evidenzia che la ricomposizione delle transazioni commerciali, già sottolineata nel Rapporto di ottobre¹⁸, continua a rafforzarsi.

La più forte riduzione si registra per l'interscambio tra Stati Uniti e Cina, diminuito del 14% nel 2023-2024 rispetto al biennio precedente (Grafico 29). Gli scambi UE-Cina si sono contratti di poco più del 7,0%.

¹⁸ Si veda il Rapporto di Previsione del Centro Studi Confindustria di ottobre 2024, par. 7.1.

Grafico 29 Scambi USA-Cina in riduzione, si rafforzano quelli USA-UE

(Variazioni % degli scambi commerciali,
2023-2024 rispetto a 2021-2022)



RdM: resto del mondo.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati US Census, Eurostat e Ufficio di statistica nazionale cinese.

La Cina, inoltre, ha ridotto anche gli scambi con il resto del mondo, soprattutto per quanto riguarda la sua domanda di beni esteri (-5,0% le importazioni cinesi dal mondo). Ciò è coerente con gli obiettivi del XIV piano quinquennale del Partito comunista cinese, basato sul concetto di "Doppia Circolazione", per raggiungere l'indipendenza strategica attraverso il sostegno alla capacità produttiva interna, al fine di attuare una sostituzione degli acquisti dall'estero con la produzione domestica.

Parallelamente alla riduzione degli scambi con la Cina (e più che compensando tale perdita), è molto aumentato il flusso commerciale tra UE e USA. Sono significativamente aumentati, inoltre, gli scambi USA con il resto del mondo, favoriti dalla dinamicità dell'economia americana, mentre quelli UE con gli altri paesi extra-UE hanno ristagnato, in linea con la debolezza dell'attività produttiva europea.

La politica protezionistica dell'attuale amministrazione Trump, però, potrebbe imprimere una brusca inversione di tendenza anche ai flussi commerciali tra UE e USA, in seguito ai dazi americani già in vigore sui prodotti in acciaio e alluminio di provenienza europea e l'imminente *retaliation* UE (si veda il Focus n.1). Ciò provocherebbe una perdita di potenziale di crescita per entrambe le economie, data l'importanza strategica delle loro connessioni.

Un ulteriore effetto indiretto derivante dai dazi annunciati da Trump riguarda la necessità di sostituzione del mercato americano per i prodotti cinesi, viste le alte barriere all'entrata negli USA, che potrebbe causare pressioni competitive, anche di tipo sleale, e spinte deflazionistiche negli altri mercati mondiali. Il mercato unico europeo potrebbe utilizzare strumenti per fronteggiare questo genere di pressioni, come le clausole di salvaguardia, che aumenterebbero però le barriere protezionistiche, con un effetto negativo sugli scambi mondiali.

In calo gli IDE È proseguito anche nel 2024 il trend decrescente dei capitali investiti nel mondo, in riduzione dell'8% rispetto al 2023 secondo le prime stime UNCTAD¹⁹ (al netto delle operazioni di ricomposizione finanziaria tra i

¹⁹ Si veda UNCTAD, Global Investment Trends Monitor, n.48, gennaio 2025.

paesi europei²⁰). Si amplia la distanza tra i due principali beneficiari di investimenti esteri, Cina e Stati Uniti, mentre l'Europa continua a perdere attrattività. La Cina, per il secondo anno consecutivo, vede ridursi i capitali esteri attratti (-29%). Gli Stati Uniti invece mantengono il loro primato come meta per gli investimenti esteri: in particolare, nel 2024 la sud-coreana Samsung, la taiwanese TSMC e il fondo sovrano Mubadala degli Emirati Arabi hanno annunciato che avvieranno nuove imprese di semiconduttori (*greenfield project*) negli Stati Uniti, per un ammontare di capitali investiti pari a circa 60 miliardi di dollari.

Le previsioni per il 2025 dell'UNCTAD sono di una moderata ripresa degli IDE a livello globale, ma con sostanziali differenze a livello regionale. In generale, la tendenza è di un aumento della regionalizzazione degli IDE. Gli Stati Uniti continueranno ad attrarre capitali esteri, sia per le prospettive di crescita economica, che per la politica commerciale in atto (investire in loco per evitare i dazi). È possibile anche una parziale risalita dei flussi in entrata nei paesi dell'Unione Europea, visto il basso livello raggiunto. Infine, la riconfigurazione in corso delle catene di fornitura potrebbe influire positivamente sugli investimenti esteri nei paesi in via di sviluppo "politicamente vicini" ai paesi sviluppati, come i paesi dell'Asean, quelli dell'Asia occidentale, l'America centrale, i paesi dell'Europa dell'Est e i paesi del Nord Africa.

7.2 USA e FED

Rivista al rialzo la crescita USA Nello scenario del CSC si delinea una crescita del PIL degli Stati Uniti di +2,1% nel 2025, che segue il +2,8% registrato nel 2024, e di +1,9% nel 2026.

L'ultimo dato sul PIL, relativo al 4° trimestre 2024, inferiore alle attese ma comunque molto buono (+0,6%), ha orientato in senso positivo il trascinarsi nell'anno in corso (+1,0%). L'inerzia statistica favorevole spiega interamente la revisione al rialzo delle ipotesi per il 2025 rispetto a quelle incorporate nello scenario dello scorso ottobre (+1,5%). Questa è dovuta soprattutto alla buona tenuta delle scelte di consumo delle famiglie, in misura minore alla spesa pubblica, marginalmente alle esportazioni nette. Le famiglie hanno goduto, a partire dalla seconda metà del 2022, di una crescita dei salari orari (+0,33% la media delle variazioni mensili nel 2024) a lungo superiore a quella dell'inflazione core (+0,2% nella media del 2024). Le imprese hanno invece potuto usufruire delle riduzioni fiscali introdotte con l'*Inflation Reduction Act* che hanno in parte smussato gli effetti negativi derivanti dai tassi di politica monetaria ancora elevati.

Il PIL USA nel 4° trimestre (Grafico 30) è cresciuto, come detto, grazie a un buon contributo dei consumi (+0,7%), della spesa pubblica (+0,1%) e delle esportazioni nette (+0,01%), che hanno compensato il calo degli investimenti (contributo di -0,03%), dovuto alla contrazione di quelli non abitativi (contributo di -0,08%) a fronte di +0,05% di quelli residenziali, e il decumulo delle scorte (-0,2%).

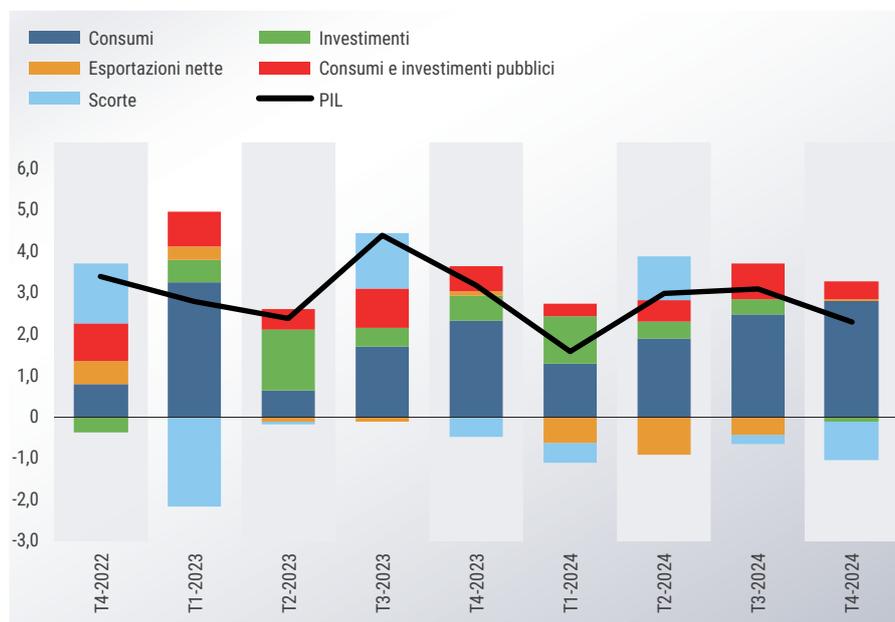
Nel complesso, la dinamica positiva del PIL negli ultimi quattro trimestri (+2,8% in media nel 2024) è stata trainata in particolare dai consumi delle famiglie, che hanno contribuito per il +2,2% (+0,8% i consumi di beni, +1,4% quelli di servizi). D'altra parte, gli investimenti fissi lordi hanno perso lo slancio osservato a partire dal 1° trimestre 2023 fino alla prima metà dello scorso anno (contributo di +0,5% nel 2024), anche a causa dell'andamento altalenante di quelli in costruzioni (contributo di +0,1%, +0,4% gli altri investimenti). A ciò si



²⁰ Le statistiche sui flussi di IDE in diversi paesi europei (tra cui Lussemburgo, Paesi Bassi, Irlanda, Regno Unito e Svizzera) negli ultimi due anni risultano molto influenzate da ampie fluttuazioni, ascrivibili a flussi finanziari. Considerando anche questi flussi, gli IDE nel mondo aumentano dell'11% nel 2024 rispetto al 2023.

Grafico 30
USA: nel 4° trimestre
torna negativo il contributo
degli investimenti

(Dati trimestrali, var.% trimestrali annualizzate e contributi alle var. %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Census Bureau.

Congiuntura frastagliata A febbraio 2025, la produzione industriale statunitense ha registrato una buona crescita (+0,7%, acquisito di +1,7% nel 1° trimestre), che segue quella già osservata nelle rilevazioni di gennaio (+0,3% mensile) e dicembre (+1,1%).

Gli indicatori congiunturali confermano un profilo di ripresa tra gennaio e febbraio 2025: gli indici ISM manifatturiero e PMI manifattura sono tornati su valori espansivi, quello dei Direttori degli acquisti di Chicago è migliorato, pur rimanendo sotto la soglia dei 50 punti. Gli indici sull'attività manifatturiera locale della FED hanno offerto indicazioni coerenti con un quadro di miglioramento, anche se più eterogenee: tra gennaio e febbraio sono tornati espansivi quelli di Philadelphia, New York, Richmond e Dallas, si è confermato su valori recessivi quello di Kansas City.

Il mercato del lavoro ha rallentato nei primi due mesi del 2025: dopo aver creato 2 milioni di posti di lavoro tra gennaio e dicembre 2024 (+168mila di media mensile, laddove la soglia considerata espansiva dalla FED è 200mila), la variazione del numero di salariati dei settori non agricoli è stata deludente a gennaio (+125mila unità) e febbraio (+151mila). Il tasso di disoccupazione si è stabilizzato sopra il 4,0% (4,1% a febbraio; 4,1% la media nel 4° trimestre 2024).

L'incertezza di politica economica americana, misurata dall'*EPU Index*²¹, nei primi due mesi del 2025 ha registrato una forte accelerazione (+8,2% a gennaio e +41,3% a febbraio), rispetto al 4° trimestre del 2024, quando già era aumentato del 34,7%, prevalentemente per effetto delle elezioni di novembre. Il

²¹ Indice "News Based Policy Uncertainty Index" di Baker S. R., Bloom N. e Davis S. J., "Measuring economic policy uncertainty." The Quarterly Journal of Economics, 2016.

dato acquisito nel 1° trimestre 2025 è in aumento addirittura del 63,7%, mentre quello puntuale di febbraio 2025 è il più alto dai tempi del Covid (luglio 2020).

Grafico 31
USA: aspettative di inflazione a breve in forte aumento
 (Tassi Inflation-Linked Swap, dati mensili, %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Nel 1° trimestre 2025 sembra essersi indebolita la spinta che la dinamica dei salari medi (+0,28% a febbraio, contro +0,33% in media nel 4° trimestre 2024) aveva esercitato sui consumi delle famiglie americane. Tale fenomeno è ancora più marcato in termini reali, se si tiene conto del surriscaldamento dell'indice dei prezzi al consumo negli ultimi mesi: da +0,2% congiunturale di ottobre, a +0,5% di gennaio 2025.

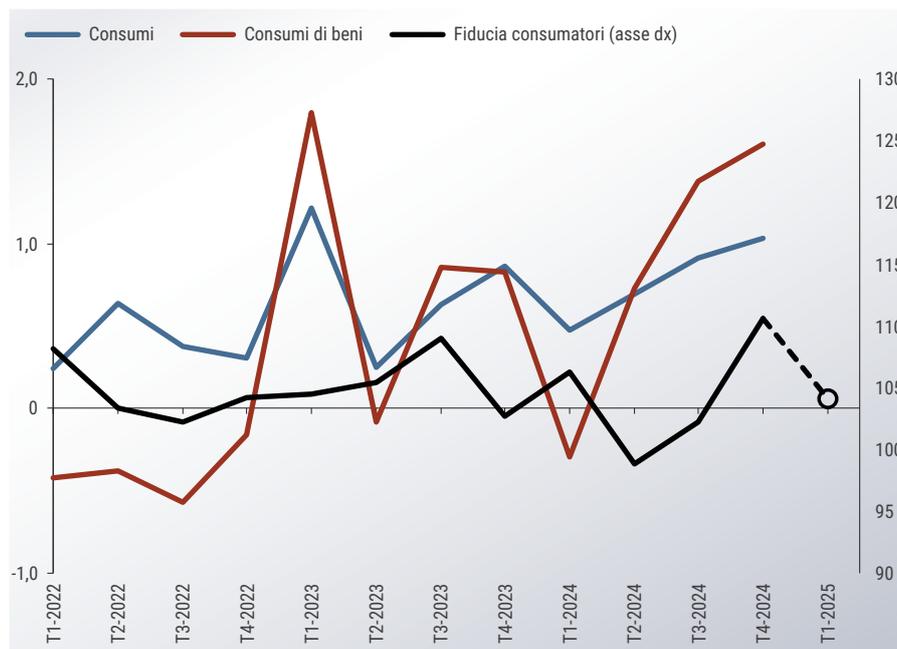
Inoltre, guardando il picco delle aspettative di inflazione a breve termine (Grafico 31), i prezzi sembrano destinati a rimanere caldi: il tasso di inflazione implicito negli *inflation-linked swap* (ILS) a febbraio ha raggiunto il +3,0%, da +2,5% nel 4° trimestre 2024, cioè il valore più alto da febbraio 2023. Se le aspettative implicite negli ILS si realizzassero, proseguirebbe il rallentamento del reddito reale già osservato negli ultimi mesi.

Anche la fiducia dei consumatori sembra anticipare un calo dei consumi: gli indici della *University of Michigan* e del *Conference Board* sono crollati tra dicembre 2024 e febbraio 2025, rispettivamente da 112,8 e 93,7 punti di novembre a 98,3 e 72,9 punti (Grafico 32). Inoltre, sono emersi alcuni elementi di tensione che destano preoccupazione sulla tenuta dei consumi nei prossimi mesi: 1) i primi dati dell'anno sul commercio al dettaglio sono in forte rallentamento (probabilmente a causa della già ricordata frenata dei salari reali); 2) l'extra risparmio che aveva sostenuto i consumi almeno fino al 2023, è stato ormai interamente speso²²; 3) il tasso di risparmio a dicembre 2024 ha toccato valori minimi in prospettiva storica (3,8%), 4) sono aumentate le insolvenze sulle carte di credito e sul credito al consumo.

²² Klitgaard T. e Higgins M., "Spending Down Pandemic Savings Is an "Only-in-the-U.S." Phenomenon", Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, 11 ottobre 2023.

Grafico 32 USA: i consumi rallentano in apertura del 2025

(Dati trimestrali, var. % e indici 2015=100)



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

Riguardo i settori, l'attività manifatturiera, come ricordato, sembra in fase di ripresa. Mentre gli investimenti nel settore delle costruzioni sono contenuti in prospettiva storica. L'effetto della politica monetaria restrittiva sulle imprese rimane persistente e tenderà a protrarsi anche quando il percorso di riduzione dei tassi ufficiali verrà completato. D'altra parte, il calo di questi ultimi, per quanto ancora elevati, dovrebbe restituire qualche vigore agli investimenti in costruzioni, che negli ultimi due anni hanno recuperato solo parte del terreno perso nel 2022. Riguardo ai servizi, il PMI è ancora debolmente espansivo a febbraio (51 punti), ma in calo rispetto al picco osservato a dicembre.

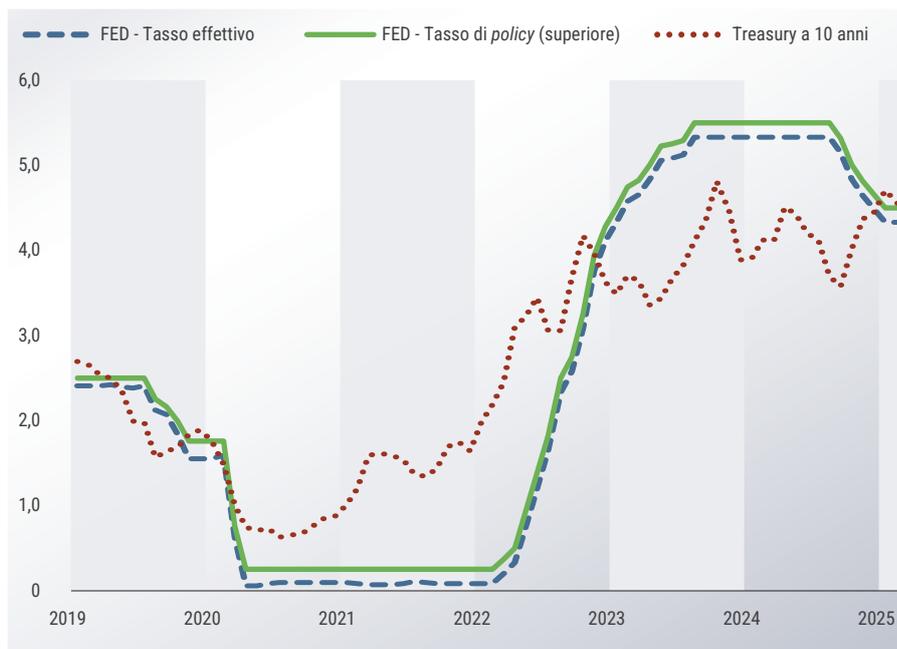
Come risultante di tali fattori, il tasso di crescita dell'economia statunitense è ipotizzato rallentare fino al 3° trimestre 2025, per recuperare slancio a fine anno e poi nel 2026. Soprattutto nel 2° semestre del prossimo anno, la riduzione dei tassi di politica monetaria, che pure rimarrà di poco restrittiva, e dell'incertezza di *policy*, incideranno favorevolmente su alcune scelte di investimento e consumo. Nel complesso, la crescita del 2026 risulterà di poco più moderata rispetto al 2025, anche per un'inertza statistica a inizio anno meno favorevole.

Taglio FED giunto a metà La FED sta attuando un lento percorso di riduzione dei tassi ufficiali, iniziato a settembre 2024: finora li ha tagliati di un punto esatto, arrivando alla forchetta 4,25-4,50% (da 5,25-5,50%). Il tasso effettivo FED è sceso a 4,33% (da 5,33%; Grafico 33). Il primo taglio è arrivato dopo 13 mesi di tassi fermi su livelli molto restrittivi, dove li avevano portati i rialzi anti-inflazione del 2022-2023. Lo scorso 19 marzo la FED ha tenuto invariati i tassi.

L'inflazione USA, in risalita, è significativamente sopra l'obiettivo (+3,0% annuo a gennaio), sebbene sia molto più moderata rispetto ai picchi passati del 2022. Con i prezzi al consumo dell'energia ormai in aumento (+1,0%), l'indice generale è poco sotto la misura *core* (+3,3%). Sulla quale si scaricano ancora le pressioni domestiche sui prezzi, legate al proseguire della crescita americana; anche se le retribuzioni nominali nel settore privato, come detto, sono ormai in frenata.

Grafico 33 Tassi americani: taglio FED in corso

(USA, valori %, medie mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

La disoccupazione USA è in lieve flessione, dopo il picco al 4,2% toccato nel 2024, ed è quindi appena sotto il livello di lungo termine, stimato proprio al 4,2% dalla FED. Che, infatti, la giudica su valori favorevoli. La FED valuta come solida la crescita americana, mentre è l'inflazione ad essere considerata un po' troppo alta rispetto all'obiettivo. Le aspettative di inflazione a un anno dei mercati sono in linea con l'inflazione effettiva. Questo quadro rende la FED prudente nel decidere nuovi tagli dei tassi.

Infatti, a marzo il comunicato FED continua a non indicare un sentiero prefissato di ulteriori tagli del tasso ufficiale. Eventuali nuovi aggiustamenti (al ribasso) dipenderanno dai prossimi dati su inflazione, disoccupazione e PIL.

Le informazioni diffuse dalla FED il 19 marzo mostrano che la maggioranza dei membri del FOMC (*Federal Open Market Committee*) intende abbassare i tassi entro il 2025 di un altro mezzo punto, al 3,75-4,00%. Per il 2026, la maggioranza intende tagliare ancora i tassi di un altro mezzo punto, arrivando entro fine anno al 3,25-3,50%. Dunque, secondo le preferenze dichiarate dai membri del FOMC, il taglio complessivo a fine 2026 sarebbe di 2,0 punti.

Anche le attese dei mercati incorporate nei *future* (stime CME) indicano che i tassi FED scenderanno al 4,00% entro dicembre 2025, cioè altri tagli per mezzo punto. Nel 2026, la FED taglierebbe i tassi fino al 3,50%, ovvero di un altro mezzo punto. Anche i mercati quindi si aspettano un taglio complessivo di 2,0 punti, più contenuto rispetto alle attese di sei mesi fa.

Lo scenario CSC, coerente con le indicazioni della FED e dei mercati, ipotizza che il taglio dei tassi continui, soprattutto nel corso del 2025. Si arriverebbe a 4,00% a fine 2025 e poi a 3,50% nel 2026, con un taglio complessivo di 2,0 punti.

La stima del livello di lungo periodo del tasso FED è stata confermata al 3,00% dal FOMC. Il tasso di *policy* FED a marzo 2025 supera tale valore di +1,50 punti. Quindi, la politica monetaria USA, al momento, continua a esercitare un effetto restrittivo: freno all'inflazione e al PIL. La *stance* monetaria restrittiva sarà lentamente alleggerita dai previsti gradual tagli, ma alla fine del 2026 il tasso FED resterà ancora superiore alla soglia "neutrale" di 0,50 punti. Si resta quindi in territorio restrittivo.

TASSO FED



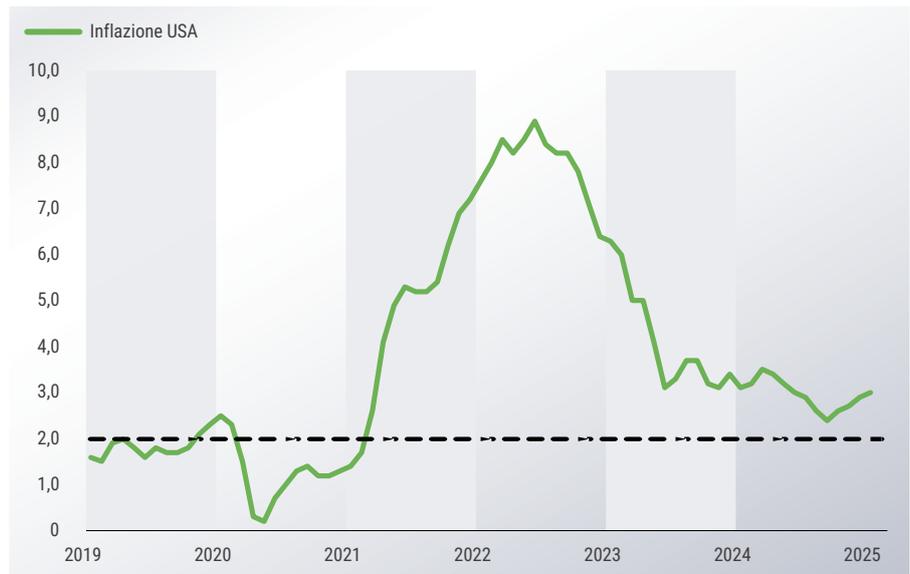
2025
4,15%

2026
3,75%

Si è dunque materializzato lo scenario “secondario” indicato nel Rapporto CSC di ottobre 2024, secondo il quale la FED avrebbe deciso di seguire un percorso di riduzione dei tassi più graduale di quanto si ipotizzava sei mesi fa, per spingere maggiormente per una discesa dell’inflazione americana al +2,0% (Grafico 34). Un rischio al ribasso che si concretizza per l’economia americana, la cui dinamica però sembra non risentirne. Il rischio maggiore è per l’Eurozona, dove la crescita è già debole, se la prudenza FED inducesse anche la BCE a frenare sul taglio dei tassi.

Grafico 34 L’inflazione USA è in risalita, sopra l’obiettivo

(Dati mensili, valori % e var. % annue)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati BLS.

La direzione seguita dal tasso FED e da quello BCE, comunque, è come sempre analoga, sia nelle fasi di taglio che in quelle di rialzo. In questa fase, la BCE è stata più decisionista rispetto alla FED, realizzando finora un maggior taglio dei tassi. Il tasso ufficiale americano resta più alto di quello europeo e la distanza tenderà a crescere di poco: in media è stata di +1,41 punti nel 2024 (tasso effettivo FED meno tasso BCE sui depositi) e nello scenario CSC è attesa a +1,67 nel 2025 e a +1,75 nel 2026. Il leggero aumento di questo differenziale dei tassi a favore degli USA esercita una pressione a rafforzare il dollaro rispetto all’euro.

Normalizzazione FED sui titoli Negli ultimi comunicati, la FED ha sempre confermato il proseguire del percorso di decumulo dell’enorme stock di titoli presente nel suo bilancio. Ciò avviene tramite il reinvestimento solo parziale in nuovi titoli USA delle somme incassate dai bond che giungono a scadenza, non con vendite di titoli in portafoglio. Il risultato è di -40 miliardi di dollari di titoli al mese nel bilancio FED (ritmo ridotto da marzo 2025, rispetto al precedente -60 al mese). Lo stock di titoli in mani FED si sta quindi riducendo gradualmente, sebbene il portafoglio resti ampio: a febbraio 2025, include 4.251 miliardi di dollari in *Treasury* e 2.203 in *Mortgage Backed Security*, per un totale di 6.457 miliardi (-610 negli ultimi 12 mesi). Si tratta quindi di una lunga e incompleta fase di normalizzazione rispetto alle misure iper-espansive del passato.

Tale riduzione dello stock FED di titoli, che significa meno domanda sul mercato a parità di offerta, potrebbe avere un effetto al ribasso sui prezzi dei titoli e al rialzo sui rendimenti di medio-lungo termine negli USA. La domanda FED comunque non è azzerata: resta presente sui mercati dei titoli grazie ai reinvestimenti parziali. I mercati, però, ora sono guidati anche dalle mosse FED sui

tassi ufficiali a breve, sui quali le attese sono invece di tagli, cioè in direzione opposta. L'effetto netto dell'interazione tra la direzione di *policy* a breve e il percorso di normalizzazione sui titoli è una notevole volatilità dei rendimenti dei *Treasury* americani. Negli ultimi mesi, il titolo decennale ha mostrato un significativo aumento (4,55% a febbraio 2025, da un minimo di 3,57% a settembre 2024), ma in precedenza c'era invece stata una marcata flessione.

7.3 Eurozona e BCE

PIL EUROZONA

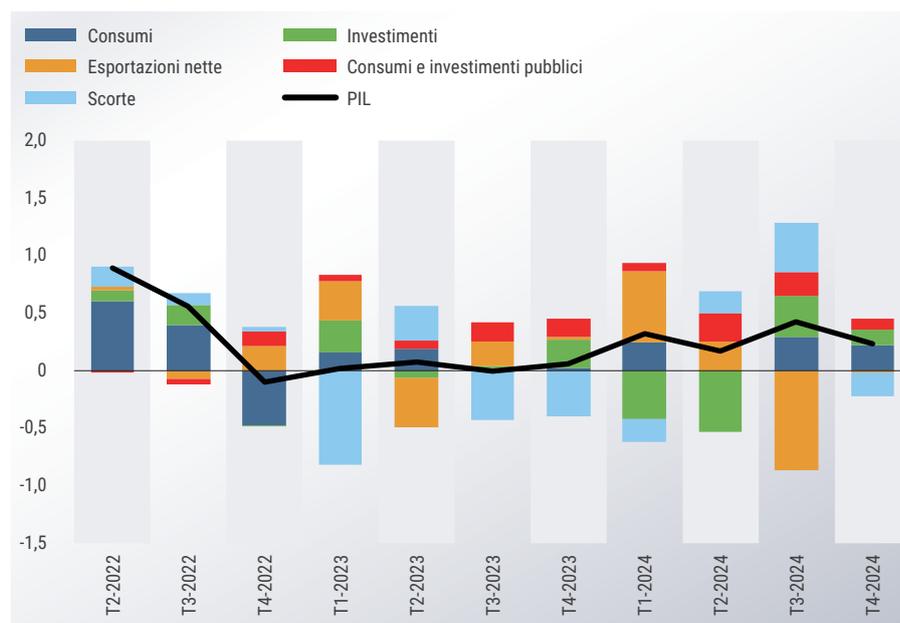


Crescita moderata per l'Area Euro nel 2025-2026 Il CSC ipotizza una crescita del PIL dell'Eurozona di +0,8% nel 2025 e di +1,0% nel 2026, dopo il +0,8% osservato nel 2024. Negli ultimi due trimestri del 2024 l'economia dell'Area Euro ha avuto una dinamica di moderata crescita (+0,4% nel 3°, +0,2% nel 4°), in linea con l'andamento osservato nella prima metà dell'anno (+0,3% nel 1°, +0,2% nel 2°), ma con un apporto molto diverso delle diverse componenti della domanda.

La crescita nella prima metà del 2024, infatti, è stata prevalentemente sostenuta dai consumi collettivi e dalle esportazioni nette nel 1° trimestre (con i rispettivi contributi alla crescita di +0,3% e +0,6%) e ancora dalle esportazioni nette e da consumi e investimenti pubblici nel 2° trimestre (contributo di +0,25% per entrambe), che hanno più che compensato il contributo negativo degli investimenti (-0,4% nel 1° trimestre, -0,5% nel 2°; Grafico 35).

Grafico 35
Area Euro: crescita del PIL reale e contributi

(Dati trimestrali, var. % trimestrali annualizzate)



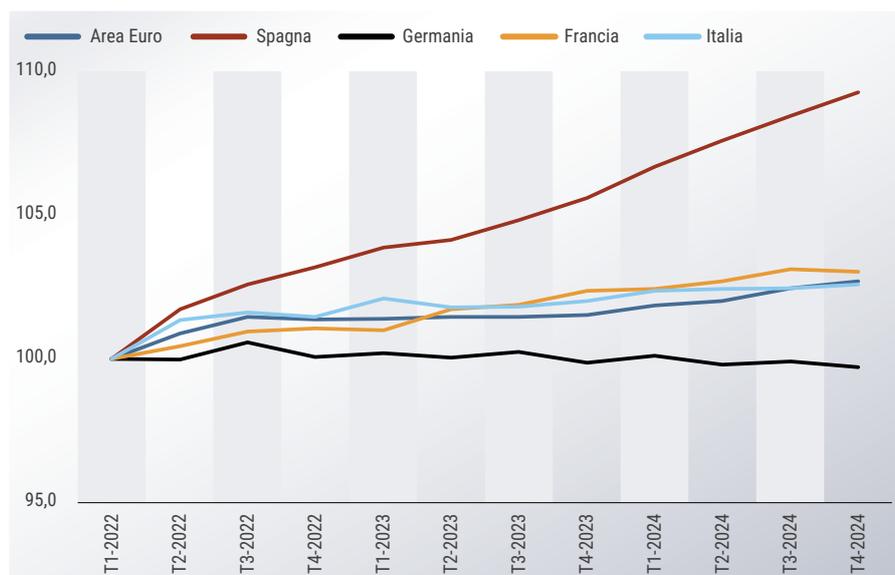
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Nella seconda metà del 2024, invece, le esportazioni nette hanno dato un contributo molto negativo nel 3° trimestre (-0,9%) e nullo nel 4°. La crescita del PIL è stata sostenuta principalmente dal contributo positivo degli investimenti e dei consumi privati (rispettivamente +0,4% e +0,3% nel 3° trimestre e +0,1% e +0,2% nel 4°).

Eterogeneità tra i principali paesi Le quattro principali economie dell'Area Euro mostrano un quadro molto eterogeneo, in cui la debole dinamica dell'economia tedesca si contrappone a quella decisamente più sostenuta della Spagna (Grafico 36). Con la sua crescita elevata, pur essendo una economia di dimensione più contenuta, la Spagna traina la crescita dell'Eurozona, mentre Francia e Italia hanno un andamento in linea con la media dell'area.

Grafico 36 Area Euro: PIL

(Dati trimestrali, indici 1° trimestre
2022=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

La Germania chiude il 2024 in contrazione di -0,2%: il profilo trimestrale del PIL ha mostrato risultati alterni, con flessioni nel 2° (-0,3%) e nel 4° (-0,2%) e gli altri due trimestri di poco positivi. Questa dinamica molto volatile rispecchia la situazione di fragilità che sta attraversando il tessuto produttivo del paese, con un'economia che viene già da un 2023 in lieve contrazione. La dinamica del PIL nel 2024, in particolare, è stata influenzata sfavorevolmente dai contributi negativi delle esportazioni nette negli ultimi tre trimestri (-1,1% nel 4°).

In Francia il PIL nel 2024 ha chiuso nel complesso in crescita (+1,1%). Tuttavia, il lieve calo nel 4° trimestre (-0,1%) ha interrotto la buona dinamica del 3° e del 2° (+0,4% e +0,3%), che aveva rappresentato una promettente accelerazione rispetto al 1° trimestre appena in territorio positivo (+0,1%).

La Spagna, infine, si distingue come l'economia più in salute e chiude il 2024 con una crescita del +3,2%, che va anche oltre la crescita del +2,7% registrata nel 2023. Le variazioni trimestrali del PIL sono state tutte di segno positivo (+1,0% nel 1° trimestre seguito da +0,8% nei successivi). L'apporto positivo dei consumi delle famiglie è stato rilevante in ogni trimestre (+0,5% nel 4° il contributo alla crescita) e nel 2024, in media, i consumi sono cresciuti del +2,9%. Anche gli investimenti hanno dato contributi positivi alla crescita in Spagna in quasi tutti i trimestri (+0,6% nel 4°), a esclusione del 3° (-0,3%), crescendo annualmente a un ritmo del +2,3%.

Congiuntura europea in sofferenza a inizio 2025 Gli indicatori congiunturali a inizio anno non sembrano mostrare un rafforzamento del debole profilo di crescita dell'Area Euro.

Il clima di fiducia complessivo di imprese e famiglie, misurato dall'*Economic Sentiment Indicator*, nei primi mesi del 2025 registra un valore basso, seppure in aumento (96,3 a febbraio da 95,3 a gennaio), non molto sopra il livello medio del 2024 (95,9). L'*Employment Expectation Indicator*, che misura le aspettative sull'occupazione, segnala un rallentamento, con un valore di 97,0 a febbraio, dopo il 98,5 di gennaio, che era già al di sotto della media nel 2024 (100,2).

Il clima di fiducia misurato nelle principali economie dell'Eurozona mostra un quadro ancora sfavorevole a febbraio in Germania (89,3 dopo 88,1 di gennaio), con un valore rilevato al di sotto della media del 2024 (90,4). In Francia la fiducia a inizio anno si attesta su valori leggermente migliori (98,6 a febbraio da 96,3 a gennaio), sopra il livello medio del 2024 (97,0). In calo, seppur su valori

ben più espansivi, la fiducia in Spagna (102,3 a febbraio, da 104,3 di gennaio), poco sotto il valore medio dell'indice nel 2024 (103,0).

Le aspettative sull'occupazione in Germania e Francia continuano a rallentare anche a febbraio (rispettivamente 90,9 e 93,3), posizionandosi al di sotto della media del 2024 (94,9 in Germania e 97,1 in Francia).

La produzione industriale resta il punto più fragile della performance economica dell'Eurozona, infatti l'offerta aggregata non è ripartita durante il 2024 (si veda il Focus n.3). L'inizio del 2025, di cui al momento possiamo osservare solamente il dato di gennaio, sembra riproporre la stessa dinamica molto debole del 2024, con variazioni mensili di segno opposto al mese precedente, che non necessariamente rappresentano variazioni di tendenza. La Germania risulta in recupero (+2,3%) dopo il crollo di dicembre (-2,1%). La Spagna, dopo aver chiuso il 2024 in positivo (con +1,0% a dicembre), a gennaio 2025 mostra una variazione di uguale ampiezza ma di segno opposto (-1,0%). La Francia, che ha una produzione industriale con andamento più smussato, con il -0,6% a febbraio replica il risultato negativo di gennaio (-0,5%).

Gli indicatori qualitativi di inizio anno sull'industria non mostrano ancora segni di ripresa. L'indice di fiducia delle imprese del settore industriale ha confermato valori recessivi per il 24° mese consecutivo con il dato di febbraio (-11,4 il saldo, dopo il -12,7 di gennaio). Non ci sono sorprese riguardo al contributo negativo della Germania, con un saldo pari a -22,9 a febbraio che segue il -25,2 di gennaio. La Francia è in lieve miglioramento a febbraio (-7,9 rispetto al -11 di gennaio), ma resta in territorio negativo. Anche l'economia più vivace dell'Eurozona, ovvero la Spagna, mostra saldi leggermente negativi nella fiducia industriale a febbraio (-6,2, dopo -4,4 a gennaio).

Queste indicazioni deboli vengono confermate dal PMI manifattura, con Germania e Francia ampiamente sotto la soglia di espansione a febbraio (rispettivamente 46,5 e 45,8), dopo aver dato segnali negativi anche a gennaio (45,0 per entrambi i paesi). Mentre la Spagna, dopo ben 12 mesi sopra il valore neutrale, a febbraio mostra una rilevazione appena sotto (49,7).

Per quanto riguarda le imprese di costruzione, la fiducia continua la caduta libera (21° mese consecutivo con un saldo negativo), con il -3,5 di febbraio che consolida il dato negativo di gennaio (-3,0). In questo caso, la Germania continua a distinguersi in negativo (-15,5 rilevato a febbraio, dopo ben 29 mesi in negativo). In linea la Francia, con -12,8 a febbraio (24° saldo negativo), mentre la Spagna a febbraio fornisce un contributo positivo, con un saldo pari a 16,3, in aumento rispetto a gennaio (12,4).

Decisamente migliore lo scenario per i servizi, per i quali il clima di fiducia delle imprese è positivo nell'Area a inizio anno (6,2 a febbraio, dopo 6,7). In questo caso, la Germania apporta un contributo positivo con un saldo a 5,2 a febbraio (dopo 4,8), mentre in Francia il saldo è appena negativo (-0,8) pur migliorando rispetto al dato di gennaio (-2,1). Secondo il PMI Servizi, invece, tutte le principali economie sono in territorio espansivo a febbraio, a eccezione della Francia (45,3).

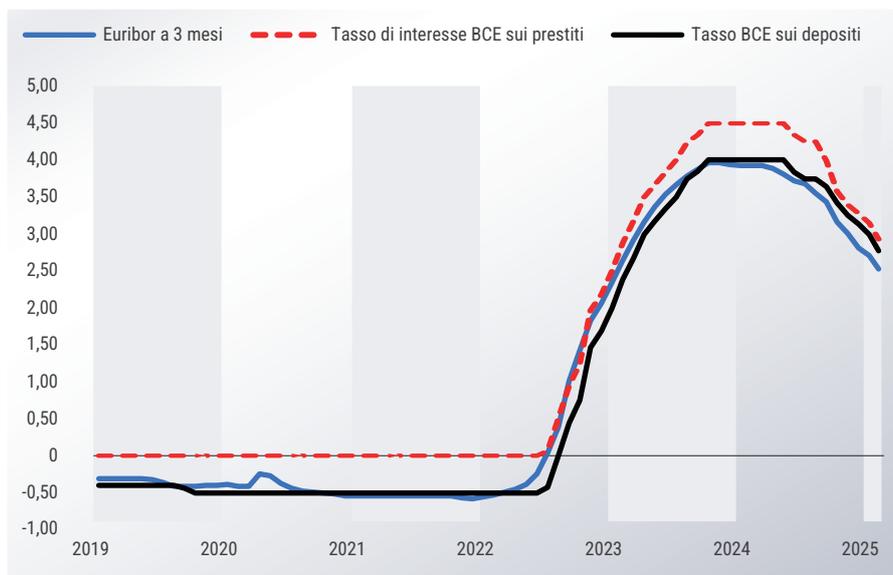
Dal lato della domanda, la fiducia dei consumatori nell'Eurozona migliora leggermente con il dato di febbraio (-13,6, dopo il -14,2 di gennaio), anche rispetto alla media del 2024 (-14,1).

Le condizioni finanziarie sempre meno restrittive potrebbero cominciare a fine 2025 a influenzare positivamente i piani di investimento delle imprese europee, che al momento sembrano aver rimandato le loro scelte in attesa di successivi tagli e a causa del clima generale di incertezza. Questo motiva le prospettive leggermente migliori per il 2026, quando gli investimenti potrebbero ritrovare slancio, anche grazie al rilancio della spesa nel settore della difesa.

BCE: taglio dei tassi in corso A marzo 2025 la BCE ha deciso il sesto taglio dei tassi, tutti di un quarto di punto. Fino a maggio 2024, erano rimasti fermi per 9 mesi, a 4,00% sui depositi delle banche (4,50% sui prestiti). Il tasso sui depositi, nuovo riferimento della BCE, è quindi sceso a 2,50% (sui prestiti a 2,65%) e l'allentamento monetario nell'Eurozona, finora, è pari a -1,50 punti. L'Euribor (2,48% a inizio marzo) resta poco sotto al tasso sui depositi, sulla parte bassa del corridoio BCE (Grafico 37).

Grafico 37 Si approfondisce il taglio dei tassi della BCE

(Tassi di interesse, valori %, medie mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

La BCE sta proseguendo i tagli contando sulla sostanziale stabilità negli ultimi mesi dell'inflazione nell'Eurozona, almeno secondo la misura *core* (+2,6% a febbraio, al netto di energia e alimentari). La quale resta sopra l'obiettivo del 2,0%, per aver incorporato gli effetti di *second round* del precedente shock energetico. L'inflazione totale, invece, è al +2,4% a febbraio, da un minimo di +1,7% a settembre, a causa dei prezzi energetici al consumo che ora sono in lieve aumento (+0,2% annuo), non più in calo, data la nuova fiammata delle quotazioni del gas.

I tagli BCE sono favoriti da aspettative di inflazione nell'Eurozona abbastanza stabili negli ultimi mesi (intorno al +2,6% quelle a 1 anno). Ciò riflette, però, anche la debolezza dell'economia europea. Inoltre, la stabilità delle aspettative, giudicata cruciale dalla BCE, resta fragile, vista appunto la risalita del prezzo del gas in Europa, che potrebbe essere incorporata nelle attese dei mercati.

I tagli BCE a gennaio-marzo 2025, cui non sono finora corrisposte mosse FED, spingerebbero per un rafforzamento del dollaro sull'euro. Nonostante ciò, il cambio dollaro-euro di recente è molto volatile (si veda il par. 7.6). La sua dinamica può favorire o meno la stabilizzazione dei prezzi al consumo nell'Eurozona, perché agisce sui prezzi in euro delle commodity quotate in dollari (es. il petrolio, ma non il gas). Perciò la BCE lo monitora attentamente, cercando di evitare scossoni.

Il comunicato BCE di marzo sottolinea che la *stance* monetaria, grazie ai tagli già decisi, è divenuta significativamente meno restrittiva. Le stime sul tasso



“neutrale” nell’Eurozona, infatti, lo indicano intorno al 2,0%²³. Dunque, siamo solo mezzo punto sopra. Le condizioni di finanziamento sono più favorevoli sulle nuove operazioni, ma sugli stock continuano a pesare i precedenti rialzi dei tassi, che tutt’ora indeboliscono i consumi e gli investimenti, attraverso il canale del credito bancario.

Nel comunicato di marzo, la BCE ha confermato ancora una volta che le eventuali future decisioni sui tassi saranno prese di seduta in seduta, in base ai dati disponibili sull’economia, senza un sentiero predefinito, a maggior ragione adesso che l’incertezza globale è salita ai massimi. La BCE ritiene che nello scenario attuale (cioè in assenza di altri shock) il processo di stabilizzazione dell’inflazione al +2,0% sia ben avviata e si materializzerà entro il 2026.

I mercati finanziari continuano a credere nel proseguimento del taglio dei tassi quest’anno. I *future* sull’Euribor indicano che il tasso scenderebbe a 1,95% a dicembre 2025, per poi assestarsi a 2,06% a fine 2026. Ciò è coerente con un taglio di un punto quest’anno, ma tassi fermi il prossimo.

Lo scenario di previsione CSC, basato su tali indicazioni, ipotizza che saranno decisi altri due tagli dei tassi ufficiali entro dicembre 2025, di un quarto di punto ciascuno. Ciò porterebbe il tasso BCE sui depositi al 2,00%. Nel 2026, invece, non ci saranno altre mosse. Il taglio complessivo sarà quindi di 2 punti (pari a quanto già incorporato nello scenario CSC di ottobre 2024).

La *policy* monetaria diventerà quindi “neutrale” da fine 2025 e per tutto il 2026. Resta il rischio che la prudenza della FED sui tassi, insieme a una eventuale maggior persistenza dell’inflazione europea oltre il +2,0%, possano indurre la BCE a rallentare la discesa dei tassi rispetto a quella inclusa in questo scenario. In tal caso, la politica monetaria resterebbe debolmente restrittiva, facendo mancare l’atteso stimolo alla domanda interna nell’economia italiana ed europea.

Il tasso di mercato Euribor, riferimento di molti prestiti per consumi e investimenti in Italia, si manterrà in linea con il tasso BCE sui depositi, facendo registrare una riduzione complessiva intorno ai 2 punti in un anno e mezzo circa, per poi restare stabile nel 2026. La flessione dell’Euribor vista finora si è già trasferita ai tassi pagati da famiglie e imprese in Italia e nei prossimi mesi continuerà a farli scendere, favorendo anche una ripartenza del flusso di prestiti alle imprese (si veda il par. 6).

BCE: meno titoli, zero prestiti La BCE sta lasciando ridurre l’ammontare di bond accumulati nel suo bilancio: 4.190 miliardi di euro nel marzo 2025 (da 4.942 a inizio 2023). Tra questi, i titoli pubblici sono scesi a 2.086 miliardi (da 2.587), quelli di imprese a 281. I titoli acquistati col *Pandemic Programme*, che hanno iniziato a ridursi più tardi, sono scesi a 1.576 miliardi (da 1.683).

La Banca Centrale, infatti, ha confermato a inizio 2025 la fine dei reinvestimenti (anche parziali) delle somme incassate dai titoli in scadenza, acquistati non solo con il programma APP ma anche con il PEPP. I due stock di titoli nel 2025 diminuiranno di 28 miliardi al mese, in media, secondo le stime di Francoforte. Da quest’anno, la domanda BCE non è più presente sul mercato europeo dei titoli.

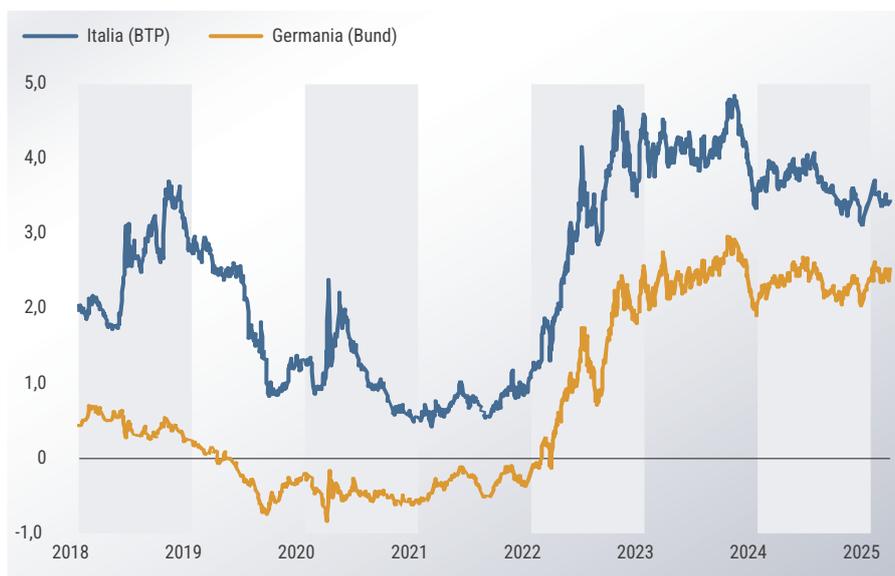
Sullo strumento dei titoli, dunque, la BCE ha accelerato la fase di “normalizzazione” rispetto all’iper-espansione precedente. La scomparsa della domanda BCE di titoli tende a ridurre i prezzi, aumentando i tassi di mercato di medio-lungo termine nell’Eurozona, come avviene negli USA. I tassi sovrani però tendono a seguire anche i contestuali tagli BCE. Il risultato è che negli ultimi

²³ La stessa BCE stima il tasso “naturale” nominale di interesse nell’Eurozona compreso nel range 1,75-2,25% per il 2024 (si veda il Bollettino Economico della BCE, n.1-2025).

mesi il Bund è mediamente stabile (2,41% a febbraio, da 2,49% a giugno 2024), pur con qualche volatilità di breve, mentre il BTP italiano prosegue lungo un sentiero di leggera discesa (3,41% da 3,92%; Grafico 38). Di conseguenza, lo spread BTP-Bund è in lenta riduzione (+100 punti base, da 143).

Grafico 38 Tassi sovrani: stabile il Bund, scende il BTP

(Valori %, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Il terzo strumento di politica monetaria che la BCE ha usato nel recente passato sono i prestiti "straordinari" alle banche europee, della durata di 3 anni (TLTRO-3, erogati nel periodo 2019-2021), tramite cui aveva prestato ampie risorse agli istituti. L'ultima di queste TLTRO-3 è arrivata a scadenza a dicembre 2024, ma il suo ammontare era già stato assottigliato dai rimborsi anticipati delle banche. Il venir meno di queste risorse BCE non sembra aver creato difficoltà nella raccolta bancaria, anche perché si è trattato di un processo graduale e ampiamente previsto, con un calendario noto da anni. In Italia, l'indagine BLS non segnala infatti problemi sui mercati per le banche. La BCE nel comunicato di gennaio e poi di marzo ha ricordato questi sviluppi, ma non sono previste nuove misure sul fronte dei prestiti alle banche. Lasciare che lo stock di tali prestiti si azzerasse era parte della normalizzazione rispetto alle misure monetarie iper-espansive varate anni fa per sostenere l'Eurozona. Ora sono in campo solo le operazioni ordinarie di prestito a breve termine per le banche, che arrivano a un totale di 25 miliardi di euro.

7.4 Commodity

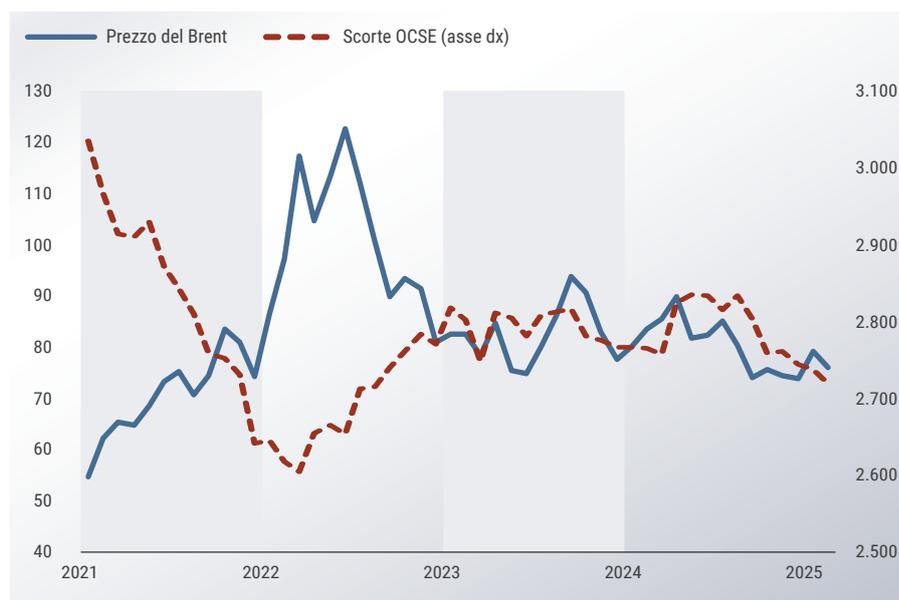
Petrolio: prezzo in moderazione Il prezzo del petrolio Brent continua a registrare ampie oscillazioni, lungo un trend lievemente calante, fin dalla primavera-estate del 2024: da 90 dollari al barile in aprile e 85 a luglio, a febbraio 2025 è sceso a 75 dollari in media (Grafico 39). Siamo a un livello poco sopra a quello storico di equilibrio per il mercato mondiale (60-70 dollari) e molto più basso rispetto al picco del 2022 (123 dollari a giugno). Tale livello di prezzo ancora storicamente un po' alto dipende dalla complessa e lunga fase di aggiustamento del mercato fisico post-2022: i paesi occidentali non acquistano petrolio russo, che è venduto ad altri paesi asiatici, con costi di trasporto aggiuntivi non trascurabili.

Il trend di lento ribasso del prezzo avviene nonostante il proseguire della guerra Russia-Ucraina. La volatilità del prezzo riflette proprio l'alternarsi di notizie

su tale conflitto. La Russia, infatti, è uno dei principali produttori di petrolio al mondo (10,2% del totale nel 2024), dopo gli USA (22,1%) e sui livelli dell'Arabia Saudita (10,4%). Persistono, inoltre, le tensioni tra Israele e Palestina, sebbene più contenute rispetto a sei mesi fa, e le difficoltà per il traffico merci nel canale di Suez, dove fino ad alcuni anni fa passava una quota elevata dell'export di petrolio dal Medio Oriente all'Europa.

Grafico 39 Prezzo del Brent volatile, come le scorte di greggio

(Dollari per barile, milioni di barili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati EIA.

Nel mercato fisico del petrolio si è registrato nel 2024, in media, un piccolo accumulo di scorte di greggio a livello mondiale (+0,1 mbg). Le scorte commerciali nei paesi OCSE, piuttosto volatili negli ultimi due anni, a gennaio 2025 si mantengono significative, molto oltre i bassi livelli del 2022. Un livello che indica una relativa abbondanza, spiegando il trend di lieve calo del prezzo.

PREZZO DEL PETROLIO



Lo scenario aggiornato della *Energy Information Administration* (EIA) prevede il proseguire di questa lenta flessione del prezzo del Brent, per tutto il 2025 (72 dollari a fine anno) e anche nel 2026 (63 dollari a fine anno). Lo scenario del CSC si basa su tale indicazione e ipotizza quindi che il Brent si attesti in media a 75 dollari nel 2025 (da 81 nel 2024) e poi a 67 nel 2025. Rispetto allo scenario CSC di ottobre, ciò comporta un'importante revisione al ribasso nel 2025 (-9 dollari). I rischi per le quotazioni sono però al rialzo, dati i vari focolai di tensione in Est-Europa e nel Medio Oriente.

La moderazione del prezzo nel 2025 è basata sull'attesa che la produzione acceleri (+1,7 mbg, stime EIA) rispetto alla domanda mondiale (+1,4 mbg) e il mercato fisico diventi ancor più ben rifornito. Nella media dell'anno, ci sarà quindi abbondanza di greggio (+0,4 mbg) e un ulteriore accumulo di scorte. L'incremento dei consumi proverrà quasi interamente dai paesi non-OCSE (+1,1), poco dagli avanzati (+0,2). L'aumento dell'offerta verrà soprattutto dai paesi non-OPEC (+1,5 mbg), ma anche dall'OPEC (+0,3), dopo il contenimento dell'estrazione deciso dal Cartello per il 2023-2024.

L'OPEC+, infatti, che include l'Arabia Saudita e anche la Russia, a marzo 2025 ha annunciato un graduale aumento della produzione di greggio dei paesi membri per la parte restante di quest'anno e per il prossimo, con l'obiettivo di contribuire a tenere stabile il mercato petrolifero mondiale, nel quale la domanda è su un trend crescente e c'è quindi bisogno di più offerta.

PREZZO DEL GAS



Nel 2026, si prevede un'ulteriore accelerazione dell'estrazione di petrolio (+1,6 mbg, stime EIA) rispetto ai consumi mondiali (+1,0 mbg). Questa nuova risalita attesa dell'offerta significa ulteriore accumulo di scorte e giustifica il previsto ulteriore ribasso dei prezzi. Ancora una volta la maggior produzione verrebbe soprattutto dai paesi non-OPEC (+1,1 mbg), ma continuerebbe a crescere pure quella OPEC (+0,4). L'aumento della domanda sarebbe trainato solo dagli emergenti (+1,0), senza alcun contributo degli avanzati.

Prezzo elevato per il gas Il prezzo del gas in Europa è salito a 50 euro/mwh in media a febbraio 2025, con un marcato trend di rincaro rispetto al minimo di 26 euro registrato dodici mesi prima (+97% annuo). Il prezzo, comunque, resta molto più basso rispetto ai picchi anomali del 2022 (236 in agosto). A febbraio 2025 si è avuta ampia volatilità: è stato toccato un picco giornaliero di 59 euro, per poi registrare una veloce flessione a 45 euro a fine mese, che sembra stabilizzarsi a marzo (42 euro in media finora).

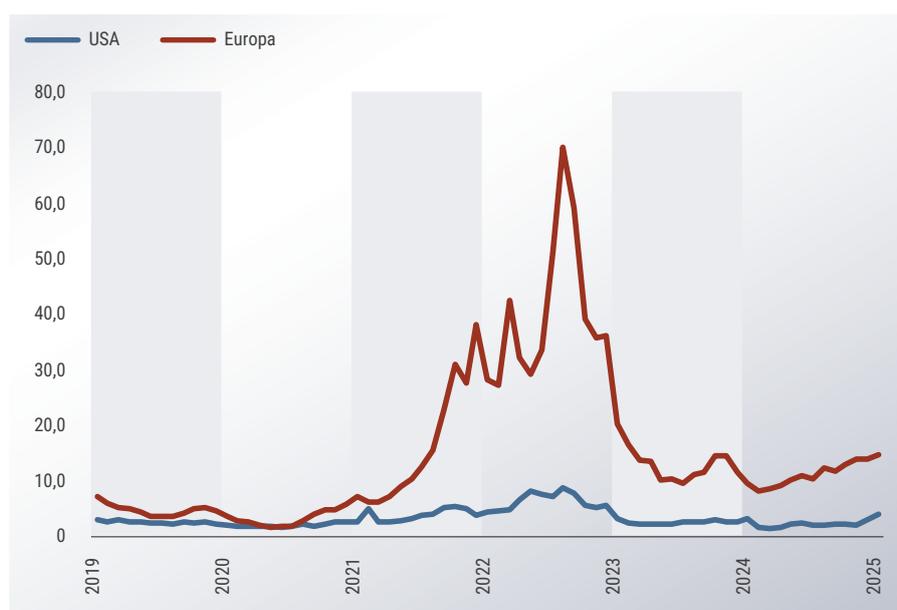
Le alterne notizie sul conflitto tra Ucraina e Russia sembrano guidare in questa fase le oscillazioni dei prezzi, modificandone in specifici momenti anche la direzione: ad esempio, le voci su una possibile tregua nella seconda metà di febbraio hanno coinciso con la flessione dei prezzi.

Invece, in termini di volumi di gas, i timori di scarsità restano moderati e non sembrano influire sui prezzi di mercato. In Italia, in particolare, nel 2024 si è registrato un assestamento sui livelli più rassicuranti già raggiunti nel 2022-2023: le importazioni nette di gas sono diminuite ancora, anche se di poco (-0,4 mmc nel 2024); non c'è stata accumulazione di gas negli stock (-0,4 mmc nel 2024, da +0,5 nel 2023); i consumi, di famiglie e imprese, hanno smesso di diminuire (+0,3 mmc nel 2024).

Lo scenario CSC ipotizza per il gas una quotazione basata sui *future* sul TTF: 45 euro/mwh a fine 2025 e poi 36 a fine 2026. I mercati si aspettano, dunque, il proseguire della moderazione vista nelle ultime settimane, vicino ai valori attuali. In tale scenario, il prezzo del gas si assesterà a 46 euro/mwh in media nel 2025 (da 34 euro nel 2024) e a 41 euro nel 2026. Rispetto allo scenario CSC di ottobre, si ha quindi una significativa revisione al rialzo del prezzo per il 2025 (+9 euro), di segno opposto alla revisione sul prezzo del petrolio.

Grafico 40 Prezzo del gas in aumento in Europa, caro rispetto agli USA

(Dati mensili, \$/mmbtu)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati WB.

Le quotazioni del gas europeo sono su valori più che doppi rispetto ai livelli pre-Covid (14 euro nel 2019). Ciò è dovuto alla “transizione” iniziata in Europa nel 2022, basata sul GNL (che è più costoso) e sul maggior ricorso a paesi fornitori alternativi alla Russia (che sono comunque politicamente instabili). L’import di gas russo è stato ridotto in misura marcata, sebbene mai azzerato: in Italia, i flussi da Tarvisio contano nel 2024 per il 9,5% del totale (da 40,0% nel 2022). Nel nostro paese, la fornitura principale di gas è oggi a Mazara del Vallo, cioè dai paesi del Nord Africa (35,6%), seguita da Melendugno, ovvero Azerbaijan (17,4%). I flussi di GNL in entrata a Cavarzere sono saliti al 15,3% del totale, quelli a Piombino al 6,1%. La produzione domestica di gas, invece, è rimasta stazionaria in questi tre anni.

Inoltre, il prezzo del gas in Europa è stabilmente più alto di quello negli USA: nel 2024 in media il rapporto è stato di 5 a 1 (Grafico 40). Tra dicembre 2024 e gennaio 2025 il prezzo del gas negli USA è salito proporzionalmente più che in Europa, ma la distanza resta enorme (4,1 dollari/mmbtu, contro 14,7). Il motivo è l’impatto al ribasso sul prezzo negli USA della crescente produzione locale di gas (+10,6% nel 2024 rispetto al 2021). Nessun vantaggio sui prezzi del gas arriva invece all’Europa, data la “separazione” tra i due mercati, posti sulle due sponde dell’Atlantico. Questa separazione tenderebbe a diminuire grazie ai crescenti volumi di GNL trasportati via nave proprio dagli USA all’Europa; tuttavia, i costi di trasporto marittimo a livello internazionale sono ancora su valori elevati, per altri motivi, e questo tiene larga la distanza economica tra i due mercati.

Prezzi non-energy ancora alti Le commodity alimentari proseguono il calo iniziato già nella seconda parte del 2022 (-3,1% tendenziale a gennaio 2025, prezzi in dollari). Viceversa, i metalli registrano un trend di rincaro, pur con ampia volatilità mensile (+3,9% tendenziale; Grafico 41).

Grafico 41
Commodity non energy:
alimentari in calo,
metalli più cari

(Quotazioni in dollari, indici 2010=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati WB.

Tra i metalli, si sta ampliando la variabilità di traiettorie tra le singole commodity: la quotazione del ferro è in forte ribasso (-26,7% tendenziale a inizio 2025), mentre all’opposto registrano marcati rincari lo stagno (+18,0%) e l’alluminio (+17,4%).

Anche tra gli alimentari, in misura più moderata, si registrano andamenti differenziati: ribasso per il prezzo del grano (-10,5%), rincaro per il mais (+8,0%).

Prosegue inoltre l'impennata dei prezzi delle bevande (cacao +144,3%, caffè +74,7%).

La debolezza della crescita globale, in particolare in Europa, e quindi della domanda di commodity, può spiegare le flessioni di vari prezzi. I rincari che si registrano per alcune materie prime, invece, tendono a dipendere più da problemi nell'offerta mondiale di specifici mercati, in particolare nel caso delle bevande; problemi che dovrebbero esaurirsi nel medio termine.

Le quotazioni delle materie prime non-energy sono comunque, in aggregato, elevate rispetto ai livelli pre-Covid: metalli +39,9% a inizio 2025 rispetto al 2019, alimentari +31,9%. Il 2025 si avvia dunque ad essere il quinto anno consecutivo con prezzi molto alti, dato che i rincari del 2020-2021 e poi del 2022 non sono ancora stati interamente riassorbiti, nonostante gli ultimi due anni di flessione nel caso degli alimentari. Dunque, nel complesso, i costi per imprese e famiglie restano alti.

Lo scenario aggiornato della Banca Mondiale a fine 2024 prevede che la flessione delle quotazioni alimentari prosegua nel 2025 (-4,0%) e poi si atteni nel 2026 (-0,4%). Per i metalli, si prevede un ribasso moderato quest'anno (-0,9%) e più significativo il prossimo (-2,9%). Quindi, per entrambi i raggruppamenti di commodity non energetiche i prezzi sarebbero più moderati nel biennio previsivo ma, considerati i differenziali attuali sui valori pre-Covid, i livelli resterebbero troppo alti ancora nel 2026, sia per i metalli che per gli alimentari.

7.5 Emergenti

PIL EMERGENTI

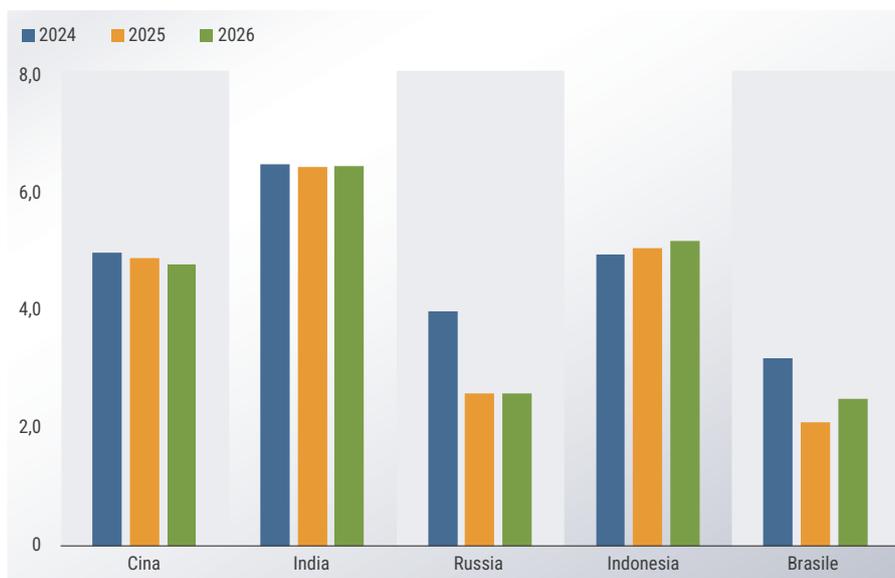


PIL in crescita per i paesi emergenti Le attese di crescita delle economie emergenti restano sostanzialmente stabili rispetto alle previsioni di ottobre per il 2025, pari al +4,4% (dopo il +4,2% registrato nel 2024). Per il 2026, è attesa una lieve accelerazione al +4,5%.

Tra le principali economie, la Cina resta in espansione nell'orizzonte previsivo con ritmi vicini al +5,0% del 2024: +4,9% nel 2025 e +4,8% nel 2026. L'India cresce stabilmente al +6,5%; il Brasile rallenta a +2,1% nel 2025 dal +3,2% registrato nel 2024, per poi accelerare nuovamente al +2,5% nel 2026; la Russia si attesta stabilmente al +2,6% nel biennio previsivo, dopo il +4,0% registrato nel 2024 (Grafico 42).

Grafico 42 L'andamento atteso per i principali paesi emergenti

(Tassi di crescita del PIL, a prezzi costanti)

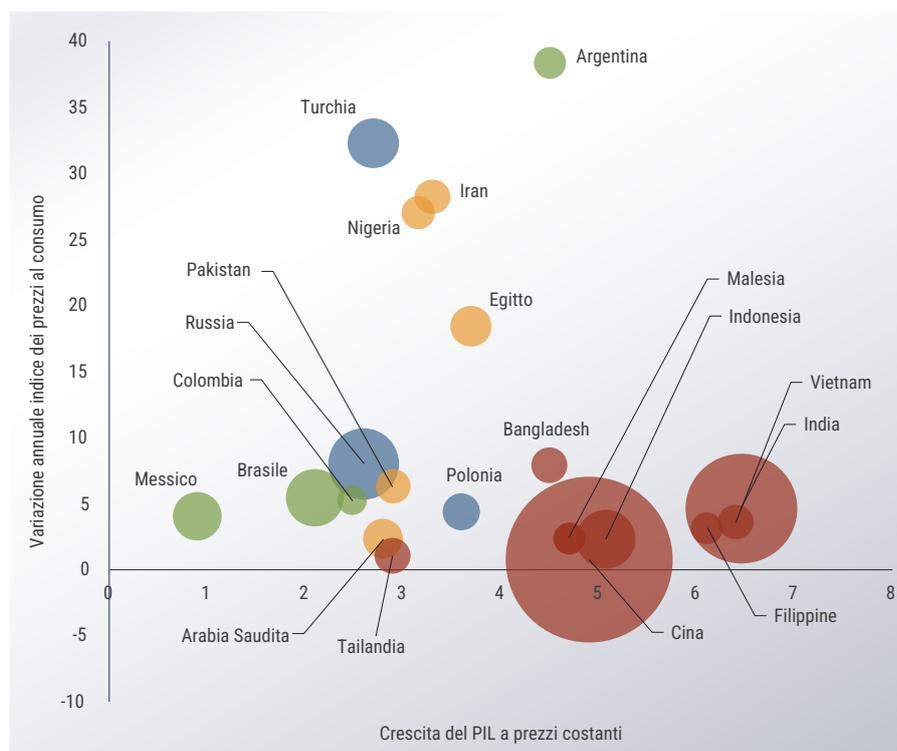


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI (WEO gen. 2025) e IHS Markit.

Oltre la metà della crescita del PIL degli emergenti è spiegata dai contributi di Cina e India (che pesano rispettivamente per il 36% e il 21% del PIL a parità di potere di acquisto). Inoltre, continua a crescere il peso dei paesi emergenti sul PIL mondiale: dal 59,6% del 2024, è atteso salire al 60,2% nel 2025 e al 60,6% nel 2026. Da solo, il gruppo dei 10 paesi "BRICS+"²⁴, sta aumentando sempre più la sua rilevanza economica: nel 2025 dovrebbe raggiungere il 38,0% del PIL mondiale (da 37,5% nel 2024).

Inflazione in calo nei paesi che ne hanno sofferto di più recentemente In linea con quanto previsto a ottobre, l'inflazione si dovrebbe ridurre nel 2025 per quasi tutte le 20 economie emergenti di maggior peso. E la tendenza dovrebbe proseguire anche nel 2026. In Argentina la riduzione sarà drastica, dopo il picco del +223,0% nel 2024: l'inflazione è in forte calo e dovrebbe assestarsi al +38,4% nel 2025 e al +22,3% nel 2026, grazie alle politiche fiscali e monetarie altamente restrittive e al sistema di cambi fissi, che hanno contribuito ad ancorare le aspettative d'inflazione. Progressi notevoli sono attesi anche in Turchia, Egitto, Nigeria e Iran, che dovrebbero vedere i propri tassi di inflazione ridursi considerevolmente (in media, di quasi 23 punti percentuali nel biennio), al +17,7%, +13,1%, +17,4% e +14,2% nel 2026.

Grafico 43
Calo dell'inflazione generalizzato, crescita a trazione asiatica
(Variazione % 2025 su 2024)



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

In Cina, dove viceversa il problema è costituito dalla dinamica dei prezzi "troppo" bassa, si dovrebbe registrare un lieve aumento dell'inflazione (al +0,7% nel 2025 e al +1,1% nel 2026). Le politiche monetarie espansive continueranno a stimolare l'accelerazione dei prezzi nel 2025, anche attraverso l'utilizzo di

²⁴ Il gruppo dei BRICS+ oltre a Brasile, Russia, India, Cina e Sud Africa, a partire dal 2024 si è allargato includendo anche Arabia Saudita, Egitto, Etiopia, Emirati Arabi Uniti, Iran.

Anche il real brasiliano si apprezza nei primi mesi del 2025 ed è atteso continuare ad apprezzarsi nei prossimi trimestri. Da settembre 2024 la Banca Centrale ha intrapreso un ciclo di inasprimento delle politiche monetarie e potrebbero verificarsi ulteriori aumenti dei tassi di riferimento di 150-300 punti base entro fine anno. Tali aumenti sono anche volti ad alleviare le pressioni inflazionistiche.

Si osservano segni di stabilizzazione per la lira turca e il peso argentino, anche se restano fortemente deprezzati rispetto al periodo pre-pandemia.

La lira turca potrebbe apprezzarsi leggermente rispetto al dollaro entro fine anno. L'apprezzamento è compatibile con una politica monetaria in graduale ammorbidimento, perché i tassi resterebbero estremamente alti. I recenti rialzi fino a marzo 2024 avevano fissato il tasso di riferimento al 50% (dal 45% di febbraio 2024) e la Banca Centrale turca ha avviato a dicembre 2024 un ciclo di riduzione dei tassi, con tre tagli consecutivi di 250 punti base, portando il tasso al 42,5% a marzo 2025, e potrebbe tagliarlo ancora di altri 200 punti base ad aprile: dunque, sarebbe ancora sopra il 40%. La Banca Centrale sta adottando un approccio cauto, valutando riunione per riunione l'impatto delle sue decisioni, per sostenere il processo di controllo dei prezzi.

Il peso argentino ha continuato a deprezzarsi rispetto al dollaro statunitense, nonostante le politiche economiche e monetarie fortemente restrittive adottate per stabilizzare l'economia e ridurre l'inflazione. La valuta viene tenuta "artificialmente" bassa per favorire gli scambi con l'estero e, quindi, la crescita. Tuttavia, il ritmo di svalutazione è stato decisamente più contenuto rispetto agli anni precedenti e l'inflazione sta calando.

Le politiche fiscali restano generalmente espansive Eccetto l'Argentina, tutte le principali economie emergenti continuano a riportare ampi deficit pubblici, che sono anche in leggero aumento rispetto alle stime CSC di ottobre. Brasile e Colombia riportano i peggioramenti più consistenti, raggiungendo deficit fiscali rispettivamente dell'8,4% e del 7,2% del PIL. In controtendenza l'India, che ha riportato un forte miglioramento del deficit rispetto all'anno prima (al 4,2% dal 10,4% del 2024), per un effetto di aggiustamento post-elettorale e perseguendo l'obiettivo di raggiungere un'inflazione al +4%²⁶. Un discorso a sé va fatto per l'Argentina, essendo l'unico Paese a registrare un avanzo fiscale, seppur di modesto importo (+0,5%).

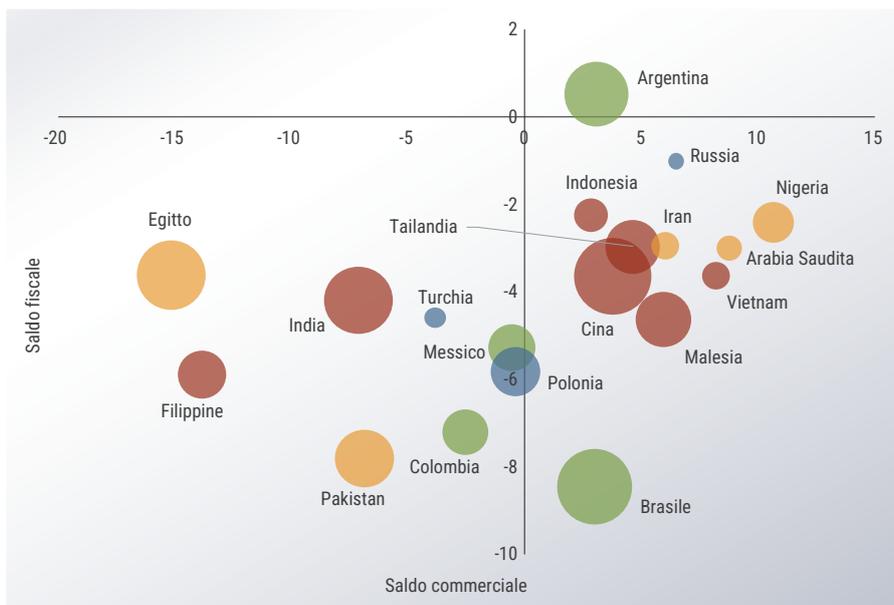
Sul fronte delle partite correnti, aumentano i divari. Da un lato, restano ampi e si allargano i deficit commerciali di Egitto (-15,1% del PIL, dal -9,1% nel 2024), Filippine (-13,8% dal -12,9%), India (-7,0% dal -6,9%) e Pakistan (-6,9%, dal -6,1%; Grafico 45). Questi quattro paesi, caratterizzati dalla presenza di deficit "gemelli", scontano anche debiti pubblici elevati (in media al 74% del PIL, contro una media del 53% negli altri sedici paesi considerati) e sono perciò più vulnerabili in caso di tensioni economiche.

Dall'altro lato, Arabia Saudita, Nigeria e Russia mantengono consistenti saldi commerciali positivi, rispettivamente del +8,7%, +10,6% e +6,5%. Questi paesi potrebbero beneficiare dalla vendita di idrocarburi, i cui prezzi, seppure non abbiano subito di recente significative variazioni al rialzo, restano sopra le medie storiche.

²⁶ Per Egitto, Iran, India e Pakistan i dati fanno riferimento all'anno fiscale.

Grafico 45 Aumentano i divari tra le partite correnti

(In % del PIL, 2025)



La dimensione delle bolle è proporzionale al rapporto debito/PIL.

Il grafico riporta i primi 20 paesi emergenti per peso del PIL a parità di potere d'acquisto, suddivisi per area geografica (blu Europa, rosso Asia, verde America Latina, giallo Africa, Medio Oriente e Pakistan). Manca il valore del saldo fiscale del Bangladesh.

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

Cresce la Cina, ma la domanda interna resta debole Nel 2024 l'economia cinese ha raggiunto l'obiettivo di crescita del PIL fissato al +5,0%, ma permangono squilibri interni: la produzione industriale a dicembre 2024 ha superato le vendite al dettaglio e il tasso di disoccupazione è tornato a salire (al 5,1% a dicembre 2024, dal 5,0% di novembre), segnalando una domanda interna debole.

Per il 2025, la Cina punta sempre a una crescita "attorno al +5,0%". Per sostenere questo target, è stato deciso di aumentare il deficit di bilancio al 4% del PIL, rispetto al 3% del 2024, indicando una maggiore propensione a stimoli fiscali per rafforzare la domanda interna. Parallelamente, per il 2025, insieme all'obiettivo sul PIL, è stato fissato quello di far aumentare il livello dei prezzi almeno del 2,0% annuo, suggerendo una strategia orientata a stimolare la crescita economica piuttosto che a tenere bassa l'inflazione. L'industria continua a correre, sostenuta da veicoli elettrici, batterie e prodotti nel settore delle rinnovabili. L'energia pulita ha contribuito per il 10% al PIL nel 2024, superando le vendite immobiliari²⁷. Tuttavia, restano sfide significative: stimolare i consumi interni ancora troppo flebili e far fronte alle tensioni commerciali con gli Stati Uniti.

L'India, in realtà, rallenta Se si considera il PIL calcolato per l'anno fiscale 2024-2025 (invece che sull'anno solare), risulta che l'economia indiana affronterà un rallentamento della crescita rispetto all'anno fiscale precedente. Questo rallentamento è attribuibile a una domanda privata più contenuta e a una minor spesa pubblica per investimenti. Il Governo ha adottato misure per stimolare la crescita economica, tra cui tagli fiscali per la classe media urbana e le piccole imprese, con l'obiettivo di aumentare il consumo delle famiglie e gli investimenti. La Reserve Bank of India (RBI) ha ridotto i tassi d'interesse per la prima volta in oltre quattro anni (al 6,25% dal 6,50%), cercando di stimolare

²⁷ Si veda: <https://www.carbonbrief.org/analysis-clean-energy-contributed-a-record-10-of-chinas-gdp-in-2024/>.

la crescita in un contesto di inflazione gestibile, e potrebbe intervenire ulteriormente ad aprile. Il settore industriale ha mostrato segnali positivi, con l'attività manifatturiera che ha registrato una crescita al ritmo più rapido in sei mesi a gennaio 2025, sostenuta da una domanda resiliente. Nell'orizzonte previsionale, l'India potrebbe trarre vantaggio da una deviazione di flussi commerciali dalla Cina, seppure permanga ancora incertezza su possibili tariffe che gli Stati Uniti potrebbero imporre anche su tale paese, per alcuni settori strategici per l'export indiano.

L'economia russa cresce a ritmi meno sostenuti La Russia continua a espandersi nonostante le sanzioni occidentali e le pressioni inflazionistiche. La spesa pubblica, in particolare nel settore della difesa, ha svolto un ruolo cruciale nel sostenere la crescita economica a breve termine. Il PIL è previsto restare in crescita, moderata, nel 2025 e 2026: il rallentamento rispetto al 2024 potrebbe essere spiegato dalla politica monetaria restrittiva, con elevati tassi di interesse (al 21%), per contrastare l'inflazione persistente. Il settore industriale russo ha dovuto adattarsi alle sanzioni, puntando sulla sostituzione delle importazioni e sullo sviluppo di capacità produttive interne. L'esito della riconversione strutturale non è scontato, anche per le difficoltà di formare rapidamente manodopera qualificata e, quindi, garantire livelli di produttività adeguata nell'industria.

Brasile in rallentamento, con inflazione a livelli di guardia L'economia brasiliana sta affrontando una fase di rallentamento, con previsioni di crescita del PIL riviste al ribasso. Questo rallentamento è attribuibile a diversi fattori, tra cui: l'inflazione relativamente elevata (prevista al +5,4% nel 2025 e al +4,2% nel 2026), rispetto al livello massimo di tolleranza del +4,5% fissato dalla Banca Centrale; il conseguente aumento dei tassi di interesse, ora al 13,25%, previsti in aumento di altri 100 punti base a marzo per ancorare le aspettative. Questa fase di aggiustamento limita sia la capacità di spesa dei consumatori, per i prezzi elevati, sia quella degli investitori, per gli alti tassi d'interesse. Inoltre, l'ampio deficit fiscale, previsto all'8,4% del PIL nel 2025 e un debito pubblico consistente, al 92% del PIL, richiedono una politica fiscale prudente, ovvero meno sostegno alla crescita.

7.6 Cambio

Volatile il cambio dell'euro Il tasso di cambio dell'euro sul dollaro, che era stato relativamente stabile da inizio 2023 al 3° trimestre 2024, ha registrato oscillazioni più ampie negli ultimi sei mesi, toccando minimi giornalieri di 1,02 a inizio 2025 e risalendo intorno a 1,08 in media a marzo (Grafico 46), ancora sotto ai livelli ipotizzati nello scenario previsivo CSC di ottobre (1,11).

Il cambio effettivo nominale dell'euro (rispetto a 41 valute mondiali) ha registrato una volatilità simile nell'ultimo periodo. A partire da fine 2021, però, si è aperta una forbice rispetto al cambio bilaterale con il dollaro. L'euro, infatti, si è rivalutato rispetto a un ampio insieme di valute, anche per gli effetti asimmetrici degli shock geopolitici e delle diverse risposte di politica monetaria nelle altre economie mondiali.

Rispetto al dollaro, invece, l'euro si è complessivamente svalutato dal 2021, per effetto soprattutto delle politiche monetarie delle rispettive banche centrali. Nel 2021 e 2022 la FED ha avviato rapidamente il processo di rialzo dei tassi, favorendo un rafforzamento del dollaro. L'aumento dei tassi da parte della BCE ha seguito quello USA e ha accelerato solo a fine 2022, spingendo verso una parziale risalita dell'euro.

Nell'ultimo anno le aspettative simili, anche se non coincidenti, riguardo a un graduale taglio dei tassi hanno favorito una relativa stabilizzazione del cambio. Recentemente, però, la politica più decisionista della BCE, a fronte di un

rallentamento dei tagli della FED, tende ad ampliare il differenziale dei tassi USA-Eurozona, spingendo verso un deprezzamento della moneta unica.

Grafico 46 Euro volatile per le politiche USA

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



*Media ponderata dei tassi di cambio con 41 paesi extra-Area Euro.
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati BCE e Refinitiv.

Nella stessa direzione di un rafforzamento del dollaro hanno agito anche altri due fattori, dopo l'inizio del secondo mandato di Trump: i dazi all'import degli Stati Uniti, attuati o solo annunciati (che riducono la domanda USA di valuta estera), e la revisione al rialzo del gap di crescita atteso a favore dell'economia americana (da parte degli operatori di mercato).

Si tratta però di fattori altamente incerti: le contromisure tariffarie annunciate dai paesi colpiti dai dazi USA, compresi quelle UE, e i rischi crescenti per l'economia USA derivanti da una politica fortemente protezionistica agiscono in direzione contraria. Ciò contribuisce a spiegare la volatilità del cambio e il suo parziale riaggiustamento negli ultimi due mesi.

Infine, l'elevata incertezza geopolitica connessa alle crisi militari in Ucraina e Medio Oriente, che per vicinanza geografica e impatto sui prezzi energetici pesano di più sulle prospettive europee di crescita, rappresenta un rischio al ribasso per la moneta unica.

Il CSC assume nello scenario previsivo un cambio dollaro-euro stabile intorno ai valori recenti (1,08). Ciò implica un lieve deprezzamento sul dollaro nel 2025 (-0,8%), dopo una complessiva stabilità nel 2024.

CAMBIO DOLLARO/EURO



2025
1,08

2026
1,08

FOCUS

Focus 1 - Dazi USA destabilizzanti a livello globale, profonda l'esposizione italiana

Continuità sui dazi nelle due amministrazioni Trump Il proclama *America First* della seconda amministrazione Trump annuncia una politica economica internazionale più aggressiva e imprevedibile dell'approccio adottato nel primo mandato, che investe l'ambito commerciale (*America First Trade Policy*¹) e quello degli investimenti (*America First Investment Policy*²), minacciando di innescare una escalation protezionistica che potrebbe ridisegnare la geografia degli scambi mondiali.

Già tra il 2018 e il 2020, durante il primo mandato Trump, gli USA avevano introdotto dazi su due terzi dell'import dalla Cina, con un'imposizione media del 19,3% sul totale degli acquisti dalla Cina (da appena il 3,1% a inizio 2018), provocando contro-dazi di entità simile da parte cinese (su circa il 58% delle importazioni dagli USA, con una tariffa media salita dall'8,0% al 21,1%). Le tariffe USA sugli acquisti dal resto del mondo, invece, erano aumentate in modo marginale, rimanendo su livelli molto bassi (dal 2,2% al 3,0% sul totale dell'import extra-Cina). Tra queste, in particolare, figurano le tariffe del 25% e del 10% sulle importazioni USA, rispettivamente, di acciaio e alluminio, sospese in tempi diversi sia dall'amministrazione Trump 1 che da quella Biden per alcuni paesi partner, tra cui quelli UE³.

L'approccio del secondo mandato Trump appare meno incline ad alleanze tattiche e fa strategicamente leva su annunci di nuove misure rivolte anche a paesi "amici". A iniziare da Canada e Messico: partner privilegiati, commerciali ed economici, a cui gli USA sono legati dall'accordo USMCA (United States-Mexico-Canada Agreement, in precedenza NAFTA)⁴. Le nuove tariffe USA del 25% sull'import da Canada e Messico sono state momentaneamente sospese, per due volte, mentre quelle addizionali su tutti i prodotti cinesi hanno raggiunto il 20%.

Per quanto riguarda acciaio e alluminio, dal 12 marzo sono state annullate tutte le sospensioni e le deroghe introdotte (oltre alla UE, ad Argentina, Australia, Brasile, Canada, Messico, Corea del Sud, Giappone, Regno Unito e Ucraina), equiparando le tariffe al 25% su entrambi i materiali⁵. Il Canada ha risposto immediatamente applicando, il giorno successivo, dazi reciproci su circa 30 miliardi di importazioni⁶ dagli Stati Uniti. La UE ha predisposto una lista⁷ di prodotti USA su cui graveranno contromisure di bilanciamento che entreranno in vigore dal 1° aprile.

¹ Si veda <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/america-first-trade-policy/>.

² Si veda <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/america-first-investment-policy/>.

³ Il 27 dicembre 2021 l'Amministrazione Biden ha sospeso, a partire dal 1° gennaio 2022, i dazi su acciaio (25%) e alluminio (10%) di provenienza dai paesi UE sui volumi pari a quelli esportati nel biennio 2015-2017, per la parte eccedente le aliquote sono rimaste in vigore.

⁴ Rinegoziato proprio durante il primo mandato Trump e in via di revisione entro luglio 2026.

⁵ Si veda: <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/adjusting-imports-of-steel-into-the-united-states/>.

⁶ I prodotti americani colpiti riguardano: 12,6 miliardi di dollari di prodotti in acciaio, 3 mld di dollari di prodotti di alluminio e la parte restante di prodotti vari tra cui computers, servers, display monitors, attrezzatura sportiva.

⁷ Riprendendo in parte e integrando quella definita nel 2018 in seguito alle tariffe stabilite dalla prima amministrazione Trump. I prodotti americani soggetti ai contro dazi UE sono per la maggior parte relativi a semilavorati di acciaio e alluminio.

Gli obiettivi della nuova politica USA si intrecciano e si rafforzano all'interno della dimensione strategica relativa alla sicurezza economica, che comprende anche: una revisione completa della sicurezza della base industriale, con una particolare attenzione all'import di acciaio e alluminio; un rafforzamento dell'attrattività USA di investimenti e capitali esteri; un'estensione dei controlli sulle esportazioni (anche aumentando la compliance dei paesi esteri) per mantenere un vantaggio tecnologico su avversari strategici o rivali geopolitici; il controllo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione; un rafforzamento degli investimenti USA in tecnologie e prodotti per la sicurezza nazionale in paesi esteri di interesse; limitazioni alla partecipazione finanziaria estera al procurement federale; la lotta all'immigrazione illegale.

Gli effetti perversi dei dazi Gli economisti sono (quasi tutti) concordi nel ritenere i dazi un cattivo strumento di *policy*. In generale, sono attesi avere un impatto sostanzialmente nullo sul deficit commerciale USA, senza considerare gli effetti potenzialmente dirompenti delle ritorsioni commerciali. Infatti, secondo la teoria economica, il saldo con l'estero è determinato dai livelli di risparmio e investimento domestici, che dipendono in primo luogo da altri fattori macroeconomici (fiducia e consumi delle famiglie, demografia, politiche di bilancio). Inoltre, anche il solo annuncio di nuovi dazi può generare un apprezzamento del dollaro che ne sterilizza gli effetti.

Allo stesso tempo, l'impatto aggregato negativo dei dazi è diffuso tra i consumatori finali, che possono anche sostituire i prodotti rincarati con altri domestici (e di paesi non colpiti da dazi, se questi non sono "erga omnes"), e di conseguenza poco visibile. Viceversa, l'impatto favorevole è circoscritto a produzioni domestiche difese dai dazi, che possono essere ulteriormente sostenute anche con incentivi interni e attrazione di investimenti dall'estero, e quindi immediatamente apprezzabile dalle imprese interessate (e dai lavoratori).

Le motivazioni più profonde delle misure tariffarie risiedono quindi nella loro natura selettiva, per paese e per prodotto, e nell'estrema flessibilità di applicazione. Ciò li rende un potente strumento di politica economica, che travalica la sfera commerciale, per comprendere anche i temi degli investimenti esteri, della leadership tecnologica, del controllo dei nodi produttivi strategici, della risposta alla tassazione internazionale di imprese USA.

Si tratta però di uno strumento estremamente distorsivo, che produce artificialmente vincitori e vinti. Gli effetti si dispiegano a livello disaggregato, tra paesi e tra settori⁸.

In particolare, i dazi introdotti dalla prima amministrazione Trump, e mantenuti da quella Biden, non hanno favorito un rientro del deficit USA, che nel 2024 ha superato un trilione di dollari, pari al 4,2% del PIL, stesso peso del 2017. È avvenuto, invece, un ribilanciamento dei deficit bilaterali: si è ampliato il deficit commerciale sia nei confronti di alcuni paesi asiatici (Vietnam, Taiwan, Corea del Sud e India), strettamente interconnessi con la Cina, che nei confronti dei partner storici (UE, Canada e Messico). Peraltro, anche in presenza dei dazi, il deficit nei confronti della Cina è aumentato nel biennio 2021-2022, per l'elevata domanda di alcuni prodotti, come le batterie elettriche (su cui, peraltro, la prima amministrazione Trump aveva imposto dazi), non soddisfatta dalla capacità produttiva domestica né da fornitori alter-

⁸ Si veda Pensa C., Pignatti M., "La nuova politica commerciale degli Stati Uniti: scenari e canali di trasmissione. I settori e i prodotti europei e italiani più a rischio", Nota dal CSC n. 1-2025.

nativi, almeno nel breve periodo, prodotti cioè per i quali è difficile ridurre la dipendenza dalla potenza asiatica.

Impatti negativi immediati e rischi Il primo effetto della *America First* della seconda amministrazione Trump è quello derivante dall'incertezza stessa sull'evoluzione dei rapporti commerciali ed economici tra i principali paesi e, in generale, della governance globale. L'indice di incertezza delle politiche commerciali (*Trade Policy Uncertainty*), per esempio, ha raggiunto un valore record di 466 in febbraio, maggiore del 76% rispetto al picco precedente toccato durante la prima amministrazione Trump.

Ciò ha un effetto immediato di freno alla dinamica degli scambi mondiali: in base a precedenti analisi del Centro Studi Confindustria, un aumento persistente del 10% dell'incertezza mondiale sulla politica economica è associato a una minore crescita (nel trimestre successivo) di quasi mezzo punto percentuale del commercio mondiale, a seguito sia di un rallentamento dell'attività industriale che di una minore intensità degli scambi⁹ (un nesso incorporato nello scenario previsivo CSC, si veda il par. 7.1).

Molto maggiori e gravi sarebbero gli effetti di una vera e propria spirale protezionistica tra le principali economie mondiali, che si verificherebbe nel caso in cui entrassero in vigore tutte le misure attuate, annunciate o dichiarate in diverse occasioni da parte del presidente USA, e le relative misure di ribilanciamento paventate dalle economie colpite dai dazi americani.

Il Fondo Monetario Internazionale a ottobre 2024 ha stimato gli impatti sia di un aumento generalizzato dei dazi americani al 10% (inferiore a quello attualmente sul tavolo) che di un incremento dell'incertezza, quantificando una riduzione sul PIL mondiale di circa lo 0,8%. Con differenze tra le varie aree: più profondo l'impatto per la crescita degli Stati Uniti rispetto a quello per l'Area Euro e la Cina.

L'impatto dei dazi è strettamente legato alla profondità delle connessioni economiche che le principali economie attualmente colpite dai dazi di Trump hanno con gli Stati Uniti: maggiori sono le relazioni economiche (scambi commerciali e legami produttivi) più forte sarà l'impatto, se non si riesce a sostituire il mercato statunitense con altri mercati capaci di assorbire i prodotti esportati e di fornire quelli importati.

Italia: profonde e molteplici le connessioni con gli USA Le connessioni economiche tra Italia e Stati Uniti, che possono essere colpite direttamente e indirettamente dalle politiche commerciali USA, sono profonde e molto eterogenee.

Gli USA, infatti, sono la prima destinazione extra-UE dei flussi italiani di beni, di servizi e di investimenti diretti all'estero (Tabella A). Le vendite di beni italiani negli USA sono state pari a circa 65 miliardi di euro nel 2024, oltre un decimo del totale dell'export (10,4%, stime provvisorie), nonostante un calo registrato dal picco di oltre 67 nel 2023. Gli Stati Uniti sono ampiamente la prima destinazione extra-UE di prodotti italiani e la seconda in assoluto dietro la Germania, avendo superato la Francia nel 2022.

⁹ Si veda Centro Studi Confindustria, "Le previsioni per l'Italia. Quali condizioni per la tenuta ed il rilancio dell'economia?", Rapporti di previsione, marzo 2020, Capitolo 1, paragrafo 1.6.

Tabella A - Stati Uniti partner economico cruciale per l'Italia

(Scambi dell'Italia con gli Stati Uniti, ultimo periodo disponibile*)

	Export (flussi in uscita)			Import (flussi in entrata)			Saldi (flussi netti)		
	Miliardi di euro	% Mondo	Ranking USA nel Mondo/ Extra-UE	Miliardi di euro	% Mondo	Ranking USA nel Mondo/ Extra-UE	Miliardi di euro	Resto del Mondo (mld euro)	Ranking USA nel Mondo/ Extra-UE
Beni	64,8	10,4	2° / 1°	25,9	4,6	7° / 2°	38,9	15,3	1° / 1°
Servizi	12,7	9,3	3° / 1°	10,1	7,0	5° / 1°	2,5	-10,2	2° / 2°
Investimenti Diretti	4,8	27,0	1° / 1°	1,5	4,9	7° / 2°	3,4	-12,1	1° / 1°

*2024 per i beni, 2023 per i servizi, media 2022-2023 per gli investimenti diretti esteri.

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

Gli acquisti italiani di beni USA hanno raggiunto quasi 26 miliardi nel 2024, poco meno di un ventesimo del totale dell'import (4,6% stimato). Si tratta comunque del secondo mercato di origine extra-UE, dopo la Cina (che a sua volta è seconda solo alla Germania).

Di conseguenza, il saldo commerciale italiano con gli Stati Uniti si è attestato vicino a 39 miliardi di euro, contribuendo per gran parte del surplus commerciale totale (circa 54 miliardi).

Un ruolo del mercato americano più significativo per l'Italia dal lato dell'export che dell'import è confermato dalla dinamica degli scambi italiani per paese dal 2019 (picco pre-Covid) al 2023. L'aumento delle vendite negli USA ha contribuito per 4,5 punti percentuali all'incremento dell'export totale (pari a circa il +30% cumulato nel periodo): il singolo contributo più elevato tra tutti i paesi del mondo. Il contributo dell'import dagli Stati Uniti, invece, si è attestato sotto i 2 punti percentuali (su un totale di quasi il +40%): meno di quelli di Germania, Cina, Paesi Bassi (snodo di prodotti extra-UE), Francia, Spagna e anche Algeria (fornitrice di gas).

L'interscambio di servizi Italia-USA è più bilanciato: nel 2023 (ultimo dato disponibile) 12,7 miliardi le vendite italiane e 10,1 gli acquisti, con un saldo positivo di 2,5 miliardi, che bilancia solo parzialmente il saldo negativo con il resto del mondo (-10,2 miliardi); solo con la Svizzera l'Italia detiene un surplus maggiore nei servizi.

Circa metà dell'export di servizi italiani negli USA è costituito dal turismo in entrata e un altro terzo da servizi professionali e di informazione. Questi tipi di servizi generano anche una parte consistente delle importazioni di servizi dagli Stati Uniti (in particolare, turismo italiano negli USA); inoltre, gli italiani pagano a società americane una larga parte dei compensi per l'utilizzo della proprietà intellettuale (brevetti).

Inoltre, gran parte degli scambi con gli USA è costituita da input intermedi venduti tra imprese, deriva cioè da relazioni di tipo produttivo. La presenza di multinazionali, in particolare, alimenta una quota rilevante degli scambi bilaterali. Infatti, per l'Italia il contributo delle multinazionali estere alle esportazioni di merci italiane, quindi scambi intra-firm, è pari al 35%, mentre il contributo alle importazioni di merci sfiora il 50%¹⁰.

¹⁰ Struttura e competitività delle imprese multinazionali, Istat 2022.

Infine, gli Stati Uniti rappresentano la prima destinazione degli investimenti italiani diretti all'estero, anche rispetto ai paesi europei, nell'ultimo biennio per cui sono disponibili i dati (2022-2023): quasi 5 miliardi di euro annui, pari a ben il 27% del totale. Appena 1,5 miliardi annui, invece, sono stati investiti dagli USA in Italia.

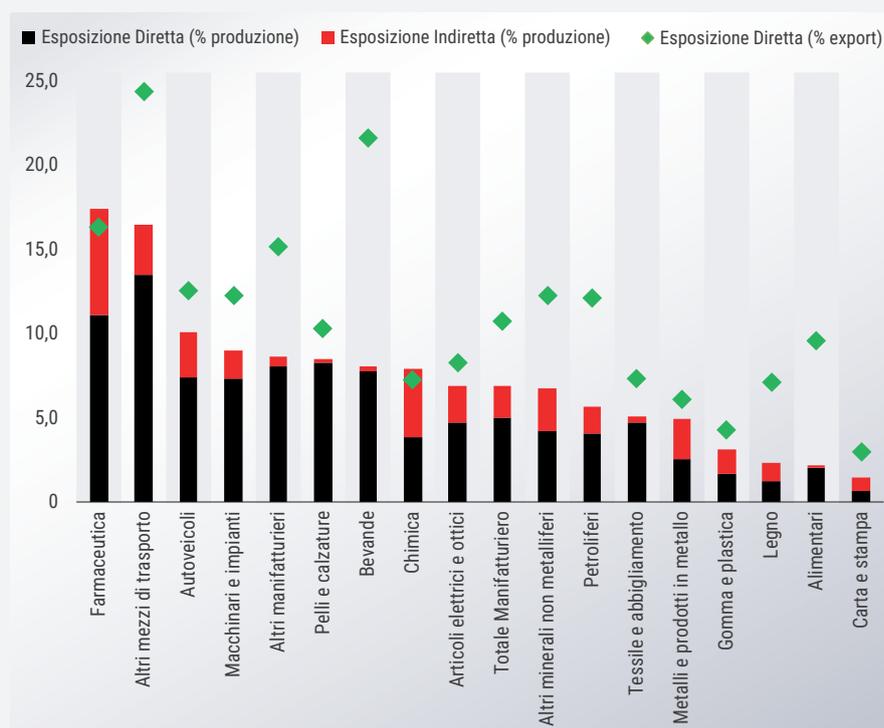
Si è verificato, quindi, un deflusso netto di capitali produttivi verso gli Stati Uniti. È un dato che può essere letto in positivo, come segnale di dinamicità delle multinazionali italiane negli Stati Uniti e di attrattività del mercato USA, anche grazie agli incentivi alle produzioni domestiche; una dinamica coerente con la buona performance dell'export verso gli USA. Viceversa, in negativo, il mercato italiano appare relativamente poco attrattivo per i capitali americani.

Importanti anche le connessioni indirette Le relazioni economiche dell'Italia con gli USA sono anche indirette: le vendite di semilavorati ad altri settori, domestici ed esteri, che sono poi incorporati in prodotti per il mercato USA¹¹.

In base a stime del Centro Studi Confindustria, il peso del mercato di destinazione USA per il manifatturiero italiano è pari a quasi il 7% della produzione totale (sia per il mercato estero che per quello interno), di cui circa il 5% è costituito da flussi diretti e il restante da connessioni indirette. Di queste connessioni indirette, circa metà è costituita da interdipendenze domestiche tra settori italiani, poco meno di un quarto da quelle interne all'economia USA e la parte restante da legami produttivi internazionali, soprattutto all'interno della UE.

Grafico A Farmaceutica e mezzi di trasporto i più dipendenti dagli acquisti USA

(Esposizione diretta e indiretta*, in % di export e produz. settoriali, 2023)



*L'esposizione indiretta riguarda la vendita di semilavorati ad altri settori e/o paesi, incorporati in beni e servizi destinati al mercato USA.

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

¹¹ Nell'analisi che segue si calcolano solo i flussi indiretti di primo livello, cioè quelli che passano per un solo ulteriore processo produttivo prima di essere venduti negli USA. Si tratta quindi di una sottostima dei flussi indiretti totali, che possono attraversare numerosi processi produttivi.

A livello settoriale, si evidenzia una maggiore esposizione per il farmaceutico e gli altri mezzi di trasporto: il 17,4% e il 16,5% delle rispettive produzioni sono destinate al mercato USA (di cui 6,3% e 3,0%, rispettivamente, sono connessioni indirette, Grafico A). Seguono gli autoveicoli, i macchinari e impianti, gli altri manifatturieri, le pelli e calzature, settori accomunati da un'elevata apertura agli scambi con l'estero. Significativa anche l'esposizione agli USA delle bevande. Infine, i legami indiretti accrescono molto (in proporzione) l'esposizione di altri settori che sono a monte delle filiere produttive, come la chimica, i metalli, gli altri minerali non metalliferi¹².

I dazi su acciaio e alluminio Nel caso di acciaio e alluminio, i dazi favoriscono l'attività siderurgica USA ma penalizzano molti settori manifatturieri americani che si riforniscono di metalli. Studi empirici ed esperienze passate puntano a un effetto complessivamente negativo di tali dazi per l'economia statunitense. L'impatto negativo potrebbe essere maggiore soprattutto nel lungo termine, a causa di una minore spinta all'innovazione e alla competitività, specie da parte delle imprese più internazionalizzate (e grandi, in particolare le multinazionali).

I dazi sui metalli sono una tassa che si scarica sulle imprese statunitensi e, quindi, sui prezzi al consumo. L'entità della trasmissione dipende dalle politiche di prezzo degli esportatori (che possono abbassare i loro prezzi) e dei produttori domestici (i cui margini possono assorbire parte dell'aumento dei costi). In particolare, nel caso dei primi dazi sull'acciaio (Trump 1), i prezzi delle importazioni americane di acciaio hanno registrato una riduzione pari a circa la metà del valore delle tariffe¹³. Il *pass-through* su margini e prezzi negli USA è stato quindi incompleto (mentre per gran parte degli altri prodotti i dazi si sono scaricati interamente su costi di produzione e prezzi al consumo).

Dal punto di vista delle produzioni italiane ed europee, il rischio rappresentato dai dazi USA è duplice: riduzione delle quote e/o dei prezzi di vendita in un mercato di destinazione molto grande e dinamico, non sostituibile con altri mercati (se non parzialmente); o trasferimento di parte della produzione all'interno dei confini USA, per non perdere quote, ma con una perdita di capacità produttiva nel paese di origine.

Gli Stati Uniti rappresentano per le esportazioni italiane di acciaio e alluminio un importante mercato di destinazione, pari al 17% dell'export settoriale italiano verso i paesi extra-UE (nel 2018). Successivamente all'entrata in vigore dei primi dazi, il peso delle esportazioni settoriali italiane si è ridotto di circa 3 punti percentuali in tre anni, da metà 2018 al 2021. Dopo la sospensione delle tariffe, il peso degli USA per l'export settoriale italiano ha superato quello del 2018, attestandosi al 19% nel 2023. Le vendite italiane e tedesche di acciaio e alluminio verso gli Stati Uniti contribuiscono a più del 40% del totale esportato dai paesi dell'UE nel 2023.

Restringendo l'analisi all'acciaio, che rappresenta più dell'86% del valore dei due metalli esportati dall'Italia negli Stati Uniti, emerge chiaramente l'importanza del mercato americano. Nel 2018 per i prodotti di acciaio italiani venduti all'estero gli USA rappresentavano la seconda meta di destinazione, subito dopo la Spagna, ma si collocavano al primo posto per surplus com-

¹² Per maggiori dettagli sull'esposizione settoriale, si veda la Nota dal CSC "La nuova politica commerciale degli Stati Uniti: scenari e canali di trasmissione. I settori e i prodotti europei e italiani più a rischio" 13 febbraio 2025.

¹³ Amiti, M., Redding, S., J., e Weinstein D., E., (2020) "Who's paying for the US Tariffs? A longer-term perspective", American Economic Association, Vol. 110.

merciale. Nel 2023 gli Stati Uniti hanno superato anche la Spagna, rappresentando il primo paese di destinazione di acciaio italiano nel mondo.

L'esito dei dazi USA introdotti da marzo 2018, con diverse esenzioni e inasprimenti, non è univocamente interpretabile. A fronte di un aumento, tra il 2018 e il 2021, della produzione domestica americana di acciaio, di più del 14%, si è registrata una crescita maggiore dell'import (+17,4%) e minore dell'export (+9,4%). Una possibile stima delle necessità domestiche di acciaio negli Stati Uniti è la sua "domanda interna apparente" (produzione lorda dell'industria aumentata delle importazioni settoriali e diminuita delle esportazioni). La dinamica della "domanda interna apparente" riflette una crescita cumulata dal 2019 al 2023 del +46% (più di 200 miliardi di dollari il valore del consumo interno nel 2023), concentrata soprattutto dal 2021. Ciò dimostra che nonostante i dazi introdotti dal 2018 e un utilizzo della capacità produttiva prossima all'80% nel 2024, le importazioni americane dei prodotti in acciaio continuano a crescere, segno che i prodotti specifici del settore non possono essere sostituiti con la produzione domestica USA.

Possibili scenari futuri e impatti Il 1° aprile, appena dopo la chiusura in tipografia del presente rapporto, sono attese sul tavolo del Presidente USA le analisi richieste per procedere all'implementazione dell'America First Trade Policy, nei confronti non solo della Cina ma di tutti i principali partner commerciali, in particolare quelli UE. Le analisi riguardano, infatti, il commercio estero cosiddetto "sleale e squilibrato" (*unfair and unbalanced trade*), che comprende i deficit commerciali bilaterali e la tassazione considerata distortiva, come l'IVA europea.

A questo passaggio potrebbero seguire, già dal giorno successivo, i cosiddetti "dazi reciproci", potenzialmente su tutti gli acquisti USA all'estero, che a loro volta potrebbero provocare ritorsioni uguali e contrarie da parte dei paesi colpiti, innescando una vera e propria spirale protezionistica globale.

Non è possibile anticipare la portata dei nuovi dazi USA, in termini di estensione (a quali prodotti e paesi di origine), di intensità (in percentuale del valore delle merci) o tantomeno di durata (sospensioni, esenzioni, ecc.), data l'imprevedibile strategia di negoziazione della Casa Bianca¹⁴. Tuttavia, diventa urgente evidenziare i rischi di un'escalation protezionistica, quantificandone i possibili effetti negativi sull'economia mondiale e, in particolare, su quella italiana.

Lo scenario di base già incorpora rilevanti fattori di freno agli scambi:

- a. Un balzo (temporaneo) dell'incertezza sulle politiche economiche e un aumento (duraturo) delle barriere tariffarie tra Stati Uniti e Cina. Ciò ha comportato una revisione al ribasso della crescita degli scambi mondiali nel 2025 rispetto allo scenario di ottobre scorso (-0,8 punti percentuali, da +2,8% a +2,0%, nonostante una dinamica positiva a inizio anno).
- b. La reintroduzione dei dazi USA su acciaio e alluminio al 25%, in particolare per l'Europa. Secondo stime del Centro Studi Confindustria, i dazi sull'acciaio e l'alluminio europei in vigore dal 2018 al 2021¹⁵ hanno provocato una caduta a 12 mesi dalla prima introduzione (giugno 2018) di circa -15% delle vendite italiane negli USA degli specifici codici prodotto colpiti, che corrisponde ad un calo medio di circa il -5% dell'export di ac-

¹⁴ Si veda <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/03/fact-sheet-president-donald-j-trump-adjusts-tariffs-on-canada-and-mexico-to-minimize-disruption-to-the-automotive-industry/>.

¹⁵ Aliquote tariffarie pari al 25% per l'acciaio e al 10% per l'alluminio.

ciaio e alluminio negli Stati Uniti¹⁶. L'impatto macroeconomico è comunque trascurabile (circa -0,02% dell'export italiano di beni).

Una possibile escalation tariffaria tra gli Stati Uniti e il resto del mondo, produrrebbe effetti negativi in tre modi diversi:

1. **L'incertezza resta molto alta sui livelli medi di inizio 2025** (+80% sul 2024 l'indice di incertezza di politica economica). Un'incertezza prolungata riduce gli scambi delle imprese e posticipa le scelte di investimento, soprattutto all'estero. Secondo stime del Centro Studi Confindustria, tale scenario è coerente con una stagnazione del commercio mondiale nel biennio di previsione, sottraendo circa 2,0-2,5 punti percentuali alla crescita degli scambi nello scenario base. Ciò è in linea con quanto accaduto nel 2019, con l'inizio delle politiche protezionistiche della prima amministrazione Trump (+35% l'indice di incertezza e -0,2% il commercio mondiale). Inoltre, una incertezza elevata è deleteria per gli investimenti: secondo stime del FMI¹⁷, in questo scenario gli investimenti mondiali si ridurrebbero nel 2026 del 2% rispetto allo scenario base, con un impatto doppio rispetto a quello registrato nel 2019.
2. **Gli Stati Uniti applicano dazi del 25% su tutte le importazioni, comprese quelle dall'Europa** (del 60% su quelle dalla Cina, ipotesi peggiore tra quelle in discussione). Una tale misura comporterebbe una sostanziale chiusura del maggiore paese importatore al mondo (che ha generato il 13% delle importazioni mondiali di beni negli ultimi anni). Per confronto, l'aumento di circa 14 punti percentuali dei dazi USA sui prodotti cinesi (in media), tra il 2017 e il 2019, ha provocato un calo, rispetto a uno scenario senza dazi, di circa -34% delle vendite cinesi negli USA in un anno, secondo stime di Grossman et al (2024)¹⁸. Estendendo in modo meccanico queste stime al resto del mondo, dazi del 25% corrisponderebbero a una caduta di oltre la metà dell'import USA. Per l'Italia, ciò corrisponderebbe a oltre il -5% dell'export totale. Si tratta, però, di una stima in eccesso, perché un aumento "erga omnes" delle tariffe comporta una minore perdita di competitività nel mercato USA (rispetto ai soli produttori domestici), a cui si aggiunge la possibilità di reindirizzare le vendite verso altri mercati.
3. **Gli altri paesi applicano ritorsioni tariffarie sui beni USA**. Per l'Unione Europea, si assume che i contro-dazi colpiscano solo l'import di beni di consumo, per evitare aggravii diretti sui costi delle imprese (prezzi del gas, degli input intermedi e dei beni di investimento). L'impatto sui prezzi al consumo, però, provocherebbe una spinta (temporanea) all'inflazione.

Se queste tre ipotesi si concretizzassero congiuntamente, avrebbero un impatto cumulato negativo sul PIL italiano, misurato come scostamento rispetto allo scenario base, del -0,4% nel 2025 e del -0,6% nel 2026 (Tabella B).

¹⁶ Trattando i dazi imposti dall'amministrazione Trump come esogeni (shock imprevisto), la stima è ottenuta utilizzando un modello *difference-in-differences* che compara differenze tra varietà dello stesso prodotto (interpretando l'export da diversi paesi di uno stesso prodotto come varietà) colpite e non colpite dai dazi e differenze prima e dopo l'introduzione dei dazi, includendo effetti fissi paese-prodotto, paese-anno e prodotto-anno. L'orizzonte temporale va da gennaio 2016 a ottobre 2019 e le stime sono espresse in variazioni logaritmiche. Si vedano Amiti, M., Redding, S. J., & Weinstein, D. E. (2020) "Who's paying for the US tariffs? A longer-term perspective" in *AEA Papers and Proceedings* e Grossman, G. M., Helpman, E., & Redding, S. J. (2024) "When tariffs disrupt global supply chains" *American Economic Review* per maggiori dettagli.

¹⁷ World economic outlook, "Policy, pivot, rising threats," IMF ottobre 2024.

¹⁸ Si veda per maggiori dettagli Grossman, G. M., Helpman, E., & Redding, S. J. (2024) "When tariffs disrupt global supply chains" *American Economic Review*.

Tabella B
L'impatto della guerra commerciale sul PIL italiano

(scostamenti cumulati rispetto allo scenario base)

Dunque, la moderata crescita italiana prevista nel biennio rischia di essere in buona misura erosa in questo scenario commerciale avverso.

	2025	2026
PIL	-0,43	-0,60
Investimenti fissi lordi	-0,43	-0,56
di cui: in macchinari, imp. e mdt	-1,11	-1,57
Export di beni	-1,33	-2,15
Import di beni	-0,89	-1,89
Deflatore Consumi	0,25	0,33

Fonte: elaborazioni del Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Sulla minore crescita in Italia influirebbero sia una forte riduzione delle esportazioni di beni rispetto allo scenario base (-2,2% nel 2026), accompagnata da una contrazione delle importazioni di beni (-1,9%), che una riduzione degli investimenti (-0,6%), molto più sostenuta per la componente strettamente connessa alla produzione (investimenti in macchinari, -1,6%). La presenza dei dazi reciproci comporterebbe anche un aumento dei prezzi al consumo, già nel primo anno (+0,25%) e poi maggiormente nel secondo (+0,33%).

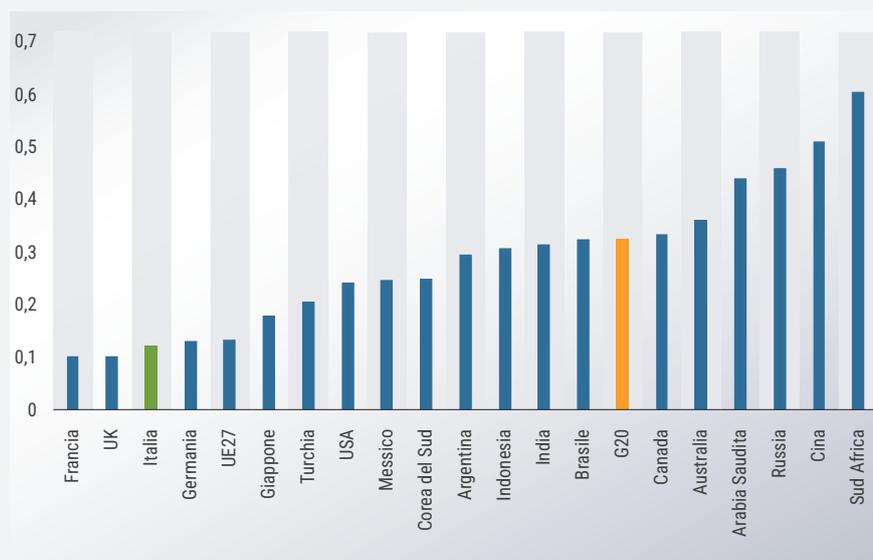
Focus 2 - La manifattura italiana ed europea ai primi posti per la sostenibilità

L'Italia è una delle economie più sostenibili del G20 Nel 2023, l'intensità delle emissioni di gas serra (GHG) dell'Italia è stata pari a 0,12 kg di CO₂ equivalente per dollaro di PIL (kg CO₂e/\$). Questo valore è nettamente inferiore alla media del G20 di 0,32 (Grafico A), evidenziando un'intensità di circa un terzo inferiore, ed è in linea con quello dei principali partner europei. Soltanto la Francia e il Regno Unito fanno registrare valori più bassi, entrambi a 0,10 kg CO₂e/\$, mentre la Germania è poco sopra. Rispetto ai paesi extra-europei, l'efficienza italiana risulta evidente. Gli Stati Uniti, pur essendo una delle economie più avanzate del mondo, mostrano un'intensità di 0,24 kg CO₂e/\$. Ancora più distanti sono le economie emergenti del G20: la Cina raggiunge 0,51, mentre il Sudafrica registra addirittura 0,61.

Uno dei punti di forza della sostenibilità dell'economia italiana si può riscontrare nel basso uso di risorse per la produzione. Influenzato anche dalla scarsa disponibilità di materie prime sul territorio, e quindi da un'elevata dipendenza dalle importazioni, il nostro paese ha sviluppato un utilizzo più efficiente del materiale necessario per produrre. L'Italia registra una produttività delle risorse pari a 3,6 euro per kg, superando nettamente la media europea di 2,2 e risultando più efficiente di paesi come Germania (3,0), Spagna (3,1) e Francia (3,2).

Grafico A L'economia italiana fra le più sostenibili del G20

(Kg di CO₂e/\$ PPP costanti, 2023)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati EDGAR e Banca Mondiale.

Il miglioramento significativo della produttività delle risorse è legato anche alla produttività energetica¹, dove l'Italia è ai primi posti nel panorama europeo, il migliore se si contano solo i grandi paesi manifatturieri. Nel 2023, la produttività energetica italiana ha raggiunto 11,80 euro per chilogrammo equivalente di petrolio (€/kgoe), superando la media UE di 9,84. Negli ultimi 20 anni la produttività energetica in Italia è aumentata del 36%. Ciò significa che le imprese italiane hanno migliorato notevolmente il loro processo produttivo, per renderlo sempre meno *energy intensive*.

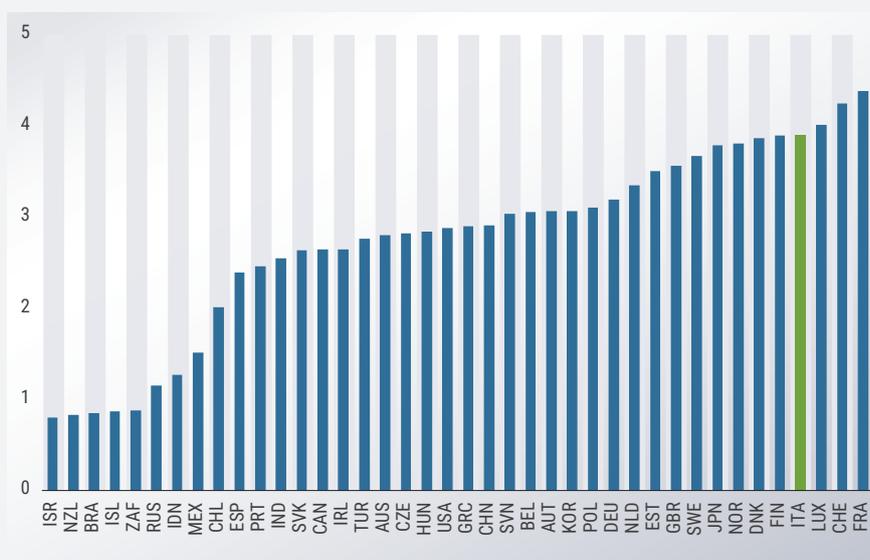
¹ L'indicatore misura la quantità di PIL prodotta per unità di energia. Quindi una produttività energetica più alta indica un'economia più efficiente dal punto di vista energetico, capace di generare più valore economico per ogni unità di energia consumata.

Questi risultati positivi, insieme ad altri, hanno portato la Commissione europea a definire l'Italia uno degli *Eco Innovation Leaders* dell'UE. Con un punteggio nel 2024 di 150,1 per l'Eco Innovation Index, l'Italia è il sesto paese più sostenibile nella UE, sopra anche alla Francia (144,1) e alla Germania (140,7).

Politiche ambientali molto stringenti Questi dati trovano conferma anche nel contesto normativo italiano ed europeo, che ha incentivato le imprese a investire in tecnologie sostenibili e a ridurre l'impronta ecologica della produzione. Secondo l'indicatore sintetico dell'OCSE che misura il grado di rigidità delle politiche ambientali, la legislazione italiana è stata la quarta (seconda) più stringente se comparata a quella di altre 40 economie prevalentemente avanzate (dei paesi del G20) nel quinquennio 2015-2020 (dati disponibili più recenti; Grafico B). L'indicatore tiene conto delle azioni in diversi ambiti di *policy* ambientale, suddivisi in tre categorie principali: 1) politiche che assegnano un prezzo alle emissioni inquinanti, 2) politiche che impongono limiti e standard sulle emissioni, e 3) politiche che promuovono lo sviluppo e l'adozione di tecnologie pulite. Il rigore delle politiche ambientali italiane è elevato in ciascuna categoria, soprattutto per quanto riguarda l'imposizione di limiti e standard sulle emissioni; sebbene storicamente alto in Italia, si è invece ridotto tra il 2017 ed il 2020 il contributo delle politiche che promuovono lo sviluppo e l'adozione di tecnologie pulite, come la spesa pubblica in ricerca e sviluppo in tecnologie energetiche a basse emissioni di carbonio e il supporto finanziario per l'utilizzo dell'energia solare o eolica.

Grafico B Rigore elevato delle politiche ambientali italiane

(Indice compreso tra 0 e 6; valore medio tra il 2015 e il 2020)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati OCSE.

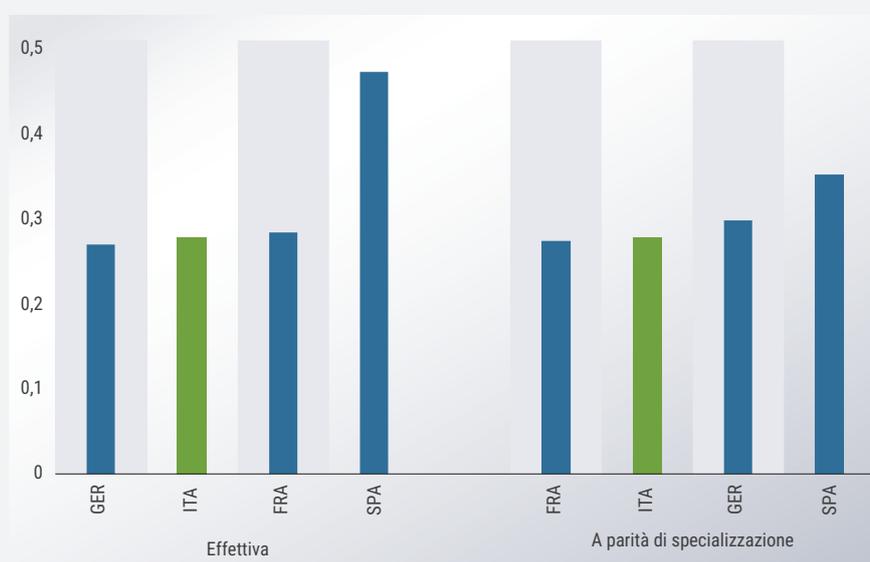
Manifattura italiana efficiente a livello ambientale La sostenibilità dell'economia italiana è ancora più elevata se si tiene conto delle dimensioni del settore manifatturiero, che rimane tra i primi 10 a livello mondiale e al secondo posto in Europa, superato solo dalla Germania. La manifattura italiana rappresenta un esempio virtuoso di performance ambientale: si distingue infatti per la bassa intensità emissiva indipendentemente dal fatto che questa sia valutata in termini di valore aggiunto o produzione.

La parte sinistra del Grafico C compara l'intensità delle emissioni manifatturiere (rispetto al valore aggiunto) tra le grandi economie dell'UE nel 2022. L'intensità delle emissioni italiane (0,278 kg CO₂e/EUR) è poco più alta ri-

spetto a quella della Germania (0,269), ma lievemente più bassa rispetto alla Francia (0,283), alla media UE (di 0,3) e significativamente inferiore a quella della Spagna (0,472). Questa bassa intensità emissiva della manifattura italiana non è attribuibile alla sua specializzazione settoriale, bensì a un'elevata efficienza ambientale. Infatti, un semplice esercizio controfattuale in cui, utilizzando dati disaggregati (codici Ateco a 2-cifre) su quote di valore aggiunto manifatturiero e intensità emissiva nel 2022, si ipotizza che Francia, Germania e Spagna abbiano la stessa composizione settoriale dell'Italia, conferma l'ottima performance italiana anche a parità di specializzazione (Grafico C, lato destro). In particolare, solo la Francia mostra una performance "puramente" ambientale migliore dell'Italia, principalmente grazie ad un mix energetico più sostenibile (basato sul nucleare), mentre il leggero vantaggio della Germania deriva più dalla specializzazione produttiva che da un'efficienza ambientale intrinseca superiore a quella italiana; infine, oltre i due terzi del gap spagnolo sono riconducibili ad una specializzazione produttiva più svantaggiosa rispetto all'Italia dal punto di vista delle emissioni².

Grafico C Basse intensità delle emissioni di gas serra

(Kg CO₂e per euro, Manifattura, 2022,
rispetto al valore aggiunto)



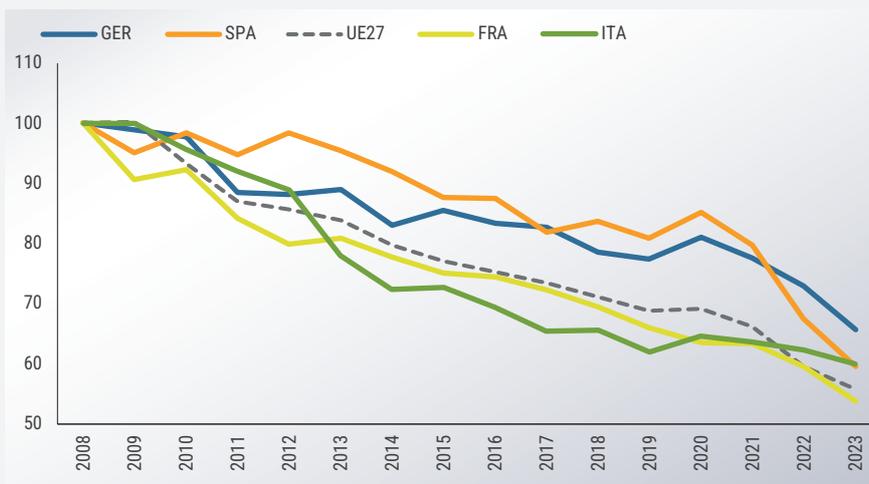
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Oltre a essere sostenibile in termini di livelli di emissioni, la manifattura italiana ha registrato una significativa riduzione, di circa il 40%, della propria intensità emissiva negli ultimi 15 anni (Grafico D). Questo trend positivo, in linea con quello delle altre economie europee, testimonia gli sforzi delle imprese italiane nel contenere le emissioni di gas serra attraverso l'adozione di tecnologie più efficienti e l'ottimizzazione dei processi produttivi.

² Eurostat ha recentemente rilasciato i dati sull'intensità emissiva manifatturiera aggregata del 2023. Non essendo ancora disponibile il dettaglio disaggregato per i settori a due cifre, utilizzare i dati del 2023 non consente di separare il contributo dell'efficienza ambientale dalla specializzazione industriale. I risultati per l'intensità emissiva effettiva sono qualitativamente consistenti a quelli che si otterrebbero utilizzando direttamente i dati aggregati per la manifattura: i) del 2022, ii) del 2023, iii) in media dal 2021 al 2023. Infine, si noti che le quote di valore aggiunto dei settori a 2-cifre sul totale manifatturiero sono calcolate come media tra il 2014 e il 2022 per attenuare l'impatto di potenziali fluttuazioni cicliche.

Grafico D L'intensità delle emissioni di gas serra italiana è scesa dal 2008

(2008=100, Manifattura)



I valori per il 2023 sono stimati.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Buone conferme dai dati settoriali Un'analisi disaggregata a livello di settori Ateco a 2-cifre conferma ulteriormente questi progressi, che sono avvenuti anche nei comparti più "emissivi". In particolare, nonostante l'ampia diversificazione dell'industria italiana, nel 2023, circa il 71,5% delle emissioni della manifattura proviene da quattro settori principali, che rappresentano circa il 15% del valore aggiunto manifatturiero: minerali non metalliferi (23,8%), derivati del petrolio (19,0%), prodotti chimici (14,9%) e metallurgia (13,8%).

In questi comparti, le emissioni si sono ridotte sia in rapporto al valore aggiunto prodotto sia in termini assoluti e tale riduzione è stata sostanziale. L'intensità emissiva è stata più bassa nel periodo 2015-2022 rispetto al periodo 2008-2014 del 27% nella chimica (tra le grandi manifatture dell'Eurozona solo la Francia ha fatto meglio), mentre di quasi il 40% nella metallurgia e del 21% nella lavorazione di minerali non-metalliferi, settori nei quali l'Italia ha registrato la diminuzione più consistente (Grafico E)³.

Grafico E L'intensità delle emissioni di gas serra si riduce anche nei comparti più emissivi

(Media 2015-2022 vs 2008-2014, intensità
rispetto al valore aggiunto)

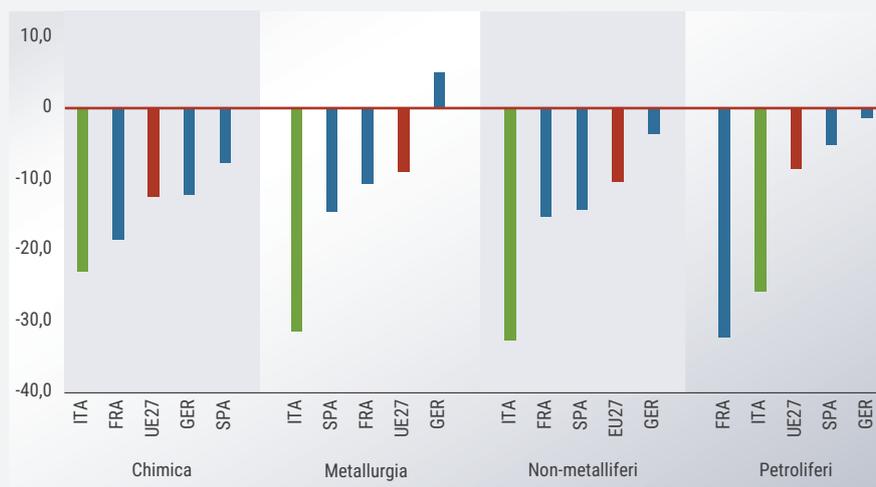


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

³ I dati sull'intensità emissiva sono estremamente volatili per il settore petrolifero a causa delle oscillazioni nella dinamica del valore aggiunto, risultando quindi di difficile interpretazione in termini di sostenibilità.

Grafico F
Le emissioni di gas serra
si attenuano anche nei settori
più inquinanti

(Media 2015-2022 vs 2008-2014, totale emissioni)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Infine, l'ottima performance ambientale della manifattura italiana trova indirettamente conferma anche nei risultati di recenti indagini qualitative. In particolare, nell'indagine annuale sugli investimenti (EIBIS) della Banca Europea degli Investimenti, le imprese manifatturiere italiane risultavano, nel 2023, più preparate rispetto alle loro omologhe europee ad affrontare le conseguenze della transizione verde. Alla domanda sull'impatto della transizione verso un'economia a zero emissioni nette nei prossimi cinque anni, solo il 21% delle imprese italiane ha indicato l'inasprimento degli standard e delle normative climatiche come un rischio, una percentuale significativamente inferiore a Germania (42%), Francia (41%), Spagna (39%) e all'UE nel suo complesso (36%). Questo dato, combinato con una quota di imprese manifatturiere che ha investito in efficientamento energetico superiore al 50% (in linea con Francia, Germania e Spagna), potrebbe riflettere la consapevolezza degli investimenti già effettuati e delle capacità acquisite dal settore industriale nel gestire le sfide ambientali, confermando il ruolo dell'Italia come uno dei leader europei e mondiali nella manifattura sostenibile.

Focus 3 - Sta calando la produzione dell'industria italiana, ma non è crisi generalizzata

La crisi dell'industria non riguarda solo l'Italia ma anche altri paesi europei e gli Stati Uniti, quindi ha carattere internazionale. Inoltre, è caratterizzata da una rilevante eterogeneità settoriale, con alcuni comparti che registrano cali della produzione particolarmente marcati. Ci sono motivi specifici per la difficoltà di tali settori, ai quali si sommano questioni più generali: alcuni di tali problemi potrebbero risolversi nel breve-medio termine, altri sono destinati a durare più a lungo, come il prezzo dell'energia più alto in Italia rispetto ad altri paesi europei e agli USA. Analizzando la performance economica delle imprese italiane industriali lungo una serie di dimensioni e indicatori, lo scenario che emerge è di una crisi di produzione, ma non di valore aggiunto, investimenti ed esportazioni, e neanche di occupazione: insomma, l'industria italiana, nel suo complesso, tiene.

Crisi non solo italiana, eterogenea per settori La flessione in corso della produzione industriale riguarda molte economie europee e colpisce quasi tutti i settori, ma alcuni in modo molto più marcato.

A. Il crollo della produzione industriale Il prolungato calo della produzione industriale non è un fenomeno esclusivamente italiano. Nel 2024, la produzione manifatturiera italiana si è contratta del 4,2%, dopo il -1,7% dell'anno precedente: una performance peggiore di Francia (-0,5%) e Spagna (+0,7%), ma meno negativa della Germania (-4,7%). La flessione manifatturiera è quindi diffusa: negli ultimi due anni, solo la Francia nel 2023 e la Spagna nel 2024 mostrano una lieve crescita annua della produzione (Tabella A).

L'attuale crisi dell'industria si caratterizza anche per la forte eterogeneità settoriale. In Italia, l'automotive è il settore più colpito (-22,6% nel 2024), nonostante un 2023 positivo (+7,3%); una contrazione osservabile anche in Francia, Germania e Spagna, seppur di entità minore. Inoltre, il calo è particolarmente marcato in alcuni settori tradizionali legati alla moda, come il tessile (-7,5%), l'abbigliamento (-9,1%) e la pelletteria (-18,0%), che confermano le difficoltà già evidenziate nel 2023 (-7,8%, -2,0% e -9,7% rispettivamente) e registrano flessioni più accentuate rispetto alle altre principali economie europee. Anche la metallurgia (-3,9% nel 2024, -4,3% nel 2023) e la lavorazione di metalli (-5,2% nel 2024, -3,0% nel 2023) risultano in contrazione per il secondo anno consecutivo; e così anche i minerali non metalliferi (ceramica, vetro, cemento, gesso, laterizi e calce; -1,0% nel 2024 dopo -11,0% nel 2023), seppur con un calo contenuto rispetto a quello registrato in Francia, Germania e Spagna nel 2024.

Alimentari (+3,1%), altri mezzi di trasporto (+8,4%), carta (+2,1%) e riparazioni ed installazioni (+1,5%) crescono in maniera consistente in Italia nel 2024, i primi due con una performance migliore rispetto alle altre maggiori economie europee. Altri comparti mostrano invece segnali di tenuta. La chimica, dopo il forte calo del 2023 (-6,7%), evidenzia una quasi stabilizzazione (-0,6%). La farmaceutica (-1,7%) limita le perdite, con una performance migliore rispetto alla Germania, ma una traiettoria opposta rispetto a Francia (+10,8%) e Spagna (+10,7%) che segnano una crescita consistente.

Tabella A - Il crollo della produzione nell'industria europea

(Var. %, dati annuali)

Settore	ATECO	2024 (vs 2023)				2023 (vs 2022)			
		Italia	Germania	Francia	Spagna	Italia	Germania	Francia	Spagna
MANIFATTURA	C	-4,2	-4,7	-0,5	0,7	-1,7	-0,7	0,9	-0,6
Altri mezzi di trasporto	30	8,4	6,6	0,3	2,9	15,7	7,0	12,2	13,0
Alimentari	10	3,1	0,6	1,2	1,9	-1,5	-3,3	-0,9	-2,8
Carta	17	2,1	0,1	2,5	4,4	-9,5	-12,2	-8,2	-6,5
Rip. e inst. macchinari	33	1,5	2,6	5,3	0,8	7,6	6,2	1,9	4,8
Chimica	20	-0,6	3,3	2,0	3,3	-6,7	-12,4	-3,7	-1,9
Minerali non-metalliferi	23	-1,0	-4,2	-9,2	-2,1	-11,0	-14,1	-7,1	-7,2
App. elettriche	27	-1,4	-14,5	-1,3	2,1	-1,7	-0,5	1,7	-0,2
Farmaceutica	21	-1,7	-2,7	10,8	10,7	6,8	-3,1	0,5	1,8
Elettronica	26	-1,9	-3,7	1,1	17,6	0,8	2,1	8,3	7,5
Bevande	11	-2,4	1,4	-2,3	-2,0	-4,6	-2,4	-8,3	-3,0
Mobili	31	-2,9	-6,7	-9,1	0,3	-5,7	-10,1	-7,1	-1,5
Stampa	18	-3,0	-5,3	1,3	-3,6	-22,2	-13,3	-8,2	-5,7
Gomma-plastica	22	-3,9	-4,3	-2,2	1,1	1,2	-5,7	-4,7	-4,6
Metallurgia	24	-3,9	-1,9	0,9	-0,8	-4,3	-4,3	-10,4	-2,5
Petroliferi	19	-4,0	5,9	0,0	3,3	-0,8	-15,3	9,9	-1,5
Altra manifattura	32	-5,0	-2,3	3,1	-1,8	-2,6	0,3	7,3	0,0
Prodotti in metallo	25	-5,2	-6,3	-4,1	-1,2	-3,0	-3,8	-0,4	-1,0
Legno	16	-5,7	-3,1	-4,7	-2,0	-14,1	-6,3	-8,2	-13,8
Meccanica strumentale	28	-6,4	-7,9	-7,2	-1,8	0,9	-0,9	2,3	0,1
Tessile	13	-7,5	-2,9	-4,7	-3,4	-7,8	-6,5	1,6	-5,8
Abbigliamento	14	-9,1	-11,2	0,4	-3,4	-2,0	-5,1	2,8	-16,1
Pelletteria	15	-18,0	-4,6	2,4	-8,7	-9,7	-4,2	6,2	-6,9
Automotive	29	-22,6	-7,2	-14,0	-3,3	7,3	12,8	11,5	8,5

In rosso (verde) quando il dato è negativo (positivo) per tutti e quattro i paesi.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

B. Dinamica della produzione al netto di 3 settori Per mettere a fuoco i motivi della flessione, è utile guardare all'andamento della produzione nell'industria calcolato al netto dei settori in maggiori difficoltà in termini di volumi prodotti (automotive, tessile-abbigliamento, metallurgia-prodotti in metallo). Risulta che, per l'Italia, nel 2024 la flessione è decisamente meno accentuata rispetto a quella del totale manifattura: -1,5% al netto dei 3 settori, rispetto a -4,2%. Allo stesso modo, in Germania si passa a un moderato -2,6% dal -4,7% totale, in Francia a +0,3% da -0,5% (Tabella B).

Tabella B
Produzione: calo
concentrato in 3 settori
(Dati annuali, var.% 2024 su 2023)

	Totale Manifattura	Al netto: auto, moda, metalli*
Italia	-4,2	-1,5
Germania	-4,7	-2,6
Francia	-0,5	0,3
Spagna	0,7	1,6

*Ateco C al netto di 14-15, 24-25, 29.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Dunque, buona parte della flessione in corso della manifattura nelle principali economie europee è da attribuire alla crisi specifica di questi 3 settori industriali. Ma anche il resto della manifattura sta subendo una flessione, sebbene molto meno accentuata. Solo in Spagna, tra le principali economie UE, la produzione manifatturiera è in aumento nel corso del 2024; in tale paese, la produzione cresce a ritmo poco più alto se calcolata al netto dei 3 settori in difficoltà.

I motivi del calo: alcuni spariranno, altri no. La flessione produttiva in corso non nasce da un'unica e semplice causa. Deriva invece dall'intrecciarsi di diversi fattori, alcuni di breve periodo altri più duraturi, alcuni specifici di singoli settori altri più generali. Comprendere questi problemi è cruciale per valutare quanto potrà durare la contrazione della nostra industria.

A. Crisi dell'Automotive - motivi specifici La crisi del settore auto, in Italia e altri paesi UE, non è un fenomeno solo congiunturale, ma ha origini più lontane nel tempo. Il drastico calo del 2024 ha chiaramente alcune radici nella debolezza della domanda, ma anche nelle trasformazioni tecnologiche del settore¹.

Da tempo, si assiste ad una trasformazione del concetto di mobilità, dando spazio a modelli basati su un utilizzo flessibile e integrato di diverse soluzioni e servizi di mobilità, tra cui il *vehicle-sharing*, che implicano il superamento della necessità di acquisto e possesso di un'auto. Per gli autoveicoli per uso proprio, anche per soddisfare le nuove esigenze dei consumatori, da un lato si sono progressivamente diffuse nuove tecnologie digitali e di connettività, dall'altro si è ridotta la quota delle "utilitarie" a favore dei "Suv piccoli/compatti". Aumentando il contenuto tecnologico e la dimensione degli autoveicoli, molti produttori si sono collocati in una fascia alta di prodotto, con prezzi medi di listino più elevati, puntando a maggiori margini per singola autovettura; una scelta che però è difficilmente perseguibile in tempi di inflazione elevata e redditi reali compressi.

Anche il mercato dell'elettrico, soprattutto in assenza di incentivi, sconta prezzi elevati e notevoli differenziali rispetto ai veicoli a combustione interna, causati in primis dalle batterie che incidono circa per il 40% sul totale dei costi dei materiali. Inoltre, la disponibilità ancora limitata delle colonnine per la ricarica non consente di superare il timore diffuso che le auto elettriche non offrano un'autonomia sufficiente. Nel complesso, l'incertezza normativa sui motori a combustione interna e i prezzi elevati, specie per le auto elettriche, su cui pesano anche i ritardi nello sviluppo infrastrutturale, scoraggiano le decisioni di acquisto delle famiglie, che infatti si stanno sempre più orientando sul mercato dell'usato anziché del nuovo².

Ad una domanda debole si accompagnano poi le difficoltà dei Governi nazionali a fornire un supporto pubblico efficace al settore. Per aumentare la quota di auto elettriche, i Governi europei hanno agito per lo più con incentivi all'acquisto, ma dato che la produzione di auto elettriche è principalmente non europea, in tal modo si finisce per supportare in larga parte produzioni estere, non collegate a forniture italiane.

¹ Si veda il focus *Automotive* nel rapporto di previsione di Ottobre 2024 per maggiori approfondimenti e per i riferimenti alle fonti.

² Il rapporto tra usato e nuovo negli acquisti di autovetture è passato da 1,6 nel 2019 a 1,8 nel 2023 a 2,0 nel 2024. Nel segmento delle auto elettriche, pur attestandosi ancora su valori molto bassi rispetto alle auto tradizionali, il rapporto tra usato e nuovo è raddoppiato tra 2023 e 2024 (da 0,2 a 0,4; fonte UNRAE).

A livello mondiale, il settore auto cinese è diventato negli anni fortemente competitivo. Già primo paese per numero di auto prodotte al mondo prima della pandemia, nel 2023 secondo l'OICA la Cina ha prodotto il 32% del totale (58% se si guardano i soli veicoli elettrici, dati UNCTAD³), molto superiore alle auto prodotte nell'Unione Europea (16%, incluso UK) che invece era stata per decenni il leader mondiale del settore. Se fino alla grande crisi finanziaria, nella UE si concentrava circa il 27% della produzione mondiale dei veicoli a motore (circa 18 milioni in media tra il 2004 e il 2007), la Cina ha rapidamente aumentato la propria quota, da circa l'8% nel 2004 (5 milioni di veicoli) al 24% nel 2010 (18 milioni), superando i competitor europei che in quello stesso anno producevano "solo" 17 milioni di veicoli, pari a circa il 22% del totale.

B. Crisi della moda – motivi specifici Nel post pandemia, dopo una breve e vivace ripresa, il settore ha cominciato a soffrire (lusso incluso) e le imprese della moda (soprattutto quelle più piccole, secondo le indicazioni qualitative raccolte da associazioni del settore) hanno visto una diminuzione verticale degli ordini, merce accantonata nei magazzini e conseguente stallo nella produzione. Fino ad arrivare alla forte contrazione iniziata nel 2° semestre 2023, che non sembra arrestarsi, e che colpisce nel 2024 tutti e tre i settori riconducibili alla moda: la pelletteria, l'abbigliamento, il tessile.

Nel breve termine, i segnali di ripresa restano limitati. Le tensioni geopolitiche in Medio Oriente e il conflitto tra Russia e Ucraina, insieme al rallentamento dell'economia tedesca e alla debolezza dei consumi in Cina, stanno raffreddando mercati chiave per il settore moda. La domanda interna di beni di lusso è prevista rimanere contenuta: l'aumento dei prezzi durante la fase iper-inflazionistica, in particolare per i brand del lusso, combinato agli elevati tassi di risparmio attuali, rischia di allontanare i consumatori "aspirazionali". Allo stesso tempo, la ripresa in corso dei salari reali e l'inflazione più bassa dovrebbero favorire una lieve ripresa della spesa anche nel settore moda.

In una prospettiva di lungo termine, il settore deve affrontare due sfide principali. La prima, lato offerta, riguarda la necessità di un consolidamento produttivo per superare l'eccessiva frammentazione di un comparto caratterizzato dalla prevalenza di micro, piccole e medie imprese. La seconda sfida, lato domanda, consiste nell'intercettare i potenziali cambiamenti nelle preferenze dei consumatori. In primo luogo, l'invecchiamento della popolazione implica il superamento di un modello di crescita basato soprattutto sui consumatori più giovani, target usuale del settore moda, e la necessità di ri-orientarlo per cogliere le esigenze della Silver Generation (over 50), una fascia di popolazione in espansione e con elevata capacità di spesa. Inoltre, una serie di fattori (tra cui una maggiore attenzione per la sostenibilità ambientale e il riutilizzo, o scelte più orientate al rapporto qualità/prezzo) potrebbero alimentare la crescita relativa di segmenti quali il mercato dell'usato o delle repliche dei prodotti di alta gamma.

C. Crisi della Germania - motivi specifici Sulla manifattura europea pesa molto la crisi della Germania (-0,2% il PIL nel 2024, dopo -0,3% nel 2023), che è la prima economia e anche la prima industria del continente (-3,3% la produzione manifatturiera nel 2024). I motivi di questa flessione sono molteplici.

La Germania ha visto negli ultimi anni completamente rovesciato il proprio paradigma produttivo. Era il paese UE con la più elevata dipendenza dal gas russo (più dell'Italia) e il maggior peso dei settori energy intensive sul valore

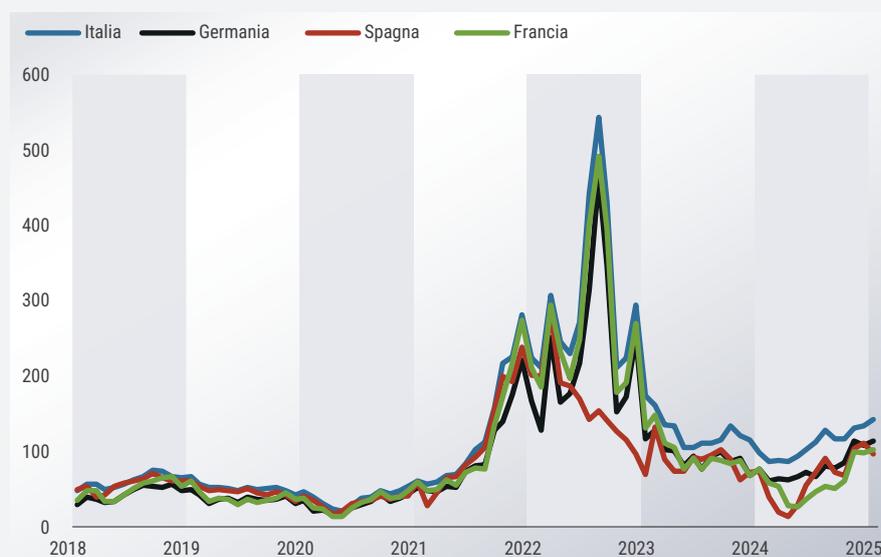
³ <https://unctad.org/news/shifting-map-car-production-reflects-changing-patterns-trade-and-investment>

aggiunto totale; per questo sta risentendo più di altri del rincaro dell'energia. Era il paese con le maggiori connessioni economiche con l'Europa dell'Est, particolarmente colpita dal conflitto in Ucraina. Era il paese europeo più esposto verso la Cina in termini di export (6,3% la Germania, 2,6% l'Italia) e ha realizzato ampi surplus commerciali nel decennio scorso; ma non sarà più in grado di farlo in futuro perché la Cina sta profondamente riducendo l'import dai paesi occidentali, sia per ragioni geopolitiche sia perché è diventata un produttore manifatturiero sempre più autonomo. Il sistema produttivo tedesco, inoltre, è quello meno diversificato in Europa, perché molto concentrato sul settore automotive (20,6% della manifattura, prima della crisi), che è proprio il settore più in crisi.

Difficile che tali criticità si possano risolvere tutte nel breve termine. Avere un'economia tedesca molto debole già da due anni è un problema per l'intera Europa e in particolare per l'industria italiana, visto che rimane il primo mercato di destinazione dei nostri prodotti manufatti.

D. Costo elevato per l'energia Il costo dell'energia penalizza le imprese italiane: a febbraio 2025 il prezzo dell'elettricità nel nostro paese (PUN) è stato in media pari a 150 euro/mwh, molto più alto dei prezzi sulle altre borse elettriche in Europa, ovvero 128 €/mwh in Germania, 123 in Francia, 108 in Spagna (dati rilevati dal GME). Nell'ultimo anno il prezzo dell'elettricità è aumentato del 44% in Italia, del 49% in Germania, del 34% in Francia e del 30% in Spagna: lungo tali rincari, il livello dei prezzi in Italia si mantiene sempre maggiore che nel resto d'Europa (Grafico A).

Grafico A
Elettricità più cara in Italia
(Borse elettriche, dati mensili, euro/mwh)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati GME.

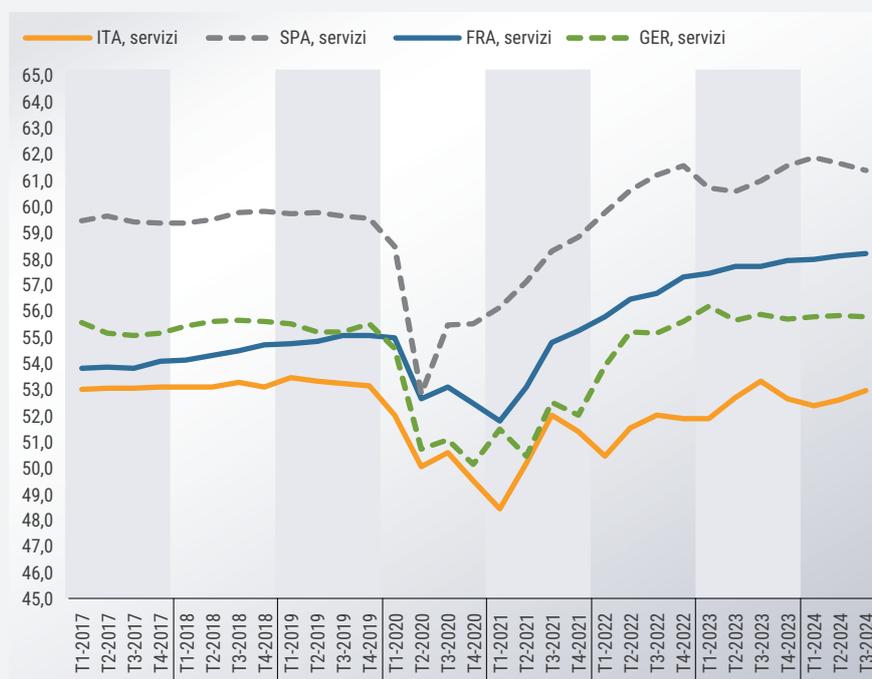
Ai livelli di prezzo precedenti il conflitto tra Ucraina e Russia, cioè nel 2018-2019, i costi energetici (per gas, elettricità, petroliferi, etc.) pesavano per circa il 4,0% del totale dei costi della manifattura italiana. Con il balzo dei prezzi del 2022, questa percentuale è schizzata intorno all'8,0% in Italia, un peso insostenibile per le imprese, mentre in Germania è salita a 7,2% (da 4,0%) e in Francia solo al 4,8% (da 3,9%): quindi lo shock energetico ha penalizzato di più la nostra industria. Poi si era avuta una fase di moderazione dei prezzi energetici nel 2023, ma il rincaro che si sta manifestando per gas e elettricità dai primi mesi del 2024 minaccia di far impennare di nuovo il peso dei costi energetici nei bilanci delle imprese industriali italiane, erodendone la competitività.

E. Prezzi e tassi alti, Eurozona debole, domanda bassa Una ragione importante per cui l'industria in generale va male, non solo in Italia, è la debolezza dell'economia europea che viene da tre anni di alta inflazione, fin dallo shock energetico del 2022. E viene anche da altrettanti anni di alti tassi di interesse, che sono stati la risposta a quella inflazione elevata. Prezzi e tassi elevati hanno frenato la domanda aggregata in tutta l'Eurozona: basta guardare alla crescita del PIL dei diversi paesi europei per capire che siamo in una fase ciclica negativa. Ciò a causa sia della compressione dei redditi reali, che si è determinata con l'alta inflazione, sia perché i tassi alti avevano proprio l'obiettivo di frenare i consumi e gli investimenti, ovvero la domanda interna, per raffreddare la dinamica di fondo dei prezzi. Se la domanda di beni (sia finali che intermedi) è frenata fin dal 2022, non deve sorprendere che la produzione di beni in Italia e negli altri paesi UE sia risultata in riduzione negli ultimi due anni.

F. Preferenza per i servizi rispetto ai beni Nell'ultimo quinquennio il comportamento di spesa delle famiglie ha subito cambiamenti significativi. Durante il periodo delle restrizioni sanitarie a causa del Covid (2020), la spesa si è concentrata principalmente sui beni, grazie anche alla possibilità di acquistare *online*, mentre il consumo di servizi (es. ristorazione e turismo) ha subito un drastico calo. Con la progressiva riapertura di tutte le attività produttive, questa tendenza si è lentamente invertita: le famiglie hanno aumentato, in maniera più o meno repentina a seconda del paese, la quota della spesa destinata ai servizi, a discapito di quella per i beni (2021-2022). Secondo gli ultimi dati disponibili, le quote sono infine tornate su livelli simili a quelli pre-pandemia, pur con differenze tra paesi (Grafico B).

Grafico B Normalizzazione dei trend nelle preferenze di spesa delle famiglie

(Spesa in servizi, % sui consumi finali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Negli Stati Uniti, le famiglie sono tornate ad allocare circa il 66% dei loro consumi in servizi, avvicinandosi ai livelli pre-pandemia ma con una quota ancora leggermente inferiore (-1,6 punti). Sembra che l'effetto di recupero

per il settore dei servizi si stia esaurendo, e la quota corrispondente, che già prima della pandemia era in leggera diminuzione, potrebbe stabilizzarsi a livelli inferiori rispetto al passato.

In Europa, la quota della spesa per i servizi ha invece più che recuperato i livelli pre-pandemia già a fine 2022 (+0,8 punti), con una certa eterogeneità tra i paesi membri. In Francia, dove già alla fine del 2021 c'era stato un pieno recupero, la quota dei servizi ha ora superato i livelli pre-pandemia di 3 punti, segnalando una preferenza più marcata per questi consumi. La Spagna, che ha recuperato i livelli pre-Covid all'inizio del 2022, come la Germania, segue un andamento simile, registrando oggi un incremento di 2 punti rispetto al pre-pandemia. In Italia, dove il recupero dei servizi aveva subito una battuta d'arresto a inizio 2022 e si era completato alla fine del 2023, con qualche ulteriore piccola oscillazione nel 2024, la quota di consumi di servizi si è attestata poco sotto i livelli pre-pandemia (-0,3 punti nel 3° trimestre 2024).

Dunque, l'effetto della pandemia sulla composizione della spesa si è quasi del tutto riassorbito. La marcata preferenza per i servizi rispetto ai beni, comune a USA ed Europa, ha contribuito alla debolezza della domanda nella manifattura nei primi anni post-Covid (2022-2023), ma sembra quasi del tutto normalizzata nel 2024, cioè tornata sui trend nazionali precedenti la pandemia. Quindi per il futuro ci si aspetta un recupero della domanda di beni in linea con quella di servizi.

Altri indicatori di performance delle imprese manifatturiere italiane. L'andamento della produzione è solo una delle dimensioni lungo cui misurare la performance delle imprese industriali o dell'intero settore. Un altro indicatore importante è il valore aggiunto, cioè il fatturato al netto dei costi dei beni intermedi, che indica lo spazio a disposizione delle imprese per remunerare capitale e lavoro. Dall'analisi della dinamica del valore aggiunto, oltre che di altri indicatori di attività, quali esportazioni e investimenti, emerge un quadro meno cupo di quanto indichi la sola produzione.

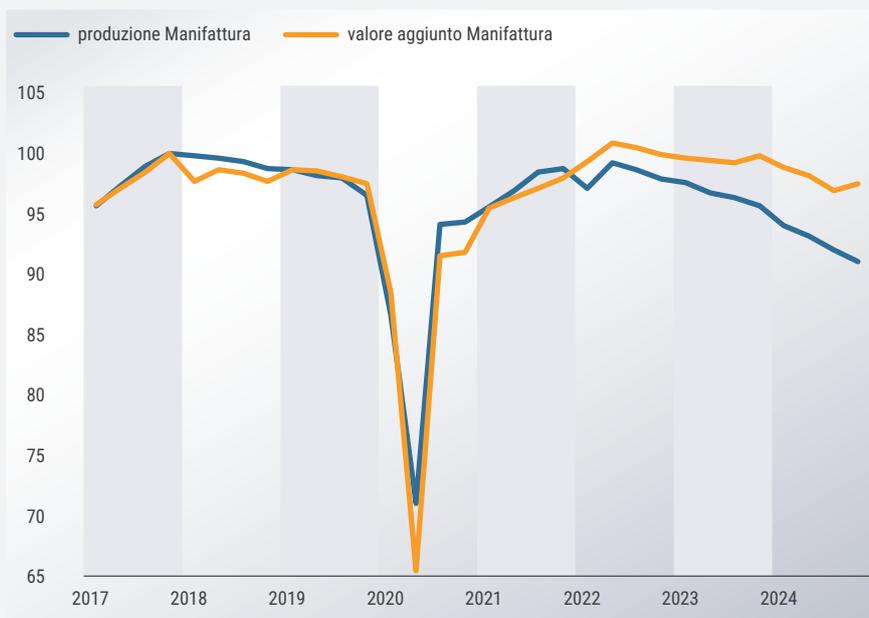
A. Il valore aggiunto cade meno della produzione Negli ultimi anni si è determinata una divaricazione significativa, nell'industria italiana, tra la produzione che crolla (-8,1% nel 4° trimestre 2024 sul 2° del 2022) e il valore aggiunto (in volume, cioè misurato al netto della dinamica dei prezzi) che sta scendendo molto meno (-3,5%). Nella manifattura, la forchetta apertasi tra le due variabili negli ultimi due anni è ancora più ampia che nel totale industria (-8,2% contro -3,3%): confrontando la dinamica trimestrale, si nota infatti che il valore aggiunto manifatturiero è calato con un po' di ritardo e con intensità inferiore rispetto alla produzione, ed è stato in controtendenza, quindi in crescita, nel 4° trimestre del 2023 e del 2024 (Grafico C).

Una prima spiegazione per il minor calo del valore aggiunto è la compressione dell'utilizzo di input intermedi da parte delle imprese, più ampia di quella del prodotto. Questo, a sua volta, può riflettere un efficientamento del processo produttivo, di cui vi è evidenza aneddotica, specie in relazione a soluzioni volte a ridurre il consumo energetico per unità di prodotto.

Altre spiegazioni includono un disallineamento nel processo di "doppia deflazione" (quella del valore della produzione e quella dei consumi di beni intermedi) sottostante al calcolo del valore aggiunto in termini reali; un decumulo di scorte di beni intermedi; una ricomposizione all'interno del manifatturiero verso comparti a più alto valore aggiunto; dentro gli stessi comparti, un miglioramento della qualità delle produzioni; pur in un contesto di bassa mortalità delle imprese, una più alta probabilità di uscita dal mercato di quelle a più basso valore aggiunto. Una volta disponibili dati disaggregati più recenti, sarà possibile investigare l'importanza relativa delle varie spiegazioni.

Grafico C Il valore aggiunto scende meno della produzione

(Italia, dati trimestrali, volumi, destag.,
indici T4-17=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

B. L'export di beni resta elevato

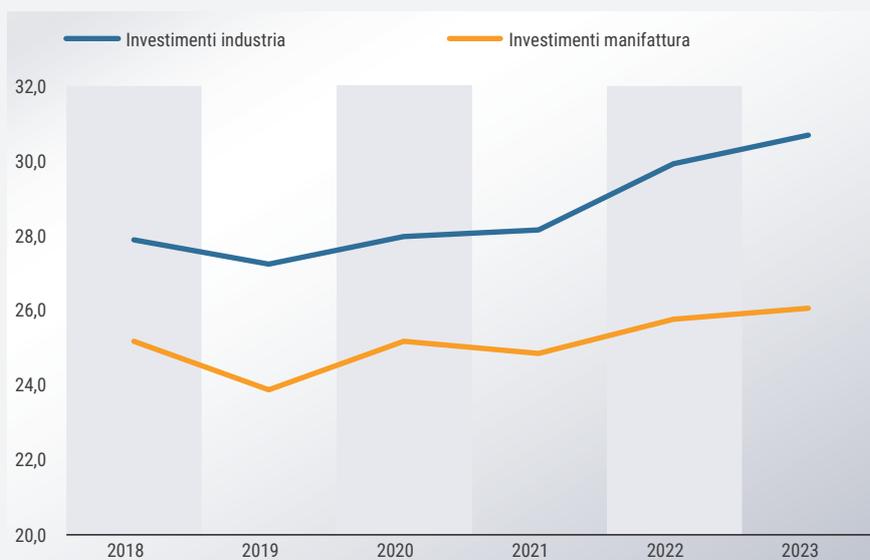
L'export italiano di beni rispetto al pre-pandemia, ovvero negli ultimi 5 anni, ha registrato l'aumento più elevato tra i principali paesi avanzati: +6,2% da fine 2019 a fine 2024 (a prezzi costanti), contro -4,7% in Germania, +1,9% in Spagna, +2,1% in Francia. Questo è vero nonostante la lieve flessione subita dal nostro export nel 2024 (-2,8% tendenziale nel 4° trimestre), comunque meno accentuata di quella registrata dall'export in Germania (-4,3%) e meno ampia rispetto alla caduta della nostra produzione industriale. In termini di valori complessivi di export raggiunti, al momento, dopo Cina, Germania e USA, siamo intorno ai livelli di Giappone e Corea del Sud. L'Italia è cioè tra i sei principali paesi esportatori al mondo. Poiché l'export di beni è, per la quasi totalità, frutto dell'attività industriale, questa performance, sia in termini di dinamica che di livelli, non è quella di un settore industriale in profonda crisi.

C. La propensione a investire è alta e crescente Negli ultimi anni in Italia si è avuto un forte aumento della propensione a investire. Il rapporto tra investimenti produttivi (ovvero al netto di quelli in abitazioni) e PIL è al 15,7% nel 2024, dal 14,0% nel 2019 (+1,7 punti)⁴. Anche guardando specificamente all'industria, nonostante il calo in termini di produzione, si registra un aumento marcato della propensione a investire: al netto delle costruzioni, gli investimenti in rapporto al valore aggiunto del settore sono saliti al 30,7% nel 2023, dal 27,3% nel 2019 (+3,4 punti). Nella manifattura, in particolare, la propensione a investire è cresciuta al 26,1% nel 2023, dal 23,9% (Grafico D).

⁴ Questa misura, però, include gli investimenti pubblici, non solo quelli delle imprese.

Grafico D Aumentata la propensione a investire dell'industria italiana

(In % del valore aggiunto, dati annuali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

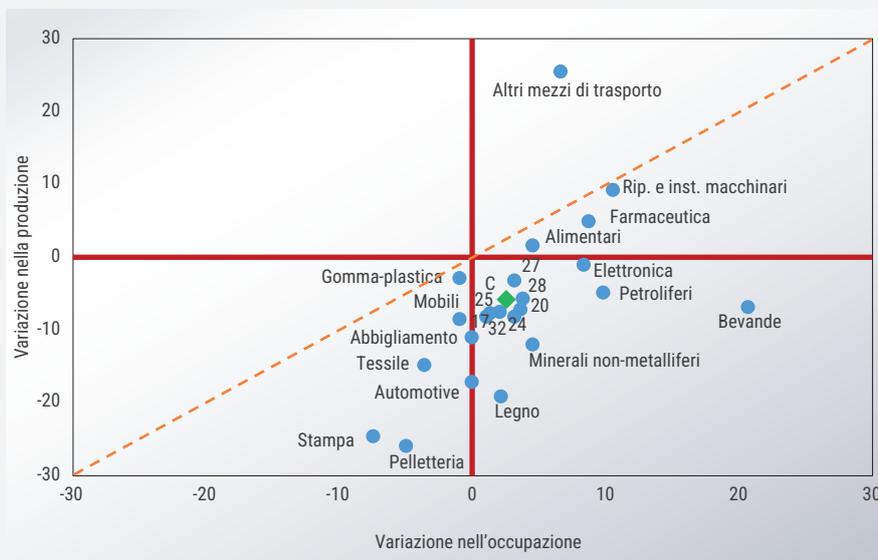
D. Tanta occupazione nel manifatturiero, anche senza crescita In un quadro post-pandemia caratterizzato in Italia da una elevata crescita dell'occupazione, specie se rapportata alla crescita del PIL, l'industria è il settore dove si è manifestato un vero e proprio fenomeno di "occupazione senza crescita". In particolare, nel manifatturiero il numero di persone occupate ha registrato un +2,5% nel biennio 2023-2024 contro il -5,9% della produzione e il -1,9% del valore aggiunto.

Il *labor hoarding* in fasi di rallentamento del ciclo è un tratto peculiare del mercato del lavoro italiano, specie nel settore industriale, favorito dal ricorso alla CIG, che è strutturalmente un programma inteso a permettere alle imprese di trattenere lavoratori, tramite riduzioni (totali o parziali) degli orari, con una integrazione del reddito da lavoro perso finanziata da contributi versati all'INPS. Nell'ultimo biennio, tuttavia, il *labor hoarding* nel manifatturiero italiano risulta particolarmente ampio se confrontato a periodi precedenti. Sia nella recessione 2008-09 sia in quella 2012-2013, infatti, la variazione dell'occupazione è stata negativa, seppur di intensità inferiore rispetto alla contrazione dell'attività, e accompagnata da un calo del monte ore lavorate ben più marcato, data la contemporanea riduzione degli orari di lavoro; l'aggiustamento sul margine intensivo, invece, è stato finora molto contenuto, con le ore lavorate pro-capite nel manifatturiero in solo lieve contrazione nel biennio 2023-2024 (-0,4%). L'entità del *labor hoarding* appare particolarmente ampia anche rispetto ad altri paesi: nel manifatturiero tedesco, in particolare, in cui le imprese contribuiscono e hanno quindi accesso al *Kurzarbeit*, un programma simile alla CIG, a fronte di un calo della produzione del 5% nel biennio 2023-2024, l'occupazione in aggregato nel settore ha tenuto (+0,2%), ma non è cresciuta.

Le spiegazioni per un così ampio *labor hoarding* sono molteplici e spaziano da attese di miglioramento a breve del ciclo e della domanda, a difficoltà di reperimento di manodopera con le competenze adeguate. Esse, inoltre, potrebbero declinarsi in maniera diversa nei vari comparti del manifatturiero, che d'altronde mostrano andamenti variegati anche rispetto all'andamento relativo dell'occupazione. Vi è un gruppo di comparti con andamenti allineati alla media del manifatturiero, graficamente evidenziati nella nuvola di punti nel quadrante in basso a destra del Grafico E intorno al rombo verde, che

Grafico E Relazione tra produzione e occupazione

(Var. % 2022-2024)



Al fine di facilitare la leggibilità del grafico, per alcuni settori è riportato il codice ATECO al posto del nome. Si veda la Tabella 1 per la corrispondenza tra nomi dei settori e codici. Il rombo verde indica i valori per il totale manifatturiero.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

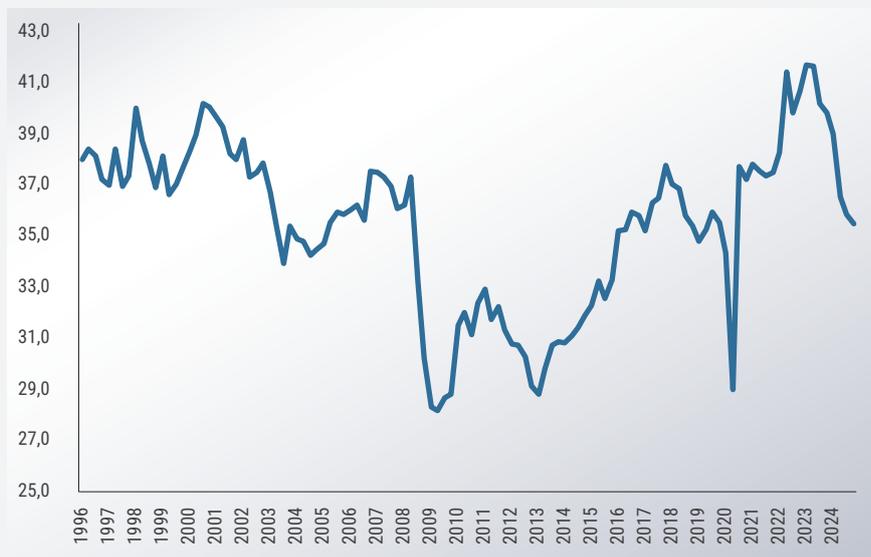
E. Temporaneo ampliamento della quota profitti La tenuta dell'occupazione nel manifatturiero, nonostante il calo dei livelli di attività nel biennio 2023-2024, si è associata, anzi è in parte stata resa possibile, dalla moderazione salariale registrata nelle prime fasi della crisi energetica. Quest'ultima, a sua volta, è attribuibile a un meccanismo di adeguamento delle retribuzioni contrattuali, concordato tra le parti sociali nel 2009, che implica che esse inglobino con ritardo eventuali pressioni inflazionistiche al di sopra delle attese, e in pratica spalma su più anni le fiammate dei prezzi, specie di natura importata, come quella osservata tra fine 2021 e fine 2022. La risposta ritardata dei salari agli aumenti dei prezzi ha comportato una temporanea riallocazione nella distribuzione del valore aggiunto tra fattori, con la quota a remunerazione del lavoro in calo nel 2022. Da metà 2023, tuttavia, con il rafforzamento della dinamica salariale nominale e il protrarsi della crescita occupazionale, la quota lavoro è tornata ad espandersi, e a fine 2024 si è attestata su valori superiori al 2021, in linea con quelli pre-pandemia.

Di converso, nel biennio 2022-2023 si è registrata una temporanea espansione della quota profitti, che ha sostenuto l'accumulazione di capitale (Grafico F e Grafico D, rispettivamente). Gli aumenti di redditività registrati nel 2022 potrebbero aver consentito alle imprese di erogare aumenti delle retribuzioni nominali dal 2023 senza che si innescassero pressioni inflazionistiche, nonostante la dinamica negativa della produttività (-3,9% nel 4° trimestre 2024 sul 4° 2021, -2,4% solo nell'ultimo anno). In prospettiva, una crescita dei salari nominali senza un rilancio della produttività potrebbe innescare un

circolo vizioso, sia in termini di spirale salari-prezzi (senza miglioramento del potere di acquisto) sia in termini di deterioramento della competitività del manifatturiero italiano, come riflessa dall'aumento già in atto del CLUP.

Grafico F Temporanea espansione della quota profitti

(Manifatturiero Italia; MOL* in % VA;
dati trim. destag.)



*Margine Operativo Lordo (MOL): Valore Aggiunto - Costo del lavoro, ricalcolato sul monte ore di lavoro totali, assegnando al lavoro indipendente un costo del lavoro unitario pari a quello del lavoro dipendente.

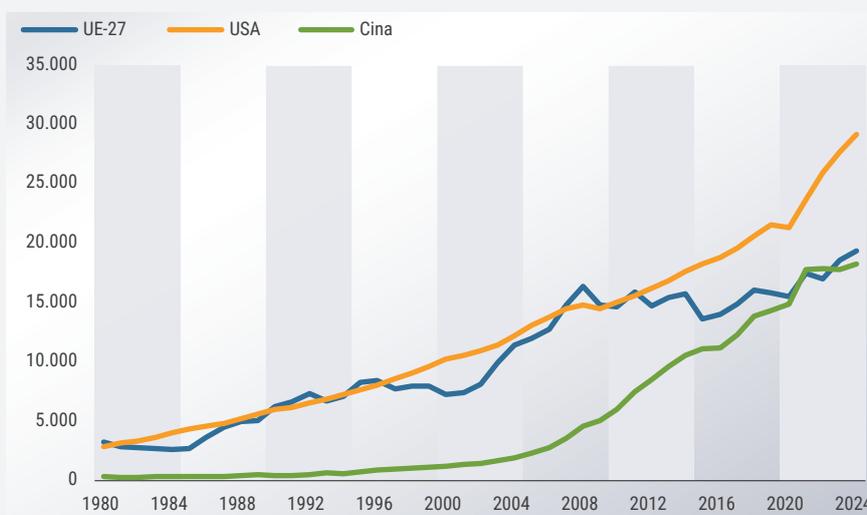
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

Focus 4 - Ampio e in aumento il divario di competitività dell'Unione Europea dagli USA

L'Europa perde terreno in termini di PIL Se fino al 2011 circa il PIL europeo era pari a quello USA e la Cina era piuttosto lontana, ora l'UE si trova allo stesso livello dei cinesi e ben distante dagli Stati Uniti. Questo è accaduto perché l'UE dal 2007 ad oggi ha registrato un tasso medio di crescita del +1,6% annuo contro il +4,2% degli USA e il +10,1% della Cina (a prezzi correnti, Grafico A); in tale periodo, quindi, il gap accumulato con gli Stati Uniti è di oltre 70 punti percentuali. Guardando al PIL pro-capite a parità di potere d'acquisto (PPA), quello USA è cresciuto di 7,8 punti percentuali più di quello UE.

Grafico A Rilevante il gap accumulato dall'UE rispetto agli USA

(PIL in valori correnti, miliardi di dollari)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI.

Dal 2000 al 2023, il valore aggiunto manifatturiero nella UE è sceso dal 24,2% del totale mondiale al 15,6%, un crollo simile a quanto accaduto negli Stati Uniti (-9,6 punti percentuali nel periodo 2000-2023). La Cina, invece, ha visto una crescita elevatissima della sua quota della manifattura mondiale, passando dal 6,0% del 2000 al 31,4% del 2023.

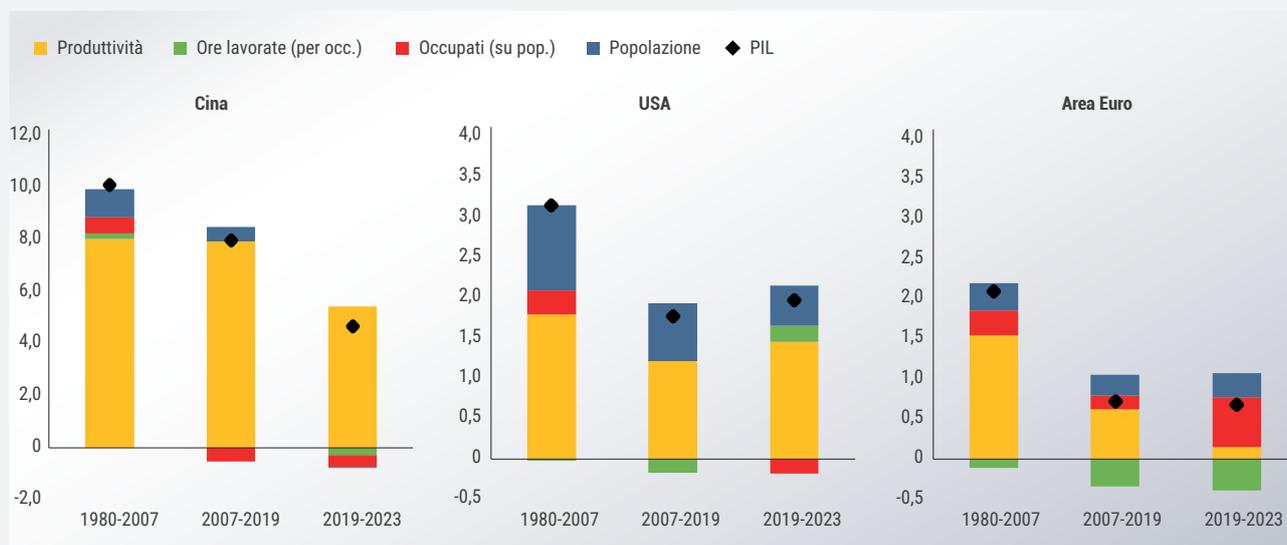
Tutto ciò ha quindi influito sulla dimensione mondiale dell'UE. Dal 2000 al 2023, infatti, l'UE ha sostanzialmente perso quote di PIL mondiale, espresso in PPA a parità di potere d'acquisto: circa -7 punti percentuali (dal 21,7% al 14,7%), che sono state conquistate dalla Cina (al 18,7% dal 6,6%). A politiche invariate, sulla base delle proiezioni di crescita del FMI, da qui al 2035 l'UE perderebbe altri 2,6 punti di quota di PIL mondiale.

Produttività in rallentamento... La perdita di quote di PIL mondiale, spiegabile con un'erosione della competitività relativa dell'Europa, è dovuta principalmente alla stagnazione della produttività del lavoro. Scomponendo in quattro fattori la crescita del PIL a prezzi costanti (popolazione, occupati, ore lavorate, produttività), è possibile comprendere da dove derivi il divario accumulato con Stati Uniti e Cina. In Europa la produttività del lavoro si è quasi fermata nel corso degli anni (+0,2% medio annuo nel periodo 2019-2023, dal +0,6% nel 2007-2019 e +1,6% tra 1980 e 2007)¹, tant'è che il PIL negli ultimi anni è stato sostenuto quasi solo dalla dinamica dell'occupazione (Grafico B).

¹ Non essendo disponibile il dato per UE 27 si sono utilizzati come proxy i dati per l'Eurozona.

Grafico B - Produttività dell'Eurozona in forte rallentamento

(PIL a prezzi costanti, scomposizione per fattori*, var. % media annua)



*PIL scomposto in quattro fattori: popolazione, occupati (su popolazione), ore lavorate (per occupato) e produttività (per ora lavorata).
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Conference Board.

Viceversa, negli Stati Uniti la crescita della produttività è stata il fattore trainante che ha sempre sostenuto il PIL (+1,5% circa la media annua dal 1980), insieme ad una dinamica demografica particolarmente positiva che ha contribuito per un ulteriore +0,5% negli ultimi anni. In Cina, invece, la produttività è stata il fattore di gran lunga più rilevante dal 1980 a oggi con un contributo medio annuo del +7,9%.

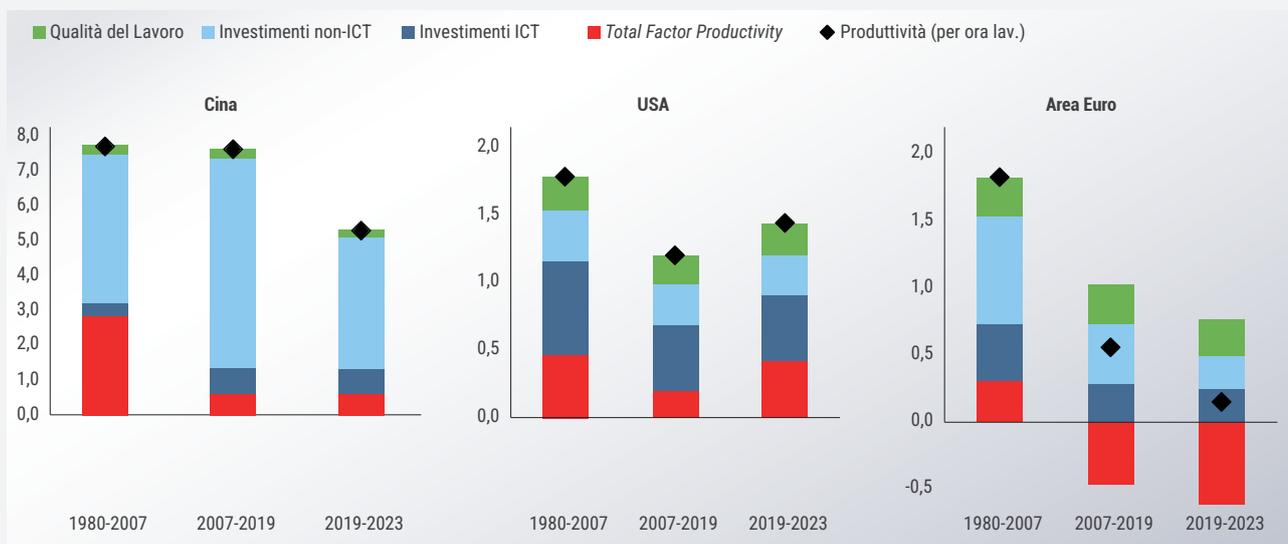
La stagnazione della produttività del lavoro nella UE deriva da un'allocazione inefficiente delle risorse, da un ridotto progresso tecnologico e da minori investimenti rispetto a Cina e Stati Uniti.

... a causa di bassi investimenti In particolare, scomponendo ulteriormente la produttività del lavoro in 4 fattori, nell'ultimo quinquennio, per gli USA gli investimenti in ICT hanno fornito il contributo principale (+0,5% la media annua, Grafico C) alla sua crescita sostenuta. In Europa, invece, il contributo più rilevante deriva dalla "qualità del lavoro", misurata come qualifica dei lavoratori (+0,3%). Questo fattore è più alto, seppur di poco, di quello degli Stati Uniti e della Cina (entrambe +0,2% di media annua). Quindi, l'Europa ha già i lavoratori necessari ad aumentare la propria produttività, ma una scarsa dinamica degli investimenti, specialmente quelli ad alto contenuto tecnologico, non permette di liberare completamente il potenziale della sua forza lavoro. Infine, la voce residuale di questa scomposizione, che per convenzione chiamiamo *Total Factor Productivity*, indica il progresso tecnologico o l'efficienza globale del sistema economico. In UE questo fattore frena molto la produttività, al contrario di quanto accade in USA e Cina.

Difatti, tra il 2000 e il 2022, gli investimenti "produttivi" (cioè al netto di quelli residenziali) nell'UE sono stati sistematicamente inferiori rispetto agli USA – la differenza è stata in media di circa 1,1 punti di PIL l'anno.

Grafico C - Produttività in USA e Cina trainata dagli investimenti

(produttività per ora lavorata, scomposizione per fattori, var. % medie annue)

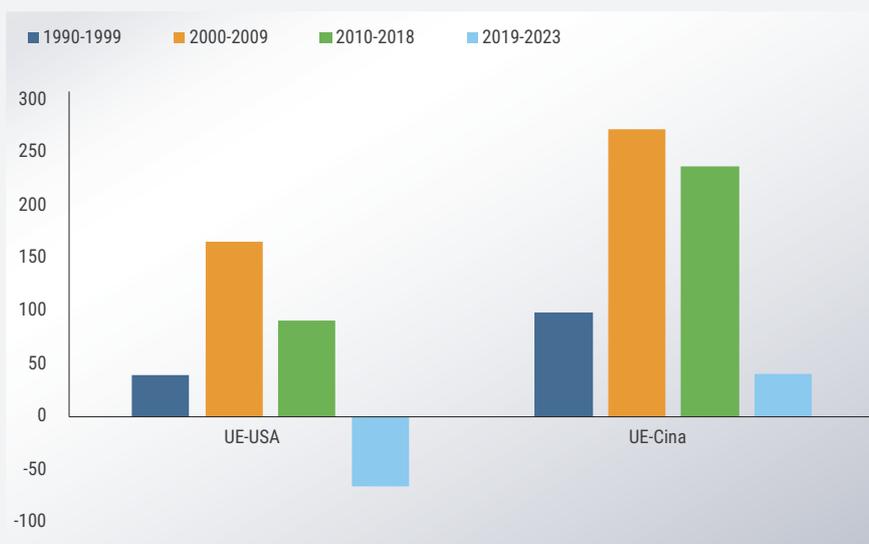


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Conference Board.

Inoltre, negli ultimi anni sono crollati gli investimenti diretti esteri in Europa (IDE), sintomo di una scarsa attrattività del continente. I paesi UE, nel complesso, sono stati la principale destinazione degli IDE fino al 2018: tra il 2010 e il 2018, 365 miliardi di dollari all'anno nella UE, 274 negli USA (circa 90 miliardi in meno, Grafico D) e 128 in Cina (circa 240 miliardi in meno). Nell'ultimo quinquennio, però, con un calo degli IDE di 150 miliardi di dollari annui rispetto al periodo precedente (-44%), l'UE è stata superata dagli USA e avvicinata dalla Cina (a soli -40 miliardi).

Grafico D Calano in Europa gli investimenti diretti esteri

(differenza fra IDE in entrata, medie annue, miliardi di dollari)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su UNCTAD.

Rilanciare ricerca e sviluppo L'UE risulta oggi dietro alla Cina anche per gli investimenti in ricerca e sviluppo rispetto alla dimensione dell'economia. Il gigante asiatico ha speso nel 2021 circa il 2,4% del PIL, contro un totale europeo del 2,3%. Ancora più duro il confronto con gli USA: dal 2000 ad oggi il gap accumulato rispetto agli Stati Uniti ammonta a oltre 17 punti di PIL. Delle prime 20 società al mondo per spesa in R&S, solamente due sono basate in UE, contro 11 statunitensi. Occorre invertire la rotta, con politiche che favoriscano gli investimenti, non lasciando però solamente ai singoli stati l'iniziativa ma tramite una politica industriale veramente europea.

Difatti, anche il primato "intellettuale" dell'UE è a rischio: nel 2019 l'UE deteneva il più alto numero di brevetti registrati al mondo (circa 55mila), superiori agli USA (52mila) e alla Cina (41mila). Quest'ultima però è cresciuta a ritmi impressionanti, visto che il 78% dei suoi brevetti è stato depositato a partire dal 2009. Se questi tassi di crescita venissero mantenuti nei prossimi anni, basterebbero tre anni alla Cina per superare USA e UE.

I bassi investimenti sono dovuti in parte a un generale sottodimensionamento e una bassa capitalizzazione delle imprese europee rispetto agli altri due grandi blocchi. Tra le prime dieci società per azioni mondiali 6 sono statunitensi e 3 sono cinesi². La prima europea si trova al 25esimo posto. Anche lo scarso dinamismo dei capitali finanziari in UE è un freno alla crescita dimensionale delle imprese e agli investimenti. Basti pensare che il mercato azionario USA nel 2021 era di circa tre volte superiore a quello europeo, contando rispettivamente per il 227% del PIL e l'81%³. Il Venture Capital in UE vale solo lo 0,2% del PIL contro lo 0,7% degli USA. È urgente quindi avanzare sulla realizzazione della Capital Markets Union, per dare un nuovo impulso allo sviluppo e all'integrazione dei mercati finanziari europei, rendendoli più attrattivi per le imprese e in particolare facilitando l'accesso a nuovi capitali da parte delle PMI.

Migliorare e completare il mercato unico Parte del *gap* accumulato con gli USA sulla produttività deriva da una non completa integrazione del mercato a livello europeo. Questo crea degli ostacoli allo scambio di beni e servizi all'interno dell'UE. Secondo alcune stime del FMI le barriere non tariffarie, come la carenza di infrastrutture adeguate ai confini o la mancata armonizzazione di alcune regole, possono aumentare del 44% i costi dei beni manifatturieri e del 110% per i servizi⁴. Per una comparazione alcuni studi hanno calcolato che il peso di queste barriere per il commercio di beni fra stati negli USA valga circa il 13%. Una semplice simulazione del Fondo Monetario calcola che se l'UE riuscisse a diminuire queste barriere al livello degli Stati Uniti, la produttività aumenterebbe del 6,7%.

La mancata armonizzazione delle regole e una sostanziale proliferazione normativa rappresentano un costo molto importante per le imprese europee e un fattore che diminuisce l'attrattività dell'UE come luogo per fare impresa⁵. Il Rapporto Draghi ha indicato che, tra il 2019 e il 2024 l'UE ha approvato

² In base a 4 variabili: fatturato, profitti, attività finanziarie e valore di mercato.

³ Si veda: Thomadakis, A., Lannoo, K. and Moloney, N. (2022), *Time to re-energise the EU's capital markets – Building investable and competitive ecosystems*, CEPS-ECMI Study, Centre for European Policy Studies.

⁴ Si veda: Regional Outlook Europe, International Monetary Fund, October 2024, Washington DC.

⁵ Ad esempio, uno studio recente ha valutato che la compliance al GDPR ha comportato una diminuzione dell'8% in media dei profitti e del 2% per le vendite. Tuttavia, questo effetto sparisce per le grandi imprese dell'IT. Si veda: Chen, C, Frey C B e Presidente G. (2022), *Privacy Regulation and Firm Performance: Estimating the GDPR Effect Globally*, *The Oxford Martin Working Paper Series on Technological and Economic Change*, No. 2022-1.

circa 13.000 atti, rispetto ai soli 3.500 atti legislativi e alle 2.000 risoluzioni a livello federale negli Stati Uniti. Inoltre, il Consiglio non utilizza adeguatamente le valutazioni di impatto ex ante degli atti legislativi, che potrebbero quindi quantomeno far ripensare alcune norme prima che vengano promulgate.

Abbassare il costo dell'energia Un fattore che influisce negativamente sull'attrattività dell'UE è indubbiamente l'elevato costo dell'energia. Le imprese europee, nel 2024, pagavano in media prezzi del gas naturale 5 volte superiori agli USA (2,19 \$/mmbtu contro i 10,96 in UE) e prezzi dell'energia elettrica, nel 2023, del 158% superiori. Le imprese italiane sono ulteriormente svantaggiate: difatti, pagano molto di più per l'elettricità (150 €/MWh a febbraio 2025) rispetto agli altri grandi paesi europei: +42€ rispetto a quelle spagnole, +27€ alle francesi e +12€ a quelle tedesche. Questo rappresenta un indubbio svantaggio competitivo permanente che impatta ed erode la competitività delle imprese europee. L'Europa dovrebbe quindi supportare gli Stati membri nella costruzione di un mix energetico in grado di conciliare tutte le fonti di energia, nelle loro forme progressivamente più decarbonizzate, in un'ottica di piena pluralità e neutralità tecnologica. Oltre a proseguire sulla strada delle rinnovabili, che hanno costi decrescenti negli ultimi anni, sarà rilevante anche sviluppare nuove tecnologie come il nucleare di piccola taglia (*Small Modular Reactor* e *Advanced Modular Reactor*) in grado di fornire energia pulita con costi contenuti⁶.

Occorrerebbe anche ripensare alcuni meccanismi come ETS e CBAM, che potrebbero comportare importanti svantaggi competitivi per le imprese europee, nonostante il vecchio continente sia già molto più sostenibile degli altri grandi blocchi⁷. Se si rimuovessero le quote ETS gratuite utilizzate dalle imprese italiane nell'ambito, questo comporterebbe in media un incremento dei costi diretti di produzione del 3%, con picchi del 6% in alcuni settori⁸.

⁶ Recenti studi hanno dimostrato che gli Small Modular Reactors hanno un costo livellato dell'energia minore, ad esempio, di un impianto termoelettrico a gas naturale. Si veda Asuega A., Limb B. J., Quinn J. C., (2023) *Techno-economic analysis of advanced small modular nuclear reactors*, Applied Energy, Volume 334.

⁷ Si veda Focus n.2, La manifattura italiana ed europea ai primi posti per la sostenibilità, Centro Studi Confindustria, aprile 2025.

⁸ Si veda Focus n.6, ETS e CBAM: quali rischi per la competitività delle imprese, Centro Studi Confindustria, ottobre 2024.

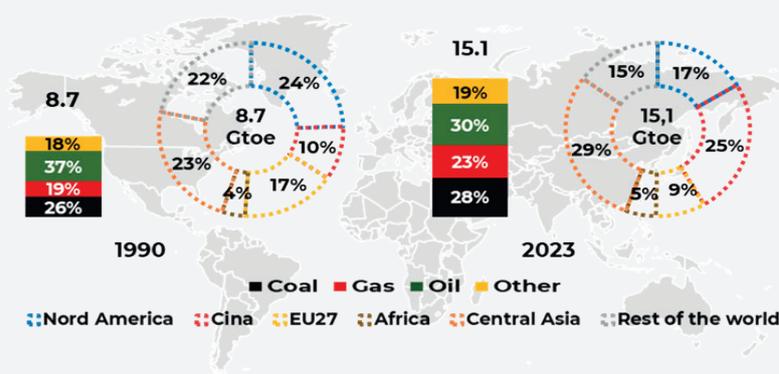
Focus 5 - Mix energetico in evoluzione dal mondo all'Italia: bilanciare sicurezza, ambiente e costi

Il settore energetico mondiale sta attraversando una profonda trasformazione con il passaggio cruciale da fonti tradizionali, come carbone e legna, altamente inquinanti e/o poco efficienti, a favore di soluzioni più moderne, come le energie rinnovabili.

Negli ultimi trent'anni, la domanda globale di energia è quasi raddoppiata, passando da 8,7 Gtep (miliardi di tonnellate di petrolio equivalente) nel 1990 a 15,1 Gtep nel 2023. Questo incremento è stato accompagnato da uno stravolgimento nella geografia dei consumatori: la Cina ha assunto un ruolo di primo piano tra i principali consumatori, superando Stati Uniti ed Europa (Grafico A).

Grafico A
Domanda di energia per combustibile (istogramma) e per area geografica (torta)

(Gtep e quote%)



Fonte: IEA WEO 2024.

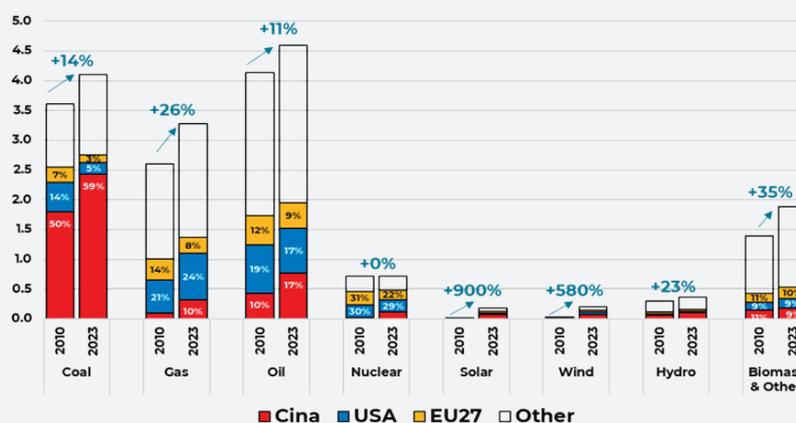
Evoluzione del mix energetico globale Analizzando la composizione del mix energetico mondiale, si osserva che nell'ultimo trentennio il gas naturale ha registrato l'incremento più significativo, sia in termini assoluti sia di quota di mercato (dal 19% nel 1990 al 23% nel 2023), grazie allo sviluppo delle infrastrutture di trasporto (pipeline e GNL) e alla diffusione delle centrali a ciclo combinato che hanno favorito il ricorso a questa fonte nel settore della generazione elettrica. Il carbone, nonostante l'elevato impatto ambientale, continua a mantenere un ruolo rilevante (è cresciuto dal 26% nel 1990 al 28% nel 2023) soprattutto in alcune aree prive di meccanismi di *carbon pricing*, grazie al basso costo.

Cina, Stati Uniti ed Europa, i tre principali mercati, responsabili congiuntamente di circa il 50% del consumo di energia mondiale, hanno seguito traiettorie energetiche differenti basate su strategie di sviluppo diversificate.

La Cina, ad oggi il primo produttore e consumatore di carbone al mondo, ha puntato prevalentemente sullo sfruttamento del carbone domestico al fine di limitare al massimo la dipendenza dalle forniture estere e dalle oscillazioni dei prezzi internazionali delle commodities, favorendo, inoltre, lo sviluppo economico nazionale. Tale strategia ha consentito al paese una marcata flessibilità (es. ampia e diversificata *spare capacity*¹ nei settori chiave) per fronteggiare eventi inattesi (Grafico B).

¹ Capacità di riserva inutilizzata in condizioni normali ma utile a fronteggiare picchi di domanda energetica, che possono verificarsi in situazioni anomale derivanti dal clima o altri eventi eccezionali, limitandone gli effetti sui mercati.

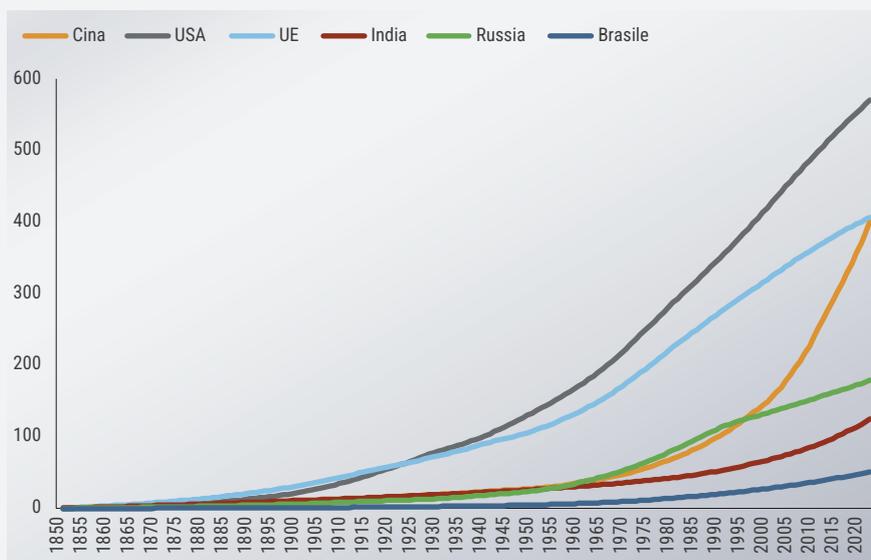
Grafico B Domanda di energia mondiale (Gtep e quote%)



Fonte: IEA WEO 2024.

Le traiettorie energetiche dei tre paesi tradotte in percorsi emissivi vedono la Cina assumere un ruolo di assoluto rilievo a livello globale. Nonostante lo sviluppo economico del paese sia iniziato in ritardo rispetto a Stati Uniti e UE, dagli anni '90 il profilo emissivo cinese ha registrato un cambio di passo, assumendo una traiettoria di tipo esponenziale. Il gigante asiatico è infatti attualmente responsabile di circa 1/3 delle emissioni totali e in termini cumulati è già sui livelli dell'Unione Europea (Grafico C).

Grafico C Emissioni cumulate in Cina al livello dell'UE (Emissioni totali gas effetto serra, GtonCO2e)



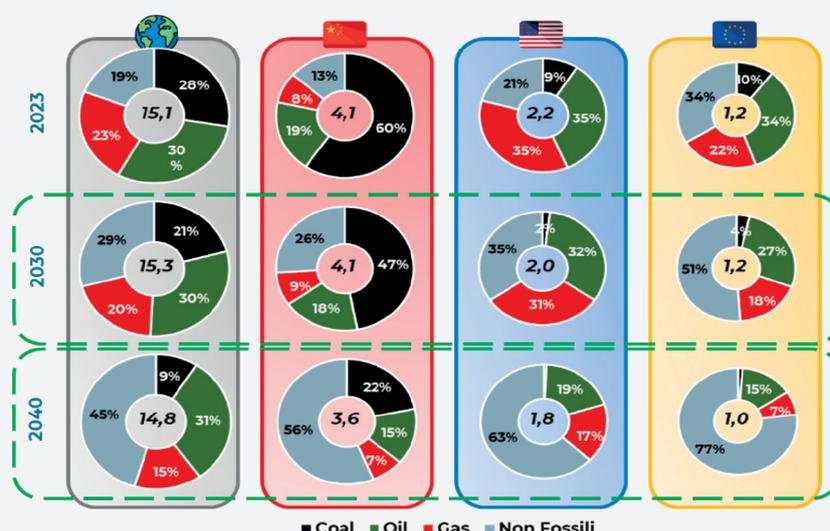
Fonte: Climate Watch e EDGAR.

La Cina riveste quindi un ruolo centrale nel processo di decarbonizzazione mondiale e in assenza del suo pieno contributo sarà difficile raggiungere gli obiettivi climatici dell'Accordo di Parigi, che prevedono di limitare l'incremento della temperatura globale ben al di sotto dei 2°C e di perseguire tutti gli sforzi per contenere tale incremento a 1,5°C.

Prospettive future e decarbonizzazione Nel contesto internazionale esistono attualmente molteplici scenari, elaborati da numerosi analisti, che hanno lo scopo di indicare una possibile direzione futura, fornendo un quadro di riferimento anche per indirizzare al meglio le scelte di *policy*.

Qui si descrive quello disegnato dall'International Energy Agency (IEA), ossia quello che i tre più grandi consumatori mondiali dovrebbero seguire, nei prossimi decenni, per raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione da loro stessi annunciati (Scenario APS², Grafico D). La IEA è uno dei tanti previsori presenti sul panorama energetico e, rispetto ad altri come l'IPCC³, presenta ipotesi di decarbonizzazione molto sfidanti e concentrate principalmente sul vettore elettrico.

Grafico D
Evoluzione mix energetico,
IEA-WEO, APS scenario
(Gtep)



Fonte: IEA WEO 2024.

Nello scenario APS di IEA, Cina, Stati Uniti e Unione Europea seguiranno traiettorie differenti, a causa di mix energetici di partenza disomogenei, diversi livelli di sviluppo economico e demografico, e differenze rilevanti negli obiettivi dichiarati dai governi.

² IEA: International Energy Agency, lo scenario considerato è lo scenario APS (Announced Policies) contenuto nel World Energy Outlook 2024. Tale scenario descrive un percorso energetico compatibile con il raggiungimento degli impegni di decarbonizzazione dichiarati dai paesi, entro le tempistiche definite, con un incremento di temperatura stimato nell'ordine di 1,7°.

³ IPCC: (Gruppo Intergovernativo sul Cambiamento Climatico) è un organismo delle Nazioni Unite creato nel 1988 dalla fusione di due entità: l'Organizzazione Meteorologica Mondiale (WMO) e il Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente (UNEP). Il suo scopo principale è valutare la scienza legata al cambiamento climatico. L'IPCC utilizza scenari sviluppati da altri ricercatori per le sue valutazioni, raggruppandoli in 8 categorie, tra queste quelle appartenenti alla categoria C1 (con probabilità di contenere l'incremento di temperatura entro 1.5° e limitato overshoot) sono circa 90.

In particolare:

- in Cina il passo della decarbonizzazione dovrebbe accelerare solo dopo il 2030, con la quota del carbone prevista in marcata riduzione, a fronte della crescita delle rinnovabili, in primis solare ed eolico. La sostenibilità di tale percorso rimane incerta nei tempi e nell'entità;
- negli Stati Uniti il gas continuerà a svolgere un ruolo chiave nel mix energetico almeno fino al 2030, per poi ridursi nel lungo termine. Tale tendenza appare ambiziosa e forse in contrasto con la recente evoluzione del contesto politico;
- l'Europa è prevista procedere con una decarbonizzazione più rapida, grazie all'aumento significativo della quota di fonti *low carbon* già entro il 2030. Tuttavia, il bilanciamento tra obiettivi climatici, sicurezza ed economicità dell'approvvigionamento rappresenterà una sfida cruciale e non necessariamente fattibile nei tempi e nei modi descritti.

Tra le leve identificate da IEA come centrali nel processo di transizione verso un sistema a basse emissioni, va menzionata l'elettricità che ha visto crescere il proprio ruolo nel mix dei consumi finali passando dal 14% del 1990 al 21% attuale (con picchi superiori al 30% in Cina) e che, nella traiettoria APS, è prevista raddoppiare la sua quota già al 2040.

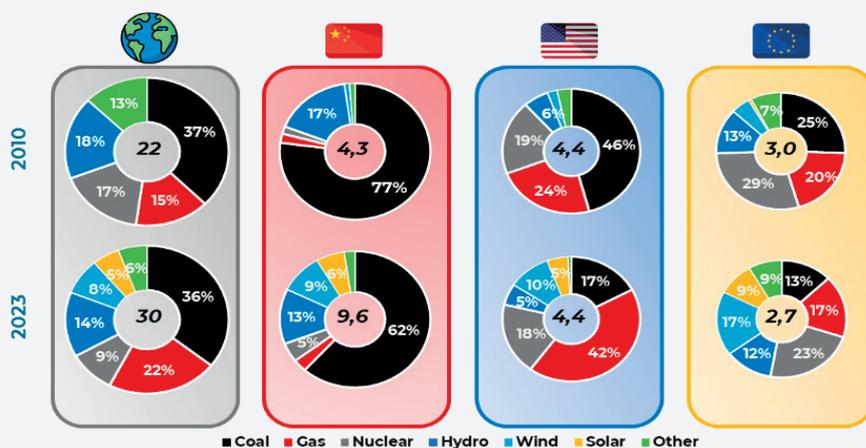
Il vettore elettrico, dotato di potenziali vantaggi in termini di efficienza e impatto ambientale se prodotto da rinnovabili, viene ad oggi generato in molti casi da fonti fossili come carbone e olio combustibile (es. Cina).

Evoluzione del mix elettrico globale Su scala globale, il mix di generazione elettrica ha subito graduali trasformazioni con la sostituzione di fonti meno efficienti e più costose (come il carbone e l'olio combustibile) con gas e rinnovabili. Ma su scala regionale persistono differenze significative.

In Cina il carbone rimane predominante, nonostante la crescita delle rinnovabili. Il settore elettrico è responsabile del 60% delle emissioni del paese e del 40% delle emissioni elettriche globali (Grafico E).

Negli Stati Uniti il mix elettrico è ancora dominato dalle fossili, con il gas che ha raddoppiato la sua quota tra il 2010 e il 2023 spiazzando il carbone. Tale processo ha portato evidenti vantaggi in termini emissivi: tra il 2010 e il 2023, le emissioni specifiche del settore elettrico si sono ridotte del 33%.

Grafico E
Evoluzione storica del mix elettrico
(1000 x TWh)



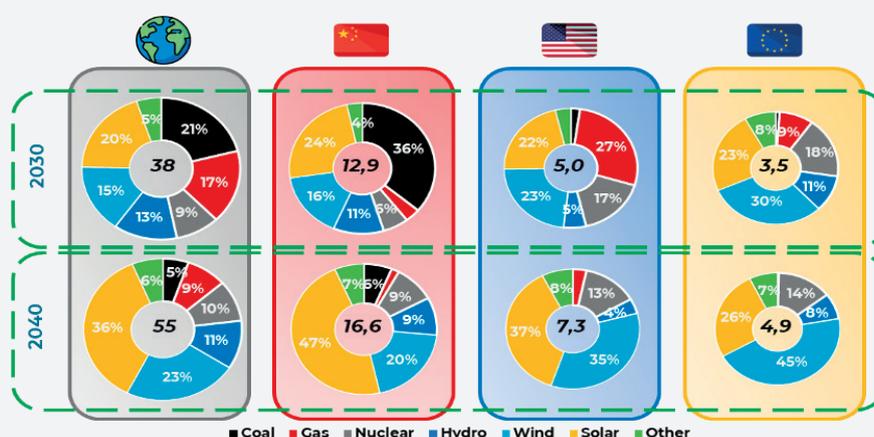
Fonte: IEA WEO 2024.

Nell'UE il processo di sostituzione delle fonti nel corso del tempo è stato guidato inizialmente dalla sicurezza ed economicità delle forniture, per poi concentrarsi prevalentemente sugli obiettivi ambientali dal 2015 in avanti. Lo sviluppo delle rinnovabili è stato supportato da politiche e incentivi mirati.

Al fine di raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione annunciati, IEA prevede che a fronte di una crescita della domanda mondiale di elettricità (attesa raggiungere il 42% dei consumi finali di energia; Grafico F):

- la Cina potrà mantenere il primato nella generazione elettrica, con un mix ancora esposto al carbone nel 2030, ma in accentuata riduzione al 2040 grazie al forte sviluppo della filiera solare ed eolica;
- gli USA vedranno un progressivo declino del carbone (quasi azzerato entro il 2030) e del gas (in uscita dal mix entro il 2040), con le rinnovabili che diventeranno dominanti.
- l'UE potrà completare l'uscita dalle fonti fossili entro il 2040, affidandosi prevalentemente a fonti rinnovabili come il solare e l'eolico.

Grafico F
Evoluzione del mix elettrico,
IEA-WEO, APS scenario
 (1000 x TWh)



Fonte: IEA WEO 2024.

I percorsi disegnati da IEA, per quanto in linea con gli obiettivi e le tempistiche di decarbonizzazione annunciati dai tre paesi/aree, modificano profondamente l'attuale assetto del settore elettrico, basandolo per la quasi totalità sulle fonti rinnovabili che sono però intermittenti e richiedono sistemi di integrazione⁴. In tali scenari si lascia poco spazio di crescita per altre fonti "continue" quali il nucleare e anche il gas naturale con la cattura e lo stoccaggio di carbonio (CCS), contraddistinte da idoneità ai fini ambientali.

Tali percorsi, inoltre, almeno finora, non tengono conto dell'impatto che lo sviluppo di data center e intelligenza artificiale (IA) potrà avere sulla domanda elettrica aggiuntiva e sul relativo crescente fabbisogno di fonti continue nel mix di generazione. L'aggiunta di nuova domanda elettrica da parte di un settore che potrà avere uno sviluppo esponenziale e che richiede in molti casi fonti continue di generazione elettrica rappresenta un elemento determinante nello sviluppo energetico futuro e renderà necessario adeguare le ipotesi sottostanti tali scenari anche attraverso la diversificazione delle leve della transizione.

⁴ Batterie, impianti di pompaggio, impianti flessibili con tempi di accensione ridotti e meccanismi di adeguamento della domanda alla disponibilità delle fonti.

Mix elettrico nei principali paesi europei Analizzando nel dettaglio i paesi europei (Grafico G), il quadro si articola ulteriormente per la presenza di livelli di consumo di elettricità e mix di generazione elettrica disomogenei, frutto prevalentemente delle scelte di politica energetica adottate da ciascun paese nel corso dei decenni. Germania, Francia, Italia e Spagna sono i primi quattro paesi per consumo di elettricità e sono responsabili congiuntamente di circa il 60% del totale delle emissioni UE.

Partendo dalla Germania (circa il 19% della generazione elettrica UE-27 nel 2023), storicamente il mix di generazione ha visto il carbone, prevalentemente di produzione domestica, ricoprire il ruolo di fonte energetica principale. Il peso del carbone, tuttavia, è progressivamente diminuito, arrivando nel 2023 a rappresentare circa il 27% del totale. Questo risultato è stato ottenuto grazie alla costruzione di centrali a gas, allo sviluppo delle fonti rinnovabili e alla riduzione della domanda, dovuta sia all'efficientamento dei consumi che al calo del comparto industriale. Il processo di conversione del parco elettrico verso le rinnovabili, con il gas come fonte di *backup*, ha subito una battuta d'arresto in seguito allo scoppio del conflitto russo-ucraino, che ha ridotto la disponibilità di gas a prezzi competitivi, mettendo in difficoltà il settore elettrico del paese. La Germania, inoltre, avendo già deciso di abbandonare il nucleare, ha spento l'ultimo reattore nell'aprile del 2023. Per far fronte alla carenza di gas russo, il governo tedesco ha avviato un rapido processo di realizzazione di rigassificatori (FSRU⁵) che nel giro di soli due anni dallo scoppio della guerra ha portato il paese a raggiungere l'Italia in termini di capacità di rigassificazione (poco meno di 20 bcm⁶, rispetto a consumi domestici di circa 75 bcm), con un obiettivo di raddoppio entro il 2030.

La Francia presenta il mix elettrico più decarbonizzato, con una quota di fonti a basse emissioni superiore al 90% e di conseguenza un impatto minore del sistema ETS sui prezzi dell'elettricità all'ingrosso. L'elevata quota di fonti a basse emissioni è legata alla diffusione del nucleare, una fonte flessibile, a basso costo e poco soggetta alle dinamiche geopolitiche internazionali. La forte presenza del nucleare nel mix ha fatto sì che le rinnovabili si sviluppassero a un ritmo inferiore rispetto agli altri paesi UE. Nonostante il gas naturale rivesta un ruolo limitato sia nel mix elettrico che nel consumo energetico complessivo (circa il 14%), il paese si è dotato di un'ampia capacità di rigassificazione (circa 40 bcm rispetto a un consumo inferiore a 35 bcm) al fine di diversificare il proprio rischio di forniture.

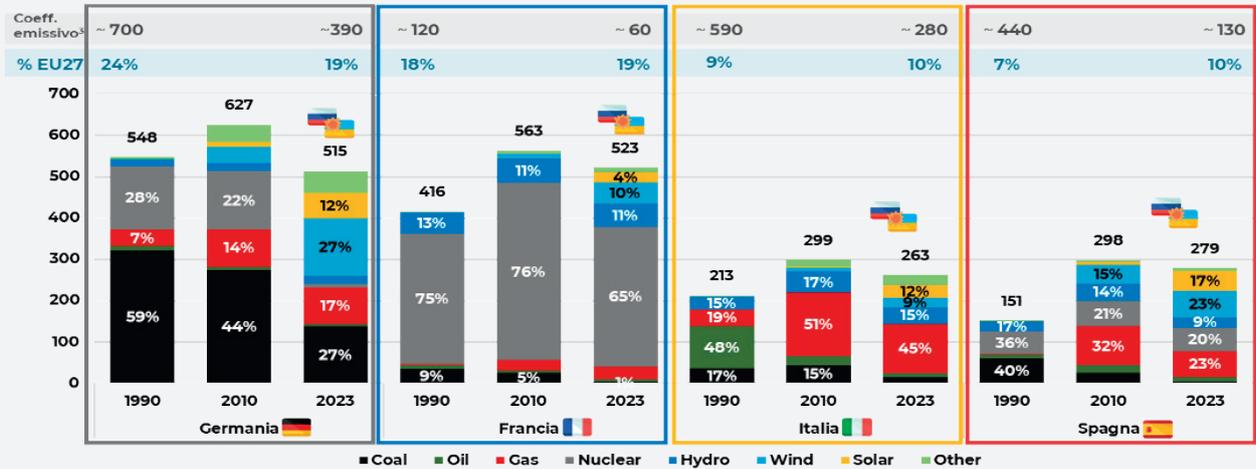
Il mix di generazione elettrico della Spagna risulta essere il più variegato e bilanciato tra quelli europei, senza la presenza di fonti predominanti. L'idroelettrico e il nucleare hanno storicamente avuto un ruolo di rilievo, che si è ridotto solo marginalmente nel corso degli anni. La stessa sorte non è toccata al carbone che è uscito progressivamente dal mix spiazzato da gas naturale e dalla forte crescita delle rinnovabili intermittenti. Il ricorso al gas naturale ha spinto il paese a realizzare un'ingente flotta di impianti di rigassificazione (circa 70 bcm, contro una domanda di poco inferiore a 30 bcm). La Spagna è divenuta il primo paese europeo per capacità installata. L'ampia possibilità di importazione di gas via nave permette di mitigare gli effetti delle situazioni di *shortage* inatteso, ad esempio come accaduto durante la crisi energetica del 2022.

⁵ FSRU: *Floating storage and regasification unit*.

⁶ Miliardi di m³.

Grafico G - Mix storico di generazione elettrica Germania, Francia, Italia e Spagna con quota% UE e coefficiente emissivo* per paese

(TWh)



*Il coefficiente emissivo è misurato in tonCO₂/GWh, rappresenta l'ammontare di emissioni per ogni GWh prodotto.

Fonte: Eurostat.

Mix elettrico in Italia L'Italia ha storicamente presentato un mix elettrico differente dagli altri mercati europei. La relativa scarsità di risorse domestiche, associata alla scelta di limitare da tempo le attività estrattive, la rinuncia alla generazione nucleare con il referendum nazionale del 1988 e la decisione di non costruire nuovi bacini idroelettrici (in linea con gli altri paesi UE), ha aumentato la dipendenza energetica del paese dall'estero. Fino agli anni '90 il power mix italiano era dominato dal petrolio e le politiche governative hanno successivamente orientato il paese verso il gas naturale. Il gas è quindi divenuto la principale fonte per la produzione di elettricità e nel 2023 ha rappresentato circa il 45% del mix. Nonostante il gas giochi un ruolo chiave nel sistema elettrico, il paese ha da un lato visto decrescere la produzione domestica, passata dal coprire il 30% del consumo nel 1990 all'attuale 5%, dall'altro ha investito in misura limitata nello sviluppo di nuove infrastrutture di import del GNL; la capacità di rigassificazione ammonta a circa 20 bcm (rispetto a un consumo di gas inferiore a 60 bcm) ed è attesa rimanere al di sotto dei 30 bcm al 2030. Le rinnovabili intermittenti⁷ e l'idroelettrico rappresentano complessivamente circa il 40% dell'attuale mix di generazione. Come nel resto d'Europa la quota è cresciuta grazie alle installazioni di solare ed eolico. Lo sviluppo del parco, favorito da sistemi di supporto, ha portato queste fonti a raggiungere una quota del 21% nella generazione complessiva rispetto al 4% del 2010. Nonostante tale incremento gli impianti termoelettrici continuano a svolgere un ruolo centrale sia per la copertura del profilo *baseload*⁸ sia per soddisfare la domanda di picco.

Per ridurre la dipendenza dal gas e affrontare il progressivo abbandono del carbone, l'Italia appare orientata a promuovere lo sviluppo di capacità

⁷ Le energie rinnovabili non programmabili, come l'energia solare e quella eolica.

⁸ Profilo di generazione elettrica costante a livello giornaliero che copre la domanda di base del sistema elettrico.

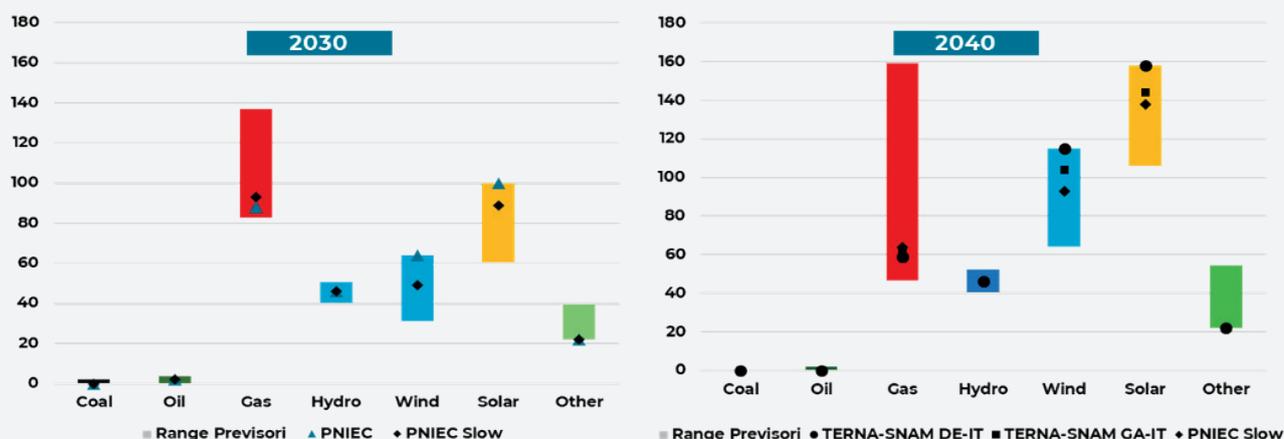
rinnovabile intermittente. Tale sviluppo, per essere compatibile con i piani dichiarati dovrà accelerare ulteriormente nei prossimi anni trovandosi ad affrontare e gestire, in assenza di semplificazioni, i complessi e lunghi iter autorizzativi. Dato il contesto attuale si nota una elevata variabilità negli scenari futuri, considerando sia quelli istituzionali⁹ che quelli forniti dagli esperti del settore.

Tutti gli scenari analizzati (Grafico H) assumono un ruolo crescente per l'elettricità in futuro. Il tasso di crescita, tuttavia, rimane incerto: l'ammontare di elettricità consumata in Italia è prevista passare dagli attuali circa 300 TWh a valori compresi tra 370 e 470 TWh nel 2040. L'ampiezza del range delle previsioni sottende ipotesi diversificate riguardo all'evoluzione del contesto socioeconomico e alla velocità/possibilità di sostituzione del vettore elettrico alle fonti fossili in alcuni settori quali il trasporto (in particolare, il trasporto pesante) e l'industria *energy intensive*.

Un elemento cruciale per la crescita della domanda elettrica in Italia è rappresentato dalla diffusione dell'IA e dei data center. Tuttavia, non è da sottovalutare il contributo all'ottimizzazione del sistema di generazione, consumo e trasporto dell'elettricità che l'IA potrebbe fornire, potenzialmente rimodellando l'assetto e le logiche di funzionamento dell'intero sistema.

Grafico H - Consensus generazione elettrica in Italia per fonte 2030 e 2040

(TWh)



Fonte: PNIEC, Terna, Snam.

⁹ Attualmente gli scenari normativi presenti per l'Italia sono quelli rappresentati nel Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima (PNIEC) e successivamente declinati sul settore elettrico nel documento di descrizione degli scenari pubblicato da Terna-Snam. Per il 2030 vengono identificati due possibili scenari, lo scenario base (indicato come PNIEC) che risulta in linea con il raggiungimento dei target Net-zero emission al 2050 e uno scenario slow (indicato come PNIEC Slow) che riguarda gli obiettivi del PNIEC con meno di cinque anni di ritardo. Per il 2040 il documento di descrizione degli scenari di Terna-Snam, ipotizza tre differenti scenari, uno scenario ritardato in linea con il PNIEC Slow al 2030 e gli scenari DE-IT (Developing Energy Italia) e GA-IT (Global Ambition Italia) che si configurano come due potenziali prosecuzioni naturali del PNIEC, di cui il primo ipotizza una maggiore spinta verso l'elettrificazione e il consumo di rinnovabili e il secondo una maggiore penetrazione di sistemi di *carbon capture & storage* e gas verdi.

L'incertezza osservata dal lato della domanda elettrica si trasferisce parallelamente sul settore della generazione elettrica e sulla composizione del mix. Al 2030, in tutti gli scenari rappresentati, la generazione da carbone e olio combustibile si azzerà quasi del tutto, laddove il gas conserva un ruolo più o meno rilevante, grazie alla flessibilità¹⁰ che è in grado di fornire. Il contributo di eolico e solare aumenta con il progressivo incremento della capacità installata. Al 2040 gli scenari istituzionali prevedono una progressiva riduzione della generazione fossile e un aumento del contributo delle rinnovabili mentre al 2050 viene ipotizzato un potenziale contributo del nucleare. In alcuni scenari, tuttavia, la quota del gas resterebbe significativa, grazie all'installazione di sistemi di CCS in grado di dare nuova vita a tale fonte energetica.

Pertanto, l'evoluzione del sistema elettrico italiano presenta molteplici alternative e strettamente dipendenti dal passo dell'evoluzione tecnologica e dalle scelte di *policy* adottate.

Conclusioni L'energia è un elemento essenziale per lo sviluppo economico e sociale. In questo contesto, risulta cruciale costruire un sistema energetico capace di bilanciare sicurezza, accessibilità economica e sostenibilità ambientale. Il raggiungimento di questo triplice obiettivo richiederà un'azione congiunta di governi, industrie e cittadini, superando le attuali criticità e adottando soluzioni concrete per un nuovo equilibrio. Le fonti rinnovabili, nonostante gli investimenti dell'ultimo ventennio, ad oggi nel mondo coprono il 2% del consumo energetico, salendo al 13% nel mix di generazione elettrica. Le fonti fossili rappresentano ancora circa l'80% dell'energia globale, in linea con gli ultimi trent'anni. Un'uscita non ben pianificata da queste fonti potrebbe mettere a rischio la stabilità del sistema energetico ed esporre le economie a nuove forme di dipendenza.

L'Europa ha assunto il ruolo di leader nella decarbonizzazione, promuovendo lo sviluppo delle rinnovabili, il progressivo abbandono delle fonti fossili e l'adozione di sistemi di tassazione ambientale, come l'ETS. Tuttavia, sebbene questi interventi siano in linea con gli obiettivi climatici, potrebbero mettere a rischio la competitività dell'industria europea. Nel frattempo, le strategie delle altre economie mondiali procedono a velocità diverse: la Cina ha fissato al 2060 il traguardo per il Net Zero, mentre negli Stati Uniti l'approccio punta a conciliare la crescita economica con la transizione energetica.

Per garantire un sistema energetico competitivo e sostenibile, è fondamentale adottare politiche coerenti, valorizzare le risorse disponibili in Europa e sviluppare filiere produttive integrate lungo tutta la catena del valore.

La storia insegna che i futuri mix energetici ed elettrici non potranno basarsi su un'unica fonte o su forniture concentrate in specifiche aree geografiche. Diversificazione e neutralità tecnologica saranno fattori chiave per costruire un sistema energetico sostenibile, affidabile ed economicamente competitivo.

¹⁰ Capacità di variare rapidamente la produzione di energia per adattarsi ai cambiamenti della domanda elettrica e alla variazione della produzione degli altri impianti.

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



€ 40,00