



Sommario*

I conflitti in Ucraina e Medio Oriente persistono, causando volatilità sui mercati delle materie prime energetiche. Si inasprisce inoltre il protezionismo degli Stati Uniti, che hanno accresciuto le imposte doganali verso alcuni paesi asiatici, il Brasile e l'Unione europea (UE); nei confronti della UE è stato raggiunto un accordo politico, per dazi al 15 per cento, i cui contenuti specifici sono ancora da definire con chiarezza. L'apprezzamento dell'euro, nel semestre scorso, agisce da "dazio implicito" per le esportazioni europee. Le ultime previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI) indicano un rallentamento del commercio mondiale, sia per quest'anno sia nel 2026. Nell'area dell'euro l'inflazione si riassorbe gradualmente, raggiungendo a giugno il 2,0 per cento, in linea con l'obiettivo della Banca centrale europea (BCE). Le banche centrali scontano l'incertezza geopolitica e divengono più prudenti sul percorso di allentamento monetario. Nel primo trimestre del 2025 il PIL italiano è cresciuto dello 0,3 per cento in termini congiunturali, mentre in primavera secondo i dati preliminari dell'Istat ha registrato una lieve flessione (-0,1 per cento), la prima da due anni. Rispetto all'area dell'euro il ritmo di crescita nei primi trimestri dell'anno è stato più contenuto. La spesa delle famiglie prosegue la fase di crescita moderata, sostenuta dall'occupazione, ma frenata dalla propensione al risparmio. Gli investimenti in inverno sono cresciuti ma le prospettive appaiono incerte, anche a causa delle tensioni internazionali. Le esportazioni hanno fatto un balzo nel primo trimestre, sebbene di natura temporanea in quanto volto ad anticipare le vendite verso gli Stati Uniti prima dei nuovi dazi. Dopo il recupero nei mesi invernali la manifattura si è indebolita in primavera, mentre secondo l'indicatore dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) il mercato del credito mostra alcuni segnali di distensione. In Italia la dinamica dei prezzi si colloca lievemente al di sotto di quella europea, le retribuzioni accelerano pur restando largamente inferiori a quelle del 2021 in termini reali.

Il clima di fiducia per famiglie e imprese si è leggermente deteriorato nel secondo trimestre e l'indice dell'UPB sull'incertezza è rapidamente peggiorato. L'UPB stima che il PIL dell'Italia aumenterebbe dello 0,5 per cento sia quest'anno sia nel 2026. Rispetto a quanto previsto in occasione dell'esercizio di validazione del Documento di finanza pubblica (DFP) 2025, le stime sono state limare al ribasso, quest'anno a causa dell'inattesa battuta d'arresto in primavera e nel 2026 per via del forte apprezzamento dell'euro. Il quadro macroeconomico italiano resta circondato da ampia incertezza e prevalenza di rischi al ribasso, riconducibili soprattutto al protezionismo degli Stati Uniti e all'attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR).

* A cura del Servizio analisi macroeconomica, con coordinamento di Libero Monteforte e contributi di Daniela Fantozzi, Cecilia Frale, Alessandro Girardi e Carmine Pappalardo; nota completata con le informazioni disponibili al 30 luglio 2025.

Il contesto internazionale

Nonostante le tensioni geopolitiche sono diminuiti gli spread sui titoli europei

Si protraggono i conflitti in Ucraina e in Medio Oriente, con effetti devastanti per le popolazioni e le economie dei paesi colpiti, nonostante le dichiarazioni e le iniziative diplomatiche per una risoluzione di pace. La guerra aerea tra Iran e Israele, scoppiata lo scorso 13 giugno e che ha visto il successivo intervento degli Stati Uniti, ha allertato gli investitori per gli attacchi nello Stretto di Hormuz, attraverso il quale transitano circa 20 milioni di barili al giorno di greggio e carburante, quasi un quinto del consumo globale. Nella finestra dei 12 giorni di attacchi i prezzi del petrolio e del gas sono saliti rispettivamente del 9,2 e 15,2 per cento rispetto alla media del mese di maggio e inizio giugno, per poi rientrare dopo il cessate il fuoco tra Iran e Israele.

Continua anche la guerra commerciale, con nuovi annunci sui dazi degli Stati Uniti all'inizio di luglio e successivi accordi. Con le dichiarazioni di luglio le imposte doganali americane sono state incrementate principalmente verso alcuni paesi asiatici, come la Corea del Sud, oltre che verso il Brasile, per il quale sono stati annunciati dazi sul rame del 50 per cento. Già nei giorni precedenti l'annuncio il prezzo del rame aveva ripreso a salire, come prima del 2 aprile, in quanto materia prima strategica per la produzione della componentistica e per la costruzione di semiconduttori, aerei, navi, munizioni, centri dati e sistemi di difesa antimissile di cui l'industria della difesa americana si avvale.

Gli scambi commerciali tra gli Stati Uniti e i paesi dell'Unione europea sono stati inizialmente sottoposti all'alea di dazi del 30 per cento dal primo agosto; l'accordo politico raggiunto con la Commissione europea ha previsto un'aliquota del 15 per cento per la gran parte dei prodotti, con alcune eccezioni che verranno prossimamente chiarite; l'accordo dovrebbe prevedere notevoli investimenti e acquisti in settori strategici, come l'energia e la difesa, da parte dell'UE a favore degli Stati Uniti. L'accordo non ha avuto forti ripercussioni sui mercati, anche perché era stato anticipato; una valutazione quantitativa dell'incidenza sull'economia europea non è al momento possibile, per la mancanza di dettagli sui prodotti coinvolti, sulle esenzioni e sugli investimenti e acquisti da effettuare negli Stati Uniti.

Ai fattori di rischio per il commercio si aggiunge l'apprezzamento dell'euro del semestre scorso, che funge da "dazio implicito" rendendo i prodotti dell'area dell'euro meno competitivi rispetto a quelli degli Stati Uniti. Negli ultimi giorni l'euro si è indebolito, ma resta su valori molto apprezzati rispetto all'anno scorso, a riflesso della diversificazione delle strategie di portafoglio, con riduzione dell'esposizione sui titoli statunitensi e aumento degli acquisti di titoli di altri paesi.

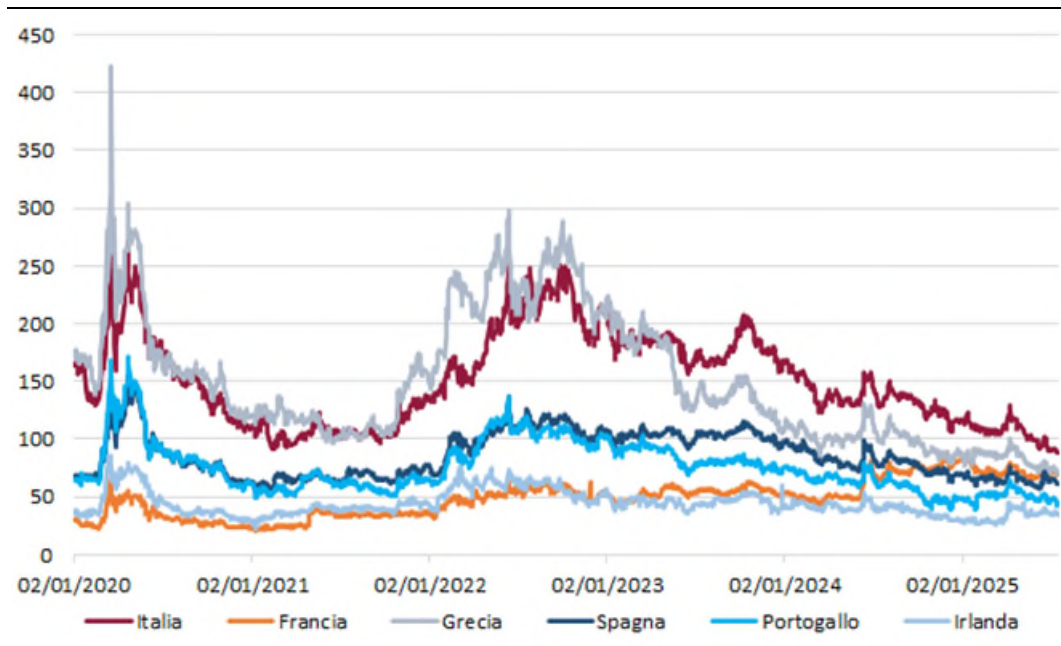
La tenuta della fiducia in Europa si riflette sugli *spread* dei titoli sovrani, che beneficiano anche della politica monetaria accomodante della BCE; dall'estate scorsa la banca centrale ha avviato un ciclo di allentamento che ha contribuito a migliorare le condizioni

di finanziamento, soprattutto per i paesi con debiti pubblici elevati, abbassando la curva dei rendimenti a media e lunga scadenza.

In luglio lo *spread* tra BTP decennali dell'Italia e Bund tedeschi ha toccato i valori minimi da circa 15 anni (sotto gli 85 punti base negli ultimi giorni di luglio), ma resta più elevato rispetto a quello degli altri paesi dell'area dell'euro, inclusa la Grecia, i cui titoli dal 2023 hanno rendimenti inferiori a quelli del nostro Paese (fig. 1). Il calo dello *spread* per i titoli del nostro Paese riflette anche fattori specifici sul merito di credito. Moody's ha recentemente alzato le prospettive sul *rating* sovrano italiano da "stabili" a "positive", per via del bilancio pubblico migliore del previsto, della stabilità politica, di un mercato del lavoro robusto, di un debito privato inferiore alla media europea e di un sistema bancario solido. Il debito pubblico elevato rimane un importante fattore di vulnerabilità, la crescita economica e la cautela nella gestione della finanza pubblica sono dunque necessarie per mantenerlo su un sentiero sostenibile.

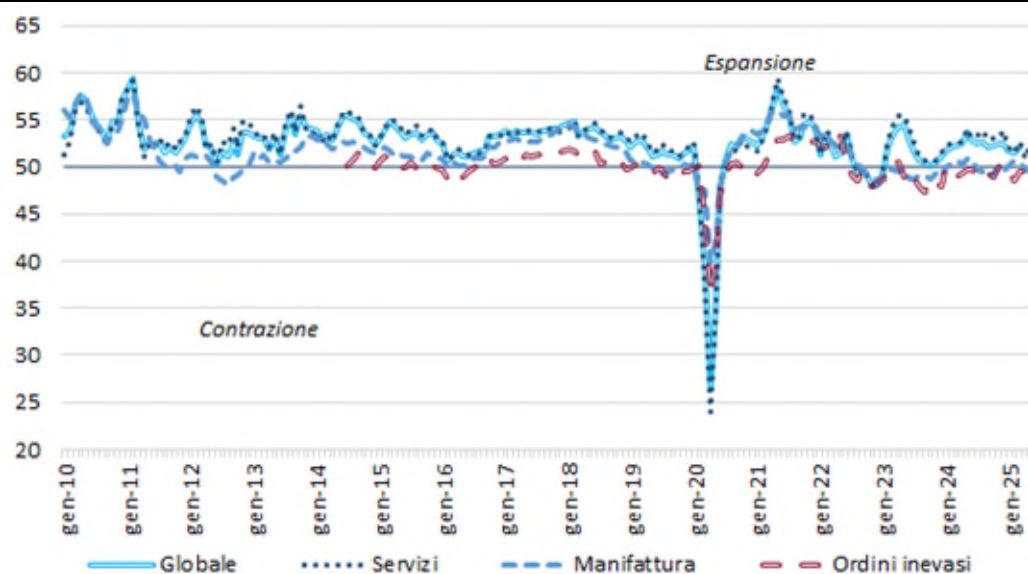
Nonostante le persistenti tensioni geopolitiche, le prospettive globali a breve termine hanno un'intonazione moderatamente ottimistica. L'indice PMI globale dei direttori acquisti, che anticipa gli andamenti della domanda internazionale, mostra nel mese di giugno un modesto incremento rispetto al mese precedente (a 51,7 da 51,2); il miglioramento è ascrivibile alla manifattura, per la quale l'indicatore torna sopra la soglia di espansione dei 50 punti, riportando un aumento di sette decimi di punto anche grazie alla ripresa dell'industria manifatturiera tedesca. Pure gli ordini inevasi mostrano un recupero, superando la soglia dei 50 punti, grazie alla debole ripresa della domanda (fig. 2).

Fig. 1 – *Spread* dei principali paesi europei con i Bund tedeschi
(punti base)



Fonte: LSEG.

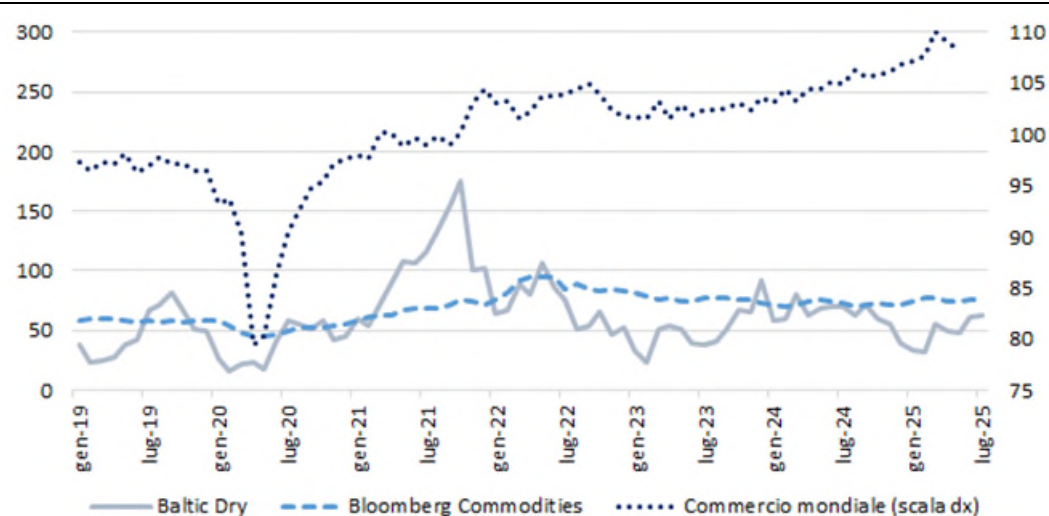
Fig. 2 – Indice JP Morgan Globale PMI



Fonte: S&P Global.

Tra gli indicatori ad alta frequenza si evidenzia nel secondo trimestre del 2025 il rincaro del costo di trasporto delle materie prime non liquide e delle derrate alimentari (a 53 da 40,5 rispetto al primo trimestre), misurati dal Baltic Dry Index. L'aumento di questo indicatore, che normalmente riflette la domanda internazionale, in questa fase potrebbe risentire piuttosto di restrizioni nell'offerta, quali quelle sul trasporto navale nello stretto di Hormuz. Gli ultimi dati sul commercio internazionale del Central Plan Bureau olandese mostrano una modesta flessione congiunturale per i mesi di aprile e maggio, sebbene su livelli ancora relativamente elevati (fig. 3). Il costo delle materie prime ha segnato una

Fig. 3 – Indici di attività globale
(numeri indice, 2010 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati CPB, Baltic Exchange e Bloomberg.

debole diminuzione tra il primo e il secondo trimestre del 2025 (75,0 da 76,6), in virtù di attese sulla domanda che hanno incorporato gli annunci di maggiori dazi.

Negli Stati Uniti il PIL ha ripreso a espandersi nel secondo trimestre, del 3,0 per cento in termini congiunturali annualizzati. Dopo la flessione del primo trimestre, quando l'economia aveva risentito dell'effetto annuncio dei dazi e le aziende avevano accumulato scorte importate in vista degli attesi aumenti tariffari, in primavera la risalita del prodotto è stata trainata principalmente dalla normalizzazione delle importazioni e dai consumi interni. Specularmente, nell'area dell'euro l'attività ha decelerato nel secondo trimestre (allo 0,1 per cento dallo 0,6 in termini congiunturali). L'attività ha risentito del rallentamento in Germania e Italia (-0,1 per cento), la Francia ha riportato una crescita modesta, pari allo 0,3 per cento, mentre la Spagna ha confermato un ritmo di sviluppo (0,7 per cento) maggiore di quello dell'area.

Anche l'economia cinese ha rallentato nel secondo trimestre, con una variazione tendenziale del PIL pari al 5,2 per cento, inferiore a quella del primo trimestre (5,4 per cento), ma superiore alle attese. Nella "corsa pre-dazi" gli esportatori cinesi hanno accelerato le spedizioni in inverno, in vista dei forti aumenti tariffari annunciati dagli Stati Uniti; in primavera i flussi si sono quindi normalizzati verso il basso.

Le previsioni del Fondo monetario internazionale

Nelle sue ultime previsioni il FMI ha rivisto al rialzo le attese per le principali economie rispetto al rapporto di aprile (tab. 1). Da un lato il FMI ha enfatizzato i marcati anticipi degli scambi, e quindi della produzione, nei primi mesi dell'anno volti a evitare i successivi aumenti dei dazi; dall'altro sono state ipotizzate politiche commerciali che non scontano gli ultimissimi sviluppi, per cui sono più favorevoli di quelle considerate nelle precedenti previsioni. Il prodotto mondiale crescerebbe di tre punti percentuali circa sia nel 2025 sia nel 2026, un ritmo lievemente inferiore a quello dell'anno scorso (tab. 1). Gli Stati Uniti crescerebbero per circa due punti percentuali in entrambi gli anni, poco più di quanto

Tab. 1 – Previsioni del FMI

	WEO Update luglio 2025			Differenze da WEO aprile 2025	
	2024	2025	2026	2025	2026
Prodotto mondiale	3,3	3,0	3,1	0,2	0,1
<i>Economie avanzate</i>	1,8	1,5	1,6	0,1	0,1
<i>Stati Uniti</i>	2,8	1,9	2,0	0,1	0,3
<i>Area dell'euro</i>	0,9	1,0	1,2	0,2	0,0
<i>Economie emergenti</i>	4,3	4,1	4,0	0,4	0,1
<i>Cina</i>	5,0	4,8	4,2	0,8	0,2
Commercio mondiale	3,5	2,6	1,9	0,9	-0,6

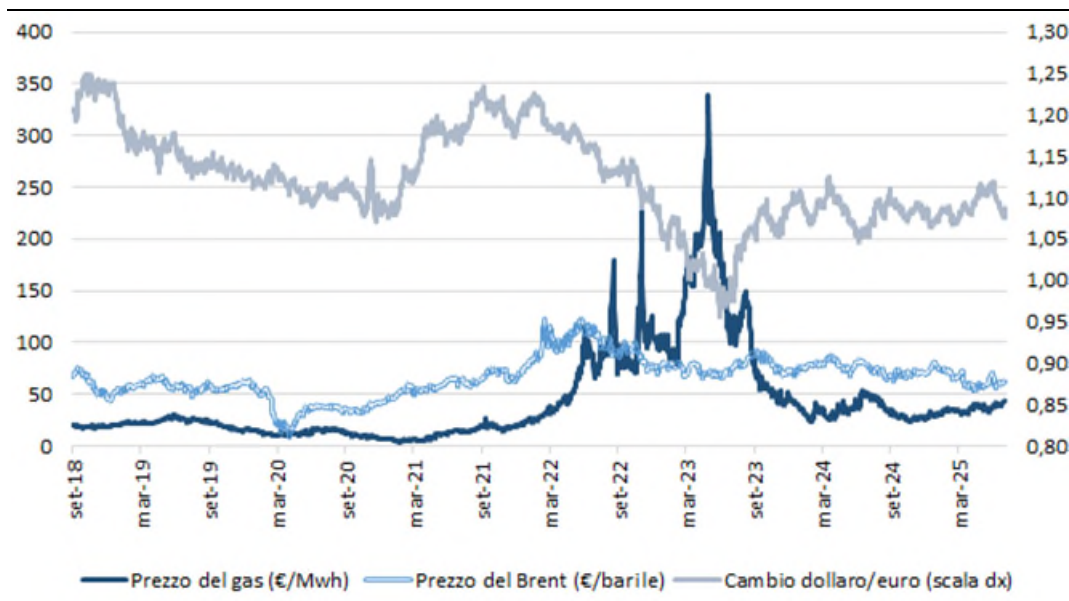
Fonte: Fondo monetario internazionale, *World Economic Outlook update*, luglio 2025.

atteso in aprile; anche la previsione sul PIL dell'area dell'euro è stata lievemente migliorata, ma solo per l'anno in corso. Tra i paesi emergenti, le attese per la Cina sono state migliorate, soprattutto per il 2025, a fronte di andamenti più favorevoli del previsto nella prima parte dell'anno, anche in concomitanza con i forti acquisti dagli Stati Uniti prima dell'entrata in vigore dei nuovi dazi. Il commercio mondiale è atteso in decelerazione sia per quest'anno sia per il prossimo; per il 2026 le attese sugli scambi sono state ribassate, per tenere conto dei marcati anticipi all'inizio di quest'anno, prima dei nuovi dazi, che per conseguenza sottrarranno stimolo nei prossimi trimestri.

Cresce la volatilità sui mercati delle materie prime energetiche

L'attacco all'Iran da parte di Israele a giugno scorso e la politica commerciale restrittiva dell'Amministrazione americana hanno modificato le attese degli operatori e aumentato la volatilità sui mercati delle materie prime. Si prospettano pressioni inflazionistiche nel processo a monte della formazione dei prezzi, aumentando l'incertezza sui tempi e sulle quotazioni del petrolio. Il mercato delle materie prime ha mostrato forti rialzi nei 12 giorni dei bombardamenti a Teheran (dal 13 al 25 giugno); le quotazioni del Brent sono passate da 68 dollari al barile (prezzo in linea con la media dei tre mesi precedenti) dei primi giorni del mese a 77 nei giorni degli attacchi, facendo registrare in giugno una variazione mensile positiva di circa l'11 per cento (fig. 4). In luglio il prezzo del greggio si è ridotto marginalmente, nonostante i nuovi annunci sui dazi. Alla tenuta dei prezzi ha contribuito anche la recente dichiarazione dell'Opec+, i cui paesi (Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman) hanno concordato un aumento della

Fig. 4 – Prezzo del petrolio, del gas e tasso di cambio
(quotazioni petrolio e gas in euro)



Fonte: S&P Global.

produzione di petrolio a partire da agosto pari a 548.000 barili al giorno. Una decisione presa “alla luce delle stabili prospettive economiche globali e degli attuali solidi fondamentali”.

Il prezzo del gas naturale rilevato sul mercato olandese (TTF), che in aprile e maggio si era ridotto verso i 35 euro per megawatt-ora, ha riportato un andamento simile al Brent nei giorni dell’attacco all’Iran, registrando tuttavia un incremento moderato (a circa 36,6 euro per megawatt-ora) per poi scendere a meno di 34 euro nel mese di luglio.

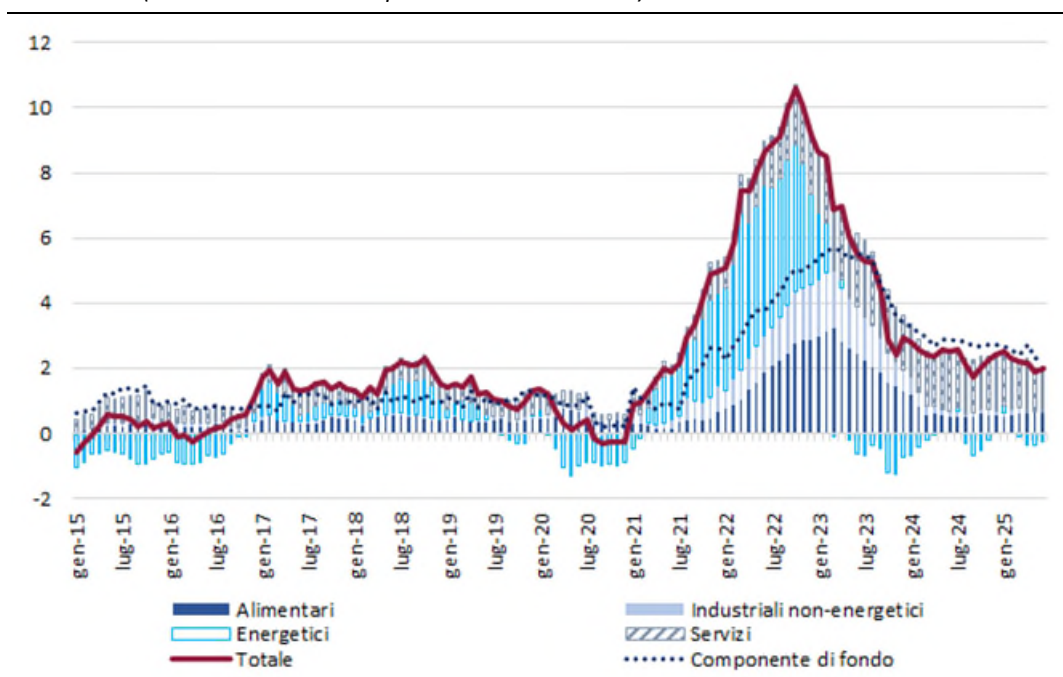
La valuta europea ha continuato ad apprezzarsi rispetto al dollaro dall’inizio del 2025, e soprattutto nel secondo trimestre (a 1,13 dollaro-euro, da 1,05 nel periodo precedente). Complessivamente, dall’inizio dell’anno l’euro si è apprezzato del 13,6 per cento, rendendo meno competitive le merci esportate fuori dall’area dell’euro e verso gli Stati Uniti. Le dichiarazioni sulle politiche commerciali degli Stati Uniti, con un alternarsi di annunci e smentite unite ai timori per la sostenibilità delle misure di bilancio dell’One Big Beautiful Bill Act (OBBBA), hanno alimentato un clima di sfiducia da parte degli investitori che ha contribuito a indurre disinvestimenti dai titoli americani. All’inizio di luglio il tasso di cambio dollaro-euro ha toccato il picco di 1,18, un livello che non si osservava dal settembre 2021, mettendo in allerta la BCE sui possibili rischi per la crescita. Negli ultimi giorni, successivamente all’accordo sui dazi al 15 per cento per la UE, l’euro si è indebolito, ma resta su livelli molto elevati rispetto all’anno scorso.

L’inflazione dell’area dell’euro converge verso l’obiettivo della banca centrale

L’inflazione negli Stati Uniti ha segnato in giugno una ripresa, al 2,7 per cento, in risalita di tre decimi di punto rispetto a maggio; al netto delle componenti più volatili, energia e beni alimentari, la variazione dell’indice è di poco superiore (2,9 per cento) ma in linea con le attese. L’accelerazione dei prezzi al consumo potrebbe indicare che le aziende stanno iniziando a traslare i costi delle nuove tariffe sui consumatori. La dinamica dei prezzi PCE, che è seguita con attenzione dalla Riserva federale, è in flessione nel secondo trimestre, al 2,1 per cento (dal 3,6 nel precedente periodo); anche la variazione della componente di fondo, che esclude alimentari ed energia, è diminuita nel secondo trimestre, al 2,5 per cento (dal 3,6 del periodo precedente).

Nell’area dell’euro l’inflazione è diminuita al 2,0 per cento in giugno, proseguendo il trend discendente avviato quest’anno. L’inflazione di fondo (che esclude alimentari, energia, alcol e tabacco) si mantiene poco più elevata (2,3 per cento; fig. 5) di quella complessiva, che incorpora la riduzione dei prezzi dei beni energetici. La componente dei servizi contribuisce all’inflazione più di quelle degli alimentari e dei beni industriali non energetici, ma negli ultimi due mesi ha mostrato segnali di rallentamento. La dinamica dei prezzi in Germania e in Spagna è simile a quella dell’area dell’euro, è leggermente inferiore in Italia (si veda al riguardo il paragrafo “L’economia italiana”) mentre è nettamente più bassa in Francia.

Fig. 5 – Inflazione dell'area dell'euro (1)
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



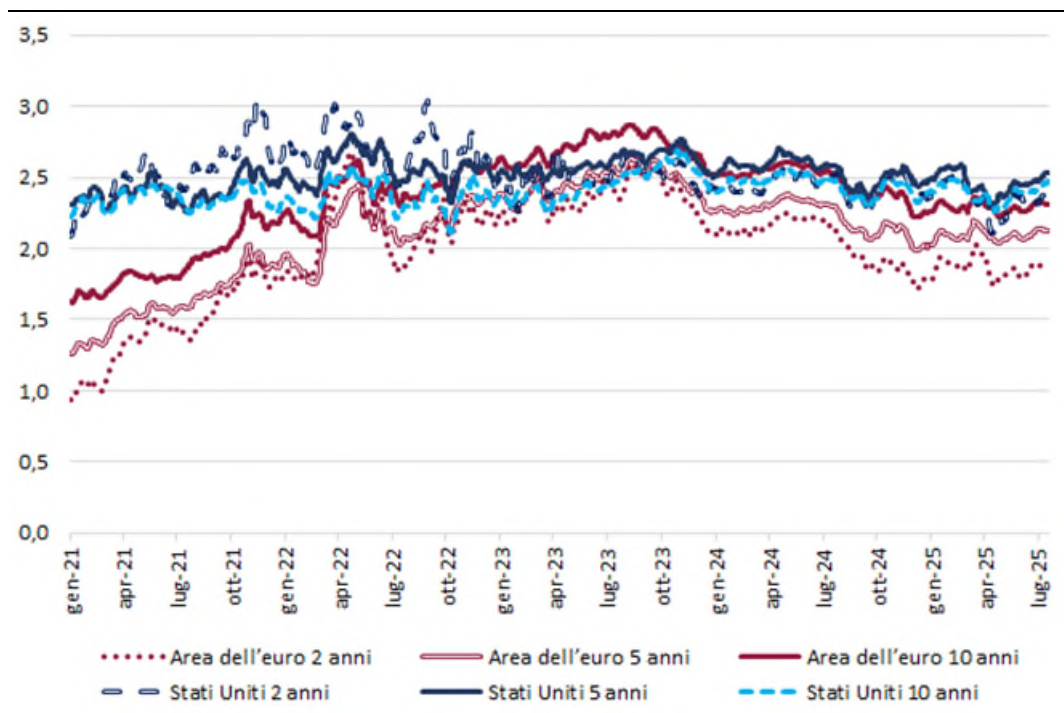
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell'indice totale, in quanto concatenato ed elaborato a un dettaglio maggiore.

I dati sull'inflazione, che vedono un allineamento verso i valori obiettivo della BCE, e le incertezze sulle tensioni globali hanno indotto la banca centrale nella riunione dello scorso 24 luglio a non ridurre ancora i tassi d'interesse ufficiali; ulteriori allentamenti della politica monetaria saranno possibili in autunno, ma dipenderanno dell'evoluzione della dinamica dei prezzi. Anche la Riserva Federale (FED) nei giorni scorsi ha deciso di lasciare i tassi d'interesse invariati.

Nell'area dell'euro le aspettative d'inflazione degli operatori sono pressoché stabili, in virtù di dati recenti in linea con l'obiettivo di inflazione della banca centrale. Rispetto ai primi sei mesi dell'anno, a luglio le attese implicite a diversa scadenza hanno subito un aumento di lieve entità per l'area dell'euro e più accentuato per gli Stati Uniti. Gli Stati Uniti continuano quindi a caratterizzarsi per aspettative di inflazione più alte di quelle europee per ogni scadenza, in particolare su un orizzonte di 10 anni (fig. 6); i rendimenti dei titoli americani sono spinti sia dalle politiche commerciali restrittive sia dall'incertezza sul risanamento fiscale.

Fig. 6 – Aspettative di inflazione implicite negli *inflation-linked swaps* nell'area dell'euro e negli Stati Uniti (punti percentuali)



Fonte: LSEG.

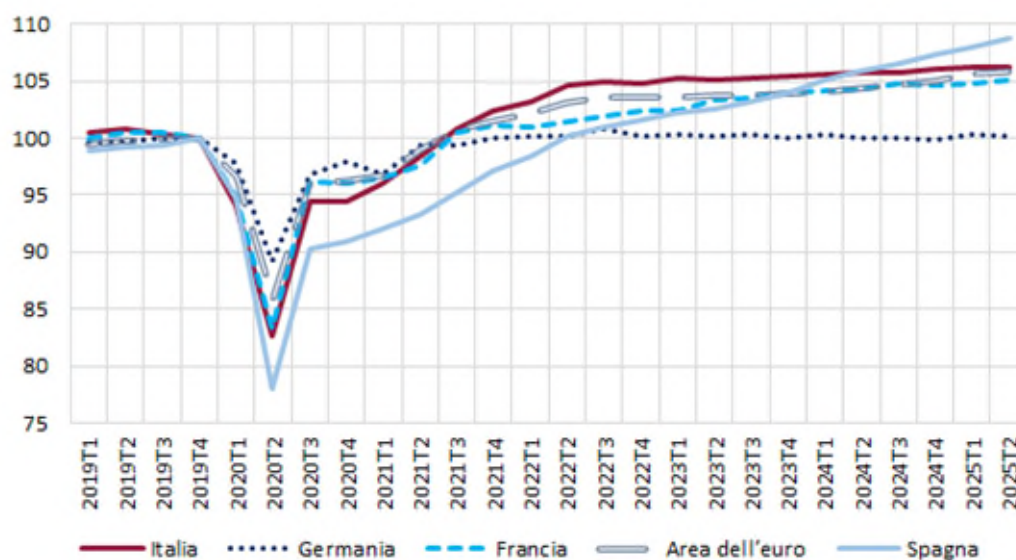
L'economia italiana

Nel secondo trimestre la dinamica del PIL si è mantenuta positiva

Nel primo trimestre dell'anno in corso il PIL ha segnato una crescita congiunturale dello 0,3 per cento. L'espansione dell'attività economica è stata sospinta dalla domanda interna, più che dal commercio estero netto. Sul versante dell'offerta, il valore aggiunto è aumentato in tutti i maggiori settori a eccezione dei servizi, per i quali si è marginalmente ridotto.

Nel secondo trimestre, sulla base dei dati di natura preliminare rilasciati a fine luglio, il PIL è appena diminuito su base congiunturale (-0,1 per cento), come non accadeva dalla primavera del 2023; la variazione rispetto allo stesso trimestre dello scorso anno si è ridotta allo 0,4 per cento, dallo 0,7 del periodo precedente. La variazione acquisita per il 2025 si attesta allo 0,5 per cento, ma nei conti annuali la correzione per i giorni lavorativi (251 nel 2025 rispetto ai 254 dello scorso anno) dovrebbe tradursi in una minore crescita per circa un decimo di punto percentuale. La flessione dell'attività economica nei mesi primaverili avrebbe riflesso un calo nel comparto agricolo e nell'industria (l'insieme delle costruzioni e dell'industria in senso stretto) a fronte di una stasi nei servizi. Dal lato della domanda vi sarebbe stato un contributo positivo della componente nazionale al lordo delle scorte più che compensato dall'apporto nettamente negativo della componente estera netta. La dinamica congiunturale del PIL dell'Italia in primavera è risultata in linea con quella tedesca e meno favorevole rispetto a quella dell'area dell'euro (0,1 per cento) e della Francia (0,3 per cento); si conferma la buona fase ciclica della Spagna, la cui

Fig. 7 – PIL dell'area dell'euro e delle sue maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

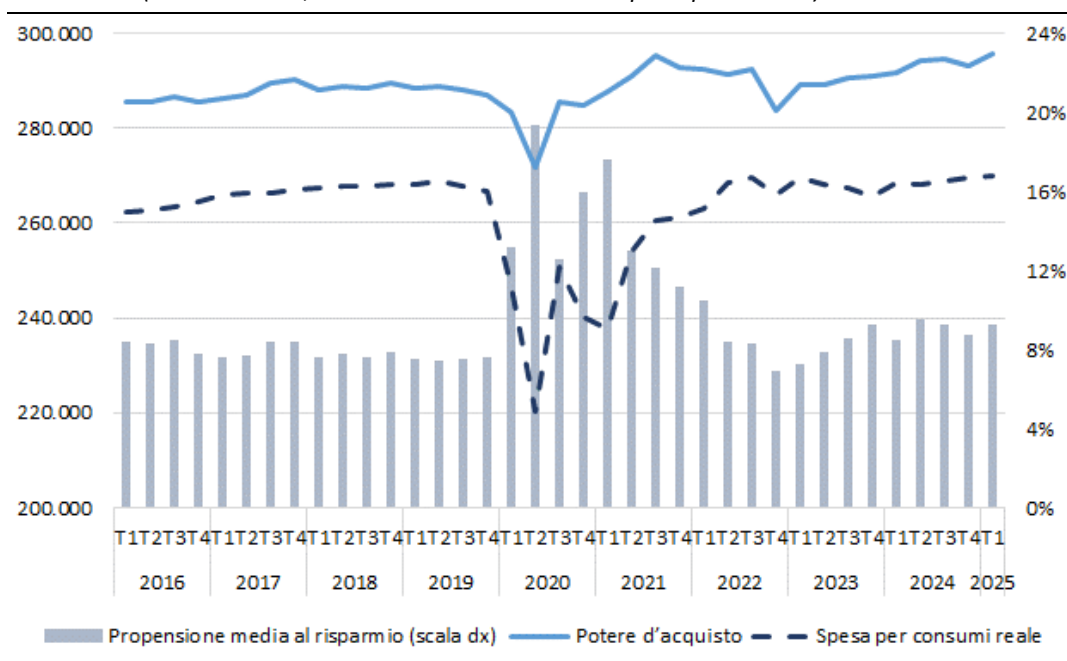
dinamica congiunturale permane allo 0,7 per cento. Nel confronto con i livelli pre-pandemia l'attività economica del nostro Paese risulta superiore per circa sei punti percentuali, un differenziale inferiore a quello della Spagna (oltre otto punti percentuali) ma comunque superiore a quelli della Francia e dell'area dell'euro (circa il 5,0 per cento); al contrario il livello del PIL della Germania resta sostanzialmente allineato a quello della fine del 2019 (fig. 7).

Tenuta della spesa delle famiglie in un clima di cautela

Nei primi mesi del 2025 la spesa privata ha proseguito lungo un sentiero di moderata crescita, sostenuta dal miglioramento della fiducia delle famiglie e dal consolidamento del mercato del lavoro, pur in un contesto segnato dall'incertezza e dalle tensioni internazionali.

Nel primo trimestre dell'anno i consumi privati in volume sono aumentati dello 0,2 per cento su base congiunturale, proseguendo il recupero avviato nella seconda metà del 2024. La spesa delle famiglie ha beneficiato del rafforzamento del potere d'acquisto, cresciuto dello 0,9 per cento rispetto al trimestre precedente; l'incremento del reddito disponibile in termini nominali (1,8 per cento) ha più che compensato l'aumento dei prezzi al consumo. In questo contesto, la propensione al risparmio è salita di 0,6 punti percentuali, attestandosi al 9,3 per cento del reddito disponibile, un valore ancora superiore a quelli registrati prima della pandemia (fig. 8).

Fig. 8 – Potere d'acquisto, consumi e propensione al risparmio delle famiglie
(milioni di euro, valori concatenati al 2020 e quote percentuali)



Fonte: Istat.

L'espansione della spesa delle famiglie sembrerebbe proseguire, sebbene a ritmi moderati. Secondo le elaborazioni dell'UPB l'indicatore destagionalizzato dei consumi (in volume) di Confcommercio è aumentato nel secondo trimestre rispetto alla media dei primi tre mesi dell'anno, in virtù della crescita della componente dei servizi e, in misura più marcata, di quella dei beni. Indicazioni di una sostanziale stabilità, limitatamente ai mesi di aprile e maggio, emergono invece dai dati Istat sulle vendite al dettaglio, sia per i beni alimentari che per quelli non alimentari.

Segnali meno favorevoli emergono dalle opinioni dei consumatori che, nella media dei mesi primaverili, sono state riviste al ribasso rispetto al primo trimestre, sia nella dimensione personale sia per il clima generale dell'economia. Le indagini più recenti, riferite a luglio, indicano un lieve miglioramento delle valutazioni relative alla situazione personale, corrente e prospettica, mentre permane un orientamento negativo riguardo alla congiuntura economica complessiva

L'accumulazione di capitale è rimasta vivace ma con prospettive incerte

Nel primo trimestre dell'anno, gli investimenti sono aumentati dell'1,6 per cento, confermando il ritmo di crescita sostenuta osservato nella parte finale del 2024. L'accumulazione è cresciuta per quasi tutte le componenti, abitazioni (1,7 per cento), fabbricati non residenziali (1,8 per cento), prodotti della proprietà intellettuale (1,7 per cento) e, in misura minore, impianti e macchinari (1,2 per cento). Nello stesso periodo, la quota di profitto, misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie, si è ridotta lievemente rispetto al trimestre precedente (al 42,1 per cento), confermando la tendenza in atto dagli inizi del 2023. I margini di profitto sono rimasti sostanzialmente invariati nella manifattura e sono tornati a ridursi nei servizi privati; restano mediamente superiori ai valori pre-pandemici. Il *mark-up* per il totale dell'economia si è mantenuto pressoché stabile, in linea con il dato medio dell'ultimo biennio e comunque superiore ai valori precedenti la pandemia.

Le prospettive dell'accumulazione di capitale appaiono incerte. Le indagini qualitative condotte in primavera indicano condizioni sfavorevoli per l'attività di investimento. Anche l'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, svolta tra maggio e giugno, riporta un giudizio negativo da parte delle imprese dell'industria e dei servizi sulla situazione economica generale e sulle aspettative sulla domanda, soprattutto nella manifattura; il grado di utilizzo degli impianti nel secondo trimestre ha proseguito la tendenza al ribasso degli ultimi anni, collocandosi al 72,2 per cento, appena al di sopra del minimo registrato alla fine dello scorso anno.

Per contro la quota di imprese che dichiarano di fronteggiare ostacoli alla produzione è diminuita rispetto al primo trimestre (a 33,5 da 35,5), tornando su un valore prossimo al dato medio del 2024; inoltre, si profila una distensione nel mercato del credito. Secondo

quanto emerso dalla più recente rilevazione sul credito bancario della Banca d'Italia, la domanda di credito ha mantenuto un livello contenuto all'inizio del 2025, rimanendo pressoché stabile rispetto al lieve incremento rilevato nel quarto trimestre dell'anno precedente. Il calo dei tassi di interesse non è stato sufficiente a stimolare una ripresa della domanda, compensato da un più ampio ricorso all'autofinanziamento da parte delle imprese. Sul versante dell'offerta, le condizioni applicate dagli istituti bancari si sono mantenute prudenti, riflettendo un aumento della percezione del rischio in un contesto di peggioramento del quadro congiunturale e geopolitico. Le indagini condotte tra le imprese confermano che, nel primo trimestre, l'accesso al credito è rimasto sostanzialmente invariato. Indicazioni relativamente più favorevoli emergono dall'andamento dell'indicatore sulle difficoltà di accesso al mercato del credito dell'UPB, che, nei trimestri più recenti, ha mostrato una progressiva diminuzione delle tensioni rispetto ai picchi registrati agli inizi dello scorso anno (fig. 9).

Fig. 9 – Indicatore dell'UPB sulle difficoltà di accesso al credito (1)
(indice di diffusione; soglia tra condizioni restrittive ed espansive = 50)



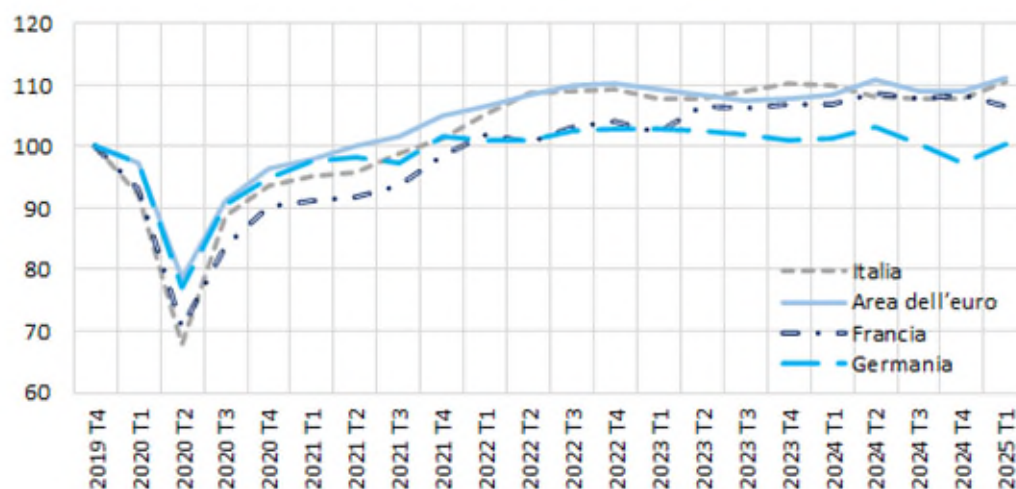
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Per i dettagli metodologici si rimanda alla [Nota sulla congiuntura di ottobre 2023](#) dell'UPB.

Le esportazioni si attendono volatili a causa dei dazi

Nella media dei primi tre mesi dell'anno corrente il volume delle esportazioni di beni e servizi dell'Italia ha registrato un balzo del 2,8 per cento, interrompendo la fase di contrazione che aveva caratterizzato i trimestri dello scorso anno. Nel complesso, le esportazioni in volume hanno ripreso a crescere dopo un anno di flessione, con contributi positivi, oltre che dal settore farmaceutico, anche dalla metallurgia, dagli autoveicoli e dall'industria alimentare. Anche le esportazioni di servizi sono aumentate, sostenute in particolare dai servizi alle imprese. I flussi delle esportazioni italiane si mantengono più sostenuti di quelli dei principali *partner* commerciali europei e dell'area dell'euro (fig. 10).

Fig. 10 – Esportazioni dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: Eurostat.

Il recupero delle vendite all'estero in inverno ha riflesso anche l'accelerazione delle vendite verso gli Stati Uniti, riconducibile all'anticipazione degli acquisti da parte degli importatori statunitensi in vista dell'entrata in vigore di maggiori dazi. Tale scenario si è concretizzato con il recente accordo tra USA e UE, che stabilisce un dazio del 15 per cento sulla maggior parte delle esportazioni, sebbene a fronte di esenzioni per prodotti strategici che andranno specificati nel dettaglio prossimamente. Secondo stime dell'UPB nel bimestre aprile-maggio i flussi verso gli Stati Uniti si sarebbero in larga parte ridimensionati, anche per il progressivo apprezzamento dell'euro verso la divisa statunitense. Nel secondo trimestre del 2025, la domanda estera ha continuato a mostrare segnali di debolezza, come indicato dall'indagine Istat sugli ordini delle imprese manifatturiere; anche l'indice PMI, pur evidenziando un parziale recupero, si è mantenuto su valori inferiori alla soglia di espansione, pur evidenziando un parziale recupero.

Nel primo trimestre l'avanzo di conto corrente, al netto della stagionalità, è lievemente diminuito, scendendo all'1,2 per cento del PIL trimestrale, rispetto all'1,4 del periodo precedente. Il saldo resta in linea con i livelli medi del 2024, segnando una fase di stabilità dopo il riassorbimento degli effetti dello *shock* energetico del 2022.

All'inizio dell'anno le importazioni hanno registrato un marcato aumento (2,6 per cento rispetto al quarto trimestre del 2024), trainate in particolare dalla crescita degli acquisti di servizi dall'estero. L'espansione delle importazioni riflette il rafforzamento delle variabili che più le attivano, in particolare gli investimenti fissi lordi e le esportazioni. A fronte di un incremento degli acquisti di beni dai *partner* dell'area dell'euro, si è osservata una netta contrazione delle importazioni dai paesi extra-UE, concentrata soprattutto sui prodotti della meccanica e sulle materie prime energetiche. Nel complesso, una crescita delle importazioni lievemente inferiore rispetto a quella delle esportazioni ha comportato un

contributo positivo della domanda estera netta alla crescita del PIL nel primo trimestre (0,1 punti percentuali), in controtendenza rispetto a quanto osservato nel corso del 2024.

Il recupero della manifattura osservato in inverno sembra temporaneo

Dopo cinque trimestri di cali congiunturali consecutivi, la produzione industriale ha mostrato un primo segnale di ripresa in inverno, a cui è seguita una dinamica pressoché piatta nel secondo trimestre. Le informazioni desumibili dai dati più recenti del fatturato, relativi a maggio, delineano tuttavia un quadro meno favorevole, con una variazione acquisita nella media dei mesi primaverili negativa (-1,4 per cento) rispetto al periodo gennaio-marzo. Le indagini congiunturali indicano una sostanziale stasi nel secondo trimestre: a giugno, l'indice PMI è sceso a 48,4, riflettendo il calo degli ordini interni ed esteri dovuto alla persistente debolezza della domanda e all'incertezza del contesto globale. L'indice Istat sulla fiducia delle imprese manifatturiere è rimasto pressoché invariato rispetto al primo trimestre, per poi segnare un recupero a luglio.

Dopo il balzo osservato in aprile, l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni in maggio ha registrato una flessione congiunturale (-1,4 per cento); ciononostante, la variazione acquisita nel secondo trimestre rispetto alla media dei primi tre mesi dell'anno in corso rimane positiva (1,1 per cento). Le valutazioni delle imprese edili appaiono contrastanti: l'indice sul clima di fiducia dell'Istat ha segnato una flessione nel secondo trimestre del 2025, a riflesso del calo della componente degli edifici solo parzialmente compensato dagli incrementi relativi alle opere d'ingegneria civile e ai lavori di costruzione specializzati. Il settore delle costruzioni tiene invece secondo l'indice PMI, che si colloca appena sopra la soglia di crescita nel secondo trimestre (50,2); la dinamica degli ordini e dell'occupazione lascia intravedere sviluppi favorevoli nei prossimi mesi.

Dopo la stasi dell'autunno scorso, nei primi tre mesi del 2025 il valore aggiunto dei servizi ha segnato una marginale contrazione (-0,1 per cento su base congiunturale). Nel secondo trimestre l'indice di fiducia del comparto ha registrato, rispetto alla media dei primi tre mesi dell'anno, una flessione determinata da una revisione al ribasso diffusa tra le singole componenti dell'indicatore (giudizi sugli ordini e sull'andamento degli affari e attese sugli ordinativi). Il PMI del terziario in giugno si è comunque mantenuto in territorio espansivo a 52,1 (dal 53,2 di maggio, il livello più alto in quasi dodici mesi). Sulla base delle anticipazioni dell'Istat sui conti nazionali nel secondo trimestre il valore aggiunto dei servizi avrebbe pressoché ristagnato, come già avvenuto in inverno.

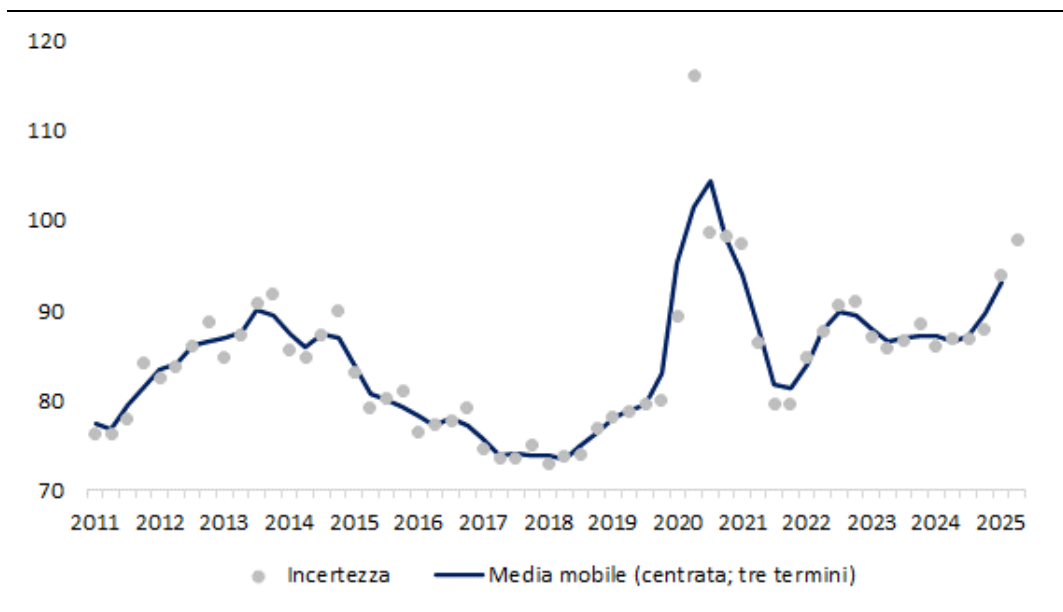
In riferimento alla natalità d'impresa, secondo i dati Movimprese nei primi tre mesi del 2025 il saldo fra iscrizioni e cessazioni è risultato negativo, per circa 3.000 unità, compensando il saldo positivo dell'ultimo trimestre dello scorso anno. La demografia d'impresa rimane poco dinamica, registrando sia nelle iscrizioni sia nelle cessazioni una tendenza sostanzialmente decrescente nell'ultimo quindicennio. A livello di tipologia di

impresa, le società di capitali sono risultate l'unica forma giuridica con un saldo positivo. Il Centro Italia è invece stato l'unica area con una dinamica demografica favorevole. A livello settoriale si conferma la crescita delle attività professionali e tecniche, mentre prosegue la riduzione delle imprese nei comparti tradizionali come commercio, agricoltura e manifattura.

Secondo i dati dell'indagine sul turismo internazionale della Banca d'Italia, nel 2024 la bilancia dei pagamenti turistica dell'Italia ha proseguito lungo il sentiero di crescita già delineato nel triennio precedente: il saldo attivo ha raggiunto 21,2 miliardi di euro, pari all'1,0 per cento del PIL, un livello analogo a quello registrato nel 2019, prima della pandemia. I dati provvisori relativi al primo trimestre del 2025 indicano un ulteriore miglioramento, con un avanzo superiore di circa un sesto rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, sostenuto da un incremento del 6,4 per cento della spesa dei turisti stranieri in Italia.

Nel complesso, nella media del secondo trimestre l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, si è ridotto di quasi due punti, riflettendo le flessioni nelle costruzioni e nel terziario. Nel periodo più recente l'incertezza di famiglie e imprese, secondo la misura elaborata dall'UPB, si è ulteriormente acuita, sospinta sia dalla componente relativa alle imprese sia da quella delle famiglie (fig. 11).

Fig. 11 – Indice di incertezza dell'UPB
(numero indice, 1993 T1=100)



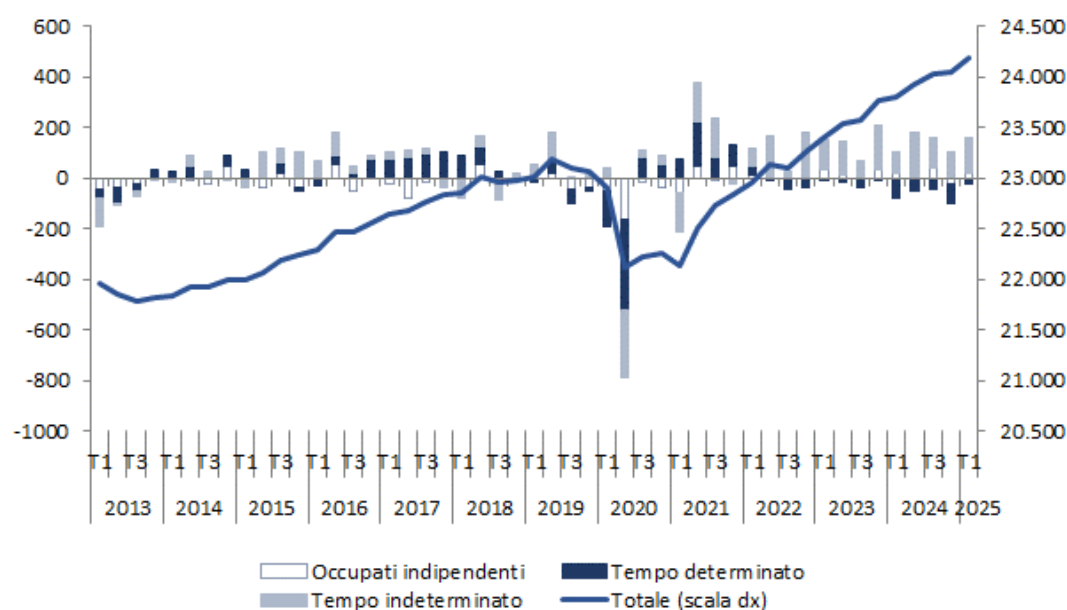
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L'occupazione torna a espandersi e la dinamica salariale recupera

Nel trimestre invernale l'occupazione ha ripreso a crescere, dopo la stasi registrata nello scorcio finale dello scorso anno. La crescita dei livelli occupazionali (0,7 per cento su base congiunturale) è stata sospinta dal recupero nei servizi (0,9 per cento, da -0,3 nel trimestre precedente) e dall'andamento favorevole nelle costruzioni; il numero di occupati è invece rimasto invariato per il secondo trimestre di seguito nell'industria in senso stretto e si è ridotto nell'agricoltura. L'input di lavoro si è rafforzato (1,0 per cento) più degli occupati, per cui le ore medie lavorate per addetto sono aumentate, nelle costruzioni e maggiormente nei servizi, in cui persistono le tensioni tra domanda e offerta di lavoro; per contro, le ore *pro capite* sono rimaste invariate nel settore manifatturiero, per il terzo trimestre consecutivo, dove si è registrato un maggior ricorso agli strumenti di integrazione salariale. La produttività oraria è diminuita (-0,7 per cento), in particolare nel terziario, in cui i livelli produttivi sono apparsi stazionari dalla seconda metà del 2024.

Nel primo trimestre l'occupazione ha beneficiato dell'espansione della componente a carattere permanente (0,9 per cento sulla base della Rilevazione trimestrale sulle Forze di lavoro) e del marginale incremento del lavoro autonomo; è invece proseguito il lungo ciclo in flessione dell'occupazione a termine, in atto dal secondo trimestre del 2022 (fig. 12). L'incremento occupazionale è principalmente riconducibile alla classe di età più anziana (50-64 anni), che ha contribuito in misura significativa alla ripresa post-pandemica. A tale fenomeno concorrono sia la transizione demografica (il progressivo invecchiamento della coorte dei c.d. *baby boomers*) sia l'innalzamento dei requisiti di pensionamento, che trattengono i lavoratori più anziani.

Fig. 12 – Occupazione dipendente e indipendente
(variazioni congiunturali assolute; livelli)



Fonte: Istat.

I dati preliminari disponibili per il secondo trimestre prefigurano un lieve rallentamento, per la marginale diminuzione dell'occupazione alle dipendenze, per la flessione della componente a termine; si è invece registrata un'accelerazione del lavoro autonomo.

Secondo i dati di flusso dell'Osservatorio INPS sul mercato del lavoro, relativi al settore privato non-agricolo, le posizioni lavorative a tempo indeterminato al netto delle cessazioni sono aumentate (5,6 per cento nel primo trimestre rispetto all'analogo periodo di un anno prima), anche per le maggiori trasformazioni di contratti a termine; i rapporti di lavoro a tempo determinato, stagionali e intermittenti hanno invece registrato una diminuzione. Su base settoriale, la variazione netta di posti di lavoro è stata trainata dalle costruzioni, a fronte di flessioni nel commercio e nei servizi turistici.

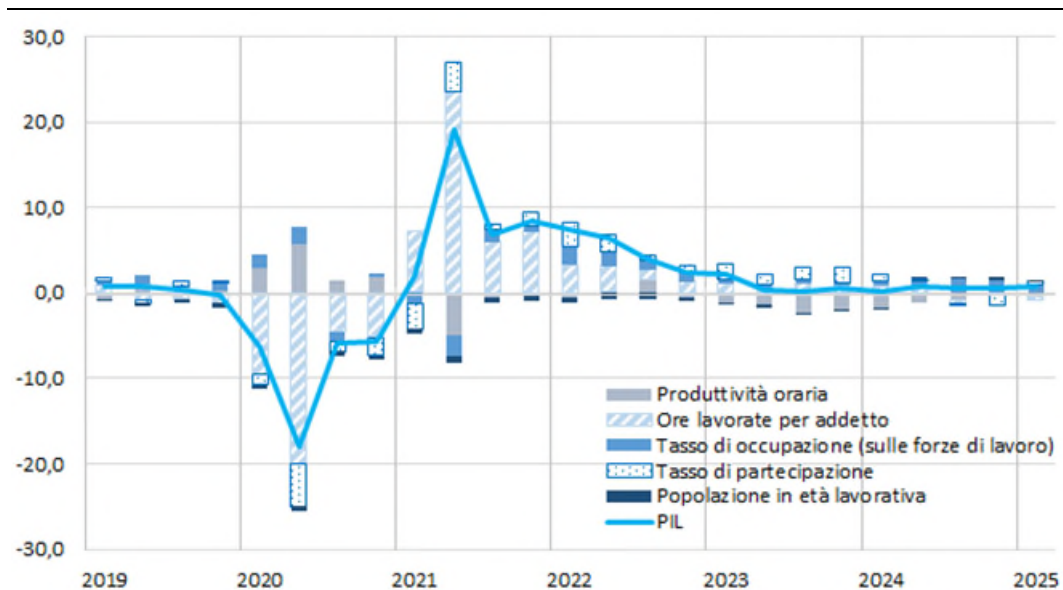
Il ricorso alle misure di integrazione salariale, in rialzo già dallo scorso anno, si è intensificato nei mesi invernali, per le maggiori richieste di ore autorizzate della Cassa integrazione guadagni (CIG) nell'industria in senso stretto; le domande si sono concentrate sulla CIG straordinaria, utilizzata nei casi di riorganizzazione o ristrutturazione aziendale, in aumento di oltre due terzi nel confronto tendenziale. I trattamenti salariali hanno invece rallentato nell'edilizia e sono diminuiti nel commercio.

Nel primo trimestre il tasso di partecipazione (15-64 anni) è di nuovo aumentato (al 66,9 per cento), riflettendo i rialzi nelle fasce di età più elevate. L'espansione dell'offerta di lavoro ha inoltre incorporato l'aumento delle persone in cerca di un impiego, dopo la flessione dello scorso anno, per la spinta della componente giovane (15-34 anni) e delle donne. Il tasso di disoccupazione (15-64 anni) è rimasto invariato al 6,2 per cento, ed è salito lievemente nella media dei mesi primaverili.

Il numero di individui inattivi, in crescita per tutto il corso del 2024, si è ridotto nel trimestre invernale, in particolare tra le donne e in tutte le fasce di età a eccezione di quella più giovane. La flessione ha riguardato la componente più vicina al mercato del lavoro, ovvero coloro che si dichiarano disponibili a lavorare pur non cercando un impiego, che presentano una maggiore probabilità di entrare nelle forze di lavoro quando aumenta la domanda. Il tasso di inattività è disceso su valori storicamente bassi (33,1 per cento), similmente al grado di inutilizzo del fattore lavoro (pari al 15,3 per cento della forza di lavoro estesa).

La variazione tendenziale del PIL nel primo trimestre è stata principalmente sostenuta dal tasso di occupazione, come evidenziato dalla scomposizione in termini delle principali variabili del mercato del lavoro, della produttività oraria e della demografia. A tale dinamica ha contribuito anche la partecipazione al mercato del lavoro, il cui apporto era risultato negativo nel secondo semestre del 2024, nonché la lieve crescita della popolazione in età lavorativa, favorita dalla maggiore consistenza della componente anziana (fig. 13). È risultato invece negativo il contributo della produttività oraria e delle ore lavorate per addetto.

Fig. 13 – Crescita del PIL in termini reali e mercato del lavoro
(variazioni percentuali tendenziali; contributi alla crescita)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

La dinamica delle retribuzioni contrattuali si è confermata relativamente elevata nel settore privato (4,5 per cento la crescita tendenziale nel primo trimestre dell'anno), mentre è apparsa moderata nella Pubblica Amministrazione. Le pressioni salariali sono state sospinte dai recenti rinnovi contrattuali nella manifattura (alimentari), nell'edilizia e nei servizi (logistica, servizi socioassistenziali, energia elettrica), che hanno previsto aumenti generalmente superiori alla variazione dell'IPCA al netto degli energetici importati (l'IPCA-NEI, stimata dall'Istat intorno al due per cento in media nel triennio 2025-27). La variazione delle retribuzioni orarie di fatto nel complesso dell'economia è aumentata marginalmente, al 3,3 per cento su base annua. La dinamica del CLUP è apparsa più sostenuta del costo del lavoro, risentendo del calo della produttività.

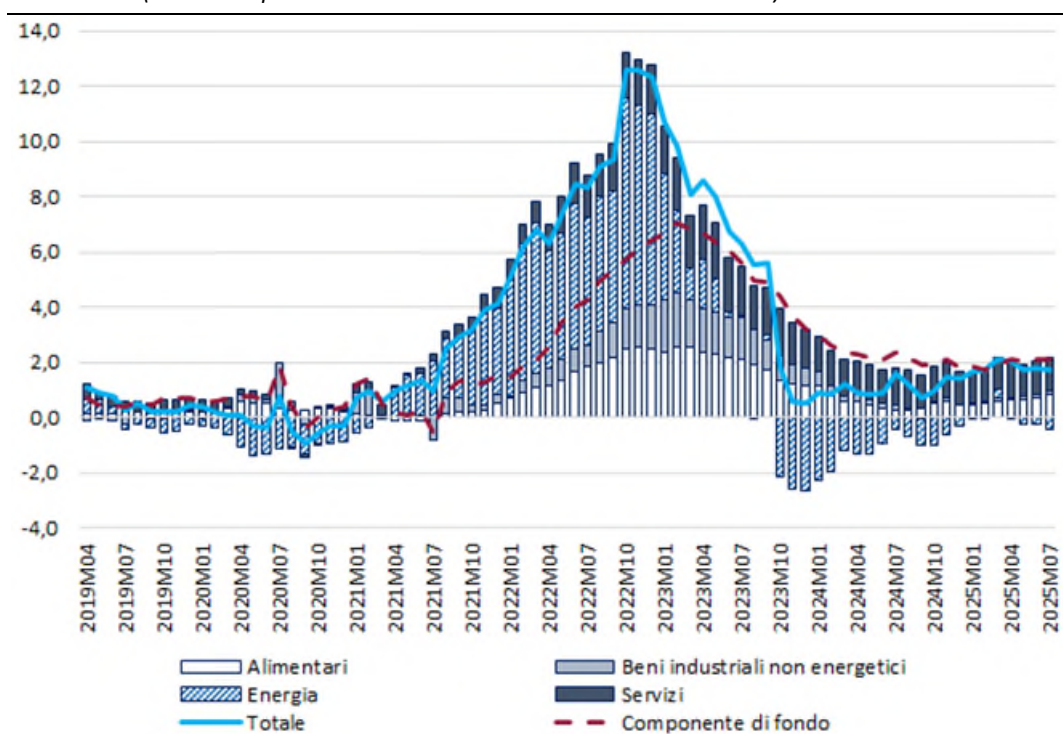
Nei mesi primaverili la variazione dei salari contrattuali si è moderata nel comparto privato (3,3 per cento), anche per effetto del rinnovo del contratto del commercio, che ha previsto aumenti in linea con l'IPCA-NEI. Nel comparto metalmeccanico l'efficacia del contratto collettivo nazionale di lavoro, scaduto in giugno 2024, è estesa fino al suo rinnovo e si stabilisce l'adeguamento dei minimi retributivi in base dell'IPCA-NEI dell'anno precedente (1,3 per cento). Si è invece registrata un'accelerazione nel settore pubblico. Nel complesso la crescita delle retribuzioni contrattuali nella prima metà dell'anno (3,5 per cento) ha beneficiato del processo negoziale nel settore privato, in cui la quota di dipendenti in attesa di rinnovo è scesa rispetto alla seconda metà del 2024 (al 33,3 per cento). Nonostante i recenti rialzi, le retribuzioni contrattuali reali in giugno sono risultate ancora largamente inferiori (di circa il nove per cento) rispetto ai valori del 2021, con una perdita di potere di acquisto nei servizi privati (-10,7 per cento) pari a quasi il doppio di quella dell'industria. La dinamica retributiva è attesa in attenuazione nel secondo semestre, per attestarsi al 3,1 per cento in media d'anno secondo l'Istat tenuto conto dei contratti in vigore fino a giugno.

L'inflazione si mantiene sotto il due per cento, ma è più elevata per i servizi e i beni alimentari

L'inflazione italiana resta sotto il due per cento, la componente di fondo si mantiene stabile; la dinamica dei prezzi degli alimentari e dei servizi resta superiore a quella totale, così come per i servizi. Le spinte a monte della catena di produzione si riassorbono e le aspettative sono contenute, sia su orizzonti brevi che oltre.

Nel secondo trimestre dell'anno la variazione dell'indice nazionale dei prezzi al consumo è rimasta all'1,7 per cento, come nei tre mesi precedenti. I prezzi energetici si sono ridotti (-1,6 per cento), per i ribassi delle quotazioni internazionali e per gli adeguamenti delle tariffe elettriche²; le altre componenti hanno invece accelerato, soprattutto gli alimentari (al 3,1 per cento dal 2,2 del primo trimestre) e in parte anche i servizi (al 2,8 per cento dal 2,5) (fig. 14).

Fig. 14 – Indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA), contributi delle componenti e componente di fondo (1)
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



Fonte. elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Nel grafico si riportano i contributi alla crescita delle componenti settoriali dell'indice generale dei prezzi al consumo armonizzato, oltre alla variazione della componente di fondo. La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell'indice totale, in quanto concatenato ed elaborato a un dettaglio maggiore.

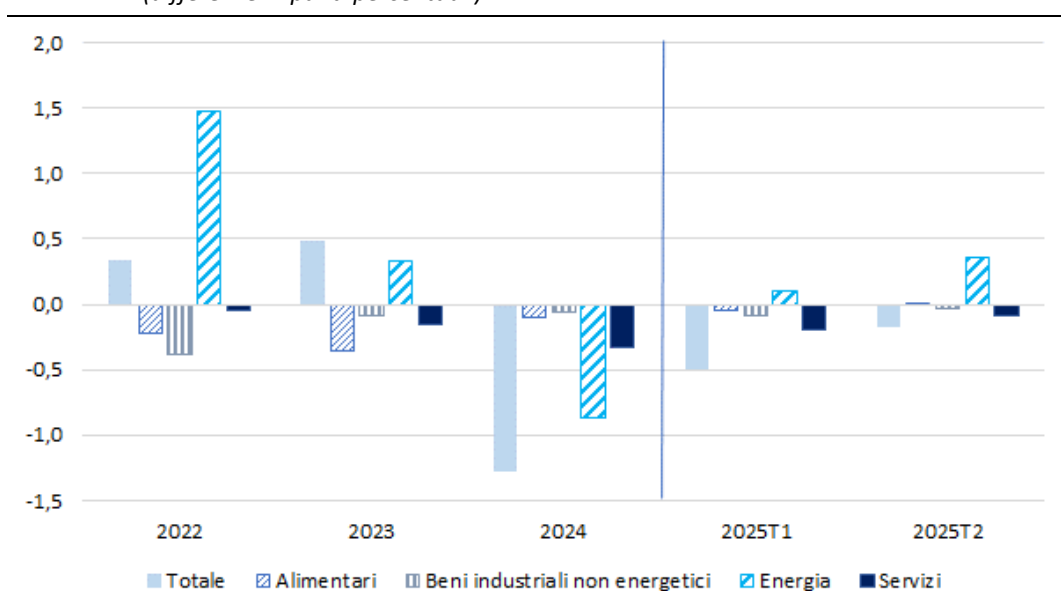
² Il DL 19/2025 (cosiddetto "Decreto bollette") ha determinato la diminuzione dei prezzi nel mercato tutelato dell'energia elettrica.

Nei dati provvisori di luglio l'inflazione (misurata dall'indice NIC) si è confermata all'1,7 per cento, come risultato di forze contrapposte: da un lato si intensificano le spinte deflazionistiche del settore energetico (-4,0 per cento da -2,1 di giugno) ma dall'altro accelerano i prezzi degli alimentari (3,8 per cento da 3,3), soprattutto quelli non lavorati (5,1 per cento da 4,2); per conseguenza è salita anche l'inflazione del cosiddetto carrello della spesa (3,4 per cento in luglio). La dinamica dei prezzi nel complesso dei servizi perde un decimo di punto in luglio, ma in alcuni casi si osservano rincari non trascurabili (3,4 per cento la variazione tendenziale per i trasporti). L'inflazione acquisita per il 2025 in luglio raggiunge l'1,7 per cento per l'indice NIC (da 1,4 in giugno), anche per via di effetti base.

Nel trimestre scorso si è quasi completamente riassorbito il differenziale negativo dell'inflazione italiana rispetto a quello dell'area dell'euro; la distanza, ascrivibile principalmente ai servizi, in primavera si è ridotta a due decimi di punto percentuale, mentre nel 2024 aveva superato il punto percentuale (fig. 15).

Rispetto alle singole voci, in Italia resta preponderante il numero di quelle che registrano dinamiche dei prezzi contenute: nell'ultimo trimestre la quota di beni e servizi con inflazione sotto il due per cento ha raggiunto il 54 per cento, è rimasta al 15 per cento per la fascia tra il due e il tre per cento, mentre è salita al 19 la percentuale di voci con inflazione tra il tre e il cinque per cento, con pochissime altre che hanno registrato variazioni superiori.

Fig. 15 – Differenziali di inflazione dell'Italia rispetto all'area dell'euro (1)
(differenze in punti percentuali)



Fonte. elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Differenze, sull'inflazione armonizzata totale e sui contributi delle sue componenti, tra l'Italia e l'area dell'euro.

A monte della catena di produzione sembra tornare, da qualche mese, una nuova spinta deflattiva, dopo i recuperi osservati tra la fine del 2024 e l'inizio dell'anno corrente. I prezzi all'import sono infatti in riduzione per il terzo mese consecutivo e in maggio appaiono del 2,4 per cento inferiori alla media del 2024, per via dei ribassi dei prezzi dei prodotti energetici in entrambe le aree, euro e non euro. Rientrano le spinte osservate all'inizio dell'anno anche nell'industria, dove i prezzi alla produzione scendono di quasi il quattro per cento nella media aprile-maggio rispetto ai tre mesi precedenti, grazie ai ribassi nel comparto energetico del mercato interno. Rallentano nei mesi recenti anche i prezzi alla produzione nelle costruzioni, sia di edifici sia di strade, ma in maniera più contenuta. I prezzi alla produzione nei servizi (3,8 per cento tendenziale nel primo trimestre 2025) mantengono invece il passo medio del 2024, con alcuni picchi nelle attività professionali, scientifiche e tecniche, nei trasporti marittimi e negli alloggi.

Le aspettative di consumatori e imprese sembrano orientate alla stabilità. La percentuale di imprese intervistate nelle indagini Istat che si attende prezzi di vendita invariati sfiora il 90 per cento, e la quota che si attende possibili rialzi è ormai residuale (8 per cento). Anche l'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative delle imprese mostra che nel secondo trimestre dell'anno le attese sono aumentate di poco per tutti gli orizzonti, collocandosi al 2 per cento fino a 24 mesi in avanti. I direttori degli acquisiti intervistati per l'indice PMI segnalano che in giugno i prezzi di acquisto sono diminuiti per il secondo mese consecutivo, grazie alla contrazione dei prezzi delle materie prime e agli sconti applicati dai fornitori; di conseguenza alcune imprese, viste le deboli condizioni di domanda, avrebbero cercato di rimanere competitive abbassando i prezzi di vendita. Parallelamente i consumatori sono ottimisti circa le tensioni sui prezzi: è elevata la quota di famiglie che si attende prezzi stabili (quasi il 40 per cento in giugno) sebbene inferiore a quella di chi prevede aumenti dei prezzi (58,5 per cento).

Le previsioni macroeconomiche per l'economia italiana

Di seguito si presentano le previsioni macroeconomiche dell'UPB per l'economia italiana nel biennio 2025-26. Rispetto al quadro formulato ad aprile in occasione della validazione del quadro macroeconomico del Documento di finanza pubblica (DFP) 2025, lo scenario è stato aggiornato per tenere conto dell'evoluzione più recente delle variabili esogene internazionali e delle ultime informazioni sull'andamento ciclico. In materia di finanza pubblica, si ipotizza il pieno utilizzo delle risorse del programma europeo *Next Generation EU* (NGEU). Per quanto riguarda il commercio internazionale lo scenario assume i dazi statunitensi verso l'Unione europea al 10 per cento, come definiti prima del recente accordo politico (si veda al riguardo il paragrafo "I rischi della previsione" alla fine di questo paragrafo e il Riquadro su "Le ipotesi dell'esercizio previsivo"). Similmente ad altri interventi di politica economica, nelle previsioni si considerano solo le misure che sono state approvate e pienamente definite con tutti i dettagli. Le implicazioni del recente accordo andranno valutate, sulla base dei contenuti effettivi, quando saranno completamente chiariti e resi noti i testi. Nel corso dell'orizzonte previsivo si assume pertanto che non vi siano ulteriori inasprimenti dei dazi e che non vengano adottate nuove restrizioni agli scambi anche da parte di altri paesi.

L'attività economica nel biennio 2025-26

Le stime incorporano le informazioni sulla dinamica del PIL dell'Italia nel secondo trimestre, in virtù della quale la variazione acquisita per il 2025 si è attestata sui cinque decimi di punto percentuale, che per effetti di calendario dovrebbe tradursi in un decimo di punto percentuale in meno nei conti annuali. Secondo i modelli di previsione di breve periodo dell'UPB, l'attività economica si espanderebbe, lievemente, nel terzo e nel quarto trimestre.

Nel 2025 il PIL dell'Italia è atteso crescere dello 0,5 per cento (tab. 2), sostenuto dalla buona dinamica occupazionale in un contesto di inflazione moderata, seppure in lieve aumento. Nel 2026 la crescita del PIL si manterrebbe allo 0,5 per cento; al rafforzamento degli investimenti, trainati dal PNRR, farebbe riscontro il deterioramento della domanda estera netta per il protrarsi delle tensioni protezionistiche.

Le previsioni presentate in questa Nota tengono conto, a differenza di quelle degli altri istituti (tab. 3), della stima preliminare del PIL nel trimestre scorso (comunicata dall'Istat il 30 luglio); il dato ha sorpreso in negativo, in quanto ci si aspettava un'espansione dell'attività, per quanto moderata. Nel comparare le proiezioni per il 2026, invece, occorre considerare l'eterogeneità delle ipotesi per le esogene internazionali, con particolare riferimento all'evoluzione della guerra commerciale, alle proiezioni sui mercati valutari e alle attese sulla finanza pubblica.

Tab. 2 – Previsioni dell'economia italiana (1)

	2024	2025	2026
ESOGENE INTERNAZIONALI			
Commercio internazionale	3,3	2,6	1,9
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	80,6	70,0	66,4
Cambio dollaro/euro	1,08	1,13	1,19
Prezzo del gas naturale (TTF, euro/MWh)	34,4	37,9	33,7
QUADRO ITALIANO			
PIL	0,7	0,5	0,5
Importazioni beni e servizi	-0,7	2,2	1,9
Consumi finali nazionali	0,6	0,7	0,6
- Consumi famiglie e ISP	0,4	0,8	0,7
- Spesa della PA	1,1	0,7	0,5
Investimenti	0,5	0,6	1,7
Esportazioni beni e servizi	0,4	1,5	0,7
CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL			
Esportazioni nette	0,4	-0,2	-0,3
Scorte	-0,2	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto scorte	0,5	0,7	0,8
PREZZI E CRESCITA NOMINALE			
Deflatore importazioni	-1,8	0,6	-0,6
Deflatore esportazioni	0,0	1,5	1,3
Deflatore consumi	1,4	1,8	1,7
Deflatore PIL	2,1	2,2	2,0
PIL nominale	2,9	2,7	2,6
MERCATO DEL LAVORO			
Costo del lavoro per dipendente	2,8	3,2	3,1
Occupazione (ULA)	2,2	0,6	0,4
Tasso di disoccupazione	6,5	6,0	5,9

(1) Variazioni percentuali, salvo per i contributi alla crescita del PIL (punti percentuali), il tasso di disoccupazione (percentuale), il tasso di cambio e il prezzo del petrolio (livelli). Per effetto degli arrotondamenti sui tassi di crescita, alla prima cifra decimale, la somma delle variazioni delle quantità in volume e dei relativi deflatori può non coincidere con le dinamiche nominali.

Tab. 3 – Previsioni recenti sul PIL e i prezzi al consumo dell'Italia
(variazioni percentuali annue)

		PIL		Inflazione	
		2025	2026	2025	2026
Fondo monetario internazionale ⁽¹⁾	29-lug	0,5	0,8		
Oxford Economics ⁽²⁾	25-lug	0,7	0,5	1,6	1,5
Consensus Economics: ⁽²⁾	14-lug				
- media		0,6	0,7	1,7	1,6
- minimo		0,4	0,3	1,1	1,1
- massimo		0,8	1,0	2,0	2,0
REF -Ricerche ⁽²⁾	11-lug	0,6	0,7	1,5	1,5
Prometeia ⁽²⁾	25-giu	0,6	0,7	1,7	1,8
Banca d'Italia ^{(1) (2)}	13-giu	0,6	0,8	1,5	1,5
OCSE ⁽²⁾	03-giu	0,6	0,7		
Commissione europea ⁽¹⁾	19-mag	0,7	0,9	1,8	1,5
Per memoria:					
MEF DFP 2025 ⁽³⁾	11-apr	0,6	0,8	2,1	1,9

(1) Indice dei prezzi armonizzato. – (2) Dato corretto per i giorni lavorativi. – (3) Deflatore dei consumi.

Le previsioni sulle componenti della spesa

Nel biennio di previsione l'attività economica sarebbe sostenuta principalmente dalla domanda interna, con un contributo maggiore dei consumi delle famiglie rispetto a quello degli investimenti fissi lordi. L'apporto della variazione dello *stock* di magazzino, che lo scorso anno ha sottratto due decimi di punto alla crescita del PIL, sarebbe pressoché nullo; per contro, il contributo alla variazione del PIL della domanda estera netta risulterebbe negativo, in particolare nel 2026.

I consumi beneficerebbero dell'espansione dell'occupazione e del contesto di inflazione moderata. Gli investimenti sarebbero sospinti dall'attuazione del programma NGEU, oltre che dall'allentamento della politica monetaria, mentre il contributo negativo della domanda estera netta risentirebbe delle tensioni protezionistiche scaturite dalle politiche commerciali statunitensi.

Nel biennio 2025-26 si stima una crescita della spesa delle famiglie di circa lo 0,8 per cento, in aumento rispetto allo scorso anno (0,4 per cento). L'espansione dei consumi privati sarebbe sospinta dal potere d'acquisto delle famiglie, grazie al rafforzamento del reddito disponibile (2,6 per cento nel 2025 e 3,2 per cento nel 2026) con modeste pressioni inflazionistiche. La propensione al risparmio, dopo essere risalita nel 2024, si manterrebbe su livelli elevati rispetto al periodo pre-pandemico, riflettendo un atteggiamento ancora prudente da parte delle famiglie in un contesto di persistente incertezza economica.

Gli investimenti fissi lordi sono attesi aumentare nel 2025-26 rispettivamente dello 0,6 e dell'1,7 per cento, trainati soprattutto dall'accumulazione di macchinari e attrezzature; la marcata accelerazione nel 2026 riflette la concentrazione delle risorse disponibili attraverso il PNRR. L'accumulazione di capitale continuerà a beneficiare di condizioni di finanziamento favorevoli, ma potrebbe risentire del possibile slittamento della spesa oltre il 2026 qualora si procedesse a una revisione del Piano. Nel complesso, l'incidenza degli investimenti fissi lordi sul PIL si attesterebbe intorno al 22,0 per cento alla fine del periodo di previsione, un livello elevato nel confronto storico.

Nel 2025 le esportazioni sono attese crescere dell'1,5 per cento, un ritmo più contenuto rispetto a quello del commercio mondiale (2,6 per cento); seppure attenuandosi proseguirebbe la perdita di quote di mercato estero, già registrata nel biennio scorso, in quanto acuita dall'apprezzamento dell'euro e dal protezionismo. Le importazioni, in aumento del 2,2 per cento, crescerebbero a un ritmo più sostenuto rispetto alle vendite all'estero, anche in relazione al rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro. Nel 2026 le esportazioni rallenterebbero allo 0,7 per cento, a fronte di una dinamica superiore del commercio globale (1,9 per cento). Per contro, le importazioni crescerebbero dell'1,9 per cento, ancora sostenute dall'apprezzamento del tasso di cambio.

Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti, tornato positivo dal 2023 in larga misura grazie al riassorbimento del disavanzo della bilancia energetica, è atteso attestarsi nel biennio di previsione all'1,3 per cento del PIL, marginalmente al di sopra di quanto registrato lo scorso anno.

Le previsioni sul mercato del lavoro e l'inflazione

L'occupazione, misurata in termini di unità di lavoro standard (ULA), aumenterebbe nella media del biennio 2025-26 in misura (0,5 per cento) sostanzialmente simile a quella del prodotto, incorporando un ridimensionamento delle ore lavorate. La crescita degli occupati, definiti secondo la Rilevazione sulle forze di lavoro, è attesa più sostenuta di quella del prodotto quest'anno, tenuto conto della domanda di lavoro ancora elevata in alcuni comparti produttivi, ma si dimezzerebbe nel 2026. Il tasso di occupazione (15-64 anni) è previsto aumentare in misura superiore al tasso di partecipazione, in particolare quest'anno. L'offerta di lavoro è infatti stimata in moderata espansione, principalmente per il traino della frazione più anziana delle forze di lavoro. Il calo del numero di persone in cerca di un impiego proseguirebbe quest'anno e si attenuerebbe nel 2026. Il tasso di disoccupazione è proiettato in diminuzione appena al di sotto del sei per cento al termine del periodo di previsione (dal 6,5 nel 2024).

L'inflazione, misurata attraverso il deflatore dei consumi delle famiglie, è prevista in moderato aumento nel biennio di previsione (all'1,8 per cento in media), a sintesi di impulsi contrastanti esercitati principalmente da fattori esogeni. Le attese di quotazioni

più contenute delle componenti energetiche e l'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro concorrono a contenere la dinamica dei prezzi. Le principali spinte al rialzo provengono invece dai costi dei fattori produttivi, soprattutto beni industriali non energetici, che si rifletterebbero infine sui prezzi al consumo.

La dinamica retributiva nel biennio 2025-26 (di poco superiore al tre per cento in media) sopravanza la dinamica dei prezzi, sostenendo il potere d'acquisto delle famiglie, ma i salari reali resterebbero inferiori a quelli del 2021 di oltre tre punti percentuali a fine periodo. La crescita del deflatore del PIL, pari a circa al 2,1 per cento in media nell'orizzonte delle proiezioni, eccede quella del deflatore dei consumi privati, in quanto è attivata anche dal guadagno delle ragioni di scambio. Dal lato dell'offerta il deflatore del PIL sarebbe principalmente sospinto dal costo del lavoro e in misura più contenuta dai margini di profitto delle imprese.

Le principali revisioni rispetto alle previsioni di primavera

Rispetto al quadro macroeconomico formulato dall'UPB in aprile, in occasione dell'esercizio di validazione delle previsioni del DFP 2025, le proiezioni sull'attività economica sono state appena riviste al ribasso quest'anno (per 0,1 punti percentuali), incorporando l'inattesa battuta d'arresto del PIL nel secondo trimestre. La minore crescita del PIL per il 2026 (per 0,2 punti percentuali) ha principalmente risentito del netto apprezzamento dell'euro, che riduce la competitività di prezzo e frena le esportazioni nette. Con riferimento alle variabili di prezzo, la dinamica del deflatore dei consumi privati è stata rivista al ribasso per circa quattro decimi di punto nella media del periodo di previsione, per via delle minori pressioni sull'inflazione importata.

I rischi della previsione

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana è esposto a rischi complessivamente orientati al ribasso, prevalentemente ascrivibili ai conflitti internazionali e all'avanzamento dei progetti del PNRR.

Le tensioni geopolitiche rappresentano una fonte primaria di incertezza. Le guerre in corso e l'inasprimento delle restrizioni agli scambi da parte degli Stati Uniti generano effetti negativi sull'attività economica, difficilmente quantificabili nella fase attuale. L'impatto complessivo del protezionismo dipenderà da vari fattori, quali la durata delle misure restrittive, l'eventuale risposta ritorsiva da parte dei *partner* commerciali, nonché le reazioni dei mercati finanziari, delle banche centrali, delle imprese e dei consumatori. In Europa, le prospettive dell'economia tedesca restano incerte, come segnalato dalla battuta d'arresto del PIL nel secondo trimestre, ma nel medio periodo si attendono ingenti stimoli per la spesa militare e le infrastrutture. Le attese sul commercio mondiale nel 2026

sono estremamente differenziate, diversi analisti prevedono un'espansione seppure in decelerazione, mentre alcuni prefigurano una contrazione.

Sulle previsioni degli investimenti in Italia gravano rischi legati alla concentrazione temporale degli interventi finanziati dal programma NGEU nei prossimi cinque trimestri. Tale concentrazione potrebbe generare colli di bottiglia sul lato dell'offerta, di freno sulla crescita. Una rimodulazione che prevedesse lo slittamento delle spese programmate comporterebbe un non trascurabile peggioramento delle prospettive macroeconomiche del 2026.

La nuova fase di annunci, nella prima metà di luglio, da parte degli Stati Uniti sull'introduzione di nuovi dazi, seguita da accordi come nel caso di quello con la UE (comunicato ma non pienamente definito il 27 luglio) ha contribuito ad acuire l'incertezza globale e la volatilità sui mercati finanziari; in risposta le banche centrali sembrano adottare un approccio più cauto.

Infine, ma non meno importanti, i rischi climatici e ambientali si confermano un elemento strutturale di vulnerabilità. Il riscaldamento globale continua a generare eventi meteorologici estremi con impatti diretti sui prezzi – in particolare dei beni alimentari e dell'energia – e sulla capacità produttiva. La crescente frequenza e intensità di tali eventi impone a governi e operatori privati di stanziare risorse per la prevenzione e la gestione delle emergenze.

Riquadro – Le ipotesi dell'esercizio previsorio

Le ipotesi sul contesto internazionale. – L'esercizio si riferisce al biennio 2025-26 e si basa su variabili esogene internazionali aggiornate e ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili al 28 luglio. In particolare si assume quanto segue: 1) un rallentamento del commercio mondiale di beni e servizi nel 2025 (2,6 per cento rispetto al 3,3 del 2024) che proseguirebbe nel 2026 (1,9 per cento); le previsioni sugli scambi globali scontano l'ipotesi di dazi sulle esportazioni dell'Italia verso gli Stati Uniti al 10 per cento, non recepiscono il recente accordo con la Commissione europea in quanto non sono ancora definiti i dettagli delle aliquote, le esenzioni e gli impegni su acquisti e investimenti dalla UE; 2) un progressivo allentamento delle condizioni monetarie e creditizie con il tasso di interesse a breve nell'area dell'euro previsto quest'anno al 2,1 per cento (dal 3,6 per cento del 2024) e in ulteriore diminuzione all'1,7 per cento nel 2026; 3) un apprezzamento del tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro a 1,16 nella media del periodo 2025-26 (da 1,08 nel 2024); 4) una flessione del prezzo del greggio a 70 dollari per barile seguita, secondo le quotazioni dei mercati *futures*, da un ulteriore calo a circa 66 dollari nel 2026; 5) un temporaneo rialzo delle quotazioni in euro del gas quest'anno a 37,9 euro/MWh seguito da un calo a circa 34 euro/MWh nel 2026. Il quadro di finanza pubblica incorpora i provvedimenti della manovra di bilancio per il 2025 e la piena attuazione dei progetti finanziati con il PNRR.