



Ministero
dell'Economia
e delle Finanze



2025

Documento programmatico di finanza pubblica





Ministero
dell'Economia
e delle Finanze

Documento programmatico di finanza pubblica

2025

Presentato dal Presidente del Consiglio dei ministri
Giorgia Meloni

e dal Ministro dell'Economia e delle Finanze
Giancarlo Giorgetti

al Consiglio dei ministri il 2 ottobre 2025

PREMESSA

Il presente Documento programmatico di finanza pubblica (DPFP), in attesa della riforma del quadro della normativa contabile, ha sostituito, potenziandolo, il contenuto informativo della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF). Il DPFP costituisce l'atto propedeutico alla presentazione della manovra finanziaria valida per il successivo triennio (in questo caso, il periodo 2026-2028). La manovra sarà prima cristallizzata nel Documento Programmatico di Bilancio (DPB), da trasmettere alla Commissione europea entro la scadenza del 15 ottobre e, poi, dettagliata nel disegno di legge di bilancio che sarà presentato al Parlamento dopo qualche giorno.

Tanto premesso, si ricorda che nella nuova governance economica europea l'obiettivo prevalente della politica di bilancio (ossia il tasso di crescita della spesa netta) non può essere rivisto nel tempo, dovendo rispettare il limite massimo fissato nel Piano strutturale di bilancio di medio termine (d'ora in avanti anche Piano o PSBMT) e successivamente raccomandato dal Consiglio dell'Unione europea. Pertanto, in questo Documento si dà conto dei margini di bilancio derivanti dal confronto dei tassi di crescita della spesa netta nello scenario a legislazione vigente con i tassi di crescita obiettivo, nonché della rimodulazione, a parità di tasso di crescita dell'aggregato di riferimento, delle sue componenti per perseguire le finalità emergenti di politica economica.

Il presente Documento è stato redatto alla luce degli elementi essenziali delineati con le risoluzioni, di identico contenuto, approvate all'unanimità dalle Commissioni parlamentari competenti del Senato della Repubblica e della Camera dei deputati (rispettivamente il 17 e il 18 settembre), nonché il 24 settembre dall'Assemblea del Senato della Repubblica.

Questo Documento delinea, quindi, la cornice entro la quale progettare la manovra finanziaria per i prossimi tre anni, fornendo un aggiornamento del quadro di riferimento internazionale e provvedendo, allo stesso tempo, a una rielaborazione delle previsioni macroeconomiche e di finanza pubblica.

Le prospettive economiche del Paese nell'attuale contesto congiunturale risultano influenzate da due principali forze contrapposte. Una è tendenzialmente avversa e di matrice globale. Sebbene sia stato raggiunto un accordo tra Commissione europea e l'amministrazione statunitense circa il sistema di dazi da applicare, l'incertezza sulle politiche commerciali internazionali, e più in generale sulla situazione geopolitica, permane su livelli particolarmente elevati, condizionando le scelte di investimento e di consumo degli operatori economici. Al contempo, si stanno rafforzando le pressioni competitive esercitate sui Paesi europei, principalmente quelli con una vocazione manifatturiera, da parte delle economie emergenti, e tra queste in particolare quella cinese. D'altra parte, a livello europeo si è fatta strada una maggiore

consapevolezza dell'importanza di promuovere la domanda interna approfondendo la dimensione del mercato comune e promuovendo la competitività, vista non più come uno strumento volto a conseguire maggiori avanzzi commerciali, ma come un fattore di stimolo alla produttività, alla crescita e all'occupazione. Allo stesso tempo, la politica monetaria della BCE non è più restrittiva come negli anni scorsi, ma la stagnazione complessiva dell'economia europea porta a ritenere che, pur nel rispetto del mandato della BCE, sarebbe auspicabile un quadro di tassi più accomodante.

In questo contesto, l'Italia sta godendo di un periodo di stabilità politica, condizione essenziale per garantire la resilienza dell'economia di fronte a eventuali shock e per mettere in campo azioni di ampio respiro in grado di favorire una riduzione nel medio periodo dell'elevato debito pubblico del Paese. Tale importante fattore è stato riconosciuto dalle agenzie di rating, come testimoniato dai due recenti upgrade deliberati da Standard & Poor's e Fitch rispettivamente a giugno e a settembre di quest'anno, ed anche dagli investitori istituzionali, la cui percezione del rischio specifico del Paese, così come riflesso nei tassi di rendimento dei titoli del debito pubblico italiano, appare in netto miglioramento rispetto a qualche anno fa.

Con riferimento allo scenario macroeconomico sottostante il presente Documento, l'economia italiana ha segnato un aumento del prodotto nel primo trimestre, anche per effetto di un probabile frontloading sollecitato da un'attesa di aumenti nei dazi che ha determinato un andamento piuttosto dinamico delle esportazioni, la cui successiva contrazione è alla base della lieve flessione registrata nel secondo trimestre, portando ad una crescita acquisita per l'anno pari allo 0,5 per cento. Le prospettive per la seconda parte dell'anno, alla luce degli indicatori ad oggi disponibili, restano moderatamente positive; ciononostante, per motivi prudenziali (e tenuto anche conto degli effetti di calendario) la crescita per l'intero 2025 è stimata pari a quella acquisita. Ciò ha comportato una revisione al ribasso di un decimo di punto rispetto al DFP.

Nel quadro macroeconomico tendenziale, anche per ciascuno dei due anni successivi la crescita reale è stata rivista al ribasso di un decimo di punto percentuale rispetto al DFP, attestandosi allo 0,7 per cento nel 2026 e nel 2027. Nel 2028, la crescita reale è prevista pari allo 0,8 per cento. Il quadro programmatico rivede in senso migliorativo la previsione relativamente all'ultimo biennio; il tasso di crescita del PIL si colloca nel 2027 allo 0,8 per cento e nel 2028 allo 0,9 per cento. Tali previsioni sono a nostro avviso prudenziali, come confermato dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio che ha già validato il quadro macroeconomico tendenziale. Esse si collocano in un contesto di ripetute revisioni verso l'alto del livello del PIL da parte dall'Istat; da ultimo, quella del 22 settembre, che ha rivisto il tasso di crescita del 2023 dallo 0,7 per cento all'1,0 per cento.

Il mercato del lavoro italiano continua a registrare una tendenza positiva, testimoniata, oltre che dalla maggiore occupazione e dall'ulteriore calo del tasso di disoccupazione, anche da una notevole contrazione degli inattivi disponibili. A livello aggregato tutti i principali indicatori si collocano su livelli estremamente favorevoli anche in un'ottica retrospettiva; ad esempio, il tasso di disoccupazione è tornato ai livelli minimi del 2007.

In linea con queste dinamiche, si è registrato un sensibile miglioramento anche di indicatori più di dettaglio, che colgono aspetti particolarmente rilevanti per la società italiana, ad esempio con riferimento al tasso di mancata partecipazione al lavoro, uno dei dodici indicatori di Benessere equo e sostenibile monitorati nell'Allegato al presente Documento ad essi dedicato (Allegato BES). Questo indicatore è ulteriormente calato nel 2024, raggiungendo il 13,3 per cento, in riduzione di ben 1,5 punti percentuali dal 2023. Diminuisce anche il gap di genere, che raggiunge un nuovo punto di minimo grazie all'aumento della partecipazione femminile al mercato del lavoro. Da segnalare, inoltre, che l'uscita precoce dal sistema di istruzione e formazione dei giovani nella fascia di età 18-24 anni, anch'esso monitorato nell'Allegato BES, è sceso nel 2024 al 9,8 per cento, consentendo quindi di conseguire in anticipo e superare il target PNRR del 10,2 per cento. Tale risultato pone una base promettente per promuovere la solidità delle competenze delle generazioni più giovani sulla soglia d'entrata nel mercato del lavoro, la cui performance potrebbe ulteriormente migliorare in un'ottica di medio periodo.

Per quanto riguarda la finanza pubblica, i dati di consuntivo per il 2024 hanno mostrato un miglioramento sia del valore nominale del deficit, sia del livello del PIL nominale, che tuttavia non è visibile nel rapporto deficit/PIL al primo decimale (che resta al 3,4 per cento); più consistente è l'impatto sul rapporto debito/PIL, migliorato di quattro decimi di punto percentuale (al 134,9 per cento). Tale punto di partenza più favorevole si trasmette agli anni successivi, determinando un miglioramento del quadro di finanza pubblica tendenziale rispetto al Documento di finanza pubblica: il deficit è previsto collocarsi intorno alla soglia del 3 per cento del PIL quest'anno, per poi continuare la sua discesa nei prossimi anni, confermando quindi l'attesa di uscita dell'Italia dalla Procedura per disavanzi eccessivi. Anche per il debito pubblico in rapporto al PIL resta valida la previsione di ripresa del sentiero di discesa dal 2027 in poi, una volta esaurito l'impatto di cassa dei crediti di imposta legati ai bonus edilizi.

Il quadro programmatico di finanza pubblica sostanzialmente conferma quanto già emerso nello scenario a legislazione vigente.

Come richiesto dalla normativa europea, in primo luogo si provvede a riallineare la crescita della spesa netta agli impegni presi nel Piano. Il tasso di crescita della spesa netta nello scenario tendenziale si colloca sul target per quest'anno, leggermente al di sopra per l'anno prossimo e risulta invece inferiore al valore obiettivo nel 2027 e 2028. Contestualmente al riallineamento della crescita della spesa netta ai valori target (anche se per prudenza nel 2028 ci si collocherà lievemente al di sotto), verrà effettuata una rimodulazione delle differenti poste per perseguire le priorità di politica economica. In particolare, con la manovra si darà luogo a una ricomposizione del prelievo fiscale, riducendo l'incidenza del carico sui redditi da lavoro, e si garantirà un ulteriore rifinanziamento del fondo sanitario nazionale. Inoltre, al fine di dare continuità agli interventi approvati dal Governo, saranno previste specifiche misure volte a stimolare gli investimenti delle imprese e a garantire la competitività.

Il Documento illustra inoltre gli ulteriori progressi compiuti nel campo delle riforme strutturali, essenziali per rimuovere i colli di bottiglia e liberare il potenziale di crescita del nostro Paese. In continuità con il periodo precedente,

in questi mesi il Governo si è concentrato nell'accelerazione dell'attuazione delle misure incluse nel PNRR, nonché nell'adozione delle azioni volte ad assicurare il rispetto degli impegni presi nel Piano. Ciò è avvenuto, in particolare, nelle aree valevoli per l'estensione del periodo di aggiustamento: la giustizia, la tassazione, l'ambiente imprenditoriale, la Pubblica Amministrazione e i servizi per la prima infanzia, il controllo della spesa pubblica e la razionalizzazione delle imprese pubbliche.

In conclusione, nel presente Documento gli obiettivi di spesa netta e di riduzione di deficit e debito enunciati nel Piano strutturale di bilancio e poi confermati nel Documento di finanza pubblica 2025 sono ancora una volta ribaditi, a conferma della tenacia e coerenza dimostrate da questo Governo nel perseguimento del suo obiettivo di sostenibilità della finanza pubblica.

Pur essendo l'Italia un Paese con una molteplicità indiscutibile di inestimabili risorse - dalla diversificazione produttiva, all'eccellenza qualitativa del Made in Italy, all'elevata ricchezza delle famiglie - un livello così elevato del rapporto debito/PIL, eredità di politiche economiche che per decenni hanno attribuito scarsa importanza a un uso accorto delle risorse pubbliche, costituisce un ostacolo allo sviluppo futuro del Paese e all'equità intergenerazionale, e deve essere affrontato per liberare spazi di manovra non solo per far fronte a eventuali nuovi shock in futuro, ma anche per rendere possibile il finanziamento di nuove priorità di politica economica.

In effetti, le pressioni sulla spesa pubblica sono attualmente numerose. Tra queste la spesa sanitaria, destinataria di rilevanti risorse. Si pensi poi alla necessità di aumentare la capacità di difesa a livello europeo: a tale proposito, l'Italia, pur avendo già espresso l'interesse a ricorrere allo strumento finanziario europeo SAFE, ritiene necessario effettuare ulteriori approfondimenti sul più ampio tema delle capacità di difesa e sulle compatibilità finanziarie prima di decidere se avvalersi della clausola di salvaguardia nazionale. Ciò anche per non compromettere il consolidamento fiscale: l'aumento della spesa in difesa dovrà infatti essere graduale, onde garantire una coerenza con lo sviluppo dell'offerta nazionale e non spiazzare altre componenti di spesa con un impatto significativo sulla crescita potenziale del Paese e sul benessere dei cittadini.

Più in generale, il Governo conferma il suo impegno a proseguire lungo un sentiero che permetta di conciliare gli obiettivi economici e sociali con la sicurezza e la sostenibilità della finanza pubblica, massimizzando efficacia, selettività e tempestività delle misure.

Giancarlo Giorgetti

Ministro dell'Economia e delle Finanze

INDICE

PREMESSA.....I

I IL QUADRO MACROECONOMICO1

I.1	Il quadro macroeconomico internazionale	2
I.1.1	Il nuovo regime dei dazi e la riconfigurazione del commercio mondiale	2
I.1.2	Prospettive economiche e finanziarie globali	9
I.1.3	Prospettive e rischi	15
I.2	L'economia italiana	16
I.2.1	Tendenze recenti e aggiornamento delle previsioni tendenziali	16
I.2.2	Il quadro macroeconomico programmatico.....	39

II IL QUADRO DI FINANZA PUBBLICA41

II.1	La finanza pubblica italiana dalla pubblicazione del DFP	42
II.1.1	Tendenze recenti e aggiornamento delle previsioni di finanza pubblica a legislazione vigente.....	42
II.1.2	Crescita della spesa netta: tendenze e valutazione circa il rispetto del percorso di spesa netta raccomandato dal Consiglio.....	51
II.1.3	Sentiero di spesa netta e quadro programmatico di finanza pubblica	55
II.2	Coerenza del quadro di finanza pubblica con la Procedura per disavanzi eccessivi	66
II.3	Sensibilità e sostenibilità delle finanze pubbliche	68
II.3.1	Analisi di sensibilità del debito pubblico nel breve periodo.....	68
II.3.2	Analisi di sostenibilità del debito pubblico.....	71
II.4	Disegni di legge collegati alla manovra di finanza pubblica	75

III LE AZIONI DI RIFORMA E INVESTIMENTO77

III.1	I progressi nell'attuazione delle riforme e degli investimenti	79
III.1.1	Misure nelle aree di intervento utili all'estensione del periodo di aggiustamento	79
III.1.2	Misure nelle altre aree di intervento	91
III.2	Le raccomandazioni del Consiglio dell'Unione europea	109
III.3	Impatto delle riforme e degli investimenti sulla crescita	115
III.3.1	Le riforme del PNRR e del PSBMT, un aggiornamento	115
III.3.2	Gli investimenti	117
III.3.3	Risultati e scenari alternativi	118

INDICE DELLE TAVOLE

TAVOLA I.2.1 Ipotesi di base	32
TAVOLA I.2.2 Quadro macroeconomico tendenziale	33
TAVOLA I.2.3 Quadro macroeconomico programmatico	40
TAVOLA II.1.1a Conto della PA a legislazione vigente.....	45
TAVOLA II.1.1b Conto della PA a legislazione vigente.....	46
TAVOLA II.1.1c Conto della PA a legislazione vigente.....	47
TAVOLA II.1.2 Sovvenzioni del dispositivo per la ripresa e la resilienza.....	48
TAVOLA II.1.3 Prestiti del dispositivo per la ripresa e la resilienza.....	48
TAVOLA II.1.4 Crescita della spesa netta nello scenario tendenziale	53
TAVOLA II.1.5 Indicatore di spesa netta	55
TAVOLA II.1.6 Quadro programmatico di finanza pubblica	57
TAVOLA II.1.7 Debito delle amministrazioni pubbliche per sottosettore	60
TAVOLA II.1.8 Saldi di cassa.....	60
TAVOLA II.1.9 La finanza pubblica corretta per il ciclo	65
TAVOLA II.3.1 Sensibilità ai tassi di interesse e alla crescita economica	69
TAVOLA III.2.1 Raccomandazioni specifiche per il Paese	114
TAVOLA III.3.1 Impatti sul PIL reale delle riforme e degli investimenti.....	119
TAVOLA A1: Conto economico delle amministrazioni centrali (valori in milioni).....	127
TAVOLA A2: Conto economico delle amministrazioni centrali (in % del PIL).....	128
TAVOLA A3: Conto economico delle amministrazioni locali (valori in milioni).....	129
TAVOLA A4: Conto economico delle amministrazioni locali (in % del PIL).....	130
TAVOLA A5: Conto economico enti di previdenza (valori in milioni).....	131
TAVOLA A6: Conto economico enti di previdenza (in % del PIL).....	132

INDICE DELLE FIGURE

FIGURA I.1.1 Indice di incertezza globale (WUI) e indice di incertezza nel commercio (WTUI).....	8
FIGURA I.2.1 Prodotto interno lordo reale, produzione industriale e nelle costruzioni	17
FIGURA I.2.2 Indicatori mensili del mercato del lavoro	24
FIGURA II.1.1 Contributi alla crescita dell'indicatore di spesa netta	52
FIGURA II.1.2 Indebitamento netto, saldo primario e debito della PA.....	59
FIGURA II.1.3 Determinanti del rapporto debito/PIL	59
FIGURA II.3.1 Dinamica del rapporto debito/PIL negli scenari di sensibilità	70
FIGURA III.3.1 Percentuale di milestone e target raggiunti e da raggiungere per area di riforma.....	117
FIGURA III.3.2 Impatto sul PIL delle riforme e degli investimenti del PNRR e del Piano, analisi di sensibilità	120

INDICE DEI FOCUS

Una prima valutazione d'impatto dell'accordo preliminare UE-USA sui dazi	4
Il commercio con la Cina: un'analisi settoriale	18
Evoluzione del mercato del lavoro nel 2025: dinamiche settoriali e disallineamenti tra domanda e offerta.....	25
La revisione delle stime di crescita tendenziale per il 2025 e gli anni seguenti	33
Un'analisi di rischio (o di sensibilità) sulle variabili esogene	37
Confronto con le previsioni di finanza pubblica della Commissione europea.....	49
Aiuto Pubblico allo Sviluppo (APS).....	61
Il Piano Sociale per il Clima e il risparmio energetico delle famiglie e delle microimprese vulnerabili	61
Programmazione delle spese per difesa e obiettivi NATO.....	62
Verifica della robustezza della traiettoria di spesa all'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche e finanziarie	72
L'implementazione del PNRR: lezioni apprese dalle migliori pratiche e aree di miglioramento.....	120

I IL QUADRO MACROECONOMICO

Nella prima parte del 2025 l'economia globale è stata segnata da conflitti internazionali e dal nuovo regime dei dazi USA. Dopo aumenti dei dazi generalizzati e settoriali, Washington ha rinegoziato accordi bilaterali, aprendo scenari di riorganizzazione commerciale e di ricerca di nuove aree di integrazione. Nonostante l'elevata incertezza sui dazi, il commercio mondiale ha mostrato resilienza, anche per effetto degli acquisti anticipati delle imprese (cd. frontloading), pur con un aumento degli squilibri globali. L'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC) prevede un'espansione limitata del commercio per il 2025, mentre l'OCSE ha rivisto al rialzo la crescita globale, pur confermando un rallentamento nel 2026. Le pressioni inflazionistiche si sono attenuate, soprattutto grazie al calo degli energetici, ma persistono pressioni al rialzo che mantengono volatili le prospettive. Le autorità monetarie si sono mosse in modo differenziato: la FED ha avviato un primo taglio prudente dei tassi, la BCE e la Bank of England hanno proseguito l'allentamento, la People's Bank of China ha mantenuto un approccio accomodante e la Bank of Japan ha sospeso i rialzi. I mercati finanziari hanno registrato volatilità, ma anche risultati positivi: borse in rialzo, Wall Street trainata dai colossi dell'intelligenza artificiale (IA), riduzione dei rendimenti, apprezzamento dell'euro e un boom azionario in Cina alimentato dalla liquidità pubblica. In prospettiva, la crescita globale rischia di rallentare tra la fine del 2025 e il 2026, per tensioni geopolitiche, incertezze fiscali e fragilità finanziarie, ma potrebbe essere sostenuta dall'allentamento monetario e dagli investimenti in IA.

In tale contesto, l'economia italiana ha mostrato una dinamica differenziata rispetto al 2024, con il PIL in crescita nel primo trimestre e in lieve flessione nel secondo, che si traduce in una variazione acquisita pari allo 0,5 per cento. I consumi hanno registrato un andamento contenuto nonostante il recupero dei redditi, riflettendo una maggiore cautela delle famiglie, mentre gli investimenti hanno mantenuto una dinamica sostenuta, supportati dal PNRR. L'export ha fornito un contributo positivo iniziale, successivamente normalizzandosi in linea con i flussi globali. Il quadro settoriale ha evidenziato andamenti misti: crescita nelle costruzioni, variabilità nell'industria e stabilità nei servizi. Il mercato del lavoro ha confermato la propria solidità con occupazione a livelli record, mentre il credito ha recuperato dopo due anni di contrazione, grazie anche alla riduzione dei tassi guida della BCE. Per il secondo semestre del 2025 emergono segnali incoraggianti: produzione industriale in ripresa e fatturato dei servizi in lento recupero, fiducia stabilizzata e mercato del lavoro solido. La crescita del PIL per il 2025, sebbene rivista lievemente al ribasso rispetto alle stime del DFP per tenere conto dei rischi esterni, è supportata da consumi in graduale accelerazione e investimenti come principale driver. Nel complesso, le prospettive per il prossimo triennio sono di un'espansione lievemente più sostenuta rispetto al 2025 e di un tasso di inflazione prossimo al target della BCE.

I.1 IL QUADRO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

I.1.1 Il nuovo regime dei dazi e la riconfigurazione del commercio mondiale

Nel corso del 2025, gli annunci e le misure adottate dall'amministrazione statunitense in tema di dazi hanno contribuito ad accrescere l'incertezza a livello internazionale. Disegnare scenari economici è diventato estremamente complesso, in quanto il cambio di regime in termini di politiche commerciali si è innestato su un contesto già caratterizzato da accresciuti conflitti e tensioni geopolitiche.

La prima misura commerciale restrittiva risale allo scorso primo febbraio, quando gli Stati Uniti hanno introdotto un dazio aggiuntivo del 25 per cento sulle importazioni da Canada e Messico e del 10 per cento su quelle dalla Cina¹. Nei mesi di febbraio e marzo si sono succeduti diversi annunci e provvedimenti; questi ultimi, a volte, emanati per rivedere l'intensità dei dazi precedentemente promulgati, anche alla luce delle trattative commerciali in corso². In questo contesto, le reazioni (o attese di reazioni) da parte dei Paesi via via interessati dagli aumenti dei dazi (o candidati a esserlo) hanno prodotto un notevole aumento dell'incertezza sugli scambi commerciali.

Il 2 aprile è stata annunciata l'introduzione di un dazio universale al 10 per cento sulle importazioni da qualsiasi Paese, accompagnato da dazi reciproci con aliquote differenziate per nazione e per categorie di beni, anche in base all'entità degli squilibri commerciali bilaterali. In una fase successiva si è intensificato lo sforzo per raggiungere intese stabili su nuove strutture di dazi bilaterali, tra Stati Uniti e altri Paesi o aree (come nel caso dell'Unione europea).

Nel rapporto con la Cina, nei mesi primaverili, si è assistito a un'*escalation* che ha portato i dazi a livelli particolarmente elevati³. È successivamente subentrata una fase di negoziazione su vari fronti e il 12 maggio è stata concordata una tregua di 90 giorni, in seguito rinnovata il 12 agosto, che ha comportato la riduzione dei dazi cinesi verso gli Stati Uniti al 10 per cento e un ridimensionamento di quelli statunitensi verso Pechino a circa il 30 per cento.

Con riferimento al vecchio continente, il Regno Unito è stato il primo Paese a raggiungere un accordo commerciale, riuscendo a ottenere un dazio base del 10 per cento su tutte le merci in vigore dal 7 agosto.

Unione europea e Stati Uniti, il 27 luglio, hanno invece siglato un accordo in Scozia (Patto di Turnberry), con il quale si prevede un'aliquota unica e

¹ Nell'occasione è stata invocata un'emergenza nazionale per il traffico di fentanyl e l'immigrazione illegale. [Fact Sheet: President Donald J. Trump Imposes Tariffs on Imports from Canada, Mexico and China - The White House](#).

² Il 10 febbraio è stata promulgata un'espansione dei dazi allora vigenti su acciaio e alluminio, eliminando le esenzioni e aumentando l'aliquota sull'alluminio dal 10 al 25 per cento ([Trump Tariffs: The Economic Impact of the Trump Trade War](#)); il 14 ha fatto seguito l'annuncio sull'intenzione di imporre dazi sulle importazioni di automobili a partire dal 2 aprile, specificando il 18 febbraio che l'aliquota sui veicoli sarebbe stata nell'ordine del 25 per cento. Parallelamente sono stati annunciati dazi del 25 per cento e superiori su semiconduttori e prodotti farmaceutici, mentre il 4 marzo sono entrati in vigore dazi del 20 per cento su tutte le merci cinesi.

³ Il 3 marzo gli Stati Uniti hanno aumentato i dazi verso la Cina dal 10 al 20 per cento con un inasprimento di un ulteriore 125 per cento che, ad aprile, li ha visti arrivare al 145 per cento e a cui hanno fatto seguito contro dazi dell'84 per cento prima e del 125 per cento poi da parte della Cina, in vigore dal 12 aprile.

onnicomprensiva, applicabile alla maggior parte dei settori, fissata nella misura massima del 15 per cento, con esclusione di qualsiasi forma di cumulo doganale⁴. Il 21 agosto UE e USA hanno pubblicato una dichiarazione congiunta che rende più chiari ed espliciti gli impegni di luglio⁵. L'intesa ha evitato lo scenario più penalizzante di un dazio al 30 per cento, minacciato dall'amministrazione statunitense, pur dando luogo a un esito meno favorevole rispetto a quello dell'aliquota transitoria del 10 per cento applicata nei mesi precedenti. L'accordo al 15 per cento con l'Unione europea si colloca in una posizione intermedia rispetto alle strutture di dazi adottate nei confronti di altri Paesi (come Messico, Canada, Svizzera e alcune economie asiatiche).

Nel complesso, il quadro appare variegato e in alcuni casi le strutture dei dazi in vigore presentano caratteristiche più penalizzanti⁶. Tuttavia, per quanto riguarda i dazi settoriali, ulteriori incrementi hanno interessato l'acciaio e l'alluminio, la cui aliquota è stata innalzata dal 25 al 50 per cento a partire da giugno, e il rame, soggetto a un dazio del 50 per cento dal mese di agosto⁷.

Appare verosimile che la struttura generale dei dazi tenda ad assestarsi sui livelli attuali; tuttavia, non si possono ancora escludere repentini cambiamenti, anche in considerazione di scelte di natura non commerciale e più legate, invece, a fattori geopolitici, come nel recente caso di annuncio di dazi al 50 per cento verso l'India.

Il dibattito relativo alle conseguenze dei dazi sul commercio internazionale e sulla struttura degli scambi è particolarmente acceso. L'attenzione si concentra principalmente sul monitoraggio delle tendenze *import-export* tra i diversi Paesi, tenuto conto della possibilità di fenomeni di diversione degli scambi, nonché di variazioni nei flussi degli investimenti diretti. Al contempo, si osserva un processo di riorganizzazione degli scambi a livello internazionale anche tramite la stipula di nuovi accordi. Per aumentare i mercati di sbocco, agli inizi di settembre la Commissione europea ha ripreso le trattative con i Paesi del Mercosur (Argentina, Brasile, Uruguay e Paraguay) al fine di eliminare progressivamente i dazi sui prodotti europei esportati. Analogamente, alcuni Paesi asiatici hanno continuato a rafforzare il partenariato economico regionale globale (RCEP)⁸, in vigore dal 2022, con l'obiettivo di eliminare i dazi sul 90 per cento circa delle merci.

⁴ Oltre agli aspetti legati ai dazi, l'intesa prevede l'importazione da parte dell'UE di 700 miliardi di euro di prodotti energetici statunitensi (LNG, petrolio e tecnologia nucleare) entro il 2028, l'acquisto di equipaggiamento militare nonché investimenti delle aziende europee negli Stati Uniti per 550 miliardi di euro.

⁵ Restano tuttavia escluse dall'applicazione del dazio le risorse naturali non disponibili negli Stati Uniti, gli aeromobili e le relative parti, nonché i farmaceutici generici e i loro precursori chimici, per i quali continua a trovare applicazione il principio doganale della 'nazione più favorita', con un dazio generalmente inferiore al 15 per cento.

⁶ Ad esempio, per il Canada le aliquote hanno raggiunto livelli più elevati, pari al 35 per cento per i beni non-USMCA, mentre per il Messico sono rimaste fissate al 25 per cento.

⁷ Per il Regno Unito le aliquote su acciaio e alluminio sono inferiori rispetto agli altri partner, pari al 25 per cento, in linea con le deroghe concordate negli accordi bilaterali recenti.

⁸ Tale partenariato comprende i paesi dell'ASEAN (Vietnam, Malesia, Tailandia, Singapore, Indonesia, Filippine, Cambogia, Repubblica dell'Unione del Myanmar, Repubblica Popolare Democratica del Laos, Stato del Brunei) e altri cinque *partner* dell'area Asia-pacifico (Australia, Cina, India, Giappone, Nuova Zelanda e Repubblica di Corea).

Il nuovo regime dei dazi potrebbe accelerare il processo di riorganizzazione del commercio internazionale già in atto, intensificando la regionalizzazione e la polarizzazione delle aree di scambio⁹.

FOCUS

Una prima valutazione d'impatto dell'accordo preliminare UE-USA sui dazi

Questo *focus* effettua una nuova valutazione dell'impatto dell'incremento dei dazi, che fa seguito alle stime presentate nel Documento di finanza pubblica 2025. Le simulazioni effettuate lo scorso mese di aprile erano state formulate sulla base dell'annuncio del Presidente Trump del 2 aprile, il cosiddetto '*Liberation Day*'. L'esercizio effettuato in occasione del presente Documento fa propria la struttura dei dazi che sembra essersi affermata nel mese di settembre. Le diverse vicende relative ai numerosi annunci sui dazi e quanto noto sugli attuali livelli delle imposizioni sono descritti nel testo principale del Documento, al quale si rimanda.

Nel complesso, l'intonazione delle politiche commerciali rimane decisamente orientata al protezionismo, sebbene, rispetto alla situazione dello scorso mese di aprile, sia da registrare un allentamento delle tensioni, con evidenze di una *de-escalation* dei dazi che ha riguardato anche le transazioni commerciali con la Cina. È plausibile ipotizzare che la chiusura dei recenti accordi commerciali negoziati dall'Amministrazione USA abbia ridotto il rischio di un nuovo ciclo di innalzamento unilaterale dei dazi verso i principali *partner* commerciali. Questo ha certamente concorso a stemperare, rispetto ad aprile, il grado di incertezza sulle politiche commerciali, anche se questa permane significativa, a motivo sia di possibili ulteriori aumenti dei dazi su prodotti specifici sia per il rischio che questi siano utilizzati come strumento per perseguire obiettivi non legati al commercio.

L'incertezza investe non solo l'evoluzione temporale delle barriere protezionistiche ma anche – dato l'assetto esistente dell'imposizione di dazi attualmente in vigore – la determinazione dei suoi effetti sui livelli di attività economica e sulle altre variabili macroeconomiche. Al riguardo, è noto come la letteratura economica, pur evidenziando in modo pressoché unanime gli effetti negativi dell'imposizione di dazi, sottolinea l'eterogeneità dei possibili effetti in relazione a diverse dimensioni, il che concorre a generare maggiore variabilità nelle stime di impatto effettuate da istituti di ricerca e organismi internazionali. Tale dispersione delle stime è dovuta, ad esempio, alla diversa elasticità delle importazioni rispetto al prezzo a seconda dei prodotti, al diverso grado di sostituibilità nei settori tra gli *input* importati e quelli di produzione interna, al riorientamento dei flussi commerciali indotto da variazioni nella competitività relativa dei prodotti in seguito all'introduzione di nuove aliquote di dazi differenziate per Paese.

Pertanto, la valutazione dell'impatto dei dazi sulla crescita del PIL rappresenta un compito di notevole complessità. Qualsiasi modello econometrico offre soltanto una rappresentazione stilizzata di come i singoli consumatori, i produttori (di beni intermedi e di consumo finale), i rivenditori e i governi reagiranno ai cambiamenti nelle politiche commerciali e agli effetti che tali cambiamenti inducono su variabili fondamentali, come il tasso di cambio. La modellizzazione delle politiche commerciali comporta scelte riguardo sia l'approccio metodologico utilizzato sia i canali di trasmissione considerati. La stima degli effetti risulta influenzata dalla struttura di mercato che prevale, o che si presume prevalga, nei settori dei beni intermedi e finali. Questo accade perché il grado di concorrenza in ciascun mercato determina la capacità delle imprese di adattarsi ai cambiamenti delle

⁹ Negli ultimi anni si è assistito ai fenomeni del *reshoring*, *nearshoring* e *ally shoring* in risposta agli *shock* macroeconomici e geopolitici.

politiche commerciali, per esempio, comprimendo i margini di profitto per mantenere le proprie quote di mercato e riducendo così l'impatto sui prezzi.

La trasmissione dei dazi all'economia avviene principalmente attraverso il canale commerciale, incidendo sia sui volumi sia sui prezzi degli scambi internazionali¹⁰.

Oltre ai canali di propagazione diretti, si rilevano quelli indiretti, tra i quali la cd. *trade diversion*, il grado di incertezza e le condizioni dei mercati finanziari¹¹.

Ciascun modello stilizzato può privilegiare uno o più dei diversi meccanismi di trasmissione appena richiamati e ognuno di essi presenta sia vantaggi sia limitazioni. Allo scopo di valutare gli effetti macroeconomici dell'assetto attuale dei dazi sia per l'Italia sia per altri Paesi, è stata condotta una nuova analisi econometrica con il modello GEM di Oxford *Economics*. Tale modello, analizzando simultaneamente tutti i principali Paesi, consente di cogliere le interconnessioni economiche tra i Paesi e le aree a livello globale.

Nel modello GEM l'imposizione di dazi viene introdotta attraverso specifici *shock* per Paese o per area. Il loro innesto nel modello avviene imponendo un incremento dei prezzi interni associato all'inasprimento dei dazi; ne conseguono una riduzione degli indici dei mercati azionari e un deterioramento del clima generale di fiducia sia nel Paese che fronteggia il maggiore dazio sia in quello che lo impone. Oltre a causare una contrazione di domanda di beni non energetici, che a sua volta influisce direttamente sull'attività industriale, l'aumento dei dazi ha infatti un impatto diretto sul clima generale di fiducia e sui mercati azionari, con effetti sulla ricchezza delle famiglie e i consumi nonché sulle attività di investimento delle imprese. Il canale della competitività internazionale non viene invece influenzato dai dazi in modo diretto, in quanto in esso la competitività dipende principalmente dall'andamento del costo del lavoro *pro-capite*.

Un aspetto su cui è opportuno soffermare l'attenzione nel disegno della simulazione riguarda il canale della fiducia (*confidence index*). Lo *shock* sul livello dei dazi genera un deterioramento del clima di fiducia, distintamente per la spesa di consumo e per quella di investimento. Una peculiarità del modello GEM è che gli effetti dei dazi sulla componente del clima di fiducia relativa agli investimenti hanno un carattere permanente, il che si traduce in una riduzione strutturale degli investimenti e, di conseguenza, in un rallentamento permanente della crescita economica. Questa caratteristica specifica del modello concorre a generare risultati tendenzialmente più pronunciati e la questione meriterebbe ulteriori riflessioni analitiche, anche considerando che la letteratura non offre evidenze univoche circa gli effetti delle politiche sui dazi. È infatti ragionevole ipotizzare che, a fronte del raggiungimento di accordi e della progressiva attenuazione dell'incertezza

¹⁰ Nei Paesi che impongono barriere commerciali, l'aumento dei prezzi all'*import* comprime il reddito reale e la domanda interna, configurando uno *shock* di natura stagflazionistica. Nei Paesi che fronteggiano tali misure, il meccanismo dominante è la contrazione della domanda estera e quindi delle esportazioni. Come prima menzionato, l'intensità di questi effetti dipende dalla struttura dei mercati, dal grado di sostituibilità dei beni e dalle strategie di prezzo delle imprese. A tali dinamiche, inoltre, si aggiungono le ripercussioni sulle catene globali del valore: i dazi sui beni intermedi possono determinare difficoltà di approvvigionamento e strozzature produttive, amplificando le tensioni sui prezzi e sulla continuità delle forniture.

¹¹ La *trade diversion* comporta la riallocazione dei flussi commerciali verso mercati soggetti a dazi inferiori, con effetti redistributivi sui settori manifatturieri. L'incertezza sulle politiche commerciali induce imprese e famiglie a rinviare decisioni di investimento e di consumo durevole, con effetti negativi sull'accumulazione di capitale e le prospettive di crescita. Un ulteriore meccanismo riguarda la dimensione finanziaria: condizioni di mercato accomodanti, favorendo la liquidità e l'accesso al credito, possono inizialmente mitigare gli effetti dei dazi. Tuttavia, una diminuzione della propensione al rischio da parte degli investitori può deteriorare le condizioni di finanziamento, trasmettendo un effetto dei dazi sul sistema produttivo attraverso il restringimento dell'offerta di credito e l'aumento del costo del capitale. In tal modo, le difficoltà finanziarie delle imprese amplificherebbero l'impatto negativo. Anche l'evoluzione del tasso di cambio del dollaro statunitense può incidere sulla trasmissione degli *shock*, influenzando il costo del finanziamento internazionale e le condizioni monetarie globali.

che pervadeva la fase iniziale delle tensioni commerciali, il clima di fiducia degli investimenti rientri gradualmente verso livelli normali. Una volta definito il nuovo assetto dei dazi, infatti, le imprese, pur in presenza di barriere commerciali elevate, tendono a riorganizzarsi, sia adattando il processo produttivo sia riconfigurando le catene di approvvigionamento degli *input* e di fornitura dei prodotti. In questa prospettiva, nell'esercizio viene considerato lo scenario in cui i dazi sono fissati ai livelli attuali, definiti con le decisioni più recenti, e si valutano i loro effetti macroeconomici rispetto a uno scenario controfattuale, in cui la struttura dei dazi è quella in vigore prima dell'avvio dell'amministrazione Trump (in particolare, si considerano le aliquote medie dei dazi del 2024). Nel disegno dello scenario con i dazi più elevati (quelli attualmente vigenti), si è rivista l'assunzione di base del modello GEM, ipotizzando che il contestuale deterioramento del clima di fiducia per gli investimenti non abbia un carattere permanente ma rifletta, al contrario, un percorso di progressivo riassorbimento delle tensioni iniziali.

I risultati dell'esercizio di valutazione della nuova struttura dei dazi sono riportati nella Tavola R1, facendo riferimento all'impatto sul prodotto, sul tasso di disoccupazione e sui prezzi al consumo per gli Stati Uniti, l'Unione europea, l'Italia e la Cina nell'orizzonte 2025-2028.

TAVOLA R1 IMPATTO DELL'AUMENTO DEI DAZI IN BASE ALLA SITUAZIONE ATTUALE (deviazione % dallo scenario base)

	Paese	2025	2026	2027	2028
PIL reale	US	-0,5	-0,7	-0,2	0,0
	UE	-0,1	-0,5	-0,5	-0,3
	Italia	-0,1	-0,5	-0,4	-0,2
	Cina	-0,4	-0,8	-0,6	-0,5
Tasso di disoccupazione (1)	US	0,1	0,2	0,1	0,0
	UE	0,0	0,1	0,1	0,1
	Italia	0,0	0,1	0,1	0,0
	Cina	0,1	0,2	0,1	0,1
Prezzi consumo	US	0,3	0,3	0,4	0,4
	UE	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2
	Italia	-0,1	-0,4	-0,2	-0,3
	Cina	0,3	0,0	0,1	0,2

(1) Differenze tra tassi.

Nota: Si precisa che nella Tavola sono rappresentate le deviazioni percentuali sui livelli; fa eccezione il tasso di disoccupazione per il quale si mostrano gli scostamenti in livelli. Tali deviazioni sono approssimabili ad una lettura del differenziale del tasso di crescita in termini cumulati. Ne risulta che l'impatto sui tassi di crescita è approssimabile alla differenza delle deviazioni percentuali tra il periodo t+1 e il periodo t. A titolo esemplificativo, per il PIL degli Stati Uniti si rilevarebbe nel 2025 una minore crescita dello 0,5 per cento, dello 0,2 per cento nel 2026 seguita da un incremento del tasso di crescita del PIL dello 0,5 per cento nel 2027.

La simulazione evidenzia un impatto negativo dei dazi sulla crescita economica globale, con effetti più marcati nel breve periodo per gli Stati Uniti, dove la riduzione dell'attività economica (rispetto allo scenario controfattuale) tende a intensificarsi dopo il primo anno per poi attenuarsi progressivamente fino a un completo recupero nell'orizzonte di simulazione. Tale dinamica riflette la circostanza che gli Stati Uniti, applicando dazi nei confronti di una vasta platea di *partner* commerciali, risultano esposti fin da subito a effetti più ampi e diffusi, mentre per gli altri Paesi l'impatto risulta più limitato, in quanto circoscritto prevalentemente alle relazioni bilaterali con gli Stati Uniti. Nell'Unione europea e in Italia, la contrazione del PIL (rispetto allo scenario controfattuale) si manifesta in modo più graduale ma anche più persistente, con un indebolimento che solo negli ultimi anni si ridimensiona. Per la Cina, invece, la perdita di prodotto (rispetto allo scenario

controfattuale) risulta più pronunciata e di durata più estesa, riflettendo la maggiore esposizione al commercio internazionale e l'impatto più rilevante delle misure doganali¹².

L'aumento del tasso di disoccupazione (rispetto allo scenario controfattuale) rimane complessivamente contenuto. Negli Stati Uniti l'impatto è più evidente nelle prime fasi, ma tende a riassorbirsi nel medio periodo. Nell'Unione europea e in Italia gli effetti sono modesti e distribuiti lungo l'intero arco temporale, mentre in Cina l'incremento risulta leggermente più accentuato, pur rimanendo limitato e in progressiva attenuazione negli anni successivi.

L'andamento dei prezzi al consumo presenta dinamiche differenziate. Negli Stati Uniti si osserva un incremento relativamente costante e persistente (rispetto allo scenario controfattuale), riconducibile al trasferimento sui consumatori dei maggiori costi di importazione. Nell'Unione europea e in Italia, al contrario, prevalgono effetti deflazionistici, con una riduzione iniziale che si intensifica nelle fasi centrali dell'orizzonte di simulazione e che rimane presente, seppure in misura attenuata, anche negli anni successivi. In Cina, infine, i prezzi mostrano un aumento immediato seguito da una fase di stabilità e da una successiva ripresa, seppur moderata, della dinamica inflazionistica.

A rigore, i risultati qui documentati non sono direttamente comparabili con quelli riportati nel Documento di finanza pubblica, in ragione delle differenti ipotesi, sopra richiamate, nel disegno della simulazione. Tuttavia, è importante evidenziare che la sensibile attenuazione degli effetti discende soprattutto dall'applicazione di aliquote significativamente più contenute rispetto a quelle prefigurate nell'analisi di simulazione condotta nel Documento di finanza pubblica con le informazioni disponibili i primi giorni di aprile.

Le prospettive per il commercio internazionale in un contesto di crescente incertezza

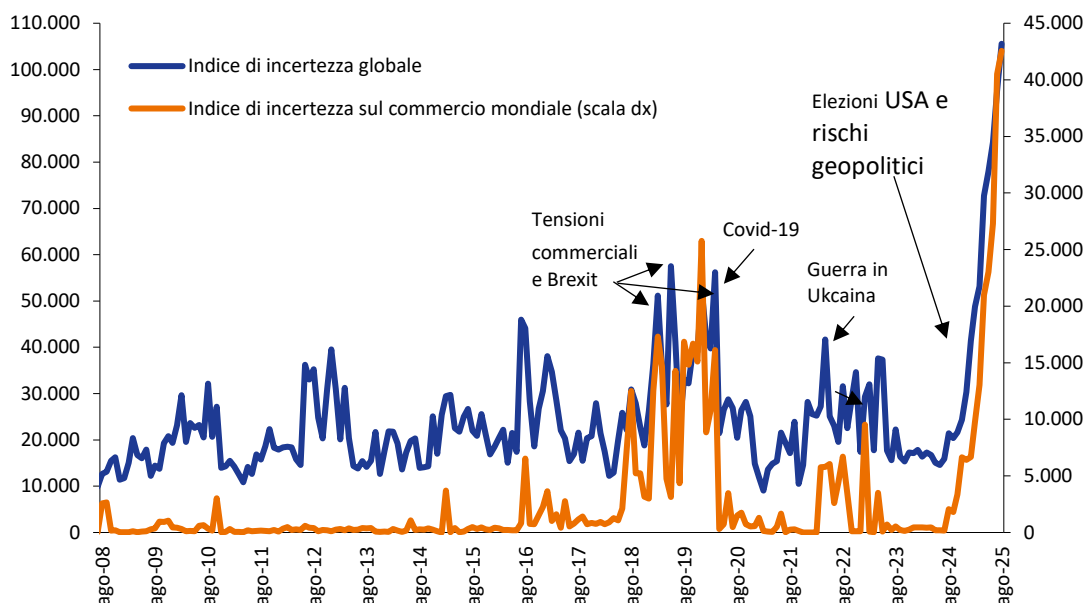
L'introduzione di barriere al commercio e le tensioni riguardanti gli scambi internazionali hanno prodotto un aumento dell'incertezza sia nel commercio internazionale sia, più in generale, nella politica economica. Alcuni indicatori aiutano a cogliere il grado di incertezza in tale contesto. In particolare, l'Indice WUI (*World Uncertainty Index*)¹³ del Fondo Monetario Internazionale (FMI) riporta l'incertezza mondiale politico-economica; l'Indice WTUI (*World Trade Uncertainty Index*)¹⁴ cattura, invece, quella riguardante gli scambi commerciali mondiali. Secondo le più recenti stime, nel 2025 sono aumentate sia l'incertezza commerciale¹⁵ sia l'incertezza globale (Figura I.1.1). La prima, in particolare, connessa all'introduzione dei dazi e delle relative contromisure, è cresciuta notevolmente, raggiungendo un picco massimo nel secondo trimestre del 2025.

¹² È opportuno sottolineare un aspetto che potrebbe dar luogo a una sottostima degli effetti sul commercio mondiale per il 2025 riportati nella Tavola. Il modello non è in grado di cogliere comportamenti anticipatori, come la scelta delle imprese di costituire scorte in previsione dell'entrata in vigore dei dazi. Ne consegue che non viene catturato il fenomeno dell'anticipo delle importazioni, particolarmente evidente nel primo trimestre del 2025 e, in misura minore, nel secondo, con il risultato che la dinamica del commercio è risultata più marcata rispetto alle attese.

¹³ L'indice rileva l'incertezza relativa ad eventi economici e politici nel breve e lungo termine per 143 paesi conteggiando quante volte compare la parola 'incertezza' nei *report* economici dei vari paesi.

¹⁴ L'indice di incertezza del commercio del FMI è costruito contando quante volte nei *report* economici la parola 'incertezza' compare nelle vicinanze di una parola associata al commercio.

¹⁵ Ahir, H., N. Bloom, and D. Furceri (2022), *World Uncertainty Index (WUI)*, NBER Working Paper.

FIGURA I.1.1 INDICE DI INCERTEZZA GLOBALE (WUI) E INDICE DI INCERTEZZA NEL COMMERCIO (WTUI)

Nota: Indici pesati per il PIL.

Fonte: Elaborazioni MEF su dati FMI

Ciò premesso, nonostante le difficoltà del quadro internazionale, nella prima metà dell'anno il commercio mondiale di beni e servizi ha mostrato una sostanziale tenuta, sostenuto principalmente dagli acquisti anticipati delle aziende in previsione dei nuovi dazi. Tale fenomeno, tuttavia, ha comportato – quantomeno nel breve periodo – un ampliamento degli squilibri commerciali globali, con l'aumento del *deficit* commerciale statunitense dovuto alla crescita delle importazioni, e il contestuale incremento dell'avanzo commerciale di Cina e Unione europea.

Secondo i dati preliminari del CPB, nei primi sette mesi del 2025 i volumi di commercio mondiale sono aumentati del 5,0 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. L'intensità della dinamica espansiva misurata dal lato dell'*import* è stata addirittura superiore (5,9 per cento), con un incremento lievemente superiore per le economie emergenti (6,6 per cento) rispetto a quelle avanzate (5,6 per cento). L'*import* cinese si è tuttavia ridotto dell'1,4 per cento, mentre le esportazioni della Cina sono cresciute dell'8,7 per cento, sempre secondo il CPB. Tra le economie avanzate, è significativo l'incremento delle importazioni statunitensi (11,4 per cento nei primi sette mesi dell'anno) e la crescita delle esportazioni dell'Unione europea (3,1 per cento)¹⁶. Il settore dei servizi ha mostrato un andamento più eterogeneo nel primo trimestre dell'anno, con l'espansione delle vendite provenienti dalle principali economie emergenti (India e Sud Africa), a

¹⁶ [CPB World Trade Monitor, luglio 2025](#).

fronte di riduzioni registrate nelle maggiori economie asiatiche (Cina e Giappone) e alla stabilità delle economie avanzate (UE e Stati Uniti)¹⁷.

Per il complesso dell'anno, l'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), stima una crescita degli scambi di beni dello 0,9 per cento. I fattori che sostengono tali previsioni comprendono gli acquisti anticipati nel primo trimestre, il deprezzamento del dollaro (con effetti benefici per le economie emergenti) e la discesa dei prezzi del petrolio, a vantaggio dei Paesi manifatturieri.

Permangono, tuttavia, incertezze legate a possibili ulteriori modifiche dei dazi, che continuano a condizionare l'evoluzione degli scambi mondiali¹⁸. Le prospettive del commercio internazionale dipenderanno anche dall'impatto dei nuovi dazi sulla domanda interna e sull'inflazione statunitense, con conseguenti implicazioni per le scelte di politica monetaria.

I.1.2 Prospettive economiche e finanziarie globali

Crescita dell'economia

Alla luce di un primo semestre più resiliente del previsto, l'OCSE ha rivisto al rialzo le stime di crescita globale per il 2025, portandole al 3,2 per cento, e ha lasciato invariata la crescita del 2026, attesa in rallentamento al 2,9 per cento, con conseguenti ripercussioni sul mercato del lavoro¹⁹.

Negli Stati Uniti la crescita in corso d'anno si è mostrata resiliente. Dopo la contrazione dello 0,1 per cento su base congiunturale nel primo trimestre, dovuta al significativo incremento delle importazioni in anticipazione dei nuovi dazi (il fenomeno del *frontloading*), nel secondo trimestre il PIL è tornato a espandersi dello 0,9 per cento rispetto al periodo precedente, sostenuto dalla spesa per consumi e dal calo delle importazioni. La produzione industriale ha registrato una crescita dell'1,4 per cento su base annua a luglio e dello 0,9 per cento ad agosto, delineando una prosecuzione della fase espansiva nel terzo trimestre. I più recenti indicatori PMI²⁰ hanno confermato l'andamento favorevole dell'attività economica, sia nell'industria sia nei servizi. Secondo le previsioni dell'OCSE, nel 2025 il PIL statunitense dovrebbe espandersi dell'1,8 per cento, per poi decelerare all'1,5 per cento nel 2026.

Nell'Eurozona, il primo trimestre dell'anno in corso si è aperto con una crescita economica dello 0,6 per cento su base congiunturale, sostenuta dalla domanda interna, dall'abbassamento dei costi di finanziamento e dall'aumento della

¹⁷ [UNCTAD, Global Trade Update, luglio 2025](#).

¹⁸ [WTO | 2025 News items - Frontloading, measured responses cushion tariff impact in 2025 but risk high for 2026](#).

¹⁹ [OECD, Interim Economic Outlook](#), settembre 2025.

²⁰ Gli indici PMI (*Purchasing Managers Index*) sono indicatori economici che misurano lo stato di salute dei settori manifatturiero, dei servizi e delle costruzioni attraverso sondaggi mensili ai responsabili degli acquisti delle aziende. Valori sopra 50 indicano espansione economica, mentre valori sotto 50 indicano contrazione, fornendo agli investitori e agli economisti un segnale tempestivo sulla direzione futura dell'economia. Il dato principale risulta dalla media ponderata di numerosi sottoindici che monitorano i principali motori economici, come produzione, occupazione, inflazione, esportazioni e scorte.

domanda estera per anticipare l'entrata in vigore dei dazi. Nel secondo trimestre la crescita è stata invece pressoché nulla (0,1 per cento), risentendo dell'incertezza sulle politiche commerciali statunitensi, che hanno frenato consumi e investimenti, e della contrazione della domanda estera. A livello nazionale, la debole crescita del secondo trimestre riflette la contrazione dell'attività economica di Italia e Germania, controbilanciata dall'espansione di Francia e Spagna. Secondo le stime dell'OCSE, il PIL dell'area dell'euro nel 2025 dovrebbe aumentare dell'1,2 per cento e decelerare all'1,0 per cento nel 2026, a causa della crescita delle tensioni commerciali e dell'incertezza geopolitica, con il conseguente rallentamento della domanda estera e dei consumi²¹.

Per quanto riguarda il Regno Unito, dopo la crescita nulla degli ultimi due trimestri del 2024, l'attività economica è tornata a espandersi nel primo trimestre del 2025 dello 0,7 per cento, per poi decelerare allo 0,3 per cento nel secondo trimestre. Nel complesso, l'attività è stata sostenuta principalmente dal settore dei servizi. Il comparto industriale, pur mostrando segnali di recupero, sconta una debolezza riconducibile alla *performance* della manifattura, penalizzata dall'aumento dei prezzi dei beni energetici. Nel 2025 l'OCSE prevede una crescita dell'1,4 per cento, in moderazione all'1,0 per cento l'anno successivo.

Nelle economie asiatiche l'introduzione dei dazi ha comportato una revisione al ribasso delle prospettive di crescita. Per la Cina, dopo una crescita congiunturale dell'1,2 e dell'1,1 per cento nei primi due trimestri dell'anno in corso, l'OCSE prevede per il 2025 un'espansione del 4,9 per cento, trainata dal settore manifatturiero e sostenuta dagli stimoli fiscali alla domanda interna, che hanno sospinto le vendite al dettaglio. L'espansione dovrebbe moderarsi al 4,4 per cento nel 2026 a causa della propensione al risparmio ancora elevata e della riduzione delle esportazioni conseguente alle politiche commerciali statunitensi²². In Giappone, il PIL è cresciuto dello 0,1 per cento nel primo trimestre del 2025 rispetto al periodo precedente, e dello 0,5 per cento nel trimestre successivo, sostenuto dalla domanda interna. Tuttavia, il 2025 dovrebbe chiudersi con una crescita dell'1,1 per cento, per poi rallentare allo 0,5 per cento nel 2026 a causa di una più debole domanda estera.

Evoluzione dei prezzi

Con riferimento alla dinamica dei prezzi, nel 2025 le pressioni inflazionistiche continuano a manifestarsi in modo diffuso, con valori che spesso superano gli obiettivi di stabilità delle banche centrali, benché in graduale attenuazione. Nei Paesi dell'area OCSE, l'inflazione nei servizi mantiene livelli generalmente elevati, mentre quella dei beni è risalita da livelli molto contenuti, principalmente per effetto del rialzo dei prezzi dei prodotti alimentari.

Secondo l'indice mondiale del FMI, nella prima metà del 2025 i prezzi delle materie prime sono rimasti complessivamente stabili rispetto a fine 2024: alla

²¹ OECD, *Interim Economic Outlook*, settembre 2025.

²² OECD, *Interim Economic Outlook*, settembre 2025.

diminuzione della componente energetica ha fatto da contrappeso l'incremento dell'indice dei non carburanti, trainato dai prezzi delle bevande e dei metalli preziosi²³.

Osservando l'andamento delle quotazioni, il prezzo del gas dell'*hub* olandese TTF, dopo il picco di 58 euro al MWh raggiunto a febbraio 2025, ha intrapreso un percorso di riduzione, attestandosi a 32,4 euro nella media di settembre²⁴. La quotazione del *Brent*, invece, ha toccato un minimo di 60 dollari al barile a maggio 2025, per poi recuperare leggermente verso la fine dell'estate, stazionando a settembre intorno ai 67 dollari²⁵. Il prezzo dell'oro negli ultimi dodici mesi è cresciuto di oltre il 40 per cento²⁶.

La minore pressione dei prezzi energetici e dei beni ha comunque favorito la normalizzazione dell'inflazione al consumo, che nei Paesi OCSE²⁷ si è attestata al 4,3 per cento nella media dei primi due trimestri del 2025 (dal 5,3 per cento del 2024), con l'inflazione di fondo scesa al 4,6 per cento (dal 5,7 per cento dell'anno precedente). Il rallentamento è stato contenuto nell'Eurozona (-0,2 punti percentuali, poiché l'inflazione era già prossima al 2 per cento) e negli Stati Uniti (-0,4 punti percentuali), mentre nel Regno Unito e in Giappone l'inflazione è nuovamente aumentata, spinta dal rincaro dei prezzi alimentari. La Cina presenta, invece, un quadro differente, con prezzi che rimangono stabili o in lieve calo.

Le prospettive inflazionistiche si configurano come particolarmente articolate, con rischi al rialzo che incorporano l'impatto dell'incremento dei costi commerciali sui prezzi finali, bilanciati da possibili spinte deflazionistiche legate al minor costo del petrolio, alla crescita economica debole e alla possibile diversione dei flussi commerciali sinora diretti verso gli USA. In particolare, con riferimento all'area dell'euro, le pressioni al ribasso sull'inflazione potrebbero prevalere se dazi più elevati riducessero la domanda per le esportazioni dell'Eurozona, inducendo i Paesi dell'area con capacità produttiva in eccesso a reindirizzare le proprie merci nel mercato comune. A ciò si aggiungerebbe l'effetto deflativo di un euro più forte.

Secondo il *World Economic Outlook* del FMI²⁸, l'inflazione mondiale dovrebbe diminuire al 4,2 per cento nel 2025 e al 3,6 per cento nel 2026, sostenuta dal calo dei prezzi energetici. Gli effetti variano, tuttavia, significativamente tra le diverse aree. Le più recenti previsioni dell'OCSE²⁹ indicano un'inflazione in aumento e superiore al 2 per cento fino al 2026 negli Stati Uniti a causa delle pressioni esercitate dai dazi; similmente, in Giappone, la variazione dei prezzi rimarrebbe superiore al *target* nell'anno in corso per poi scendere nel 2026. Nell'area dell'euro

²³ Tra i beni energetici, nella prima metà dell'anno i prezzi di carbone e greggio sono diminuiti rispetto al secondo semestre del 2024 (-22,3 per cento e -7,1 per cento rispettivamente), mentre il prezzo del gas è tornato a salire (+9,7 per cento). Nello stesso periodo, il prezzo delle bevande è aumentato del 17,5 per cento, mentre nel comparto dei metalli preziosi si distingue l'oro, la cui quotazione ha segnato un incremento del 19,7 per cento. IMF, 'Primary Commodity Price Index'.

²⁴ Bloomberg, 'Generic 1st TTF Natural Gas future' al 19 settembre.

²⁵ Bloomberg, 'Generic 1st Brent future' al 19 settembre.

²⁶ Bloomberg, 'Gold spot price' al 19 settembre.

²⁷ OECD, 'Consumer Price Index'.

²⁸ IMF, 'World Economic Outlook', luglio 2025.

²⁹ OECD, 'Interim Economic Outlook', settembre 2025.

le dinamiche appaiono più contenute, con l'inflazione che resterebbe stabile intorno al 2 per cento nel biennio 2025-26 anche grazie all'apprezzamento dell'euro e alle misure fiscali *una tantum*. In Cina, l'inflazione rimarrebbe negativa nel 2025, per poi salire allo 0,3 per cento nel 2026.

Gli orientamenti di politica monetaria

Le politiche commerciali statunitensi hanno influenzato il processo di allentamento monetario che si prefigurava a livello internazionale alla fine del 2024. Se in alcuni casi la discesa dei tassi è stata probabilmente rallentata (Stati Uniti), in altri è forse proseguita in modo più intenso (Eurozona). In generale, un orientamento meno restrittivo a livello globale potrebbe proseguire fino al 2026, con le decisioni della *Federal Reserve* che continueranno a esercitare una significativa influenza sulle scelte delle altre banche centrali, in particolare di alcune grandi economie emergenti.

Nonostante un'inflazione in moderata discesa nel primo semestre del 2025, la *Federal Reserve* ha mantenuto un approccio prudentiale, per valutare eventuali pressioni al rialzo sui prezzi derivanti dai nuovi dazi. Le preoccupazioni dell'istituto erano chiaramente evidenziate dalle previsioni economiche dei membri del FOMC, il comitato di politica monetaria, che vedevano l'inflazione dell'indice PCE – l'indice dei prezzi usato come principale riferimento dall'autorità – nel 2025 in salita dal 2,5 per cento prospettato a dicembre 2024 al 3,0 per cento stimato lo scorso settembre. Nel bilanciamento dei rischi, è stato quindi il rallentamento del mercato del lavoro a guidare la banca centrale nella scelta di ridurre il corridoio del tasso d'interesse sui *fed funds* al 4,00-4,25 per cento (-25 punti base) nella riunione di settembre. Il mercato prevede ulteriori due tagli entro la fine dell'anno, in linea con le più recenti proiezioni del FOMC.

La politica monetaria dell'area dell'euro, nella quale l'inflazione risulta sotto controllo e vicina al 2 per cento da più di un anno, ha dovuto principalmente considerare l'impatto potenzialmente negativo sulla crescita economica derivante dai dazi statunitensi, in un contesto di crescita resiliente ma non brillante. Il percorso di riduzione dei tassi d'interesse ufficiali è pertanto continuato nel corso del 2025, portando il tasso sui depositi dal 3 per cento di inizio anno al 2 per cento in giugno, senza ulteriori tagli nelle riunioni successive. Questo livello è considerato neutrale dal mercato, che sconta solo parzialmente un eventuale ulteriore taglio nella seconda parte del 2026. Nel frattempo, è proseguita la riduzione del bilancio dell'istituto (-4,3 per cento da inizio anno), ora pari a circa il 40 per cento del PIL dell'area.

La banca centrale del Regno Unito, diversamente, pur dovendo fronteggiare un'inflazione in crescita da un anno, nel 2025 ha ridotto il tasso d'interesse ufficiale di 50 punti base, portandolo al 4,25 per cento. L'ultimo taglio risale a maggio, con il voto contrario di 4 membri su 9. Da allora, e fino all'ultima riunione del 18 settembre, la banca ha mantenuto una strategia attendista, riducendo tuttavia nell'ultima seduta l'entità del *quantitative tightening* e attenuando così le pressioni sulla curva dei tassi. Il mercato prevede un prossimo taglio di 25 punti base nel primo semestre del 2026.

Come accade da diverso tempo, la politica monetaria di Cina e Giappone segue dinamiche differenti rispetto a quelle delle principali economie occidentali. In Cina, dove persistono forti pressioni deflazionistiche, a maggio la *People's Bank of China* ha ridotto marginalmente (-10 punti base) i tassi d'interesse *benchmark* a uno e cinque anni, portandoli rispettivamente al 3,00 e al 3,50 per cento, nell'ambito di una più ampia strategia di sostegno al credito e alle quotazioni azionarie, delegando prevalentemente alla politica fiscale il compito di stimolare la domanda aggregata. Tassi d'interesse eccessivamente accomodanti rischierebbero di favorire un'espansione del credito privato in un momento in cui molta liquidità arriva già dalle emissioni obbligazionarie statali. Inoltre, il perdurare delle pressioni deflazionistiche favorisce la competitività delle esportazioni cinesi, consentendo in questo modo alla banca centrale di mantenere il valore del renminbi particolarmente stabile nei confronti del dollaro, rafforzando così la propria credibilità nel sistema monetario internazionale.

L'impatto più rilevante delle politiche commerciali statunitensi sui percorsi di politica monetaria si è probabilmente manifestato in Giappone. La Banca del Giappone, nonostante un'inflazione di fondo superiore al *target* da diversi mesi, ha interrotto il ciclo di restrizione monetaria a gennaio 2025, quando ha portato il tasso di *policy* allo 0,50 per cento. Tassi d'interesse più elevati avrebbero infatti attivato, tra gli altri, il canale del tasso di cambio. Il conseguente apprezzamento dello yen si sarebbe aggiunto ai dazi statunitensi nel ridurre la competitività delle esportazioni giapponesi. Un segnale importante è arrivato a seguito dalla riunione di settembre, in cui l'Istituto ha annunciato l'intenzione di iniziare a vendere parte del proprio portafoglio di fondi azionari e immobiliari, sebbene a un ritmo molto graduale. In questo contesto, i mercati scommettono su un rialzo del tasso d'interesse ufficiale nei primi mesi del 2026.

L'andamento dei mercati finanziari

I primi otto mesi del 2025 sono stati caratterizzati da un'elevata volatilità sui mercati finanziari. Gli operatori di mercato hanno dovuto fare i conti con molteplici incertezze: le nuove politiche commerciali da parte degli Stati Uniti, i rischi geopolitici e l'evoluzione dell'inflazione. Nonostante la complessità del quadro internazionale, la maggior parte delle principali *asset class* ha registrato prestazioni positive.

I mercati azionari globali hanno registrato *performance* solide, con l'indice MSCI *All Country World Index* in crescita. La dinamica è stata sostenuta principalmente da Europa e Asia nel primo semestre, e dagli Stati Uniti a partire da luglio. Le borse europee hanno mostrato risultati particolarmente brillanti nella prima metà dell'anno, spinte da valutazioni più attraenti rispetto agli USA, dalla crescente spesa governativa in difesa e infrastrutture e dalle riduzioni dei tassi d'interesse da parte della Banca Centrale Europea. Negli Stati Uniti, dopo i forti ribassi causati dall'avvento delle nuove politiche commerciali, l'S&P 500 e il Nasdaq hanno continuato a salire, raggiungendo nuovi massimi storici. Tuttavia, i guadagni si sono tendenzialmente concentrati su pochi titoli '*mega-cap*' del settore tecnologico legati all'intelligenza artificiale (AI), mentre l'ampiezza del mercato (*breadth*), cioè la partecipazione di un maggior numero di titoli alla crescita, è

rimasta contenuta. In Asia l'andamento è stato differenziato, ma alcuni Paesi si sono distinti in positivo. La Cina ha mostrato una sorprendente resilienza economica e una robusta *performance* del suo mercato azionario (il *MSCI China Index* è salito di circa il 25 per cento da inizio anno e lo *Shanghai Composite* ha guadagnato l'8,0 per cento solo ad agosto). In Giappone, dopo una fase di stagnazione delle quotazioni, gli accordi commerciali hanno spinto il Nikkei su nuovi massimi storici.

Il periodo tra gennaio e agosto 2025 ha visto una serie di dinamiche contrastanti e complesse sui mercati obbligazionari globali, influenzate da fattori macroeconomici, tra cui le politiche delle banche centrali, l'inflazione, le tensioni commerciali e la crescita economica. Complessivamente, il mercato obbligazionario ha visto rendimenti in calo e una conseguente risalita dei prezzi. Un'importante eccezione è rappresentata dai rendimenti governativi trentennali.

Il mercato obbligazionario statunitense ha avuto un andamento volatile; dopo un inizio d'anno che rifletteva aspettative di rallentamento economico, le previsioni si sono successivamente modificate. I rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni si sono ridotti, in parte guidati dalle aspettative di una politica monetaria meno restrittiva da parte della *Federal Reserve*, con il mercato che ha iniziato a scontare tagli dei tassi di interesse nel corso dell'anno. Per l'intero periodo da gennaio a settembre, nelle medie mensili, il rendimento del *Treasury* a 10 anni è sceso dal 4,6 al 4,1 per cento. L'obbligazionario europeo ha mostrato un andamento più eterogeneo. I rendimenti delle obbligazioni sovrane in alcuni mercati della zona euro sono aumentati, in parte a causa di un sentimento di crescita più positivo. Dall'inizio dell'anno il rendimento del Bund decennale è salito dal 2,5 al 2,7 per cento. In generale, si è assistito a una compressione degli *spread* per i titoli di debito dei Paesi periferici, riflettendo una maggiore fiducia degli investitori.

Nel mercato valutario, il dollaro ha mostrato una certa debolezza rispetto alle principali valute. Questo calo è stato in gran parte attribuibile a una prima parte dell'anno in cui le nuove politiche commerciali hanno messo in dubbio il ruolo centrale dell'economia statunitense, con revisione al ribasso dei tassi di crescita, e successivamente alla crescente convinzione che la *Federal Reserve* avrebbe intrapreso una politica di allentamento monetario. Nei confronti della valuta statunitense, il valore dell'euro nella media di settembre³⁰ è risultato pari a 1,173 dollari, in deciso apprezzamento rispetto a 1,046 dollari nella media di dicembre 2024. Nello stesso periodo, la valuta comunitaria si è apprezzata del 7,4 per cento nei confronti dello yen e del 9,7 per cento nei confronti del renminbi.

Sebbene il dibattito sull'avvio di un ciclo di allentamento monetario da parte della *Federal Reserve* appaia oramai definito, le implicazioni per i mercati azionari rimangono tutt'altro che chiare. Da un lato, l'allentamento delle condizioni finanziarie e la resilienza dell'economia statunitense potrebbero prolungare il *rally* azionario fino a fine anno. Dall'altro, i tagli dei tassi potrebbero essere interpretati come un segnale di fragilità economica, soprattutto se futuri tagli drastici dovessero essere percepiti come una risposta al deterioramento del mercato del lavoro, mentre persistono ancora rischi inflazionistici.

³⁰ Dati al 19 settembre.

Il dollaro inizia il ciclo di allentamento della *Federal Reserve* da una posizione già relativamente debole, preludendo a un potenziale allentamento delle condizioni finanziarie globali per tutti coloro che necessitano di finanziamenti in valuta americana. La complessità del percorso risiede nel fatto che gli investitori, anticipando diversi tagli, potrebbero essere incentivati ad acquistare *asset* rischiosi, aspettandosi contemporaneamente anche una risalita dell'inflazione.

In Cina, per quanto riguarda il sistema finanziario nazionale, la preoccupazione principale rimane la debolezza del settore immobiliare. Mentre la crescita dei prestiti bancari è in rallentamento, la liquidità fornita dalla crescita del debito pubblico rimane sostanziale. Più che nel credito privato, i recenti incrementi di liquidità sembrano aver trovato riscontro nel mercato azionario, che è salito del 45,0 per cento da quando la banca centrale ha intrapreso una politica espansiva più aggressiva (settembre 2024). Questi guadagni azionari riducono la probabilità che all'orizzonte si prospetti un'ulteriore politica monetaria espansiva. Senza altre misure di allentamento, tuttavia, il mercato immobiliare potrebbe continuare a soffrire.

I.1.3 Prospettive e rischi

Le prospettive a breve termine indicano una crescita globale in rallentamento nel secondo semestre del 2025 e all'inizio del 2026. I cambiamenti nelle politiche economiche statunitensi sono attesi ripercuotersi sull'economia globale (inclusi gli stessi Stati Uniti). Le risposte degli attori economici mondiali a queste politiche potrebbero essere lente e cumulative. Difatti, modifiche nell'apertura commerciale degli Stati Uniti potrebbero influire sulla flessibilità del sistema economico globale, con possibili ripercussioni sulla crescita internazionale. Inoltre, gli investimenti delle imprese continueranno a essere almeno parzialmente ostacolati da diffuse incertezze. Gli effetti complessivi potrebbero essere duraturi; al pari di come – su scala certo minore – si sono dispiegati gli effetti della Brexit nel Regno Unito.

Non possono essere d'altra parte sottovalutati i rischi connessi allo scenario geopolitico. Le crescenti tensioni in diverse zone del mondo aumentano l'instabilità delle relazioni politiche ed economiche. I principali fattori di rischio includono il conflitto in Ucraina, la situazione in Medio Oriente, e l'evoluzione delle relazioni commerciali e strategiche tra le principali economie mondiali. Per affrontare questi rischi, l'Europa si trova di fronte alla necessità di aumentare la sua autonomia in settori strategici come la difesa, l'energia e la tecnologia, e di considerare un maggiore equilibrio tra domanda interna ed esterna nel proprio modello economico, dando più peso alla domanda interna e diversificando le catene di approvvigionamento.

Gli elementi di incertezza, oltre all'andamento delle politiche economiche statunitensi e alle tensioni geopolitiche, già citati, risiedono anche sul corso che assumeranno le politiche fiscali. Difatti se, da un lato, i governi potrebbero tendere a una politica fiscale prudente per rispondere alle preoccupazioni del mercato in merito alla sostenibilità delle finanze pubbliche, dall'altro gli stessi governi potrebbero accelerare il sostegno alla domanda, accettando un'inflazione più elevata come mezzo per erodere il valore reale del debito. Il secondo approccio, tuttavia, alimenterebbe le attuali pressioni al rialzo sui tassi di interesse reali e

nominali a lungo termine. Più in generale, l'attuale ciclo economico sembra essere guidato dalla politica fiscale; la politica monetaria potrebbe avere effetti limitati sulla domanda aggregata, ma potrebbe acquisire maggiore rilevanza in termini di ciclo finanziario. In questo senso, il nuovo regime di tassi di interesse nominali e reali relativamente più elevati a lungo termine potrebbe esporre le vulnerabilità finanziarie legate al ciclo di rifinanziamento del debito pubblico e privato.

Il consenso dei principali previsori internazionali vede un graduale, anche se non ancora particolarmente accentuato, peggioramento delle prospettive di crescita a livello globale. Due fattori importanti potrebbero tuttavia spingere l'economia in direzione opposta. In primo luogo, è probabile che il processo di allentamento monetario globale continui fino al 2026, orientato dalle decisioni della *Federal Reserve*, indipendentemente dalle scelte di politica fiscale. In secondo luogo, il *boom* degli investimenti legati all'intelligenza artificiale dovrebbe continuare, assecondando una trasformazione in atto che promette di abbracciare tutti i settori economici.

Si noti che questi fattori positivi avrebbero l'effetto di indurre pressioni al ribasso sui rendimenti a breve termine e al rialzo su quelli a lungo termine. Nella stessa direzione, potrebbero inoltre influire le persistenti preoccupazioni circa il *deficit* degli Stati Uniti e la percezione che la *Federal Reserve* possa rivedere verso l'alto il proprio *target* di inflazione.

I.2 L'ECONOMIA ITALIANA

I.2.1 Tendenze recenti e aggiornamento delle previsioni tendenziali

Andamento dell'economia nel 2024 e nel primo semestre del 2025

Secondo i conti economici annuali pubblicati dall'Istat il 22 settembre, il 2024 si è chiuso con un tasso di crescita del prodotto interno lordo reale dello 0,7 per cento. Alla crescita economica hanno contribuito sia la domanda interna sia quella estera netta. Dal lato dell'offerta, il principale contributo è derivato dall'espansione dei servizi. Per quanto riguarda il settore industriale, la più contenuta espansione è ascrivibile a una lieve contrazione dell'industria in senso stretto, compensata da un avanzamento delle costruzioni; da segnalare, nel dettaglio, la rilevante espansione del comparto non residenziale. Contestualmente, l'Istat ha operato una significativa revisione del tasso di crescita per il 2023 – in linea con quanto avvenuto negli anni passati – portandolo all'1,0 per cento rispetto allo 0,7 per cento precedentemente stimato³¹.

In riferimento all'anno in corso, i dati di contabilità nazionale relativi ai primi due trimestri indicano una crescita economica lievemente inferiore rispetto alle

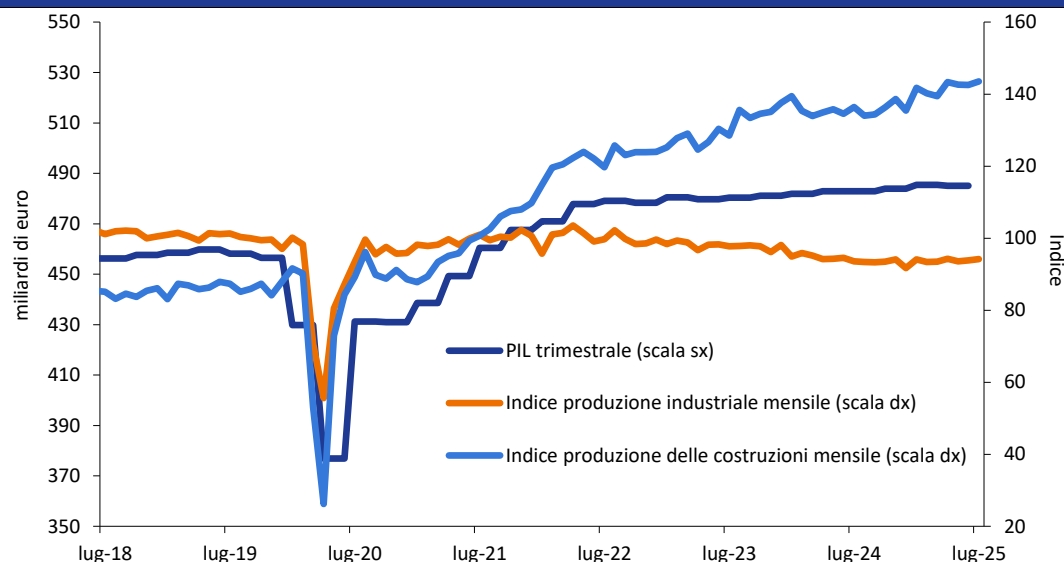
³¹ La revisione, che ha interessato anche il deflatore del PIL, ha altresì determinato un aumento dello 0,5 per cento del PIL nominale del 2023 e dello 0,3 per cento di quello del 2024, rispetto alle precedenti diffusioni dei dati Istat.

previsioni del DFP di aprile. La prima metà dell'anno è stata caratterizzata da un elevato grado di incertezza, legata ai conflitti in corso e alle tensioni commerciali. In particolare, gli accordi in sospeso e gli sviluppi poco prevedibili in materia di dazi e importazioni, protrattisi fino ad agosto, hanno inciso sull'entità e sulla volatilità dei flussi commerciali internazionali, contribuendo ad aumentare l'esitazione degli operatori economici, sia imprese sia consumatori. Il PIL è cresciuto dello 0,3 per cento nel primo trimestre, mentre nel secondo trimestre ha registrato un lieve arretramento dello 0,1 per cento. La crescita acquisita per il 2025 è pari 0,5 per cento.

L'evoluzione dal lato della domanda

I consumi delle famiglie hanno registrato una *performance* leggermente inferiore alle attese dello scorso aprile: alla modesta crescita congiunturale nel primo trimestre è seguita una sostanziale stagnazione nel secondo trimestre. Di contro, la dinamica degli investimenti ha consolidato la crescita registrata negli ultimi mesi del 2024. Nel primo trimestre, l'espansione ha riguardato tutte le principali categorie, in particolar modo i mezzi di trasporto, mentre nel secondo trimestre si è distinta la marcata crescita degli investimenti in macchinari e attrezzature. Allo stesso tempo, si è assistito a un'espansione di entrambe le categorie di investimento in costruzioni, quella non residenziale e quella in abitazioni. Il rimbalzo del comparto abitativo si colloca nel contesto di una tendenza alla contrazione iniziata nel 2024, dovuta al graduale esaurimento degli incentivi all'edilizia privata. Complessivamente, la vivacità di questo tipo di investimenti sembrerebbe legata anche all'avanzamento dei progetti del PNRR, che potrebbe registrare una ulteriore accelerazione nei prossimi trimestri.

FIGURA I.2.1 PRODOTTO INTERNO LORDO REALE, PRODUZIONE INDUSTRIALE E NELLE COSTRUZIONI



Fonte: Istat

La dinamica del contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL è stata significativamente influenzata dall'anomala evoluzione dei flussi commerciali. Nel primo trimestre le esportazioni hanno accelerato significativamente, analogamente a quanto avvenuto a livello globale, determinando un apporto positivo. Successivamente, il calo registrato nel secondo trimestre ha riflesso in buona parte la normalizzazione nei livelli degli scambi dopo l'anomalia precedente. È infatti emerso anche un rallentamento nella crescita delle importazioni, a cui si è accompagnata una flessione del relativo deflatore.

FOCUS

Il commercio con la Cina: un'analisi settoriale

Peso della Cina nel commercio internazionale. L'ingresso della Cina nell'OMC nel 2001 ha avviato una straordinaria crescita economica, portandola a divenire il primo esportatore mondiale di beni³² già nel 2009. L'adesione ha innescato un ampio processo di riforme strutturali riguardanti principalmente la regolamentazione finanziaria e l'apertura del mercato interno alle imprese estere.

La Cina ha operato una profonda trasformazione del sistema produttivo, superando il modello tradizionale basato su beni di consumo e settori ad alta intensità di manodopera (tessile, abbigliamento, calzature) per orientarsi verso comparti ad elevato contenuto tecnologico e intensità di capitale (macchinari, elettronica, trasporti, chimici, metalli). Tale evoluzione, accelerata dal 2018³³, ha avvicinato la struttura esportativa cinese a quella delle economie avanzate³⁴.

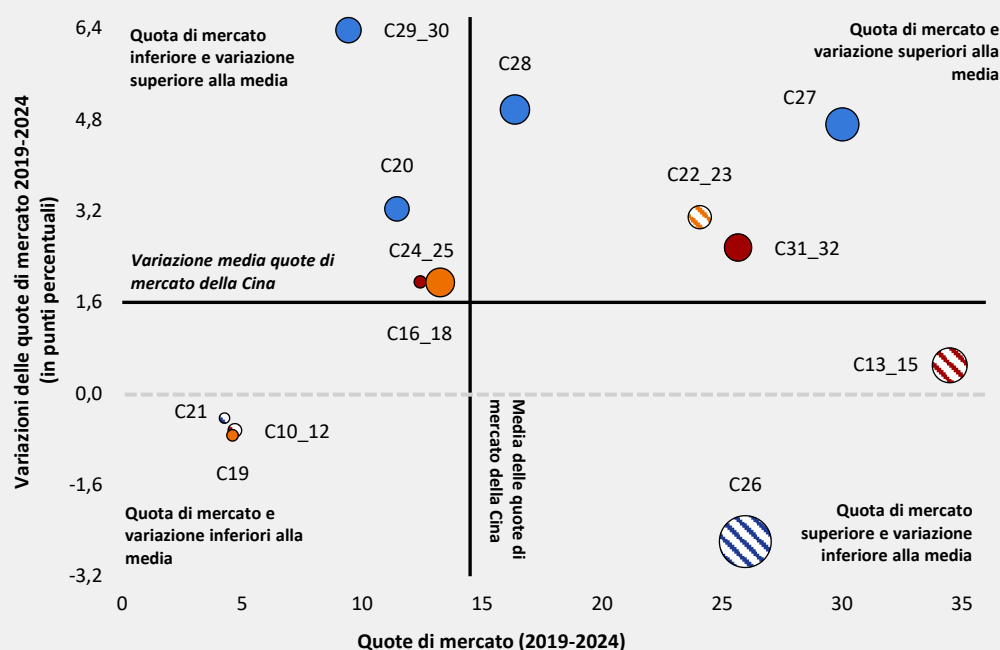
Evoluzione del posizionamento settoriale della Cina. Per valutare il recente riposizionamento settoriale della Cina nei mercati internazionali, risulta appropriato procedere mediante l'analisi congiunta delle quote di mercato e delle relative dinamiche negli ultimi cinque anni (in termini di punti percentuali guadagnati o persi tra il 2019 e il 2024). Incrociando graficamente le due dimensioni (livelli e dinamiche), infatti, è possibile classificare i comparti manifatturieri in quattro quadranti (Figura R1).

Nel quadrante in alto a destra, con quote di mercato e competitività superiori alla media cinese, si posizionano quattro comparti: gli apparecchi elettrici (C27), includente il fotovoltaico, detiene una *leadership* globale con quota superiore al 30 per cento, in crescita di 5 punti percentuali.

³² Nel 2024, i primi tre Paesi esportatori di beni sono Cina, Stati Uniti e Germania; l'Italia si colloca in settima posizione, dopo Paesi Bassi, Giappone e Corea del Sud. (Fonte: ITC *Statistics-UNCOMTRADE*). Confrontando i primi tre Paesi le esportazioni di beni della Cina hanno superato quelle degli Stati Uniti e della Germania nel 2009. Se, invece, si considerano le vendite di beni e servizi, la Cina supera la Germania e gli USA rispettivamente nel 2009 e nel 2012.

³³ Il tredicesimo Piano quinquennale (per il periodo 2016-2020) era focalizzato sullo sviluppo del settore dei servizi, l'aumento dell'urbanizzazione, l'estensione delle strutture sociali, con particolare attenzione all'innovazione, realizzando il piano *Made in China 2025* (MIC 2025, lanciato nel 2015) con forti investimenti nell'IA, nelle reti di telecomunicazione 5G, nel settore spaziale, nei semiconduttori, nei veicoli elettrici e nelle biotecnologie (Fonte: J. Wübbeke, M. Meissner, M. J. Zenglein, J. Ives, B. Conrad, *MADE IN CHINA 2025. The making of a high-tech superpower and consequences for industrial countries*, No. 2, dicembre 2016, Mercator Institute for China Studies (MERICS)).

³⁴ Hui-Zheng Liu a, Shi-Long Li a, Kevin H. Zhang, *Trade liberalization and export performance in China: Export-margin approach with firm-level data in 1995-2019*, *Science Direct*, 2024.

FIGURA R1 QUOTE DI MERCATO DELLA CINA PER COMPARTI MANIFATTURIERI (2019-2024; valori medi e differenze in punti percentuali tra il 2019 e il 2024)*

Low Tech (LT)	Medium-Low Tech (MLT)	Medium-High Tech (MHT)	High Tech (HT)
C10_C12 - Alimentari, bevande e tabacco; C13_C15 - Sistema moda; C16_C18 - Legno, carta e stampa; C19 - Prodotti petroliferi; C20 - Chimica; C21 - Farmaceutica; C22_C23 - Gomma, plastica e lavorazione minerali non metalliferi; C24_C25 - Metallurgia e prodotti in metallo; C26 - Computer, elettronica e ottica; C27 - Apparecchi elettrici; C28 - Meccanica; C29_C30 - Automotive; C31_C32 - Mobili e altre attività manifatturiere.			

* La dimensione della bolla indica il peso medio del settore sul totale delle esportazioni totali della Cina nel periodo 2019-2024. Il riempimento a tinta unita indica una variazione positiva della quota di mercato del settore nell'ultimo anno (2023-2024). Il riempimento con linea larga verso il basso indica una variazione negativa della quota di mercato del settore nell'ultimo anno.

Fonte: elaborazioni MEF su dati UN-COMTRADE.

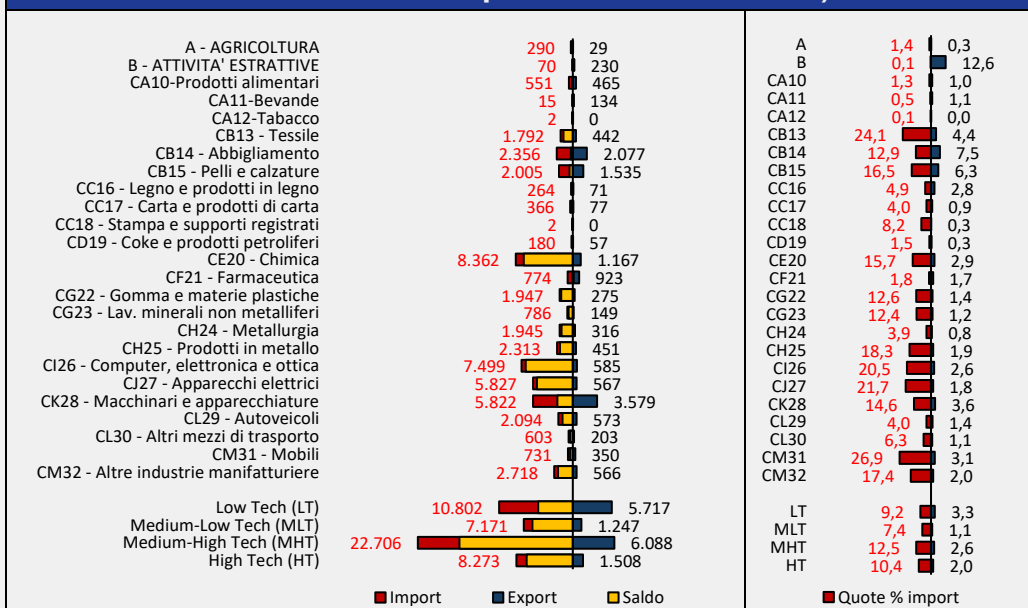
Il settore della meccanica (C28) ha registrato significativi progressi competitivi grazie all'upgrading di macchine per uso generale, macchine utensili e componentistica, settori prioritari nella strategia 'Made in China 2025' per ridurre la dipendenza dall'estero. Le macchine per costruzioni e agricole hanno incrementato la competitività, prevalentemente nei mercati emergenti sensibili al fattore prezzo. Nel quadrante dei comparti emergenti (in alto a sinistra) si collocano i settori automotive e altri mezzi di trasporto (C29-30), dove la Cina, pur non detenendo ancora una *leadership* consolidata, sta avanzando rapidamente. Negli ultimi cinque anni ha raggiunto una quota di circa il 10 per cento (+6,0 punti percentuali) prevalentemente a discapito dei produttori europei. Con la progressiva elettrificazione globale, si prevede un'ulteriore espansione delle quote cinesi, sostenuta dal vantaggio competitivo acquisito nella produzione di batterie.

I dati evidenziano uno spostamento verso produzioni ad elevato contenuto tecnologico, accompagnato da un progressivo arretramento dei comparti tradizionali che hanno costituito la base dell'affermazione cinese sui mercati internazionali (quadrante in basso a destra). Il settore tessile, abbigliamento e calzaturiero (C13-15), pur mantenendo una posizione dominante con oltre un terzo delle vendite globali, registra incrementi di competitività inferiori alla media nazionale. L'elettronica (C26), altro comparto di consolidata specializzazione cinese, mostra rallentamenti imputabili a tensioni geopolitiche, che hanno ridotto le importazioni di prodotti strategici, principalmente semiconduttori.

Infine, alcuni comparti manifatturieri (quadrante in basso a sinistra) registrano quote di mercato contenute e dinamica competitiva inferiore alla media nazionale, tra cui farmaceutica (C21) e prodotti alimentari-bevande (C10-C12), settori in cui l'Italia ha incrementato le proprie quote di mercato.

Flussi bilaterali Cina-Italia, con dettaglio settoriale. Negli ultimi cinque anni gli scambi commerciali tra Italia, UE e Cina hanno evidenziato una sostanziale stabilità delle esportazioni e una crescita delle importazioni, accentuatasi per l'Italia nel biennio post-pandemico (Figura R2).

FIGURA R2 INTERSCAMBIO DI BENI TRA ITALIA E CINA PER SETTORI E LIVELLI TECNOLOGICI* (2024, valori assoluti in milioni di euro e incidenze percentuali sul totale settoriale)



* **High Tech (HT):** CF21 - Farmaceutica; CI26 - Computer, elettronica e ottica. **Medium-High Tech (MHT):** CE20 - Chimica; CJ27 - Apparecchi elettrici e di uso domestico; CK28 - Macchinari e apparecchiature; CL29 - Autoveicoli; CL30 - Altri mezzi di trasporto. **Medium-Low Tech (MLT):** CD19 - Coke e prodotti petroliferi; CG22 - Gomma e materie plastiche; CG23 - Lavorazione dei minerali non metalliferi; CH24 - Metallurgia; CH25 - Prodotti in metallo. **Low Tech (LT):** CA10 - alimentare; CA11 - Bevande; CA12 - Tabacco; CB13 - Tessile; CB14 - Abbigliamento; CB15 - Pelli e calzature; CC16 - Legno e prodotti in legno; CC17 - Carta e prodotti di carta; CC18 - Stampa e supporti registrati; CM31 - Mobili; CM32 - Altre industrie manifatturiere.

Fonte: Elaborazioni MEF su dati Eurostat.

Nel 2024 la Cina ha registrato un surplus commerciale verso l'Italia superiore a 34 miliardi di euro (18,7 miliardi nel 2019), con esportazioni tre volte superiori alle importazioni. Tale avanzo deriva principalmente dagli acquisti italiani nei settori chimico (oltre 8 miliardi), computer, elettronica e ottica (circa 7,5 miliardi), apparecchi elettrici e macchinari (circa 6 miliardi ciascuno). Nel comparto macchinari, nonostante consistenti esportazioni italiane verso la Cina (oltre 3,5 miliardi), il saldo rimane negativo. La dipendenza italiana dalle merci cinesi risulta più elevata nei comparti del mobilio (26,9 per cento), tessile (24,1 per cento) e apparecchi elettrici (21,7 per cento)³⁵.

³⁵ L'interscambio tra gli altri Paesi UE e la Cina presenta un quadro analogo: le esportazioni cinesi verso l'Unione sono circa 2,5 volte le importazioni, generando un deficit di 271,6 miliardi di euro nel 2024 (146 miliardi nel 2019). Computer, elettronica, ottica e apparecchi elettrici contribuiscono maggiormente al disavanzo con importazioni rispettivamente di 135,2 e 77,7 miliardi. I macchinari registrano importazioni per 41,5 miliardi ed esportazioni per 37,8 miliardi. Mezzi di trasporto, farmaceutica, alimentari e bevande evidenziano invece un surplus europeo aggregato di 15,8 miliardi.

Elementi di criticità della concorrenza cinese per l'UE e l'Italia. Analisi recenti mostrano la persistente sovracapacità produttiva cinese, sostenuta da un modello economico incentrato sugli investimenti e da ingenti sussidi pubblici, che genera un eccesso di offerta destinato ai mercati globali³⁶. Le deboli prospettive della domanda interna, connesse principalmente alla fragilità del settore immobiliare³⁷, orientano una quota crescente della produzione verso l'export con conseguenze potenzialmente significative per i *partner* commerciali. In un contesto globale caratterizzato da elevate tensioni nelle relazioni commerciali tra i maggiori *player* extra-UE, potrebbe verificarsi un significativo riorientamento delle esportazioni cinesi verso i Paesi dell'Unione³⁸.

D'altra parte, grazie al supporto capillare dello Stato a favore di industrie e tecnologie avanzate³⁹, la Cina sta rapidamente guadagnando terreno nei settori ad alta tecnologia⁴⁰ – come la meccanica avanzata, i macchinari, l'elettronica, i semiconduttori e i veicoli elettrici – in cui l'UE detiene tradizionalmente un vantaggio comparato. La transizione della Cina da fornitore di beni manifatturieri a basso costo e ad alta intensità di manodopera a concorrente tecnologico delle economie avanzate ha determinato una significativa convergenza tecnologica con i principali concorrenti europei, in particolare con la Germania⁴¹.

Come gli altri *partner* europei, anche l'Italia sta scontando l'aumento della concorrenza cinese: oltre alla quota di mercato, infatti, la Cina ha visto crescere anche il proprio valore aggiunto nelle catene globali del valore. Secondo stime della BCE⁴², tra il 2000 e il 2022 la Cina è diventata competitiva in 60 settori in cui l'Italia detiene un vantaggio comparato (erano circa 40 nel 2000) a fronte dei 50 tedeschi e dei 40 giapponesi. Tuttavia, tra quelli considerati nello studio, la Germania è il Paese che ha subito il più forte aumento dell'esposizione alla concorrenza cinese (da 20 settori nel 2000, a 50 nel 2022).

Andamento dei flussi commerciali con la Cina nel 2025. Nei primi sette mesi del 2025, anche a seguito dell'annuncio dei nuovi dazi statunitensi, le importazioni dalla Cina risultano in aumento sia in Italia sia nel resto dell'Unione, rispettivamente del 29,3 per cento e del 10,1 per cento (fonte Eurostat) (Figura R3).

³⁶ Secondo la BCE (*'The evolution of China's growth model: challenges and long-term growth prospects'* in Bollettino n.5/2024), i sussidi industriali in Cina sono tra tre e nove volte superiori a quelli delle economie avanzate e ammontano a circa il 2 per cento del PIL. Anche Bruegel (García-Herrero, A. and Schindowski R. *'Unpacking China's industrial policy and its implications for Europe'*, Working Paper 11/2024) stima che il 99 per cento delle aziende quotate cinesi riceva sussidi diretti.

³⁷ Il settore immobiliare, che rappresentava circa il 30 per cento del PIL cinese prima del 2021, sta attraversando una fase di crisi che ha indebolito notevolmente questo pilastro della domanda interna.

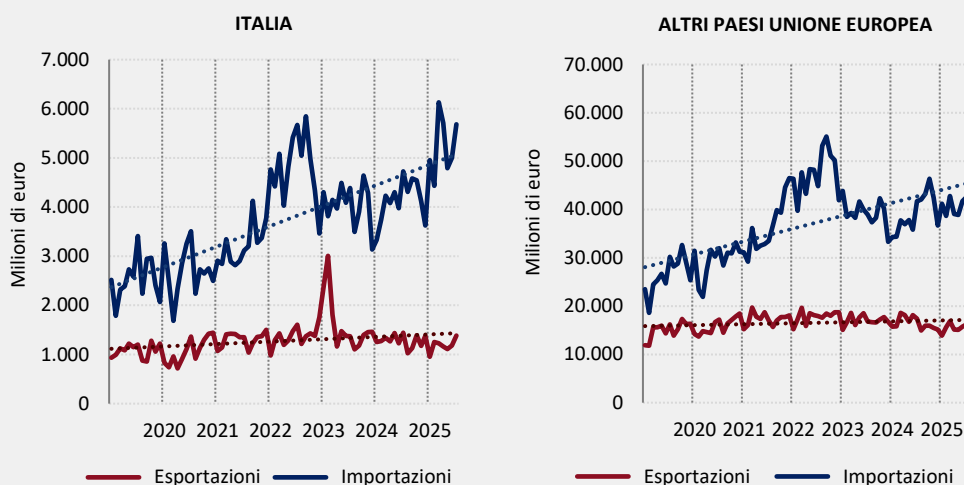
³⁸ La BCE (Boeckelmann L., Emter L., Gunnella V., Klieber K. and Spital T., *'China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe'*, THE ECB BLOG, 30 July 2025) si aspetta una riallocazione delle esportazioni cinesi verso l'area dell'euro più consistente rispetto a quanto avvenuto nel corso della prima amministrazione Trump.

³⁹ In Cina la pianificazione politica a livello nazionale viene realizzata tramite piani quinquennali. Attualmente è in fase di elaborazione il quindicesimo Piano (2026-2030) che, in base alle informazioni disponibili, dovrebbe essere focalizzato sui prodotti elettronici di fascia alta, inclusa l'infrastruttura *hardware* per lo sviluppo dell'IA.

⁴⁰ L'OCSE (*'The Market Implications of Industrial Subsidies'* OECD Trade Policy Papers No. 296, 2025) stima una relazione positiva tra sussidi e quote di mercato: il fatto che le aziende con sede in Cina abbiano ricevuto sussidi più consistenti rispetto alle imprese con sede in altre giurisdizioni potrebbe in parte spiegare i maggiori guadagni di quota di mercato nel lungo periodo.

⁴¹ Diverse analisi descrivono la conquista di quote di mercato da parte della Cina a scapito dei Paesi europei nei comparti citati: nel caso dell'elettronica, ad esempio, l'UE ha perso terreno in modo marcato, mentre la Cina controlla ormai circa il 30 per cento delle esportazioni complessive. L'industria automobilistica è un esempio della rapidità con cui possono cambiare le specializzazioni produttive: la transizione verso i veicoli elettrici, infatti, sta rivoluzionando il settore, a vantaggio della Cina (Si veda, ad esempio, Rapporto ICE 2024).

⁴² Per maggiori dettagli si veda [BCE Bollettino economico, numero 5 / 2024](#).

FIGURA R3 FLUSSI COMMERCIALI MENSILI DELLA CINA CON L'ITALIA E CON GLI ALTRI PAESI DELL'UNIONE EUROPEA (2019-2025; milioni di euro)

Fonte: Elaborazioni MEF su dati Eurostat.

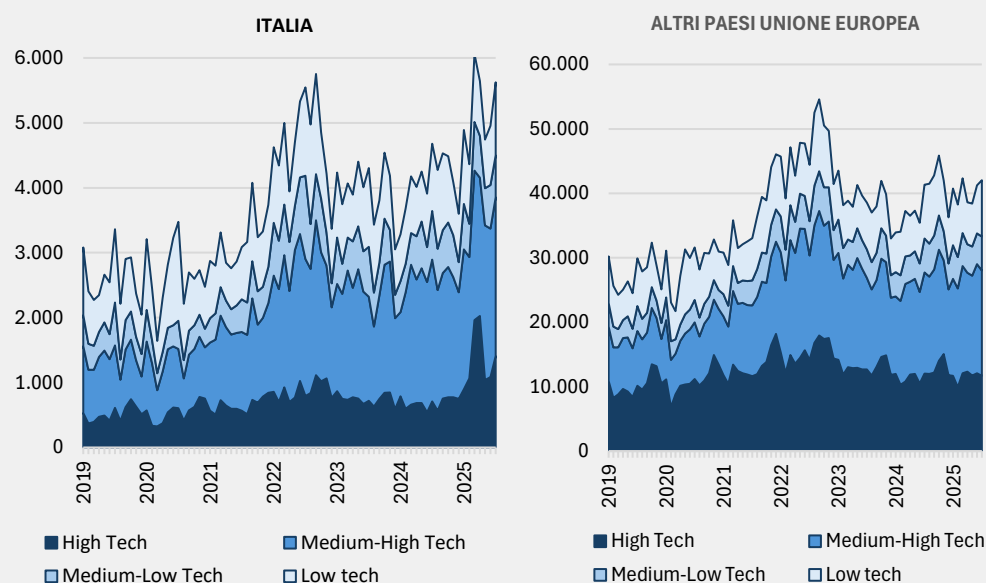
Raggruppando i prodotti per categoria tecnologica (Figura R4), l'incremento dell'import italiano di prodotti non *high-tech* è di circa il 15 per cento per tutte le categorie. Per il comparto *high-tech* la variazione risulta particolarmente elevata, imputabile esclusivamente ai prodotti farmaceutici di base. Escludendo la farmaceutica di base, la variazione dell'import complessivo dalla Cina si ridurrebbe al +11,8 per cento, allineandosi alla *performance* degli altri Paesi UE.

Nei primi sette mesi del 2025 l'export italiano verso la Cina ha registrato una contrazione di circa il 10 per cento, analogamente agli altri Paesi UE⁴³. Tale riduzione ha determinato un peggioramento del saldo commerciale di oltre 9 miliardi per l'Italia e 38 miliardi per gli altri membri UE, corrispondente rispettivamente a un deterioramento del 48,5 per cento e del 27,6 per cento.

Nel complesso, quanto illustrato evidenzia il rapido avanzamento della Cina in campo tecnologico, accompagnato da una rilevante sovracapacità produttiva, due fenomeni che nel contesto delle attuali politiche commerciali internazionali continueranno ad esercitare una notevole pressione sull'industria manifatturiera italiana e, più in generale, dell'Unione Europea. D'altro canto, le molteplici iniziative intraprese a livello europeo in tema di politica industriale e di riduzione della dipendenza dall'estero in settori strategici dovrebbero rafforzare la capacità di affrontare le sfide poste dalle tendenze in corso nel commercio internazionale e dalle innovazioni digitali, contribuendo a modificare il posizionamento dell'Italia e dell'UE in segmenti produttivi e servizi a più alto contenuto tecnologico e innovativo, con ricadute positive sulle prospettive di crescita⁴⁴.

⁴³ Si segnala che, nel 2024 rispetto all'anno precedente, le esportazioni dell'Italia (-20 per cento) verso la Cina si erano ridotte significativamente di più rispetto a quelle degli altri Paesi dell'UE (-3,2 per cento).

⁴⁴ OECD (2025), *Governing with Artificial Intelligence: The State of Play and Way Forward in Core Government Functions*, OECD Publishing, Paris.

FIGURA R4 IMPORTAZIONI MENSILI MANIFATTURIERE DELL'ITALIA E DEGLI ALTRI PAESI DELL'UNIONE EUROPEA DALLA CINA, PER LIVELLI TECNOLOGICI (2019-2025; milioni di euro)

Fonte: Elaborazioni MEF su dati Eurostat.

L'evoluzione dal lato dell'offerta

Nella prima metà del 2025 i servizi si sono rivelati il settore meno dinamico: il relativo valore aggiunto è difatti risultato sostanzialmente stazionario. Alcuni comparti, come il commercio, il trasporto, l'alloggio e le attività finanziarie, continuano a registrare una flessione dalla fine del 2024. Altri, come le attività professionali e di supporto alle imprese hanno, invece, confermato un'elevata vivacità. All'interno del settore secondario, il valore aggiunto dell'industria in senso stretto ha registrato un calo congiunturale soltanto nel secondo trimestre, mentre nelle costruzioni il valore aggiunto ha continuato a crescere, confermandosi la componente del PIL più vivace sul lato dell'offerta.

Dinamica dei redditi, dei consumi e del tasso di risparmio

Con riferimento ai redditi da lavoro, la dinamica delle retribuzioni è risultata finora lievemente superiore alle previsioni di aprile. Inoltre, nel corso del primo semestre, le retribuzioni *pro-capite* sono cresciute più dei prezzi al consumo. Pertanto, è proseguito il graduale recupero delle retribuzioni in termini reali. Alla luce di ciò, la modesta dinamica dei consumi delle famiglie nei primi due trimestri rifletterebbe principalmente l'aumento dell'incertezza del quadro economico internazionale, riflessosi in un significativo calo di fiducia dei consumatori nei mesi di marzo e aprile e, conseguentemente, un aumento del risparmio a fini prudenziali.

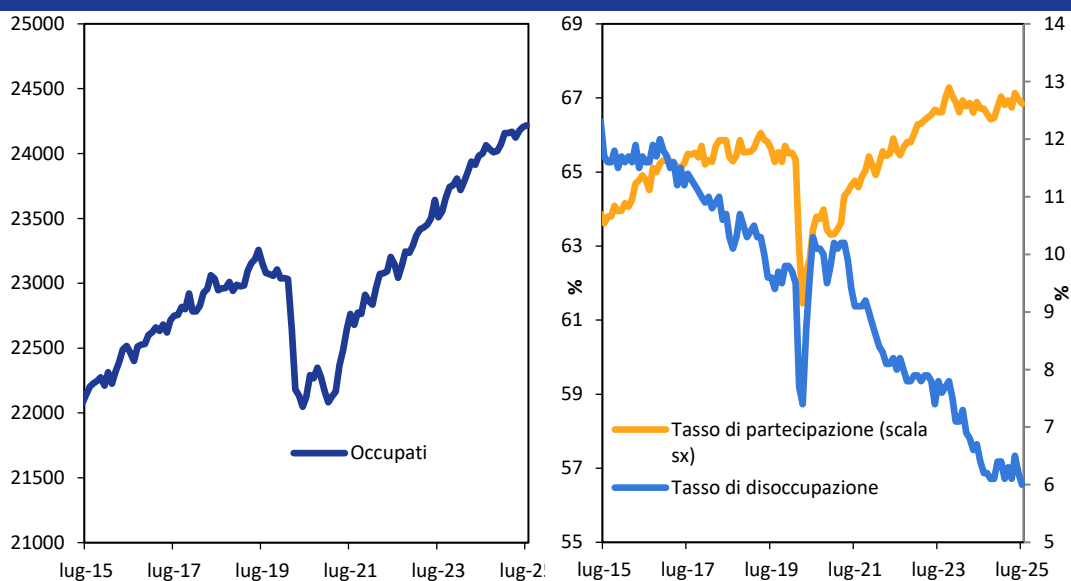
Il tasso di risparmio delle famiglie italiane ha mostrato forti oscillazioni negli ultimi anni, delineando una dinamica simile a quelle osservate in altre principali economie europee. Dopo il picco raggiunto durante la pandemia, è gradualmente diminuito fino all'inizio del 2023, spinto dalla riduzione del potere d'acquisto dovuta all'inflazione e dalla diminuzione dello *stock* di risparmi accumulati nei due

anni precedenti. A partire dal 2023, con il rallentamento dell'inflazione e il recupero dei redditi reali, le famiglie hanno ripreso a ricostituire i propri risparmi, portando il tasso di risparmio sopra la media pre-pandemica. L'aumento dei tassi di interesse di mercato ha ulteriormente sostenuto questo processo, scoraggiando alcune forme di consumo (quale quella in beni durevoli) e generando maggiori redditi da capitale. Al primo trimestre 2025, il tasso di risparmio delle famiglie è stimato al 9,3 per cento, in aumento di 0,6 punti percentuali rispetto al trimestre precedente.

Il mercato del lavoro

Il mercato del lavoro ha continuato a mostrare dinamiche molto favorevoli. Gli occupati sono cresciuti vivacemente nei primi mesi dell'anno e successivamente, nonostante la flessione dell'economia nel secondo trimestre, si sono mantenuti stabili. Al contempo, il tasso di occupazione ha raggiunto nel secondo trimestre il suo massimo storico, pari a 62,7 per cento nella fascia di età 15-64 anni, mentre il tasso di disoccupazione si è mantenuto vicino al minimo storico oscillando intorno a valori di qualche decimale oltre il 6 per cento.

FIGURA I.2.2 INDICATORI MENSILI DEL MERCATO DEL LAVORO



Fonte: Istat.

L'analisi dell'offerta di lavoro mostra tuttavia come una quota significativa della popolazione, pur potenzialmente attivabile, non partecipi al lavoro. L'Italia registra il più alto tasso di inattività nell'UE27, con divari marcati per donne e giovani: nel 2024 l'inattività femminile resta ben sopra la media europea e l'Italia è l'unico Paese in cui l'inattività giovanile è cresciuta negli ultimi cinque anni. Tra gli inattivi spiccano le forze di lavoro potenziali, un'addizionale offerta di lavoro che non trova sbocco occupazionale e che si mantiene ancora su livelli

relativamente elevati⁴⁵. L'indicatore di *slack* del mercato del lavoro italiano si attesta al 14,7 per cento⁴⁶ nel secondo trimestre del 2025, valore in calo ma ancora superiore di due punti alla media europea. Questi dati evidenziano come l'Italia sia ancora lontana dal pieno impiego, con ampi margini di miglioramento sul fronte della partecipazione e della qualità del lavoro.

FOCUS

Evoluzione del mercato del lavoro nel 2025: dinamiche settoriali e disallineamenti tra domanda e offerta

Il quadro congiunturale nel contesto europeo. I dati di contabilità nazionale continuano a delineare un quadro del mercato del lavoro italiano molto positivo. Le ultime stime, riferite al primo semestre del 2025, infatti, segnalano il protrarsi della crescita dell'occupazione, seppure con intensità minore agli anni più recenti. In termini di variazioni congiunturali l'Italia registra una performance (+0,5 per cento) sensibilmente migliore di quella degli altri 26 Paesi dell'UE (+0,1 per cento) e dell'Area euro (+0,2 per cento); in entrambi i casi la variazione è stata calcolata al netto del contributo italiano. Nel complesso, l'aumento dei posti di lavoro creati in Italia (+137.200) incide per circa un terzo sull'aumento complessivo registrato nell'UE-27.

L'andamento dell'occupazione settoriale. Analogamente a quanto rilevato nel 2024, anche nei primi sei mesi del 2025 la crescita dell'occupazione in Italia è trainata dalle costruzioni e dal terziario, in particolare, quello avanzato. (Figura R1). Gli apporti più significativi del comparto terziario sono imputabili ai servizi ad intensità di conoscenza (*KIBS* – *Knowledge Intensive Business Services*) che includono le *Attività professionali, scientifiche e tecniche* (58.500 occupati in più rispetto al semestre precedente) e i *Servizi di informazione e comunicazione* (+10.600 unità). Questi comparti, strettamente collegati ai processi di digitalizzazione in corso e alla crescente domanda di servizi specialistici da parte delle imprese, hanno evidenziato incrementi occupazionali ben superiori alla media, consolidando una tendenza già emersa negli anni precedenti.

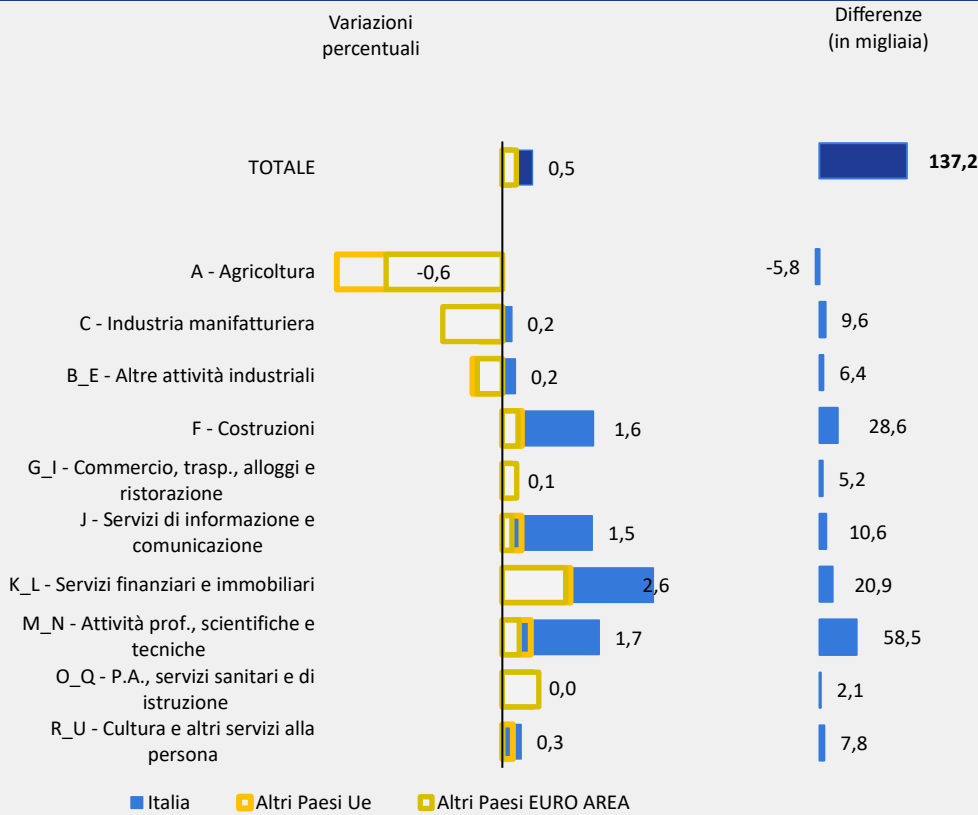
Per entrambi i comparti la *performance* italiana risulta notevolmente superiore a quella degli altri 26 Paesi dell'Unione europea e dell'area euro (al netto dell'Italia). Nel dettaglio le *Attività professionali, scientifiche e tecniche* mostrano variazioni congiunturali semestrali (+1,7 per cento) superiori tre volte a quelle degli altri Paesi UE (+0,5 per cento) e quasi sei volte quello dell'Area euro (+0,3 per cento) al netto dell'Italia. Anche i *Servizi di informazione e comunicazione* (sezione J) registrano una variazione (+1,5 per cento) decisamente più marcata di quanto mediamente osservato nel resto dell'Unione europea e degli altri Paesi dell'area euro.

Nonostante la stasi della produzione, seguita da due anni di contrazione e i rischi connessi ad un rallentamento dei mercati internazionali, gli occupati nel manifatturiero sono in lieve aumento in Italia in controtendenza rispetto alla variazione negativa del resto dell'Unione

⁴⁵ Le forze di lavoro potenziali comprendono coloro che sono disponibili a lavorare ma non cercano lavoro e coloro che cercano lavoro ma non sono immediatamente disponibili a lavorare.

⁴⁶ L'indicatore di *slack* del mercato del lavoro, elaborato da Eurostat, misura la quota di offerta di lavoro inutilizzata sulla 'forza lavoro estesa', ossia il rapporto tra la somma di disoccupati, lavoratori *part-time* sottoccupati e forze lavoro potenziali e la somma della forza lavoro effettiva e potenziale. La fonte dei dati è la *EU Labour Force Survey*.

FIGURA R1: DINAMICHE OCCUPAZIONALI PER SETTORI (variazioni percentuali del I semestre 2025 sul II semestre 2024 e differenze assolute dell'Italia)

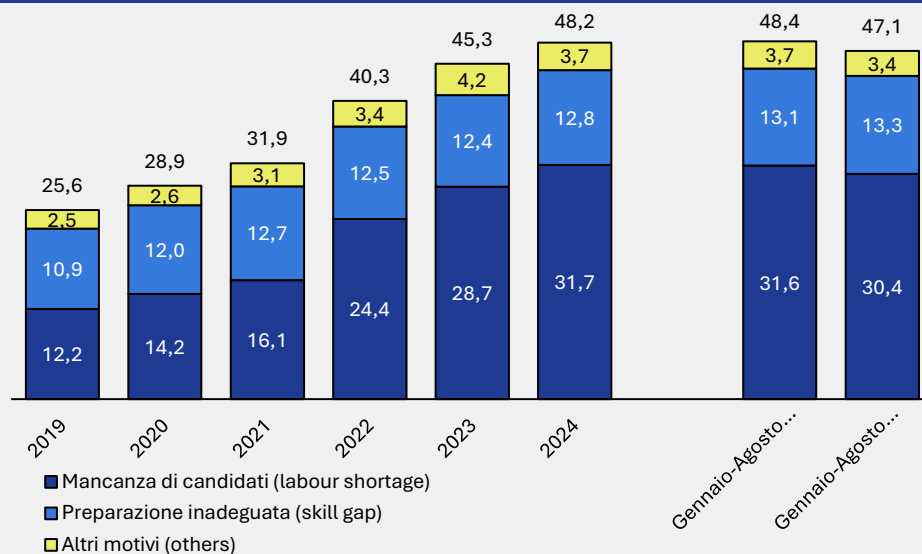


Fonte: elaborazione MEF su dati Eurostat.

Il settore delle costruzioni continua a fornire un contributo positivo all'occupazione italiana, beneficiando ancora dei progetti del PNRR. Tuttavia, rispetto ai picchi osservati negli anni immediatamente successivi alla crisi pandemica, l'intensità della crescita risulta ridimensionata. Anche i servizi immobiliari, complice la ripresa del mercato delle abitazioni⁴⁷, registrano una crescita considerevole, bilanciato da quelli finanziari, in leggera contrazione.

Mismatch tra domanda e offerta di lavoro. Negli ultimi anni la forza lavoro impiegata dalle imprese è oggetto di una profonda riconfigurazione determinata dalla triplice transizione (demografica, digitale e ambientale). Molte imprese manifestano l'esigenza di assumere nuovi profili professionali e di dotarsi di nuove competenze per affrontare le crescenti sfide. In questo contesto gli imprenditori dichiarano una sempre più diffusa difficoltà nel reperire personale, sia in termini quantitativi che qualitativi, come sottolineato dai dati del Sistema informativo *Excelsior* che permettono di misurare nel tempo l'evoluzione del *mismatch* (Figura R2).

⁴⁷ "Nel primo trimestre del 2025 sono state compravendute oltre 172 mila abitazioni, circa 17 mila in più rispetto allo stesso periodo del 2024 (+11,2 per cento). Prosegue dunque, con tassi in accelerazione, la crescita degli scambi di abitazioni iniziata nel secondo trimestre del 2024" (fonte OMI - [RESIDENZIALE - STATISTICHE PRIMO TRIMESTRE 2025](#)).

FIGURA R2 DIFFICOLTÀ DI REPERIMENTO DELLE ASSUNZIONI PER TIPOLOGIA
(incidenze percentuali sul totale delle assunzioni programmate)

Fonte: elaborazioni MEF su dati Unioncamere - ANPAL, Sistema Informativo *Excelsior*

Tra il 2019 e il 2024, infatti, la percentuale di assunzioni programmate dalle imprese per cui dichiarano di avere difficoltà di reperimento è cresciuta vertiginosamente, passando dal 25,6 per cento al 48,2 per cento. Nei primi otto mesi del 2025, tuttavia, si assiste ad un raffreddamento del fenomeno, con l'incidenza sul totale assunzioni scesa di 1,3 punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

La motivazione delle difficoltà che le imprese dichiarano di incontrare sul mercato del lavoro in questi ultimi anni risiede soprattutto nella carenza di manodopera (*labour shortage*), ossia l'insufficienza di candidati disponibili ad essere assunti per la specifica posizione richiesta. Tra il 2019 e il 2024, infatti, tale motivazione è cresciuta dal 12,2 per cento al 31,7 per cento delle assunzioni programmate dalle imprese. Anche l'inadeguatezza dei candidati (*skill gap*) è cresciuta in termini di incidenza, ma a ritmi decisamente inferiori.

Il *mismatch* tra fabbisogno occupazionale e disponibilità di capitale, nonostante qualche segnale di attenuazione, costituisce una delle priorità delle politiche occupazionali del Paese, soprattutto in ragione delle esternalità negative prodotte che Unioncamere stima quasi 38 miliardi annui di valore aggiunto non realizzato⁴⁸ (a partire da una tempistica di difficoltà di reperimento compresa tra 2 e 12 mesi). Un risultato che ricalca quanto osservato in precedenza dal Cedefop (*European Centre for the Development of Vocational Training*) che, utilizzando i dati della propria indagine, stima una perdita di produttività del lavoro pari al 2 per cento per i paesi dell'Unione europea.

Per favorire l'incontro tra domanda e offerta di lavoro, facendo leva anche sugli investimenti e le riforme del PNRR, il Governo ha avviato diverse iniziative: i) un intervento di riforma delle politiche attive per promuovere la formazione o riqualificazione dei lavoratori disoccupati o in transizione (con il Piano nazionale e il Fondo Nuove Competenze, il programma Garanzia di Occupabilità, il potenziamento dei Centri per l'Impiego, e, da ultimo, il Piano Nuove Competenze-Transizioni, e Crescere Green); ii) la promozione dell'apprendistato giovanile, mediante il potenziamento del Sistema duale; iii) il

⁴⁸ https://excelsior.unioncamere.net/sites/default/files/pubblicazioni/2023/report_previsivo_2023-27.pdf.

rafforzamento dell'istruzione tecnico-professionale e del suo raccordo con le imprese sul territorio (introduzione degli Istituti Tecnologici Superiori *Academy* e riforma dell'istruzione tecnico-professionale). Tali iniziative potrebbero essere integrate in un unico sistema di monitoraggio, anticipazione e programmazione dei fabbisogni delle imprese, utile a ridurre il disallineamento tra domanda e offerta di competenze, all'interno dei diversi contesti settoriali e territoriali.

L'andamento del credito

Alla prosecuzione dell'espansione dei prestiti alle famiglie, in crescita su base tendenziale da dicembre 2024, si è recentemente affiancata una lieve ripresa del credito alle imprese, che a giugno lo ha riportato per la prima volta da gennaio 2023 in territorio positivo in termini tendenziali. Alla moderata ripresa del credito si è accompagnata una riduzione dei tassi d'interesse, che sui nuovi prestiti alle società non finanziarie sono scesi a luglio al 3,50 per cento dal 4,40 per cento nello scorso dicembre. L'aumentata domanda di finanziamenti da parte delle imprese, come si evince dalla più recente *Bank Landing Survey* relativa al secondo trimestre⁴⁹, ha riguardato principalmente investimenti fissi, per scorte e capitale circolante, e in seconda battuta il rifinanziamento del debito. Le aspettative delle banche per il terzo trimestre sono positive, con la domanda di prestiti da parte delle imprese ancora in crescita.

La situazione patrimoniale delle imprese resta, inoltre, generalmente solida. Nel primo trimestre del 2025 il capitale azionario delle società non finanziarie⁵⁰ è cresciuto dell'1,7 per cento rispetto allo stesso trimestre del 2024, mentre nello stesso periodo il totale delle altre passività è cresciuto dello 0,1 per cento, riducendo così ulteriormente la leva finanziaria. Questa dinamica ha permesso l'ennesimo miglioramento del rapporto tra attivi finanziari e passività (al netto del capitale proprio) delle imprese, creditrici nette dalla fine del 2020, che ha registrato nel primo trimestre del 2025 il valore massimo in serie storica, pari a 1,21.

Alla solidità patrimoniale del settore reale si affianca quella del settore bancario, che negli ultimi anni ha anche beneficiato di ingenti volumi di garanzie pubbliche. Guardando alla qualità degli attivi delle banche italiane, nel primo trimestre dell'anno il *non-performing loans (NPLs) ratio* è risultato stabile al 2,7 per cento, con il dato al netto degli accantonamenti pari all'1,26 per cento, confermandosi sul valore minimo in serie storica raggiunto a fine 2024⁵¹. Per il secondo trimestre è lecito attendersi una sostanziale stabilità, se non un miglioramento, considerando che il *NPLs ratio* delle Istituzioni significative⁵² – per

⁴⁹ Banca d'Italia, 'Indagine sul credito bancario', 22 luglio 2025.

⁵⁰ Banca d'Italia, Conti finanziari, 16 luglio 2025. Il capitale azionario corrisponde ad 'Azioni e altre partecipazioni' nella Tavola 5.

⁵¹ BCE Data Portal, 'Gross non-performing loans and advances [% of total gross loans and advances]', ultimo aggiornamento 24 Settembre 2025. Il dato per la UE risulta mancante.

⁵² Le Istituzioni Significative italiane sono Banca Mediolanum, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Sondrio, Banco BPM, BPER Banca, Cassa Centrale Banca - Credito Cooperativo Italiano, Credito Emiliano Holding, FincoBank, ICCREA Banca, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, UniCredit.

cui si hanno informazioni maggiormente puntuali e che rappresentano circa il 65 per cento degli attivi del sistema bancario – al netto degli accantonamenti ha raggiunto il suo minimo assoluto proprio nel secondo trimestre (1,13 per cento). Continua, quindi, ad assottigliarsi il divario con la media UE, ora di soli 0,25 punti percentuali. In questo quadro positivo, va rilevato che le istituzioni meno significative registrano da circa due anni una crescita del *NPLs ratio* (pari all'8,1 per cento nel primo trimestre del 2025, con un aumento di 1,4 punti percentuali in un anno).

La salute complessiva del comparto bancario italiano si evince anche dalla redditività e dal capitale di vigilanza, con il *Common Equity Tier 1 ratio* che si mantiene superiore alla media europea sia per le istituzioni significative sia per quelle meno significative.

Prime indicazioni per il secondo semestre del 2025

Le prospettive per la seconda parte del 2025 sono moderatamente favorevoli. Per quanto riguarda il terzo trimestre, a luglio la produzione industriale è aumentata dello 0,4 per cento su base mensile, con la manifattura che ha registrato una *performance* migliore, dell'1,4 per cento. Nello stesso mese, il fatturato in volume del settore è cresciuto dello 0,6 per cento. Tali risultati consentono di prefigurare un ritorno all'espansione del settore industriale. Riguardo ai servizi, nonostante la stazionarietà del fatturato in volume registrata a luglio, la variazione acquisita nel terzo trimestre rimane positiva.

Nel mercato del lavoro si osserva la prosecuzione, seppur lieve, della crescita degli occupati, che in luglio sono aumentati dello 0,1 per cento su base mensile. Contestualmente, la stabilizzazione del tasso di disoccupazione intorno al 6 per cento consente di mantenere un livello tra i più bassi in serie storica. Il tasso di occupazione si mantiene su livelli storicamente elevati, così come la partecipazione al lavoro.

Indicazioni positive si rilevano poi dalle ultime indagini qualitative disponibili. Con riferimento alle imprese, nonostante l'eterogeneità a livello settoriale, i dati mostrano una tendenza al miglioramento. A settembre l'Istat ha rilevato un ulteriore aumento della fiducia nei servizi mentre nella manifattura la fiducia si è mantenuta a un livello superiore alla media del secondo trimestre.

Analogamente, l'indagine PMI⁵³ segnala un progresso del *sentiment* nella manifattura, con l'indicatore che ad agosto ha leggermente superato la soglia di espansione. Viene invece rilevato un quadro più statico per i servizi, che si manterrebbero comunque in zona espansiva. Infine, nello stesso mese, l'indicatore di fiducia dei consumatori calcolato dall'Istat, seppure in lieve calo rispetto al mese precedente, è risultato superiore alla media del secondo trimestre.

Le previsioni sulla seconda parte del 2025 prefigurano una modesta accelerazione della dinamica congiunturale del PIL. Ciononostante, considerata l'evoluzione delle variabili esogene internazionali legata al mutato contesto macroeconomico di riferimento, la crescita attesa per l'anno in corso viene

⁵³ Si veda la nota n. 20 per una definizione degli indici PMI.

prudenzialmente rivista al ribasso di un decimo di punto e posta pari allo 0,5 per cento (0,6 per cento in termini di media dei dati trimestrali).

Le prospettive dal lato della domanda

Sul fronte della domanda interna, si attende una dinamica più vivace di consumi finali nazionali negli ultimi due trimestri, soprattutto di quelli delle famiglie, supportati da un ulteriore lieve aumento delle retribuzioni reali *pro-capite*. Tuttavia, la previsione della variazione annuale dei consumi sconta una modesta variazione acquisita per l'anno in corso, determinando una revisione al ribasso della crescita dei consumi finali, ora posta pari allo 0,7 per cento. Di contro, avendo mostrato un andamento migliore rispetto a quello delineato in aprile, l'espansione annuale degli investimenti è ora fissata al 2,5 per cento. La domanda interna al netto delle scorte è prevista fornire un contributo di 1,0 punto percentuale al PIL, e anche il contributo delle scorte si prevede positivo (0,2 punti percentuali).

Per quanto riguarda la domanda estera netta, il graduale affievolirsi dell'incertezza legata alle politiche sui dazi dovrebbe sostenere il commercio internazionale nel medio periodo (si veda il *focus* 'Una prima valutazione d'impatto dell'accordo preliminare UE-USA sui dazi'). Considerato, inoltre, che le previsioni sottostanti al DFP, in relazione alle dinamiche degli scambi commerciali, erano state formulate in un'ottica molto prudente, la variazione annuale prevista per le esportazioni italiane viene mantenuta invariata allo 0,1 per cento. Oltre a ciò, non si ravvisano condizioni tali da provocare un indebolimento permanente della dinamica delle esportazioni; l'entità della flessione nel secondo trimestre sarebbe più che altro una correzione momentanea conseguente all'anticipazione degli scambi legata all'introduzione dei dazi da parte dell'amministrazione statunitense.

Allo stesso tempo, a causa della dinamica relativamente sostenuta delle importazioni reali, la variazione di queste ultime viene innalzata al 2,5 per cento. In base a tali tendenze si attende un contributo maggiormente negativo della domanda estera netta, pari a -0,7 punti percentuali di PIL. La rilevante dimensione del contributo negativo è legata in buona misura alle dinamiche registrate fino al secondo trimestre dell'anno in corso.

Le prospettive dal lato dell'offerta

Dal lato dell'offerta, in un quadro di ripresa dei livelli produttivi, e sulla scia delle indicazioni favorevoli fornite dalle recenti rilevazioni qualitative, nella seconda parte del 2025 la dinamica del settore industriale dovrebbe risultare positiva. La produzione manifatturiera sarebbe supportata da un migliore andamento dei consumi interni e da una moderata crescita della domanda estera di beni. Si prevede, infine, che i servizi tornino a crescere, mentre il settore delle costruzioni continuerebbe a espandersi, seppur a tassi meno sostenuti.

Con riferimento al mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione dovrebbe ridursi marginalmente in media d'anno, assestandosi intorno al 6,0 per cento; il numero di occupati è atteso in ripresa. Infine, nel complesso le forze di lavoro continueranno a crescere marginalmente, decelerando rispetto all'anno passato. Riguardo ai redditi dei lavoratori, la crescita dei redditi nominali da lavoro

dipendente è ora posta al 4,3 per cento, un dato più alto di quanto prefigurato ad aprile⁵⁴.

Riguardo ai prezzi al consumo, l'aggiornamento della previsione sconta una dinamica meno sostenuta. La discesa dei prezzi energetici si è infatti rivelata maggiore delle attese frenando il tasso di inflazione misurato dall'IPCA, ora rivisto al ribasso all'1,8 per cento. La previsione del deflatore del PIL rimane invece invariata al 2,3 per cento. A tale esito si giunge considerando che la variazione negativa del deflatore delle importazioni tenderà a controbilanciare la minore dinamica di quello dei consumi e degli investimenti.

La previsione di crescita nel 2026

Le previsioni a partire dal 2026 tengono conto del cambiamento dello scenario internazionale come colto dalle variabili macroeconomiche esogene di riferimento e attraverso altri fattori. Al riguardo, rispetto alle precedenti previsioni ufficiali del Governo, il movimento di tali variabili è risultato abbastanza rilevante (anche considerato il breve lasso di tempo trascorso) con impatti di segno contrastante sulle prospettive di crescita del PIL. Il loro effetto combinato sulla revisione della crescita a livello aggregato è ridotto; tuttavia, l'influenza sulle singole componenti del PIL assume un certo rilievo, soprattutto nel 2026 (si veda il *focus* 'La revisione delle stime di crescita tendenziale per il 2025 e gli anni seguenti').

Nel dettaglio, nel prossimo anno la crescita sarebbe guidata esclusivamente dalla domanda nazionale al netto delle scorte (con un contributo alla crescita pari all'1,1 per cento del PIL). L'apporto delle esportazioni nette continuerebbe a essere negativo (-0,4 punti percentuali il suo contributo alla crescita del PIL) e di intensità maggiore rispetto alle previsioni pubblicate nel DFP di aprile. Tale revisione si basa su due ipotesi: da un lato l'attesa riduzione dei ritmi di crescita della domanda mondiale e dei mercati rilevanti per l'Italia rallenterebbero il nostro *export*, dall'altro la previsione di un apprezzamento del tasso di cambio nominale effettivo favorirebbe le importazioni e tenderebbe a deprimere ulteriormente le esportazioni.

Tra le componenti della domanda interna, la dinamica dei consumi delle famiglie si rafforzerebbe rispetto al 2025, con una variazione dell'1,2 per cento. La più vivace crescita dei consumi sarebbe legata, oltre alle dinamiche del mercato del lavoro in termini di occupazioni e di retribuzioni reali, anche alla graduale riduzione del tasso di risparmio, che tenderebbe a convergere verso il valore medio registrato nel decennio precedente la pandemia. Per gli investimenti, il tasso di crescita previsto, posto all'1,8 per cento, è superiore di tre decimali rispetto alle precedenti stime ufficiali, anche grazie alla diminuzione dei tassi di interesse e alla minore rischiosità dei titoli di debito pubblico nazionali.

Guardando al mercato del lavoro, la *performance* attesa rimane positiva: il numero di occupati dovrebbe crescere a un tasso pari allo 0,7 per cento e il tasso di disoccupazione scendere ancora, raggiungendo il 5,8 per cento. I redditi da lavoro

⁵⁴ Nel complesso, la crescita delle retribuzioni contrattuali nella prima metà dell'anno (3,5 per cento) ha beneficiato del processo di contrattazione nel settore privato, dove la quota di dipendenti in attesa di rinnovo è diminuita rispetto alla seconda metà del 2024 (fino a circa il 30 per cento).

dipendente dovrebbero decelerare nel 2026, in linea con aspettative di inflazione più basse, registrando una crescita annua del 3,4 per cento, mentre l'aumento del deflatore dei consumi dovrebbe risultare inferiore di 0,1 punti percentuali rispetto al 2025, attestandosi all'1,7 per cento e consentendo, comunque, così sia l'aumento dei salari reali sia il rallentamento del deflatore del PIL al 2,0 per cento.

Previsioni di crescita tendenziale nel biennio 2027-2028

Nel 2027, la crescita del PIL rimarrebbe allo 0,7 per cento, un decimo al di sotto di quanto prefigurato nel DFP. La dinamica positiva del mercato del lavoro dovrebbe rimanere sostanzialmente invariata con il tasso di disoccupazione stabile al 5,8 per cento. La crescita delle retribuzioni rallenterebbe lievemente al 3,0 per cento accanto ad una ripresa, di minima entità, dei prezzi al consumo, previsti aumentare dell'1,8 per cento. Diversamente, la variazione del deflatore del PIL rallenterebbe all'1,8 per cento.

Infine, nel 2028, il PIL è previsto in lieve accelerazione, crescendo dello 0,8 per cento e la dinamica dell'occupazione dovrebbe rimanere positiva, con il tasso di disoccupazione che scenderebbe lievemente al 5,7 per cento. Le retribuzioni nominali continuerebbero a salire del 2,7 per cento, mentre il deflatore dei consumi accelererebbe lievemente all'1,9 per cento, senza influenzare la crescita del deflatore del PIL che rimarrebbe costante all'1,8 per cento.

La previsione macroeconomica tendenziale è stata validata dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio (UPB) con nota del 29 settembre 2025, al termine delle interlocuzioni previste dal Protocollo d'Intesa UPB-MEF del 13 maggio 2022.

TAVOLA I.2.1 IPOTESI DI BASE

	2024	2025	2026	2027	2028
Tasso di interesse a breve termine (% , media annuale) (1)	3,6	2,1	2,0	2,1	2,4
Tasso di interesse a lungo termine (% , media annuale) (1)	3,7	3,6	3,8	4,0	4,1
Tassi di cambio dollaro/euro (media annuale)	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
PIL reale mondiale (esclusa UE) (tasso di crescita)	2,7	2,5	2,5	2,5	2,4
PIL reale UE (tasso di crescita)	1,0	1,4	1,1	1,7	1,7
Volumi delle importazioni mondiali, esclusa l'UE (tasso di crescita)	2,5	2,3	1,3	2,1	2,2
Prezzi del petrolio (Brent, USD/barile)	80,6	68,5	66,1	66,1	66,8
Prezzo del Gas (TTF, EUR/MWh)	34,4	37,0	31,9	29,4	26,7
Tasso di crescita del commercio mondiale	3,5	2,7	1,6	2,8	2,6
Tasso di crescita dei mercati esteri rilevanti per l'Italia	1,5	2,5	1,5	2,6	2,7

(1) Per tasso di interesse a breve termine si intende la media dei tassi previsti sui titoli di Stato a 3 mesi in emissione durante l'anno. Per tasso di interesse a lungo termine si intende la media dei tassi previsti sui titoli di Stato a 10 anni in emissione durante l'anno.

TAVOLA I.2.2 QUADRO MACROECONOMICO TENDENZIALE

	2024		2025	2026	2027	2028
	Livello	Var. %				
PIL						
PIL reale	1.938.809	0,7	0,5	0,7	0,7	0,8
Deflatore del PIL	113,5	2,0	2,3	2,0	1,8	1,8
PIL nominale	2.199.619	2,7	2,8	2,7	2,5	2,6
Componenti del PIL reale						
Consumi privati	1.088.459	0,6	0,7	1,2	1,0	0,9
Spesa per consumi pubblici	364.428	1,0	0,6	0,4	0,1	0,0
Investimenti fissi lordi	438.627	0,5	2,5	1,8	0,6	0,8
Variazione delle scorte (% PIL)		0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Esportazioni di beni e servizi	600.385	0,0	0,1	1,2	2,4	2,6
Importazioni di beni e servizi	538.650	-0,4	2,5	2,6	2,5	2,6
Contributi alla crescita del PIL reale						
Domanda interna escluse le scorte		0,6	1,0	1,1	0,7	0,7
Variazione delle scorte		0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Esportazioni nette		0,1	-0,7	-0,4	0,0	0,0
Deflatori e IPCA						
Deflatore dei consumi privati	115,5	1,5	1,8	1,7	1,8	1,9
IPCA	122,3	1,1	1,8	1,7	1,8	1,9
Deflatore dei consumi pubblici	109,1	2,8	2,5	2,0	1,4	2,2
Deflatore degli investimenti	111,1	-0,1	1,2	1,8	2,0	2,1
Deflatore delle esportazioni	119,1	0,1	1,3	1,2	2,0	1,8
Deflatore delle importazioni	123,8	-1,7	-1,1	0,1	1,8	1,9
Mercato del lavoro						
Occupazione nazionale (1000 persone, contabilità nazionale)	26.508	1,6	1,0	0,6	0,7	0,6
Ore medie annue lavorate per persona occupata	1.716	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0
PIL reale per persona occupata	73.141	-0,9	-0,5	0,1	0,0	0,2
PIL reale per ora lavorata	42,6	-1,4	-1,0	0,0	0,0	0,2
Redditi da lavoro dipendente	866.095	5,2	4,3	3,4	3,0	2,7
Reddito per dipendente (1)	48.142	2,8	3,2	2,7	2,3	2,1
Tasso di disoccupazione (%)		6,5	6,0	5,8	5,8	5,7

(1) In euro. Il Reddito per dipendente è calcolato dividendo il reddito da lavoro dei dipendenti per le unità di lavoro dipendenti.

Nota: eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

FOCUS

La revisione delle stime di crescita tendenziale per il 2025 e gli anni seguenti⁵⁵

Come di consuetudine, in questo riquadro viene presentata un'analisi dei principali fattori sottostanti la revisione delle previsioni macroeconomiche rispetto alle precedenti previsioni ufficiali. In questo caso il confronto è effettuato, con riferimento al biennio 2025-2026, nei confronti del Documento di finanza pubblica (DFP) 2025 pubblicato lo scorso aprile. Da ultimo si presenta un confronto con le proiezioni dei principali previsori internazionali e con le stime di consenso⁵⁶.

⁵⁵ In questo riquadro si fa riferimento ai dati dei conti economici trimestrali (corretti per i giorni lavorativi) rilasciati dall'Istat lo scorso 29 agosto. Le serie trimestrali coerenti con i dati annuali di contabilità nazionale resi noti il 22 settembre saranno pubblicate il 3 ottobre.

⁵⁶ La pubblicazione dei conti economici trimestrali relativi al secondo trimestre 2025 coerenti con i dati di contabilità nazionale pubblicati il 22 settembre scorso potrebbe comportare delle revisioni con ripercussioni sulla

Il presente Documento considera nuove informazioni sia relativamente alle prospettive del quadro internazionale sia all'andamento dell'economia italiana per l'anno in corso, con riferimento sia ai dati trimestrali di contabilità nazionale, ora disponibili per i primi due trimestri dell'anno. Tutte le informazioni rilevanti confluiscono nella Tavola R2.

Con riferimento allo scenario internazionale, la Tavola R1, presenta l'impatto complessivo sul PIL dell'aggiornamento effettuato rispetto a quello sottostante il DFP. La stima tiene conto di simulazioni effettuate con il modello econometrico ITEM. In sintesi, il nuovo scenario internazionale determinerebbe un effetto sostanzialmente nullo, rispetto al precedente, sulla crescita stimata per l'intero orizzonte previsivo, ad eccezione del 2027, per il quale emergerebbe un impatto positivo pari a 0,2 punti percentuali. Facendo riferimento alle singole componenti si fa presente quanto segue.

Il contesto globale rimane caratterizzato da elevata incertezza. (si veda la *focus*: 'Una prima valutazione d'impatto dell'accordo preliminare UE-USA sui dazi'). Pertanto, rispetto al DFP, le stime sull'andamento della domanda estera (pesata per la composizione geografica dell'*export* italiano)⁵⁷, pur in presenza di un leggero rialzo nel 2025, sono state riviste al ribasso nel 2026 e, in minor misura, negli anni seguenti. Conseguentemente, l'impatto della domanda mondiale sulla dinamica delle esportazioni italiane, e quindi del PIL, risulta positivo nell'anno in corso (0,1 punti percentuali), negativo nel 2026 (-0,2 punti percentuali) e rimane invariato negli anni successivi (0,0 nel 2027 e 0,0 nel 2028).

Sul fronte delle valute, l'aggiornamento del tasso di cambio nominale effettivo rispetto allo scorso aprile indica, per il 2025, un apprezzamento dell'euro rispetto alle altre valute, sostenuto prevalentemente dal tasso di cambio meno favorevole con il dollaro. Tale dinamica incide negativamente sulla crescita economica, con un impatto pari a -0,2 punti percentuali nel 2025, -0,3 punti percentuali nel 2026 e nullo negli anni successivi, date le ipotesi di invarianza nella proiezione dei tassi di cambio.

Per quanto riguarda le materie prime, il prezzo del petrolio è rivisto leggermente al ribasso su tutto l'orizzonte di previsione, con una riduzione media di circa due dollari all'anno rispetto alle stime contenute nel DFP⁵⁸. Inoltre, le ipotesi di scenario includono ora anche il prezzo del gas, che si mantiene su livelli inferiori rispetto alle proiezioni precedenti, in particolare per l'anno in corso⁵⁹. L'effetto cumulato dei ribassi di petrolio e gas genera un impatto positivo di 1 decimo di punto per il PIL nel 2025, di 2 decimi di punto nel 2026, nullo nel 2027 e negativo di 1 decimo di punto nel 2028.

Relativamente al profilo dei tassi di interesse, il livello più contenuto del rendimento dei BTP a 10 anni e la riduzione del differenziale tra BTP e Bund contribuiscono ad un minor

variazione acquisita relativa alla prima metà del 2025. Si segnala, pertanto, che le previsioni contenute nel *Draft Budgetary Plan* (DBP) potrebbero dover tenere conto, in particolare per il 2025, di revisioni al margine per le variazioni di alcune componenti del PIL.

⁵⁷ Si ricorda che le proiezioni sull'andamento del PIL mondiale e del commercio internazionale tradizionalmente adottate per l'elaborazione del quadro macroeconomico sono di fonte *Oxford Economics*. Si segnala, tuttavia, che le stime più recenti di tale previsore prospettano per il 2026 una sostanziale stagnazione degli scambi e si discostano notevolmente dalle previsioni delle principali istituzioni internazionali - tra le quali, la BCE (settembre 2025), il FMI (luglio 2025), l'OCSE (giugno 2025) e la Commissione europea (maggio 2025) - che per lo stesso anno, pur prevedendo un rallentamento degli scambi, indicano variazioni positive comprese tra l'1,5 per cento e il 2,2 per cento. Ai fini di una maggiore coerenza con le previsioni sul commercio internazionale dei principali organismi internazionali, le previsioni dei tassi di crescita dell'economia mondiale e del commercio internazionale adottate dal MEF per la predisposizione del quadro macroeconomico sono basate su elaborazioni interne dello scenario di base di *Oxford Economics* pubblicato nella seconda metà di agosto 2025.

⁵⁸ La proiezione attuale basata sui contratti *futures*, fa riferimento alla media degli ultimi 10 giorni lavorativi terminanti il 10/09/2025.

⁵⁹ Le ipotesi avanzate riguardano il profilo del prezzo del gas TTF e sono basate sui contratti *futures*. Come per il Brent, si fa riferimento alla media degli ultimi 10 giorni lavorativi terminanti il 10/09/2025.

costo del credito bancario lungo l'intero orizzonte considerato⁶⁰. Secondo le stime del modello econometrico, l'impatto sulla crescita sarebbe pari a 0,1 punti percentuali nell'anno in corso, di 0,2 punti percentuali nel biennio 2026-2027 e di 0,1 punti percentuali nel 2028.

TAVOLA R1 Effetti sul PIL delle variabili esogene della previsione rispetto allo scenario del DFP 2025 (IMPATTO SUI TASSI DI CRESCITA)

	2025	2026	2027	2028
1. Commercio mondiale	0,1	-0,2	0,0	0,0
2. Prezzo del petrolio e gas	0,1	0,2	0,0	-0,1
3. Tasso di cambio	-0,2	-0,3	0,0	0,0
4. Tassi d'interesse	0,1	0,2	0,2	0,1
Totale	0,0	0,0	0,2	0,0

Nota: le stime del commercio mondiale si basano su elaborazioni interne dello scenario di *Oxford Economics* pubblicato ad agosto 2025; per il totale, eventuali discrepanze sono dovute ad arrotondamenti.

Fonte: elaborazioni MEF.

Gli impatti sul PIL appena descritti, come pure quelli sulle principali variabili del quadro macroeconomico, confluiscono nelle colonne e, m della Tavola R1, di seguito descritta.

Le prime due colonne (a e b) riportano le stime di crescita del PIL e delle sue componenti per l'anno 2025 del DFP e del DFP, mentre la terza mostra il differenziale tra le due (Delta 2025). Le previsioni di crescita del PIL per quest'anno sono riviste al ribasso di 0,1 punti percentuali rispetto al DFP. La revisione è stata scomposta in tre componenti (Comp 1, 2 e 3): i) andamento dell'attività economica, in questo caso lievemente peggiore del previsto, in media nel primo semestre, rispetto a quanto stimato nel DFP 2025⁶¹; ii) impatto delle variabili esogene, qui sostanzialmente immutato; iii) revisione delle previsioni di crescita per la seconda metà del 2025, qui immutate.

Le restanti colonne illustrano lo scostamento tra la previsione attuale e quella di aprile per il 2026. Anche in questo caso, il delta della previsione di crescita del PIL è pari a -0,1 punti percentuali, riflettendo il minore effetto di trascinamento dal 2025.

⁶⁰ In particolare, nel modello econometrico ITEM, il tasso d'interesse sui prestiti dipende dall'intonazione della politica monetaria, approssimata dal livello del tasso d'interesse interbancario, a cui viene applicato un mark-up correlato positivamente con il differenziale BTP-BUND. In tal modo, seppur in maniera stilizzata, si intende cogliere come le tensioni finanziarie sul debito sovrano si trasmettano al mercato del credito, un meccanismo ampiamente esaminato nella letteratura.

⁶¹ Questa componente è legata al rilascio dei nuovi dati dell'Istat fino al secondo trimestre del 2025. Ai fini della previsione per il 2025 varia il cd. acquisito al secondo trimestre del 2025. Quest'ultimo, a sua volta, deriva dalla revisione per i dati fino a tutto il 2024, che cambia il cd. 'effetto trascinamento', e dalla nuova informazione relativa ai primi due trimestri del 2025, che determina il contributo alla crescita dell'anno in corso proveniente dai primi due trimestri. Il trascinamento, rispetto a marzo, è stato rivisto al rialzo (a 0,2 da 0,13) mentre la crescita acquisita nel primo semestre 2025 al netto del trascinamento è risultata pari a 0,25 punti percentuali (rispetto 0,45 punti percentuali stimato la scorsa primavera).

TAVOLA R2 VARIABILI DEL QUADRO MACROECONOMICO (dati destagionalizzati)

	Previsione 2025						Previsione 2026					
	DPFP 2025	DFP 2025	Delta 2025	Delta (1)	Delta (2)	Delta (3)	DPFP 2025	DFP 2025	Delta 2026	Delta (4)	Delta (5)	Delta (6)
MACRO ITALIA												
PIL (prodotto interno lordo)	0,6	0,7	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,6	0,7	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Spesa delle famiglie	0,7	1	-0,3	-0,4	0,2	-0,1	1,2	1	0,2	0,1	0,6	-0,5
Spesa della PA	0,6	1,5	-0,9	-0,9	0	0	0,4	0,5	-0,1	-0,1	0	0
Investimenti fissi lordi	2,6	0,6	2	1,9	0,1	0	1,6	1,5	0,2	0,4	0,1	-0,3
macchinari, attrezzature e vari	2,9	2,1	0,7	0,8	0,1	-0,1	2,2	2,3	-0,1	0,1	0,2	-0,5
costruzioni	3	0,4	2,6	2,2	0,1	0,3	1,4	0,7	0,7	0,8	0	-0,1
Esportazioni di beni e servizi	0,1	0,1	0	0,3	-0,4	0,1	1,2	2	-0,8	-0,9	-1,5	1,6
Importazioni di beni e servizi	2,5	1,2	1,3	1,2	0,4	-0,4	2,6	2,9	-0,3	0,1	-0,2	-0,2
Deflatori												
Deflatore PIL	2,3	2,3	0	-0,2	0	0,2	2	2,2	-0,2	0,3	-0,1	-0,4
Deflatore consumi	1,8	2,1	-0,3	0	-0,4	0,1	1,7	1,9	-0,3	-0,3	-0,5	0,5

(1) di cui: revisione acquisito primo semestre 2025

(2) di cui: Impatto esogene rispetto al DFP

(3) di cui: revisione della previsione

(4) di cui: revisione trascinamento sul 2026

(5) di cui: Impatto esogene

(6) di cui: altri fattori per la revisione della previsione

Le stime più aggiornate di crescita delle istituzioni internazionali prefigurano, in media, un'espansione del PIL dello 0,6 per cento per l'anno in corso e di circa 0,8 per cento per l'anno successivo, quindi lievemente al di sopra della previsione del Quadro macroeconomico tendenziale. È importante ricordare che le stime della Commissione europea e del FMI sono state formulate prima del rilascio del dato del secondo trimestre e dell'accordo sui dazi con gli Stati Uniti di fine luglio/inizio agosto mentre le stime dell'OCSE sono state pubblicate a settembre. Le stime di *Consensus Forecast* di settembre sono in linea con quelle del Quadro Macroeconomico Tendenziale.

TAVOLA R3 PREVISIONI DI CRESCITA PER L'ITALIA

PIL reale (per cento a/a)	Data previsione	2025	2026
DPFP 2025	ott-25	0,5	0,7
Commissione europea	mag-25	0,7	0,9
OCSE*	set-25	0,6	0,6
FMI (WEO)	lug-25	0,5	0,8
Consensus Forecast	set-25	0,5	0,7

(*) Per OCSE dati corretti per i giorni lavorativi.

Un'analisi di rischio (o di sensibilità) sulle variabili esogene

Nelle sezioni precedenti di questo Documento è stato tratteggiato lo scenario internazionale di riferimento fino al 2028 e come questo si sia modificato rispetto a quello utilizzato lo scorso aprile per il Documento di finanza pubblica 2025. È stato anche illustrato come il profilo aggiornato delle variabili esogene internazionali contribuisca a delineare il nuovo quadro di previsione tendenziale dell'economia italiana per il periodo 2025-2028. Si è tenuto conto sia del persistere di situazioni di conflitto, che interessano più aree geografiche, sia della svolta in senso protezionistico delle politiche commerciali in diversi Paesi. Con riferimento a queste ultime, tuttavia, si è anche osservato come, rispetto al contesto dello scorso aprile, caratterizzato dall'annuncio del cd. '*Liberation Day*' e delle successive rincorse al rialzo dei dazi, abbiano fatto seguito, dapprima, una attenuazione delle tensioni, in concomitanza con una parziale *de-escalation* dei dazi e poi il raggiungimento di numerosi accordi sulle aliquote daziarie.

Lo scenario economico internazionale, comunque, rimane pervaso da elevata incertezza su vari fronti, persistono i conflitti e le tensioni geopolitiche, e non sono da escludere nuovi rialzi daziarie per specifici prodotti o, in generale, per perseguire obiettivi in ambiti di natura non strettamente economica.

Per valutare l'impatto sulle previsioni di questi elementi di rischio si considerano degli scenari alternativi. Ognuno è caratterizzato da ipotesi meno favorevoli circa l'evoluzione di una delle variabili sottostanti le previsioni ufficiali. Mediante il modello econometrico del Tesoro (ITEM) sono stati quindi effettuati quattro esercizi di simulazione per una valutazione dei potenziali effetti avversi sull'economia italiana. Come di consuetudine in questo tipo di esercizi, si valuta l'impatto rispetto ad uno scenario di base in assenza di *shock* avversi.

Il primo scenario alternativo rispetto a quello di base riguarda quindi la domanda mondiale per cui si prospetta un andamento più debole a seguito di aliquote maggiori dei dazi o di una loro presenza ancor più pervasiva rispetto a quanto già definito nello scenario di base, che riflette l'assetto globale dei dazi attualmente vigente. Nello scenario alternativo si è posto il profilo del commercio mondiale pesato per l'Italia con una dinamica più debole solo nella fase iniziale dell'orizzonte di simulazione, nella quale il tasso di crescita del commercio mondiale è posto pari al 2,0 e allo 0,5 per cento, rispettivamente, nel 2025 e 2026, a fronte di una corrispondente crescita nello scenario di base del 2,5 e dell'1,5 per cento. La successiva ripresa, invece, fa sì che il commercio mondiale ritorni ai livelli dello scenario di base intorno alla metà del 2028.

La seconda simulazione riguarda lo scenario di rischio per l'evoluzione dei tassi di cambio. Per definire quest'ultima, nello scenario di riferimento si adotta l'ipotesi usuale di mantenere, lungo l'intero orizzonte di previsione, i livelli dei tassi di cambio costanti ai livelli medi delle quotazioni più recenti⁶². Nello scenario alternativo, invece, i livelli dei tassi di cambio vengono fissati a quelli corrispondenti alle più recenti quotazioni dei tassi di cambio a termine alle diverse scadenze (*forward exchange rates*); sono state prese in esame le quotazioni del 10 settembre 2025. Nel 2026 vi sarebbe un apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro rispetto all'anno precedente maggiore di quello prefigurato nello scenario di base (del 4,9 per cento invece che del 3,4). Sebbene di intensità inferiore, anche nel biennio 2027-2028 si registrerebbe un apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, rispettivamente, dell'1,3 e dell'1,1 per cento, a fronte di una sua invarianza nello scenario di base, in coerenza con l'ipotesi tecnica. Con riferimento al tasso di cambio

⁶² Si considera, in particolare, la media delle quotazioni giornaliere nel periodo di dieci giorni lavorativi che termina il 10 settembre 2025.

nominale effettivo, nel 2026 si avrebbe un apprezzamento medio dell'euro rispetto alle altre valute più pronunciato rispetto a quello dello scenario di riferimento (dell'1,4 per cento invece dell'1,0). Negli anni 2027 e 2028 si assisterebbe a un lieve apprezzamento del tasso di cambio nominale effettivo, pari, rispettivamente, allo 0,5 e 0,4 per cento, a fronte di un'invarianza, negli stessi anni, nello scenario di riferimento, sempre a motivo dell'ipotesi tecnica adottata.

Il terzo scenario di rischio fa riferimento a un andamento dei prezzi delle materie prime energetiche meno favorevole rispetto a quanto prospettato nello scenario di riferimento, con prezzi più elevati sia per il petrolio sia per il gas. L'emergere di questi elementi di rischio potrebbe essere collegato a tensioni di carattere geo-strategico ancora più pronunciate di quelle già scontate nello scenario di base. Per disegnare questo scenario di rischio, si adotta l'ipotesi che il livello dei prezzi del petrolio e del gas risulti più elevato, rispetto allo scenario di base di, rispettivamente, 10 dollari e 10 euro, in ciascuno degli anni 2026 e 2027. Pertanto, le quotazioni del petrolio vengono fissate a circa 76 dollari nel 2026 e 2027 e, come nello scenario di base, a 66,8 dollari nel 2028. Le quotazioni del gas, invece, vengono poste pari a 41,9 euro in media nel 2026 e a 39,4 nel 2027, per poi portarle a 26,7 euro nel 2028, in linea con lo scenario di base.

L'ultimo scenario di rischio si riferisce a condizioni dei mercati finanziari meno distese di quelle incorporate nello scenario di riferimento. Per caratterizzare questo scenario, si è ipotizzato, in ciascun anno dal 2026 al 2028, un tasso di rendimento del BTP a dieci anni maggiore di 100 punti base rispetto al livello dello scenario di riferimento. Questo scenario di condizioni meno favorevoli per il finanziamento del debito pubblico, riconducibile alla trasmissione anche al comparto dei titoli sovrani di elementi di tensione in altri segmenti del sistema finanziario, si esplicherebbe anche in corrispondenti livelli più elevati dello *spread* BTP-Bund, con implicazioni negative sulle condizioni del credito bancario da accordare a famiglie e imprese.

I risultati della valutazione dell'effetto degli elementi di rischio sopra delineati sono riportati nella Tavola R1, dove si evidenzia l'impatto sui livelli di attività economica in Italia. Nel primo scenario, connotato da un andamento più debole della domanda mondiale, il tasso di crescita del PIL risulterebbe inferiore, rispetto al quadro macroeconomico di riferimento, di 0,1 e 0,3 punti percentuali, rispettivamente, nel 2025 e 2026. La successiva ripresa della domanda mondiale, che la riporterebbe ai volumi dello scenario di base alla metà del 2028, dà luogo a un tasso di incremento del PIL superiore, rispetto allo scenario di riferimento, di 0,1 punti percentuali nel 2027 e 0,2 punti nel 2028. Lo scenario di rischio riguardante l'evoluzione dei tassi di cambio, con un apprezzamento dell'euro nei confronti delle altre valute più pronunciato di quanto previsto nello scenario di riferimento, determinerebbe un tasso di crescita del prodotto invariato nel 2026 e inferiore di 0,1 punti percentuali, rispetto allo scenario di base, negli anni 2027 e 2028. Nel terzo scenario, nel quale si assume una dinamica meno favorevole per i prezzi dei beni energetici, si registrerebbe un tasso di crescita del prodotto inferiore, rispetto al quadro di base, di 0,2 punti percentuali nel 2026 e 0,3 punti nel 2027. Il rientro nel 2028 dei prezzi energetici ai livelli dello scenario di riferimento farebbe sì che il tasso di crescita del prodotto nel 2028 sia in linea con quello del quadro macroeconomico tendenziale. Nell'ultimo scenario (il quarto), quello con ipotesi meno favorevoli circa le condizioni dei mercati finanziari in Italia, il tasso di crescita del PIL italiano risulterebbe inferiore, rispetto al quadro macroeconomico tendenziale, di 0,1 punti percentuali nel 2026, 0,5 punti nel 2027 e 0,6 punti nel 2028.

TAVOLA R1 EFFETTI SUL PIL DEGLI SCENARI DI RISCHIO (impatto sui tassi di crescita percentuale rispetto al quadro macroeconomico tendenziale)

	2025	2026	2027	2028
1. Commercio Mondiale	-0,1	-0,3	0,1	0,2
2. Tasso di cambio nominale effettivo	0,0	0,0	-0,1	-0,1
3. Prezzo delle materie prime energetiche	0,0	-0,2	-0,3	0,0
4. Condizioni finanziarie dell'economia	0,0	-0,1	-0,5	-0,6

Fonte: Elaborazioni MEF.

I.2.2 Il quadro macroeconomico programmatico

Nel rispetto del sentiero di crescita della spesa netta indicato nel Piano strutturale di bilancio di medio termine e, successivamente raccomandato dal Consiglio, il Governo intende introdurre, nel prossimo triennio, misure volte alla modifica di alcune voci di spesa e di entrata. Per il dettaglio delle misure si veda il capitolo secondo. Similmente agli ultimi due anni, il Governo continuerà a sostenere la domanda interna e i redditi del ceto medio, alleggerendo ulteriormente il carico fiscale delle imposte dirette.

In base allo scenario programmatico (Tavola I.2.3), nel 2026 la ricomposizione di alcune voci di bilancio confermerà una crescita del PIL reale allo 0,7 per cento, pur in presenza, rispetto allo scenario tendenziale, di un'attenuazione della dinamica della spesa pubblica e una rimodulazione delle spese in conto capitale. Nello stesso anno si prevede un lieve aumento del reddito disponibile delle famiglie, dovuto alla rimodulazione delle aliquote IRPEF per il ceto medio.

Per gli anni successivi, le maggiori risorse stanziare dal Governo rispetto al quadro tendenziale dispiegheranno un effetto espansivo a livello macroeconomico. Nel dettaglio, gli interventi di riduzione del prelievo fiscale sui redditi verranno affiancati anche da misure volte a mantenere su livelli elevati la spesa per investimenti, rifinanziare ed efficientare il sistema di incentivi alle imprese e sostenere nel tempo la spesa sanitaria stimoleranno l'economia. Nel 2027 e nel 2028, di conseguenza la crescita del PIL reale si porterà rispettivamente allo 0,8 e 0,9 per cento.

Con riferimento ai prezzi, la dinamica del deflatore del PIL è prevista in graduale rallentamento nel biennio 2026-2027, con una crescita del 2,1 per cento nel 2026, un decimo di punto superiore allo scenario tendenziale, che si attenua all'1,7 per cento nel 2027.

A partire dal 2027 gli effetti espansivi degli interventi si tradurranno anche in una tendenza al miglioramento sul mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione che si attesterebbe al 5,6 per cento a fine periodo.

Le previsioni dello scenario programmatico sono state formulate secondo principi di cautela e prudenza, evitando di discostarsi eccessivamente dalle previsioni di consenso.

TAVOLA I.2.3 QUADRO MACROECONOMICO PROGRAMMATICO

	2024		2025	2026	2027	2028
	Livello	Var. %		Var. %		
PIL						
PIL reale	1.938.809	0,7	0,5	0,7	0,8	0,9
Deflatore del PIL	113,5	2,0	2,3	2,1	1,7	1,8
PIL nominale	2.199.619	2,7	2,8	2,8	2,5	2,7
Componenti del PIL reale						
Consumi privati	1.088.459	0,6	0,7	1,2	1,0	1,0
Spesa per consumi pubblici	364.428	1,0	0,6	0,3	0,8	0,4
Investimenti fissi lordi	438.627	0,5	2,5	1,3	1,0	1,4
Variazione delle scorte (% PIL)		0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Esportazioni di beni e servizi	600.385	0,0	0,1	1,2	2,4	2,6
Importazioni di beni e servizi	538.650	-0,4	2,5	2,5	2,8	2,8
Contributi alla crescita del PIL reale						
Domanda interna finale		0,6	1,0	1,0	0,9	1,0
Variazione delle scorte		0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Esportazioni nette		0,1	-0,7	-0,4	0,0	0,0
Deflatori e IPCA						
Deflatore dei consumi privati	115,5	1,5	1,8	1,7	1,8	1,9
IPCA	122,3	1,1	1,8	1,7	1,8	1,9
Inflazione programmata	119,7	0,8	1,6	1,5		
Deflatore dei consumi pubblici	109,1	2,8	2,5	1,9	1,8	2,2
Deflatore degli investimenti	111,1	-0,1	1,2	1,8	2,1	2,1
Deflatore delle esportazioni	119,1	0,1	1,3	1,2	2,0	1,8
Deflatore delle importazioni	123,8	-1,7	-1,1	0,1	1,8	1,9
Mercato del lavoro						
Occupazione nazionale (1000 persone, contabilità nazionale)	26.508	1,6	1,0	0,6	0,7	0,7
Ore medie annue lavorate per persona occupata	1.716	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0
PIL reale per persona occupata	73.141	-0,9	-0,5	0,1	0,1	0,2
PIL reale per ora lavorata	42,6	-1,4	-1,0	0,0	0,1	0,2
Redditi da lavoro dipendente	866.095,2	5,2	4,3	3,4	3,1	2,9
Reddito per dipendente (1)	48.142	2,8	3,2	2,7	2,4	2,1
Tasso di disoccupazione (%)		6,5	6,0	5,8	5,8	5,6
PIL potenziale e componenti						
PIL potenziale	1.917.817	1,3	1,0	0,9	0,8	0,6
Contributo alla crescita potenziale:						
Lavoro		1,0	0,7	0,6	0,4	0,3
Capitale		0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Produttività totale dei fattori		-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Output gap		1,1	0,5	0,3	0,3	0,6

(1) In euro. Il Reddito per dipendente è calcolato dividendo il reddito da lavoro dei dipendenti per le unità di lavoro dipendenti.

Nota: eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

II IL QUADRO DI FINANZA PUBBLICA

Le più recenti stime dell'Istat confermano l'andamento positivo registrato da deficit e debito nel 2024, con una lieve revisione migliorativa rispetto alle stime di aprile. Il rapporto deficit/PIL è confermato al 3,4 per cento, in notevole riduzione rispetto al 7,2 per cento del 2023, con il saldo primario di nuovo positivo per la prima volta dalla pandemia. Il rapporto debito/PIL è ora stimato al 134,9 per cento, quasi un punto percentuale inferiore rispetto alla previsione del Piano. A tali risultati si aggiunge un miglioramento delle proiezioni tendenziali di deficit in rapporto al PIL per i prossimi anni rispetto alle previsioni del DFP di aprile.

L'andamento della spesa netta negli anni 2024 e 2025 può ritenersi conforme alle raccomandazioni del Consiglio europeo. Nel 2024, la stima a consuntivo del tasso di crescita di tale indicatore è pari al -2,0 per cento, una riduzione lievemente maggiore rispetto a quanto previsto nel Piano (-1,9 per cento). Nel 2025 la spesa netta è prevista crescere dell'1,3 per cento, lo stesso tasso raccomandato dal Consiglio. Nel 2026, nello scenario tendenziale la spesa netta crescerebbe dell'1,7 per cento. Il lieve disallineamento che emerge rispetto al limite pari all'1,6 per cento sarà corretto attraverso le misure della prossima manovra triennale di finanza pubblica. Per il 2027 e 2028, invece, la crescita della spesa netta sarebbe inferiore ai limiti prefissati. I margini di bilancio scaturenti saranno utilizzati per finanziare interventi volti a realizzare gli obiettivi di politica economica dei prossimi anni.

Di conseguenza, le previsioni dello scenario programmatico rispettano gli obiettivi di crescita della spesa netta fissati nel Piano e raccomandati dal Consiglio per gli anni 2025-2028. Inoltre, gli andamenti programmatici del deficit e del debito in rapporto al PIL sono sostanzialmente in linea con le previsioni del Piano.

Si conferma il ritorno del deficit sotto la soglia del 3 per cento del PIL nel 2026 e la sua ulteriore riduzione nel 2027 e nel 2028, grazie a un sostenuto consolidamento del saldo primario. La traiettoria del rapporto debito/PIL rimane crescente fino al 2026, per via dell'impatto di cassa dei crediti di imposta legati ai bonus edilizi cui si associa una maggiore spesa per interessi. Il rapporto tornerà poi su un sentiero decrescente a partire dal 2027.

Le nuove simulazioni DSA effettuate in coerenza con l'approccio seguito dalla Commissione, ma utilizzando il 2025 come anno base, confermano che il percorso di crescita della spesa netta delineato nel Piano sarebbe robusto rispetto all'attuale aggiornamento delle previsioni macroeconomiche e finanziarie e continuerebbe ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche di medio periodo.

II.1 LA FINANZA PUBBLICA ITALIANA DALLA PUBBLICAZIONE DEL DFP

II.1.1 Tendenze recenti e aggiornamento delle previsioni di finanza pubblica a legislazione vigente

Aggiornamento delle stime di consuntivo

Sulla base delle più recenti stime di consuntivo pubblicate dall'Istat⁶³, l'indebitamento netto nel 2023 e 2024 risulta pari, rispettivamente, al 7,2 e al 3,4 per cento del PIL, in linea con le stime provvisorie di aprile riportate nel DFP. Tuttavia, la consueta approssimazione alla prima cifra decimale non permette di cogliere il lieve miglioramento delle stime rispetto ad aprile (0,08 punti percentuali in entrambi gli anni), frutto della revisione al ribasso del *deficit* nominale e, soprattutto, della revisione al rialzo del PIL nominale nel biennio in considerazione.

Risulta confermata la rilevante riduzione del rapporto *deficit*/PIL nel 2024 rispetto al 2023, nonostante l'incremento – già ampiamente scontato nel Piano e riconducibile alla fase di politica monetaria restrittiva della BCE – della spesa per interessi dal 3,6 al 3,9 per cento del PIL. La diminuzione del *deficit* è dunque dovuta al notevole miglioramento (di 4,1 punti percentuali) del saldo primario, tornato positivo (0,5 per cento del PIL) per la prima volta dall'inizio della pandemia⁶⁴.

Come già descritto nel DFP, cui si rimanda per maggiori dettagli, il miglioramento del saldo primario è stato determinato dalla dinamica molto positiva delle entrate tributarie e contributive e dalla riduzione significativa della spesa per contributi agli investimenti (dal 5,6 all'1,4 per cento del PIL), dovuta al calo delle spese legate ai *bonus* edilizi. Quest'ultimo fattore ha comportato la discesa della spesa totale al 50,4 per cento del PIL (dal 53,6 per cento del 2023), più che compensando le variazioni positive registrate dalle altre voci di spesa (interessi, spesa primaria corrente e investimenti). Questi ultimi, in particolare, sono risultati in marcato aumento (dal 3,1 al 3,6 per cento del PIL), sostenuti dalla significativa accelerazione della spesa connessa alla realizzazione dei progetti legati al PNRR verificatesi nella seconda metà del 2024.

Riguardo agli andamenti del debito pubblico, le stime più recenti beneficiano della revisione al rialzo del PIL nominale, che comportano una riduzione del rapporto debito/PIL per il 2023 (dal 134,6 al 133,9 per cento) e per il 2024 (dal 135,3 al 134,9 per cento). Come già descritto nel DFP, l'aumento osservato nel 2024 rispetto all'anno precedente è determinato da fattori che esulano da recenti decisioni di bilancio: l'incremento della spesa per interessi in termini di cassa (+12 per cento), e l'utilizzo dei crediti di imposta legati ai *bonus* edilizi maturati negli anni precedenti.

⁶³ Istat, 'Conti Economici Nazionali', 22 settembre 2025.

⁶⁴ Vale la pena evidenziare in questa sede che tale stima risulta di 0,1 punti percentuali superiore rispetto a quella di aprile.

Prospettive per il deficit

L'aggiornamento delle previsioni nel quadro tendenziale di finanza pubblica si basa, oltre che sulle stime diffuse dall'Istat per il 2024, sul nuovo quadro macroeconomico, sui più recenti dati di monitoraggio delle voci di entrata e di spesa della PA e sulla valutazione degli effetti dei provvedimenti adottati a partire dalla pubblicazione del DFP. Nell'insieme, le tendenze previste ad aprile sono riviste in un'ottica lievemente più favorevole.

Per il 2025, il livello atteso del PIL nominale risulta maggiore rispetto alle proiezioni di aprile⁶⁵; inoltre, le previsioni del conto economico della PA sono ora più favorevoli sia sul lato della spesa, sia su quello delle entrate. Per le spese, si segnala la revisione al ribasso dei contributi agli investimenti (dall'1,6 all'1,4 per cento del PIL) e, per le entrate, il favorevole andamento del gettito tributario e contributivo. L'impatto della dinamica del mercato del lavoro è stato significativo; l'aumento dell'occupazione e gli incrementi delle retribuzioni lorde hanno favorito un ampliamento delle basi imponibili, compensando l'impatto delle misure adottate per estendere e rendere permanente il contenimento della pressione fiscale e del costo del lavoro sui lavoratori con fasce di reddito basse e medie.

Di conseguenza, il saldo primario nell'anno in corso è ora atteso allo 0,9 per cento del PIL, superiore rispetto alla previsione del DFP (0,7 per cento), mentre il *deficit* si collocherebbe sulla soglia del 3 per cento del PIL (3,3 per cento nel DFP).

Il miglioramento delle prospettive di finanza pubblica per l'anno in corso si riflette anche sulle previsioni a legislazione vigente del prossimo triennio. In particolare, il *deficit* è previsto muoversi al di sotto del 3 per cento del PIL nel 2026 (al 2,7 per cento), in coerenza con il più volte ribadito obiettivo di uscire dalla Procedura per disavanzi eccessivi entro il 2027. Il *deficit* si manterrebbe su un sentiero di progressiva riduzione, fino al 2,1 per cento del PIL nel 2028.

Le proiezioni scontano l'andamento della spesa per interessi passivi, prevista in graduale ascesa. Ciò è dovuto sia alla dinamica crescente dello *stock* di titoli governativi, sia all'accumularsi nello *stock* stesso di titoli emessi negli anni passati che hanno recepito gli effetti della restrizione monetaria attuata dalla BCE dalla seconda metà del 2022 fino a inizio 2024. Il tasso di interesse implicito dovrebbe quindi salire, pur rimanendo su livelli poco superiori al 3 per cento, mentre la spesa per interessi in rapporto al PIL è prevista passare dal 3,9 per cento nel 2024 al 4,3 per cento nel 2028.

L'impatto di questi due fattori era già ampiamente scontato nelle previsioni ufficiali e, anzi, l'incremento della spesa per interessi è stato rivisto al ribasso rispetto alle proiezioni di aprile, *in primis* grazie ad un significativo miglioramento della percezione del rischio Paese da parte degli investitori istituzionali, con conseguente riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato italiani. Tale sviluppo è stato possibile anche grazie al miglioramento del *rating* della Repubblica deliberato da Standard & Poor's (ad aprile) e da Fitch (a settembre), un'evoluzione che riflette la presa d'atto da parte degli analisti e dei mercati finanziari di una gestione

⁶⁵ In quanto incorpora le revisioni al rialzo dei dati di consuntivo Istat relativi al biennio 2023-2024, che più che compensano la revisione al ribasso del tasso di crescita previsto per quest'anno.

prudente della politica fiscale, resa possibile anche dalla stabilità politica del Paese maturata nella legislatura in corso.

La vita media dello *stock* di debito (inalterata su valori attorno ai 7 anni), che ha permesso di diluire nel tempo l'impatto prodotto dal precedente rialzo dei tassi di politica monetaria e di contenere quindi l'aumento complessivo della spesa per interessi, comporta che anche il nuovo scenario di mercato inizi ad essere incorporato in maniera graduale nel tempo. Un contributo rilevante al miglioramento delle proiezioni sugli interessi proviene anche dall'aggiornamento delle stime sull'inflazione, che influisce in modo diretto sulla spesa attraverso i titoli indicizzati al costo della vita, grazie ad una dinamica più moderata rispetto a quanto previsto ad aprile: è infatti il fattore preponderante sul calo della spesa per interessi fino al 2026.

In continuità con le proiezioni del DFP, il saldo primario è atteso in graduale miglioramento, fino al 2,2 per cento del PIL nel 2028, innescando così la discesa del rapporto *deficit*/PIL. La dinamica è influenzata principalmente dalla prosecuzione del processo di ricomposizione della spesa pubblica, che vede un ulteriore contenimento della spesa primaria corrente (dal 41,3 per cento del PIL nel 2025 al 40,4 per cento nel 2028), anche attraverso l'attuazione del programma di revisione della spesa già pianificato e avviato. Il ruolo degli investimenti pubblici risulta salvaguardato; la dinamica attesa sconta l'andamento delle spese legate ai progetti del PNRR. Riguardo a queste ultime, si ricorda la natura *performance-based* dell'erogazione dei fondi: in coerenza con essa, parte della spesa in investimenti legata al PNRR sarà sostenuta successivamente al 2026. Anche per questo motivo, non si verificherà una brusca riduzione di tale voce al termine del programma; oltretutto, uno degli impegni sottostanti l'estensione del periodo di aggiustamento di bilancio richiesta nel Piano prevede il mantenimento di livelli congrui per la spesa di investimenti in rapporto al PIL⁶⁶. Pertanto, nel quadro di finanza pubblica tendenziale gli investimenti pubblici sono previsti salire al 3,8 per cento del PIL nel 2026, rimanere invariati nel 2027, e attestarsi al 3,5 per cento nel 2028, un livello indubbiamente elevato su base storica.

Per le entrate tributarie e contributive, nonostante la moderazione attesa del tasso di crescita dell'occupazione, l'andamento del gettito si manterrebbe comunque vivace, seguendo in media nell'arco del triennio un ritmo di variazione leggermente inferiore rispetto alla crescita del PIL nominale, il che comporterà una lieve riduzione della pressione fiscale.

⁶⁶ Ai sensi dell'art. 14 del Reg. UE 1263/2024, una delle precondizioni per poter richiedere un'estensione del periodo di aggiustamento è che il livello complessivo programmato degli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale per tutto il periodo coperto dal Piano non sia inferiore al livello mediamente osservato nel periodo precedente.

TAVOLA II.1.1A CONTO DELLA PA A LEGISLAZIONE VIGENTE (in milioni)

	2024	2025	2026	2027	2028
SPESE					
Redditi da lavoro dipendente	197.169	202.163	206.142	207.909	211.412
Consumi intermedi	179.406	184.810	189.210	189.602	191.598
Prestazioni sociali	445.739	460.640	471.680	482.470	494.640
di cui: Pensioni	337.006	343.910	354.140	363.500	374.470
Altre prestazioni sociali	108.733	116.730	117.540	118.970	120.170
Altre spese correnti	83.913	85.734	90.864	89.859	89.565
Totale spese correnti al netto di interessi	906.227	933.347	957.897	969.839	987.215
Interessi passivi	85.621	88.284	91.729	98.473	104.522
Totale spese correnti	991.848	1.021.631	1.049.626	1.068.312	1.091.737
di cui: Spesa sanitaria	138.335	144.021	149.931	151.727	155.702
Totale spese in conto capitale	117.306	122.333	124.685	120.788	114.059
Investimenti fissi lordi	78.345	83.264	87.353	90.983	86.576
Contributi in c/capitale	30.959	31.705	30.229	23.641	20.827
Altri trasferimenti	8.002	7.364	7.103	6.164	6.656
Totale spese finali al netto di interessi	1.023.533	1.055.680	1.082.582	1.090.627	1.101.274
Totale spese finali	1.109.154	1.143.964	1.174.311	1.189.100	1.205.796
ENTRATE					
Totale entrate tributarie	654.411	662.065	676.099	693.160	708.864
Imposte dirette	343.466	342.215	351.312	359.640	368.668
Imposte indirette	309.123	318.387	323.320	332.047	338.710
Imposte in c/capitale	1.822	1.463	1.467	1.473	1.486
Contributi sociali	279.705	304.611	315.215	324.350	332.712
Contributi effettivi	275.201	300.036	310.571	319.622	327.896
Contributi figurativi	4.504	4.575	4.644	4.728	4.816
Altre entrate correnti	95.731	100.614	105.566	104.080	105.333
Totale entrate correnti	1.028.024	1.065.827	1.095.413	1.120.117	1.145.423
Entrate in c/capitale non tributarie	5.371	7.891	14.464	11.400	8.742
Totale entrate finali	1.035.217	1.075.181	1.111.344	1.132.990	1.155.651
<i>p.m. Pressione fiscale</i>	42,5	42,8	42,7	42,7	42,6
SALDI					
Saldo primario	11.684	19.501	28.762	42.363	54.378
<i>in % di PIL</i>	0,5	0,9	1,2	1,8	2,2
Saldo di parte corrente	36.176	44.196	45.787	51.806	53.686
<i>in % di PIL</i>	1,6	2,0	2,0	2,2	2,2
Indebitamento netto	-73.937	-68.783	-62.967	-56.110	-50.144
<i>in % di PIL</i>	-3,4	-3,0	-2,7	-2,4	-2,1
PIL nominale tendenziale (x 1.000)	2.199.619	2.260.650	2.322.536	2.381.336	2.443.821
Nota: Eventuali imprecisioni derivano da arrotondamenti.					

TAVOLA II.1.1B CONTO DELLA PA A LEGISLAZIONE VIGENTE (in percentuale del PIL)

	2024	2025	2026	2027	2028
SPESE					
Redditi da lavoro dipendente	9,0	8,9	8,9	8,7	8,7
Consumi intermedi	8,2	8,2	8,1	8,0	7,8
Prestazioni sociali	20,3	20,4	20,3	20,3	20,2
di cui: Pensioni	15,3	15,2	15,2	15,3	15,3
Altre prestazioni sociali	4,9	5,2	5,1	5,0	4,9
Altre spese correnti	3,8	3,8	3,9	3,8	3,7
Totale spese correnti al netto di interessi	41,2	41,3	41,2	40,7	40,4
Interessi passivi	3,9	3,9	3,9	4,1	4,3
Totale spese correnti	45,1	45,2	45,2	44,9	44,7
di cui: Spesa sanitaria	6,3	6,4	6,5	6,4	6,4
Totale spese in conto capitale	5,3	5,4	5,4	5,1	4,7
Investimenti fissi lordi	3,6	3,7	3,8	3,8	3,5
Contributi in c/capitale	1,4	1,4	1,3	1,0	0,9
Altri trasferimenti	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Totale spese finali al netto di interessi	46,5	46,7	46,6	45,8	45,1
Totale spese finali	50,4	50,6	50,6	49,9	49,3
ENTRATE					
Totale entrate tributarie	29,8	29,3	29,1	29,1	29,0
Imposte dirette	15,6	15,1	15,1	15,1	15,1
Imposte indirette	14,1	14,1	13,9	13,9	13,9
Imposte in c/capitale	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Contributi sociali	12,7	13,5	13,6	13,6	13,6
Contributi effettivi	12,5	13,3	13,4	13,4	13,4
Contributi figurativi	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Altre entrate correnti	4,4	4,5	4,5	4,4	4,3
Totale entrate correnti	46,7	47,1	47,2	47,0	46,9
Entrate in c/capitale non tributarie	0,2	0,3	0,6	0,5	0,4
Totale entrate finali	47,1	47,6	47,9	47,6	47,3
<i>p.m. Pressione fiscale</i>	42,5	42,8	42,7	42,7	42,6
SALDI					
Saldo primario	0,5	0,9	1,2	1,8	2,2
Saldo di parte corrente	1,6	2,0	2,0	2,2	2,2
Indebitamento netto	-3,4	-3,0	-2,7	-2,4	-2,1

Nota: I rapporti al PIL sono calcolati sulle previsioni del quadro tendenziale. Eventuali imprecisioni derivano da arrotondamenti.

TAVOLA II.1.1c CONTO DELLA PA A LEGISLAZIONE VIGENTE (variazioni percentuali)

	2025	2026	2027	2028
SPESE				
Redditi da lavoro dipendente	2,5	2,0	0,9	1,7
Consumi intermedi	3,0	2,4	0,2	1,1
Prestazioni sociali	3,3	2,4	2,3	2,5
di cui: Pensioni	2,0	3,0	2,6	3,0
Altre prestazioni sociali	7,4	0,7	1,2	1,0
Altre spese correnti	2,2	6,0	-1,1	-0,3
Totale spese correnti al netto di interessi	3,0	2,6	1,2	1,8
Interessi passivi	3,1	3,9	7,4	6,1
Totale spese correnti	3,0	2,7	1,8	2,2
di cui: Spesa sanitaria	4,1	4,1	1,2	2,6
Totale spese in conto capitale	4,3	1,9	-3,1	-5,6
Investimenti fissi lordi	6,3	4,9	4,2	-4,8
Contributi in c/capitale	2,4	-4,7	-21,8	-11,9
Altri trasferimenti	-8,0	-3,5	-13,2	8,0
Totale spese finali al netto di interessi	3,1	2,5	0,7	1,0
Totale spese finali	3,1	2,7	1,3	1,4
ENTRATE				
Totale entrate tributarie	1,2	2,1	2,5	2,3
Imposte dirette	-0,4	2,7	2,4	2,5
Imposte indirette	3,0	1,5	2,7	2,0
Imposte in c/capitale	-19,7	0,3	0,4	0,9
Contributi sociali	8,9	3,5	2,9	2,6
Contributi effettivi	9,0	3,5	2,9	2,6
Contributi figurativi	1,6	1,5	1,8	1,9
Altre entrate correnti	5,1	4,9	-1,4	1,2
Totale entrate correnti	3,7	2,8	2,3	2,3
Entrate in c/capitale non tributarie	46,9	83,3	-21,2	-23,3
Totale entrate finali	3,9	3,4	1,9	2,0

Nota: Eventuali imprecisioni derivano da arrotondamenti.

TAVOLA II.1.2 SOVVENZIONI DEL DISPOSITIVO PER LA RIPRESA E LA RESILIENZA

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Entrate da sovvenzioni RRF (% del PIL)							
Sovvenzioni RRF incluse nelle proiezioni delle entrate	0,0	0,2	0,6	0,8	0,3	0,4	0,7
Esborsi delle sovvenzioni RRF da parte dell'UE	-	0,5	1,0	0,6	0,2	0,3	0,8
Spese finanziate dalle sovvenzioni RRF (% del PIL)							
Totale spese correnti	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
Investimenti fissi lordi	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Trasferimenti in conto capitale	0,0	0,1	0,6	0,6	0,0	0,0	0,1
Totale spese in conto capitale	0,0	0,2	0,6	0,7	0,1	0,2	0,4
Altri costi finanziati dalle sovvenzioni RRF (% del PIL) (1)							
Riduzione del gettito fiscale	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Altri costi con impatto sulle entrate	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operazioni finanziarie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(1) Si fa riferimento a voci di costo non registrate come spesa nella contabilità nazionale.

Nota: Nella Tavola non sono incluse le spese previste oltre il 2026 (pari a circa 0,4 p.p. di PIL) relative a misure per le quali i *milestone* e *target* sono raggiunti nei tempi stabiliti indipendentemente dalla spesa effettivamente sostenuta.

Dal 2025: previsioni a legislazione vigente.

TAVOLA II.1.3 PRESTITI DEL DISPOSITIVO PER LA RIPRESA E LA RESILIENZA

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Entrate da prestiti RRF (% del PIL)							
Prestiti RRF inclusi nelle proiezioni delle entrate	0,1	0,1	0,2	0,4	0,8	0,9	1,4
Esborsi dei prestiti RRF da parte dell'UE	0,0	0,9	1,1	1,1	0,7	1,0	1,0
Spese finanziate dai prestiti RRF (% del PIL)							
Totale spese correnti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Investimenti fissi lordi	0,1	0,1	0,1	0,3	0,5	0,5	0,9
Trasferimenti in conto capitale	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
Totale spese in conto capitale	0,1	0,1	0,2	0,3	0,7	0,7	1,3
Altri costi finanziati dai prestiti RRF (% del PIL) (1)							
Riduzione del gettito fiscale	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Altri costi con impatto sulle entrate	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operazioni finanziarie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(1) Si fa riferimento a voci di costo non registrate come spesa nella contabilità nazionale.

Nota: Nella Tavola non sono incluse le spese previste oltre il 2026 (pari a circa 1,2 p.p. di PIL) relative a misure per le quali i *milestone* e *target* sono raggiunti nei tempi stabiliti indipendentemente dalla spesa effettivamente sostenuta.

Dal 2025: previsioni a legislazione vigente.

FOCUS

Confronto con le previsioni di finanza pubblica della Commissione europea

In ottemperanza alla Direttiva (UE) 2011/85, come modificata dalla Direttiva (UE) 2024/1265, in questo riquadro è fornita una comparazione tra le previsioni di finanza pubblica a legislazione vigente contenute in questo Documento e le ultime pubblicate dalla Commissione europea (*Spring Forecast* del 19 maggio 2025).

Con riferimento all'indebitamento netto e al saldo primario in rapporto al PIL per il 2025, le previsioni del Governo risultano migliori di 0,3 punti percentuali (p.p.) rispetto a quelle della Commissione, per effetto di un valore inferiore di 0,4 p.p. per le spese e di 0,1 p.p. per le entrate, a parità di incidenza degli interessi (3,9 per cento). Nel confronto incide lo scarto temporale nel rilascio delle previsioni, poiché quelle primaverili della Commissione, sostanzialmente in linea con il DFP, non incorporano gli effetti del monitoraggio più recente né dei provvedimenti normativi intervenuti successivamente.

TAVOLA R1 CONFRONTO TRA LE PREVISIONI DI FINANZA PUBBLICA (in percentuale del pil) (1)

	2025					2026			
	Data prev.	Totale entrate	Totale spese	Saldo primario	Indebitamento netto	Totale entrate	Totale spese	Saldo primario	Indebitamento netto
DPFP	ott-25	47,6	50,6	0,9	-3,0	47,9	50,6	1,2	-2,7
CE	mag-25	47,7	51,0	0,6	-3,3	47,9	50,8	1,1	-2,9
OCSE	giu-25	46,7	49,8	0,6	-3,1	47,2	49,9	0,8	-2,8
FMI	apr-25	47,5	50,8	0,6	-3,3	47,2	50,0	1,1	-2,8

(1) Eventuali imprecisioni derivano da arrotondamenti.

Per il 2026 lo scarto si riduce. Anche per tale anno le previsioni del Governo risultano più favorevoli rispetto a quelle della Commissione: l'indebitamento netto è inferiore di circa 0,2 p.p. e il saldo primario di 0,1 p.p., per effetto di una previsione inferiore di 0,2 p.p. delle spese, con interessi lievemente maggiori nelle stime della Commissione (4,0 per cento, a fronte del 3,9 per cento del presente Documento), mentre le entrate risultano allineate.

A titolo informativo e in continuità con il DFP, la Tavola R1 riporta anche le stime più recenti dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e del Fondo monetario internazionale (FMI)⁶⁷.

Per il 2025 si osserva che lo scostamento tra l'indebitamento netto previsto dal Governo e la stima dell'OCSE di giugno è inferiore rispetto a quello con la stima della Commissione, sebbene le differenze tra i valori delle entrate e delle spese risultino sensibilmente superiori. Le previsioni del FMI, invece, sono in linea con quelle della Commissione per quanto riguarda l'indebitamento netto e il saldo primario.

Per il 2026 le stime di OCSE e FMI si collocano su valori intermedi rispetto a quelli del Governo e della Commissione, indicando un indebitamento netto più contenuto rispetto al 2025, ma ancora superiore a quello previsto dal Governo. Nel complesso le previsioni confermano un progressivo miglioramento dei saldi di finanza pubblica, pur evidenziando ipotesi sottostanti differenti, in particolare per quanto riguarda l'andamento di entrate e spese.

⁶⁷ OCSE, *Economic Outlook*, del 3 giugno 2025 e FMI, *World Economic Outlook (WEO) database*, del 14 aprile 2025.

Prospettive per il debito

Le previsioni a legislazione vigente sottostanti questo Documento confermano per il rapporto debito/PIL una dinamica analoga a quanto proiettato nel DFP di aprile.

Per il 2025, il rapporto è previsto al 136,2 per cento, in aumento rispetto all'anno precedente ma comunque al di sotto di quanto atteso nel DFP (136,6 per cento). La differenza è dunque determinata dal più elevato valore del PIL nominale previsto (per effetto della recente revisione statistica operata dall'ISTAT), ma anche dalle evidenze dei dati di monitoraggio, che mostrano un andamento del fabbisogno del settore statale per l'anno in corso migliore delle aspettative: il saldo di cassa è ora atteso al 5,6 per cento del PIL a fine anno, contro il 5,8 per cento previsto nel DFP. Ciò ha anche determinato una revisione al ribasso delle proiezioni del rapporto debito/PIL. Si segnala a tale proposito il ruolo di una leggera revisione al ribasso, in via prudenziale, del tasso di crescita del PIL nominale.

Resta dunque confermata la tendenza alla salita del rapporto debito/PIL fino al 2026, seguita dall'inversione di tendenza a partire dal 2027, anno in cui il debito si attesta al 137,0 per cento del PIL. Come più volte ribadito, tale inversione di tendenza nel 2027-2028 sarà determinata dal venir meno dell'impatto dei crediti di imposta da *bonus* edilizi, riflesso nel ridimensionamento della componente relativa all'aggiustamento *stock-flussi* (SFA), attesa variare dall'1,9 per cento del PIL per l'anno in corso allo 0,5 per cento nel 2028⁶⁸. Sulla componente SFA incideranno positivamente i proventi dalla realizzazione del piano di dismissioni e valorizzazione degli *asset* pubblici e, più in generale, l'accumulazione netta di attività finanziarie, che comprende, tra l'altro, le giacenze liquide del Tesoro, elementi che controbilanceranno gli effetti negativi di valutazione del debito. Anche quest'ultima componente di variazione del debito, che comprende gli scarti netti di emissione dei nuovi titoli, risulta leggermente ridimensionata rispetto alle proiezioni nel DFP di aprile, alla luce del nuovo scenario dell'evoluzione dei rendimenti di mercato.

Per quanto riguarda l'influenza della componente *snow-ball* sull'evoluzione del rapporto debito/PIL, risulta confermata una tendenza leggermente avversa. A fronte di previsioni prudenziali del tasso di crescita del PIL reale e di una stabilizzazione della componente nominale, data dalla dinamica del deflatore del PIL, l'aumento atteso dell'onere del debito nel medio termine (a partire dal biennio 2027-2028) finisce per prevalere.

In contrapposizione ai fattori appena descritti, il graduale consolidamento del saldo primario, fino al 2,2 per cento del PIL nel 2028, favorirà il ritorno del rapporto debito/PIL su un sentiero discendente, più che compensando il contributo alla crescita del rapporto debito/PIL derivante dallo *snow-ball* e dalla componente SFA.

⁶⁸ Di cui lo 0,2 per cento del PIL derivante dall'effetto dei *bonus* edilizi. L'impatto sul fabbisogno di cassa dei crediti maturati nel periodo 2020-2023 stimato nel DFP risulta confermato; allo stesso tempo, risulta rafforzata l'evidenza che i nuovi crediti maturati dal 2024, tornati in linea con la media storica, non avranno un impatto significativo sul fabbisogno di cassa.

II.1.2 Crescita della spesa netta: tendenze e valutazione circa il rispetto del percorso di spesa netta raccomandato dal Consiglio

Stima di crescita della spesa netta per il 2024 e andamenti tendenziali negli anni 2025-2028

Nello scenario tendenziale di finanza pubblica l'indicatore della spesa netta⁶⁹ è stimato ridursi del -2,0 per cento nel 2024 e crescere dell'1,3 per cento nel 2025, diminuendo cumulativamente dello 0,7 per cento nei due anni⁷⁰.

L'aggiornamento dei dati comporta una lieve revisione della stima di crescita dell'indicatore nel 2024 rispetto alla Relazione annuale sui progressi compiuti nel 2024 di aprile (Sezione I del Documento di finanza pubblica), in cui si indicava una riduzione del -2,1 per cento per il 2024.

Nel 2024 la riduzione percentuale annua della spesa primaria (4,5 per cento) contribuisce in modo sostanziale al calo dell'indicatore di spesa netta (si veda la Figura II.1.1). Tale riduzione riflette il ridimensionamento delle spese per contributi agli investimenti legati al *Superbonus*. Nel 2025, la spesa primaria è prevista crescere a un tasso del 3,1 per cento, che risulta inferiore alle attese di aprile. L'aumento della spesa primaria di natura corrente sarà più contenuto rispetto a quella del 2024, mentre la spesa in conto capitale crescerà a un tasso sostenuto, prevalentemente per effetto dell'incremento annuo degli investimenti fissi lordi (5,9 per cento).

Nei due anni, la dinamica delle spese finanziate da trasferimenti UE, delle entrate di natura discrezionale e della componente ciclica della spesa per disoccupazione influisce significativamente sul diverso andamento della spesa totale e dell'indicatore di spesa netta.

Le spese finanziate da trasferimenti UE, che includono le spese finanziate con i fondi strutturali dell'UE e con le sovvenzioni della *Recovery and Resilience Facility* (RRF)⁷¹, si riducono in modo marcato nel 2024 rispetto al 2023 per l'esaurirsi di alcune misure di spesa per contributi agli investimenti finanziate con risorse RRF. Tali spese, per contro, tornano ad aumentare nel 2025, con il risultato di attenuare la crescita dell'indicatore complessivo (si veda la Figura II.1.1). Tuttavia, l'aumento delle spese finanziate da trasferimenti UE previsto nel 2025 (e nel 2026) nello scenario tendenziale della Relazione sui progressi computi di aprile è stato ridimensionato a causa della rimodulazione di parte delle spese finanziate dal PNRR dal 2025 agli anni successivi. Va precisato che tale rimodulazione considera esclusivamente l'aggiornamento dei cronoprogrammi di spesa dei vari progetti finanziati, mentre il quadro programmatico sconta anche gli effetti derivanti dalla

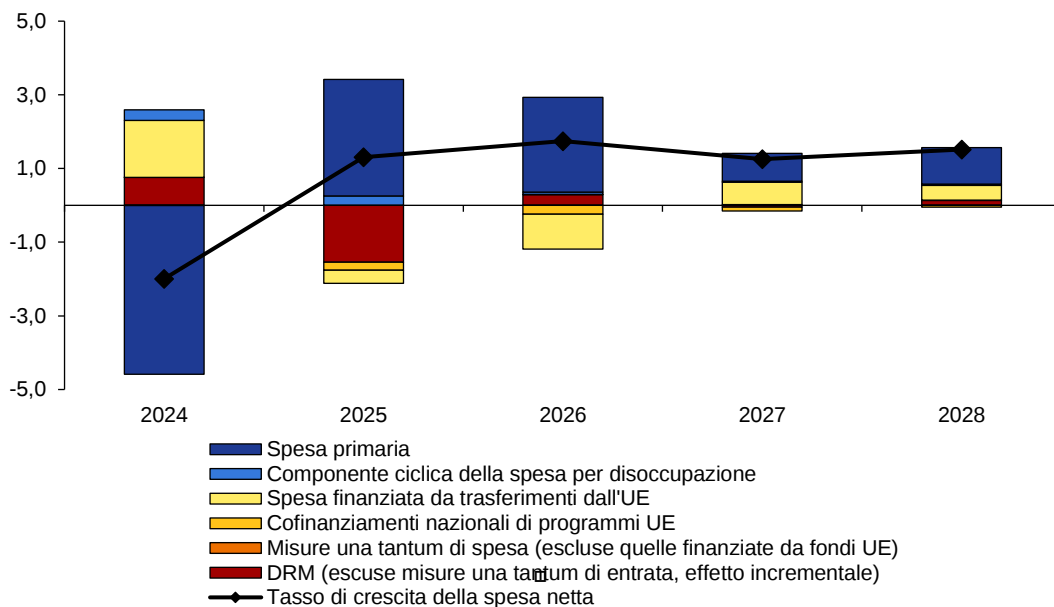
⁶⁹ L'aggregato di spesa netta è definito come la spesa finale delle amministrazioni pubbliche al netto della spesa per interessi (spesa primaria) e di variabili di raccordo quali: la componente ciclica della spesa per disoccupazione, le spese per i programmi dell'Unione interamente finanziati dai trasferimenti provenienti dalla UE, la spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dalla UE, le misure *una tantum* di spesa, le misure discrezionali dal lato delle entrate (*Discretionary Revenue Measures*, DRM) al netto delle misure finanziate dalla UE e delle misure *una tantum* di entrata.

⁷⁰ Il tasso di crescita cumulato è calcolato applicando il tasso di crescita annuo del 2025 alla crescita cumulata registrata nel 2024 rispetto al 2023, pari al -2,0 per cento.

⁷¹ Le spese finanziate dai prestiti RRF sono invece ricomprese nell'aggregato di spesa soggetto a sorveglianza.

rinegoziazione del Piano, attualmente oggetto di confronto con le autorità UE e che dovrebbe concludersi entro il prossimo mese di novembre.

FIGURA II.1.1 CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DELL'INDICATORE DI SPESA NETTA (valori %)



Fonte: Istat ed elaborazioni MEF. Per il 2025, previsioni dello scenario tendenziale.

Sull'andamento dell'indicatore incide anche la variazione delle entrate di natura discrezionale rispetto all'anno precedente (d'ora in poi DRM), al netto delle misure finanziate dalla UE e delle misure *una tantum*⁷². Nel 2024, il minor gettito derivante da tali misure, conseguente principalmente alla riduzione del cuneo fiscale, si somma alla spesa primaria al netto delle altre voci di spesa, attenuando la riduzione dell'indicatore complessivo (si veda la Figura II.1.1). Diversamente, nell'anno in corso, le maggiori entrate attese dalle DRM tendono a ridurre la crescita della spesa netta.

Rispetto alle previsioni della Relazione annuale sui progressi compiuti di aprile, le minori entrate attese dalle DRM al netto delle misure finanziate dalla UE e delle misure *una tantum* del 2024 sono state lievemente riviste (dal -0,3 al -0,4 per cento del PIL) determinando una riduzione dell'indicatore meno pronunciata (da -2,1 per cento a -2,0 per cento). Diversamente, la stima di tali misure nel 2025 è stata rivista al rialzo rispetto ad aprile (dallo 0,6 per cento del PIL allo 0,7 per cento del PIL).

In linea di continuità con i lavori di preparazione del Documento di aprile le stime sono state aggiornate anche sulla base delle valutazioni a consuntivo di alcune misure, tra cui gli effetti del suddetto cuneo introdotti con la legge di bilancio 2024 che si sono rivelati superiori alle previsioni iniziali.

⁷² Nelle nuove regole di *governance* europea, una spesa primaria nazionale più elevata è ammessa se è compensata da maggiori entrate derivanti da misure discrezionali. D'altra parte, sarà necessaria una riduzione della spesa primaria nel caso di misure discrezionali che riducono le entrate (come, per esempio, una riforma fiscale con oneri sulla finanza pubblica).

Infine, sull'andamento dell'indicatore di spesa netta nel 2024 e 2025 ha inciso la componente ciclica della spesa per disoccupazione, sebbene in misura relativamente minore rispetto alle altre due voci di raccordo descritte. Tale componente è misurata dalla quota di spesa per prestazioni sociali in denaro relativa alla funzione disoccupazione legata alle fluttuazioni della congiuntura economica⁷³ e risulta negativa, in quanto il tasso di disoccupazione è inferiore al tasso strutturale (o *NAWRU*), e dunque - in questo caso - va a incrementare l'aggregato di spesa rilevante. Considerando che la componente ciclica è in aumento sia nel 2024, sia nel 2025, in entrambi gli anni tende ad aumentare il tasso di crescita dell'indicatore di spesa netta (si veda la Figura II.1.1).

TAVOLA II.1.4 CRESCITA DELLA SPESA NETTA NELLO SCENARIO TENDENZIALE

	2024		2025	2026	2027	2028
	Livelli (1)	% del PIL	% del PIL	% del PIL	% del PIL	% del PIL
1. Spesa totale	1.109.154	50,4	50,6	50,6	49,9	49,3
2. Spesa per interessi	85.621	3,9	3,9	3,9	4,1	4,3
3. Componente ciclica della spesa per disoccupazione	-5.322	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
4. Spese finanziate da trasferimenti dall'UE	8.600	0,4	0,5	0,9	0,7	0,5
4a. Di cui: Investimenti fissi lordi	2.918	0,1	0,2	0,4	0,3	0,2
5. Cofinanziamento nazionale dei programmi finanziati dall'Unione	3.043	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4
6. Spese una tantum incluse nelle proiezioni (livelli, escluse le misure finanziate dall'UE)	656	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
7. Spesa netta finanziata a livello nazionale (prima delle DRM) (7 = 1-2-3-4-5-6)	1.016.556	46,2	46,2	45,7	45,1	44,6
8. Misure sul lato delle entrate (incrementi, escluse le misure finanziate dall'UE e delle misure una tantum)		-0,4	0,7	-0,1	0,0	-0,1
9. Spesa netta finanziata a livello nazionale (dopo le DRM) (9 = 7 - 8)		46,6	45,6	45,8	45,1	44,6
(Var. %)						
10. Crescita PIL nominale (var. %)		2,7	2,8	2,7	2,5	2,6
11. Crescita della spesa netta finanziata a livello nazionale		-2,0	1,3	1,7	1,3	1,5

(1) Valori in milioni.

Fonte: Istat ed elaborazioni MEF. Dal 2025 previsioni dello scenario tendenziale.

In base alle previsioni tendenziali aggiornate, nel triennio 2026-2028 l'indicatore di spesa netta crescerà a un tasso medio pari a circa l'1,5 per cento.

In particolare, nello scenario tendenziale la crescita della spesa netta sarebbe dell'1,7 per cento nel 2026, al di sopra del limite fissato all'1,6 per cento; ciò

⁷³ La stima di questa componente è calcolata come il prodotto tra il *gap* di disoccupazione (definito come la differenza tra il tasso di disoccupazione effettivo e quello di *trend*, rapportata al tasso effettivo) e la spesa per prestazioni sociali in denaro relative alla funzione 'disoccupazione', come classificata nella funzione 10.5 della COFOG (Classificazione della spesa pubblica per funzione). Il tasso di disoccupazione di trend corrisponde al *NAWRU* (*Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment*), stimato secondo la metodologia concordata a livello europeo. Quando il tasso di disoccupazione scende al di sotto del *NAWRU*, il *gap* di disoccupazione risulta negativo, e la correzione ciclica applicata alla spesa per disoccupazione produce un effetto sfavorevole sull'aggregato di spesa. In un contesto di riduzione del tasso di disoccupazione, è caratteristico della metodologia di stima che il *NAWRU* non si adegua con la stessa rapidità, determinando un ampliamento del *gap* di disoccupazione.

comporterebbe una crescita cumulata dell'1,0 per cento, lievemente superiore al tasso raccomandato (0,9 per cento). L'indicatore è atteso crescere dell'1,3 per cento nel 2027, al di sotto del limite fissato pari al +1,9 per cento; e dell'1,5 per cento nel 2028, al di sotto dell'1,7 per cento fissato. La lieve deviazione del 2026 sarà compensata attraverso le misure di finanza pubblica incluse nello scenario programmatico.

Nel triennio 2026-2028, la dinamica della spesa netta dello scenario tendenziale riflette una sostanziale stabilizzazione della crescita della spesa primaria, che si collocherà in media al +1,4 per cento. Il maggior contributo alla decelerazione del tasso di crescita proverrà dalla spesa in conto capitale, dovuto al progressivo completamento dei progetti di spesa finanziati con il PNRR. La dinamica degli investimenti pubblici, seppur più contenuta rispetto agli anni precedenti, consentirà di mantenere la quota finanziata da risorse nazionali sul PIL ampiamente al di sopra della media riferita agli anni del PNRR.

Dal lato delle voci di raccordo di spesa, la spesa finanziata con i finanziamenti UE è attesa raggiungere un picco nel 2026, in linea con il profilo aggiornato delle spese finanziate dal PNRR. La variazione delle DRM al netto delle misure finanziate dalla UE e delle misure *una tantum* è prevista negativa nel 2026 e 2028 e sostanzialmente nulla nel 2027. Infine, la componente ciclica della spesa per disoccupazione continuerà a esercitare un effetto lievemente peggiorativo sulla dinamica dell'indicatore.

Valutazione sul 2024 e 2025 ai fini del braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita

Come già chiarito nella Relazione sui progressi compiuti nel 2024 di aprile, la prima valutazione sul rispetto delle soglie di crescita per la spesa netta raccomandate dal Consiglio è prevista nella primavera del 2026, sulla base dei dati di consuntivo relativi al 2025 e al 2024. La Commissione calcolerà le deviazioni (a debito o a credito) da registrare nel conto di controllo sulla base dei tassi di crescita della spesa netta che saranno pubblicati nelle sue previsioni.

Tuttavia, in linea con le scadenze del Semestre europeo, nel Pacchetto di primavera pubblicato in giugno la Commissione ha già pubblicato le sue stime di crescita dell'indicatore di spesa netta e valutato la conformità del tasso di crescita della spesa netta nel 2025 (e con riferimento al 2024 e al 2025 considerati congiuntamente) con quello raccomandato dal Consiglio.

Secondo le *Spring Forecast* pubblicate il 19 maggio 2025, cui fa riferimento il Pacchetto di primavera, il tasso di crescita dell'indicatore di spesa netta è del -2,2 per cento nel 2024. Tale valore risulta inferiore al tasso del -1,9 per cento previsto per il 2024 nelle raccomandazioni del Consiglio. Il confronto tra il tasso di crescita osservato e quello raccomandato nell'anno appena trascorso non ha dato luogo a nessun accredito nel conto di controllo⁷⁴, che sarà attivato dalla Commissione nel

⁷⁴ Si ricorda che con la riforma del Patto di Stabilità e Crescita è stato introdotto un conto di controllo per monitorare *ex post* gli scostamenti della spesa netta rispetto al percorso raccomandato dal Consiglio. Nel conto si

2026⁷⁵. Considerando che il limite massimo di crescita della spesa netta raccomandato dal Consiglio per il 2025, in coerenza con il Piano, è pari all'1,3 per cento in termini annui, e al -0,7 per cento in termini cumulati, e che nelle *Spring Forecast* il tasso di crescita della spesa netta previsto è 1,2 per cento nel 2025, la crescita della spesa netta è attesa rimanere entro il limite prefissato in termini sia annui sia cumulati.

La conformità della crescita della spesa netta con i limiti raccomandati dal Consiglio è confermata dall'aggiornamento delle previsioni tendenziali di questo Documento. In particolare, la differenza tra il tasso di crescita della spesa netta osservato nel 2024 (-2,0 per cento) e il tasso indicato nelle raccomandazioni del Consiglio (-1,9 per cento) è pari a 0,1 punti percentuali del PIL, come nelle stime di aprile. In conclusione, l'andamento della spesa netta nel 2025 può ritenersi conforme con le raccomandazioni del Consiglio.

II.1.3 Sentiero di spesa netta e quadro programmatico di finanza pubblica

Obiettivi di crescita della spesa netta e prossima manovra di bilancio

Nello scenario programmatico il tasso di crescita della spesa netta rispetterà i limiti⁷⁶ fissati nel Piano e raccomandati dal Consiglio⁷⁷, coerentemente con l'estensione del periodo di aggiustamento di bilancio a sette anni.

TAVOLA II.1.5 INDICATORE DI SPESA NETTA (tassi di crescita, var. %)					
	2024	2025	2026	2027	2028
Raccomandazione del Consiglio					
(1a) Tasso di crescita annuo	-1,9	1,3	1,6	1,9	1,7
(1b) Tasso di crescita cumulato	-1,9	-0,7	0,9	2,9	4,6
Stime di consuntivo/previsioni programmatiche					
(2a) Tasso di crescita annuo	-2,0	1,3	1,6	1,9	1,6
(2b) Tasso di crescita cumulato	-2,0	-0,7	0,9	2,9	4,5

Fonte: Raccomandazioni del Consiglio dell'UE del 21 gennaio 2025 ed elaborazioni MEF.

registra un debito quando il tasso di crescita della spesa netta, effettivamente risultante dai dati di consuntivo dell'anno appena concluso, supera il tasso massimo raccomandato dal Consiglio; viceversa, un credito. I saldi annuali a debito e a credito del conto di controllo sono sommati per determinare il saldo cumulato. In caso di deviazioni in eccesso superiori allo 0,3 per cento del PIL in un anno, o cumulativamente superiori allo 0,6 per cento, la Commissione europea procederà alla predisposizione di un Rapporto ex art. 126.3 del TFUE (passo iniziale per l'eventuale apertura di una procedura PDE per debito eccessivo).

⁷⁵ Secondo le *Spring Forecast*, il tasso di crescita dell'indicatore di spesa netta è dell'1,5 per cento nel 2026. Nelle previsioni economiche d'autunno, pubblicate il 15 novembre 2024, la Commissione aveva già diffuso le sue prime stime dei tassi crescita. Il tasso di crescita della spesa netta era atteso ridursi al -2,3 per cento nel 2024, crescere all'1,3 per cento nel 2025 e accelerare nel 2026 all'1,9 per cento.

⁷⁶ I limiti alla crescita della spesa netta sono espressi in tassi di crescita sia annui sia cumulati. Denominando il tasso di crescita annuo della spesa netta nel 2025 con 'tasso^{SNC}₂₀₂₅' e il tasso di crescita cumulato nel 2024 con 'tasso^{SNC}₂₀₂₄', allora il tasso di crescita cumulato nel 2025 è calcolato utilizzando la seguente formula: tasso^{SNC}₂₀₂₅ = [(1+ tasso^{SNC}₂₀₂₄/100)*(1+ tasso^{SNC}₂₀₂₅/100)-1]*100. Pertanto, il tasso di crescita cumulato nel 2025 è così calcolato: [(1-1,9/100)*(1+ 1,3/100)-1]*100. L'incongruenza tra il tasso di crescita cumulato raccomandato, pari a -0,7 per cento, e il risultato della formula è dovuta agli arrotondamenti alla prima cifra decimale dei tassi di crescita.

⁷⁷ Tali obiettivi sono stati oggetto della Raccomandazione del Consiglio del 21 gennaio 2025, che ha approvato il Piano nazionale strutturale di bilancio di medio termine dell'Italia, pubblicata nella GU dell'UE il 10 febbraio 2025 (C/2025/651).

Come già illustrato nel Piano, la differenza che emerge tra previsioni del tasso di crescita della spesa netta a legislazione vigente e il suo valore obiettivo definisce gli spazi di manovra disponibili per perseguire le principali finalità di politica economica (se negativa) o le deviazioni da correggere (se positiva).

La legge di bilancio per il 2025 ha introdotto misure coerenti con gli obiettivi di spesa netta. Tuttavia, l'evolversi dello scenario economico e l'aggiornamento delle previsioni a legislazione vigente sottostanti questo Documento comportano un lieve disallineamento tra il tasso di crescita della spesa netta previsto per il 2026 (1,7 per cento) e l'obiettivo (1,6 per cento). Al contrario, per gli anni 2027-2028 le proiezioni tendenziali (rispettivamente 1,3 e 1,5 per cento) si collocano al di sotto dei limiti massimi del Piano.

Pertanto, nella manovra di bilancio per il triennio 2026-2028⁷⁸ saranno incluse le misure necessarie per correggere il disallineamento nel 2026. I margini che emergono rispetto agli obiettivi nei due anni successivi saranno utilizzati - completamente per il 2027, e parzialmente per il 2028 - per finanziare gli interventi volti ad affrontare le attuali priorità di politica economica. In via prudenziale, infatti, l'obiettivo di crescita della spesa netta per il 2028 è fissato a un livello inferiore rispetto al limite massimo di crescita del Piano (1,6 per cento).

Il contenuto aumento del deficit rispetto allo scenario tendenziale consegue al finanziamento di specifiche misure di natura temporanea (cd. *one-off*), quindi escluse dal calcolo dell'indicatore.

L'impatto della manovra si dispiegherà anche attraverso una rimodulazione delle differenti voci e componenti della spesa. In particolare, con la manovra si darà luogo a una ricomposizione del prelievo fiscale riducendo l'incidenza del carico sui redditi da lavoro e si garantirà un ulteriore rifinanziamento del fondo sanitario nazionale. Inoltre, al fine di dare continuità agli interventi approvati dal Governo, saranno previste specifiche misure volte a stimolare gli investimenti delle imprese e a garantirne la competitività. Inoltre, verranno preservati gli investimenti pubblici finanziati con risorse nazionali, i quali sono attesi mantenersi su un livello medio pari al 3,4 per cento del PIL, al di sopra di quello riferito agli anni del PNRRSi procederà, infine, nel percorso di incremento delle misure a sostegno della natalità e della conciliazione vita-lavoro.

Tenuto conto che la manovra dello scorso anno ha reso strutturali fondamentali misure quali quelle relative alla riduzione del carico fiscale sui redditi da lavoro, le missioni internazionali, il rinnovo dei contratti pubblici e ha finanziato, in misura rilevante, il livello del finanziamento del fondo sanitario nazionale e ha previsto la costituzione di fondi per gli investimenti e per la ricostruzione, la manovra 2026-2028 finanzia interventi per un ammontare medio annuo di circa 0,7 punti percentuali di PIL. Concorrerà al finanziamento della manovra una combinazione di misure dal lato delle entrate e, per circa il 60 per cento, di interventi sulla spesa; questi ultimi tengono conto dell'andamento del monitoraggio e dei relativi cronoprogrammi di spesa.

⁷⁸ Si rimanda al prossimo Documento programmatico di bilancio per maggiori dettagli.

TAVOLA II.1.6 QUADRO PROGRAMMATICO DI FINANZA PUBBLICA

	2024		2025	2026	2027	2028
	Livello (1)	% del PIL		% del PIL		
Componenti delle entrate						
1.Imposte indirette	309.123	14,1	14,1			
2.Imposte dirette	343.466	15,6	15,1			
3.Contributi sociali	279.705	12,7	13,5			
4.Altre entrate correnti	95.731	4,4	4,5			
5.Imposte in c/capitale	1.822	0,1	0,1			
6.Altre entrate in c/capitale	5.371	0,2	0,3			
7.Totale entrate (=1+2+3+4+5+6)	1.035.217	47,1	47,6			
8.di cui trasferimenti UE (entrate di competenza, non di cassa)	8.600	0,4	0,5			
9.Totale entrate diverse dai trasferimenti UE (=7-8)	1.026.617	46,7	47,0			
10.p.m. misure dal lato delle entrate (incrementi, escluse le misure finanziate dall'UE)	-11.637	-0,5	0,6			
10b misure di riduzione di entrate finanziate da fondi UE (livelli)	-	0,0	0,0			
11.p.m. entrate una tantum incluse nelle previsioni (livelli, escluse le misure finanziate dall'UE)	4.437	0,2	0,1			
Componenti della spesa						
12.Redditi da lavoro dipendente	197.169	9,0	8,9			
13.Consumi intermedi	128.351	5,5	5,3			
14.Spesa per interessi	85.621	3,9	3,9	3,9	4,1	4,3
15.Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	445.739	20,3	20,4			
16.Prestazioni sociali in natura	51.055	2,3	2,4			
17.Sussidi	36.627	1,7	1,5			
18.Altre spese correnti	47.286	2,1	2,2			
19.Investimenti fissi lordi	78.345	3,6	3,7			
20.Di cui: investimenti pubblici finanziati a livello nazionale	75.427	3,4	3,5	3,3	3,6	3,4
21.Trasferimenti in c/capitale	37.631	1,7	1,7			
22.Altre spese in conto capitale	1.330	1,7	1,7			
23.Totale spesa (=12+13+14+15+16+17+18+19+21+22)	1.109.154	50,4	50,6			
24.di cui: Spese finanziate da trasferimenti dall'UE (=8-10b)	8.600	0,4	0,5			
25.Spesa finanziata a livello nazionale (=23-24)	1.100.554	50,0	50,1			
26.p.m. Cofinanziamento nazionale dei programmi finanziati dall'Unione	3.043	0,1	0,2			
27.p.m. Componente ciclica della spesa per sussidi di disoccupazione	-5.332	-0,2	-0,3			
28.p.m. Spese una tantum incluse nelle proiezioni (livelli, escluse le misure finanziate dall'UE)	656	0,0	0,0			
29.Spesa netta finanziata a livello nazionale (al lordo delle misure dal lato delle entrate) (=25-26-27-28-14)	1.016.567	46,2	46,2			

TAVOLA II.1.6 (SEGUE): QUADRO PROGRAMMATICO DI FINANZA PUBBLICA

	2024	2025	2026	2027	2028	
	Livello (1)	% del PIL	% del PIL			
Spesa netta finanziata a livello nazionale						
30.Crescita della spesa netta finanziata a livello nazionale		-2,0	1,3	1,6	1,9	1,6
Finanza pubblica						
31.Indebitamento netto (=7-23)	-73.937	-3,4	-3,0	-2,8	-2,6	-2,3
32.Saldo primario (=31+14)	11.684	0,5	0,9	1,2	1,5	1,9
Aggiustamento per il ciclo						
33.Saldo strutturale		-4,1	-3,4	-2,9	-2,8	-2,6
34.Saldo primario strutturale		-0,2	0,5	1,1	1,4	1,7
Debito pubblico						
35.Debito lordo (2)	2.966.915	134,9	136,2	137,4	137,3	136,4
36.Variazione rispetto all'anno precedente	98.505	1,0	1,3	1,3	-0,2	-0,9
37.Contributi alla variazione del debito pubblico:						
38.Saldo primario (=32)		-0,5	-0,9	-1,2	-1,5	-1,9
39.Effetto snow-ball, di cui componente per:		0,4	0,3	0,3	0,7	0,6
40.Spesa per Interessi (=14)		3,9	3,9	3,9	4,1	4,3
41.Crescita reale		-0,9	-0,6	-0,9	-1,1	-1,3
42.Deflatore del PIL		-2,5	-3,0	-2,7	-2,3	-2,4
43.Aggiustamento stock-flussi (=36-38-39)		1,1	1,9	2,2	0,6	0,5
44.p.m. Tasso di interesse implicito sul debito (%)		3,0	3,0	3,0	3,1	3,2

(1) Milioni di euro.

(2) Al lordo delle quote di pertinenza dell'Italia dei prestiti a Stati membri dell'UEM, bilaterali o attraverso l'EFSF, e del contributo al capitale dell'ESM. Per il 2024 è riportato il livello aggiornato da Banca d'Italia e trasmesso a Eurostat con la consueta notifica, che sarà pubblicato nel prossimo Bollettino statistico Finanza pubblica, fabbisogno e debito del 15 ottobre 2025.

Fonte: Istat e Banca d'Italia. Per il 2025, previsioni dello scenario tendenziale a legislazione vigente.

Nota: Eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

Si fa presente, infine, che in base ai risultati delle simulazioni DSA aggiornate, il limite di spesa netta medio di 1,5 per cento stabilito nel Piano risulta robusto all'aggiornamento delle ipotesi macroeconomiche e fiscali per l'anno in corso, e continuerebbe ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche di medio periodo. Il *focus* 'Verifica della robustezza della traiettoria di spesa all'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche e finanziarie' incluso nel paragrafo successivo contiene maggiori dettagli.

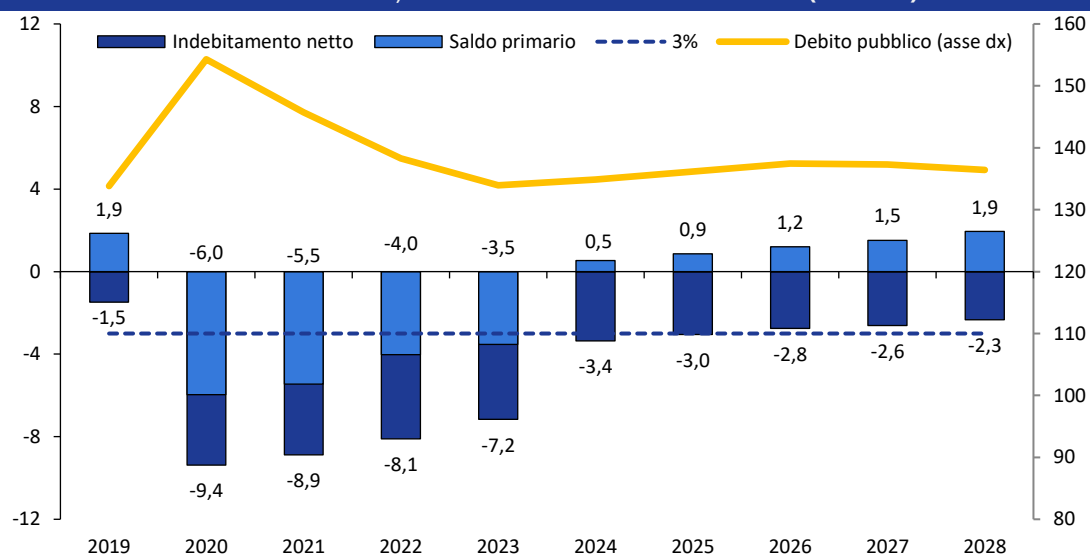
Sentiero programmatico del *deficit* e del debito

Il rispetto degli obiettivi di crescita della spesa netta fissati nel Piano consente di confermare il rientro dell'indebitamento netto sotto la soglia del 3 per cento del PIL nel 2026. La previsione si colloca al 2,8 per cento del PIL, con una variazione in aumento di appena 0,04 punti percentuali rispetto allo scenario tendenziale.

Anche per il biennio 2027-2028 la previsione nello scenario programmatico, coerente con il sentiero obiettivo di spesa netta, conferma la tendenza di fondo dello scenario a legislazione vigente. Lo stanziamento delle risorse che si rendono disponibili dai margini rispetto alla traiettoria obiettivo di spesa netta, utilizzate per finanziare i prossimi interventi di politica economica, comporta una moderata

riduzione dell'avanzo primario in rapporto al PIL rispetto allo scenario tendenziale, di circa 0,3 punti percentuali l'anno nel 2027 e 2028. L'avanzo continuerà il progressivo rafforzamento fino all'1,9 per cento del PIL nel 2028, favorendo la prosecuzione del percorso in graduale discesa dell'indebitamento netto, atteso al 2,3 per cento del PIL nel 2028, in linea con quanto previsto nel Piano e ben al di sotto della soglia del 3 per cento.

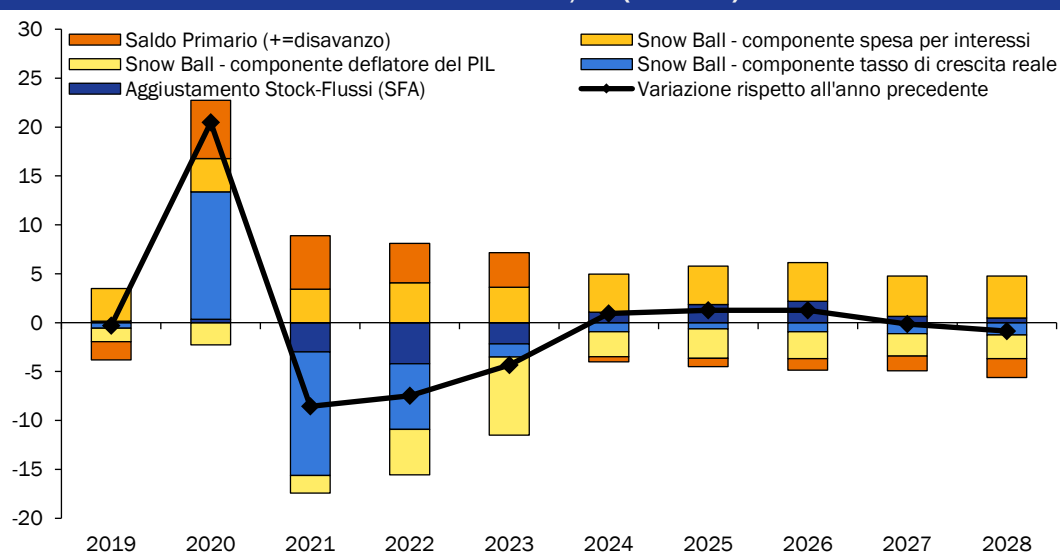
FIGURA II.1.2 INDEBITAMENTO NETTO, SALDO PRIMARIO E DEBITO DELLA PA (% del PIL)



Fonte: Istat e Banca d'Italia. Dal 2025, previsioni dello scenario programmatico.

Il maggior *deficit* programmatico implica anche un lieve incremento, rispetto allo scenario a legislazione vigente, del profilo del rapporto debito/PIL, che si prevede raggiungere un livello pari al 136,4 per cento a fine periodo, lo stesso livello previsto nel Piano. La dinamica conserva quindi la tendenza di fondo, confermando il ritorno del rapporto su un percorso in riduzione dopo il 2026.

FIGURA II.1.3 DETERMINANTI DEL RAPPORTO DEBITO/PIL (% DEL PIL)



Fonte: Istat e Banca d'Italia. Dal 2025, previsioni dello scenario programmatico.

TAVOLA II.1.7 DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE PER SOTTOSETTORE (milioni e % del PIL) (1)

		2024	2025	2026	2027	2028
Livello al lordo dei sostegni finanziari Area Euro (2)						
Amministrazioni pubbliche	2.869.938	2.966.915	3.077.920	3.192.696		3.270.112
<i>in % del PIL</i>	133,9	134,9	136,2	137,4		137,3
Amministrazioni centrali (3)	2.803.748	2.904.930	3.017.455	3.134.300		3.213.510
Amministrazioni locali (3)	112.408	109.391	107.871	105.802		104.008
Enti di previdenza e assistenza (3)	134	89	89	89		89
Livello al netto dei sostegni finanziari Area Euro (2)						
Amministrazioni pubbliche	2.812.613	2.911.124	3.023.699	3.139.965		3.220.111
<i>in % del PIL</i>	131,3	132,3	133,8	135,2		135,2
Amministrazioni centrali (3)	2.746.423	2.849.139	2.963.234	3.081.569		3.163.509
Amministrazioni locali (3)	112.408	109.391	107.871	105.802		104.008
Enti di previdenza e assistenza (3)	134	89	89	89		89

(1) Eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

(2) Al lordo ovvero al netto delle quote di pertinenza dell'Italia dei prestiti a Stati membri dell'UEM, bilaterali o attraverso l'EFSF, e del contributo al capitale dell'ESM. A tutto il 2024 l'ammontare di tali interventi è stato pari a circa 55,8 miliardi, di cui 41,5 miliardi per prestiti bilaterali e attraverso l'EFSF e 14,3 miliardi per il programma ESM (si veda Banca d'Italia, 'Bollettino statistico Finanza pubblica, fabbisogno e debito del 15 settembre 2025). Le stime tengono conto delle previsioni sui prestiti europei emessi sotto il programma NGEU. Si ipotizza una riduzione delle giacenze di liquidità del MEF rispetto al livello raggiunto a fine 2024. Inoltre, le stime tengono conto del piano di dismissione degli asset. Lo scenario dei tassi di interesse utilizzato per le stime si basa sulle curve governative italiana e tedesca nel periodo di compilazione del presente Documento. Per il 2024 è riportato il livello aggiornato da Banca d'Italia e trasmesso a Eurostat con la consueta notifica, che sarà pubblicato nel prossimo Bollettino statistico Finanza pubblica, fabbisogno e debito del 15 ottobre 2025.

(3) Al lordo delle passività nei confronti degli altri sotto settori.

TAVOLA II.1.8 SALDI DI CASSA (1)

	2024		2025	2026	2027	2028
	Livello (2)	% del PIL		% del PIL		
Saldo Settore pubblico	-121.781	-5,5	-5,5	-5,4	-4,4	-2,8
Amministrazioni centrali	-124.563	-5,7	-5,6	-5,4	-4,2	-2,6
Settore statale	-125.083	-5,7	-5,6	-5,4	-4,2	-2,6
Amministrazioni locali	2.773	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Enti di previdenza	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(1) La prima riga espone i valori programmatici, i restanti valori descrivono gli andamenti a legislazione vigente

(2) Valori in milioni.

Al di là delle misure previste nel quadro programmatico di finanza pubblica, si segnalano una serie di interventi di bilancio che si perfezioneranno nel corso dei prossimi mesi.

In primo luogo, si ricorda che sono in corso le interlocuzioni dell'Italia con la Commissione europea in merito all'approvazione del Piano nazionale Sociale per il Clima recentemente trasmesso alla Commissione europea. Maggiori dettagli sono inclusi nel *focus* dedicato nel prosieguo del paragrafo.

In secondo luogo, per quanto riguarda il rafforzamento della capacità di difesa comune, anche nell'ottica di favorire il rispetto entro il 2035 dei nuovi obiettivi stabiliti in ambito NATO⁷⁹, dettagli su diversi aspetti, tra cui il ricorso allo strumento finanziario europeo SAFE (*Security Action For Europe*) e alla clausola di salvaguardia generale, sono contenuti nel *focus* alla fine del paragrafo.

Il *focus* sottostante tratta invece il tema dell'aiuto pubblico allo sviluppo.

FOCUS

Aiuto Pubblico allo Sviluppo (APS)

Per la prima volta negli ultimi cinque anni, nel 2024 si è registrata una diminuzione del livello totale dell'Aiuto Pubblico allo Sviluppo (APS) da parte dei Paesi OCSE.

In tale contesto, l'Italia mostra una tendenza opposta, con una crescita dell'insieme dei flussi finanziari destinati allo sviluppo economico dei Paesi in via di sviluppo, passati dallo 0,27 per cento del Reddito Nazionale Lordo (RNL) del 2023, allo 0,29 per cento nel 2024.

Il Governo conferma l'intenzione di un allineamento pluriennale tendenziale dell'Italia agli *standard* internazionali in materia di APS, impegnandosi in un percorso di avvicinamento graduale all'obiettivo dello 0,7 per cento del RNL, in linea con quanto previsto dall'articolo 30 della legge n. 125 del 2014 e tenuto conto dei vincoli di bilancio. A tal fine, si riafferma l'importanza di promuovere il coordinamento delle politiche pubbliche nel settore della cooperazione internazionale, con l'obiettivo di migliorare la qualità e la coerenza dell'azione dell'Italia valorizzando, in particolare, gli strumenti previsti dalla legge n. 125 del 2014. Inoltre, anche nel quadro del Piano Mattei per l'Africa, nel decennio 2026-2035 l'Italia attuerà un programma di conversione delle scadenze debitorie dei Paesi africani, a fronte di interventi di sviluppo concordati bilateralmente.

FOCUS

Il Piano Sociale per il Clima e il risparmio energetico delle famiglie e delle microimprese vulnerabili

Al fine di dare conto di tutti gli interventi che saranno finanziati nell'ambito del periodo di riferimento del presente Documento, deve ricordarsi che l'Italia, nel rispetto delle scadenze previste, ha presentato alla Commissione il Piano Sociale per il Clima che, nell'ambito dei vincoli posti dalla normativa eurounitaria e dall'articolo 2, comma 2, del decreto-legge del 28 febbraio 2025, n. 19, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 aprile 2025, n. 60, ha individuato le azioni da finanziare per il raggiungimento delle finalità previste dal regolamento (UE) 2023/955, ossia sostenere la transizione verso la neutralità climatica, mitigando gli impatti sociali derivanti dall'introduzione della direttiva 2003/87/CE (ETS 2) ai settori edilizia e trasporti.

In particolare, il citato regolamento ha previsto l'istituzione del Fondo Sociale per il Clima con una dotazione pari a 65 miliardi complessivi per il periodo 2026-2032.

La quota di spettanza dell'Italia sarà pari a circa 7 miliardi, a cui si aggiunge il cofinanziamento nazionale di 2,3 miliardi, portando le risorse complessivamente disponibili a circa 9,3 miliardi.

Nei primi mesi del 2025 sono iniziati i lavori per la predisposizione della proposta di Piano, attraverso il confronto tra le amministrazioni interessate. È stata poi espletata la fase della consultazione pubblica coinvolgendo le autorità locali e regionali e le parti economiche e

sociali per acquisire informazioni sui temi della povertà energetica e della vulnerabilità di famiglie e microimprese, ai fini della definizione delle misure da inserire nel Piano.

In esito a tali attività e tenuto conto delle condizionalità previste dalla ricordata normativa di riferimento, le misure principali contemplate dal Piano riguardano:

- interventi volti a sostenere l'adeguamento energetico sugli immobili dell'edilizia residenziale pubblica al fine di migliorare le prestazioni energetiche degli edifici e ridurre i consumi energetici delle famiglie locatarie, che vivono in condizioni di vulnerabilità, nonché la riqualificazione energetica e l'efficientamento degli edifici e delle unità immobiliari di proprietà di microimprese vulnerabili;
- investimenti in materia di mobilità, prevedendo anche l'istituzione di un conto mobilità dedicato agli utenti sulla base di un indice di vulnerabilità per accedere ai servizi di trasporto pubblico;
- il rafforzamento del bonus sociale gas per i clienti domestici in stato di disagio economico e per le famiglie numerose.

Allo stato è in corso la valutazione da parte dei competenti organi europei, che si dovrebbe concludere con l'approvazione finale del Piano da parte della Commissione entro il corrente anno.

FOCUS

Programmazione delle spese per difesa e obiettivi NATO

Come già descritto nel *focus* incluso nel Documento di finanza pubblica⁸⁰ di aprile, l'evoluzione del contesto geopolitico ha evidenziato la necessità di rafforzare la capacità di difesa dei Paesi NATO, richiedendo, pertanto, aumenti nella spesa in difesa superiori alla crescita del PIL nominale.

Infatti, come conseguenza del conflitto in Ucraina, si è deciso in ambito NATO di aumentare la capacità di difesa europea, aggiornando e potenziando gradualmente, entro il 2034, gli assetti militari.

Durante il *Summit* della NATO, tenutosi all'Aja nel giugno 2025, i Capi di Stato e di Governo dei Paesi aderenti si sono impegnati a portare l'incidenza della spesa in difesa al 5 per cento del PIL, di cui il 3,5 per cento per spese strettamente legate alla difesa e il restante 1,5 per cento relativo a misure per la sicurezza intese con un'accezione più ampia e che potrebbe includere anche infrastrutture critiche, la preparazione e difesa civile, l'innovazione e il rafforzamento della base industriale. Con riferimento al 3,5 per cento, tale soglia corrisponde alla stima del fabbisogno finanziario necessario a potenziare le capacità difensive convenute (*capability targets*). Va sottolineato, tuttavia, che mediante l'adozione di strategie di razionalizzazione e ottimizzazione della spesa, potrebbe essere possibile conseguire le capacità assegnate a ciascun Paese con un minore esborso.

Per quanto riguarda l'Italia, la spesa per la difesa, utilizzando i criteri contabili definiti in ambito NATO, che inglobano anche principi di natura amministrativa, si prevede raggiunga il 2 per cento del PIL già nell'anno in corso.

La strategia NATO è stata declinata anche nell'ambito dell'UE. In primo luogo, attraverso la Comunicazione '*Accommodating increased defence expenditure within the Stability and Growth Pact*'⁸¹, la Commissione ha proposto di attivare la clausola di salvaguardia generale

⁸⁰ Si veda il *focus* 'Il rafforzamento della capacità di difesa: la strategia di finanziamento europea e questioni contabili legate alle metodologie NATO e SEC 2010', pag. 57, Documento di finanza pubblica.

⁸¹ https://defence-industry-space.ec.europa.eu/document/download/a57304ce-1a98-4a2c-aed5-36485884f1a0_en?filename=Communication-on-the-national-escape-clause.pdf.

di cui all'art. 25 del Regolamento UE n. 1263/2024 per concedere agli Stati membri la possibilità di deviare dalla traiettoria della spesa (fino al 2028) per le spese militari aggiuntive⁸². Inoltre, è stato istituito, ai sensi dell'articolo 122 del TFUE, il nuovo strumento finanziario SAFE (*Security Action for Europe*) per sostenere gli investimenti degli Stati membri nel settore della difesa sulla base di piani d'investimento nazionali. La Commissione emetterà obbligazioni sui mercati finanziari per raccogliere le risorse che saranno assegnate agli Stati membri sotto forma di prestiti garantiti dal bilancio europeo, a lunga scadenza e a condizioni competitive. L'importo massimo dei finanziamenti è di 150 miliardi ed è vincolato a gare d'appalto comuni che coinvolgano uno Stato membro e almeno un altro Stato membro, un Paese dello Spazio Economico Europeo (SEE) dell'EFTA o l'Ucraina⁸³. L'obiettivo è favorire gli acquisti comuni e le *partnership* – anche industriali – con particolare attenzione alle capacità prioritarie.

L'Italia ha espresso entro i termini stabiliti (29 luglio) l'interesse a fare ricorso allo strumento finanziario europeo SAFE (*Security Action For Europe*). La Commissione europea, nella Comunicazione dello scorso 9 settembre, basandosi sulle richieste ricevute da 19 Stati membri, ha assegnato all'Italia un importo complessivo pari a 14,9 miliardi. Entro la scadenza del 30 novembre, dovrà essere inviata alla Commissione la richiesta formale di prestiti accompagnata da un Piano dettagliato con i programmi da finanziare, se possibile mediante commesse condivise con altri Stati membri o Paesi terzi interessati a sviluppare una strategia di difesa in collaborazione con l'Unione europea. In base al Piano presentato, la Commissione deciderà in via definitiva sull'allocazione dei prestiti richiesti.

La Presidenza del Consiglio, congiuntamente con i ministeri competenti, sta lavorando intensamente, in contatto con il settore industriale nazionale, per presentare dei programmi che, rispettando i requisiti richiesti, consentano un aumento della capacità produttiva (anche attraverso *partnership* strategiche con altri Paesi europei) e dell'occupazione nazionale, che si collochino alla frontiera della tecnologia (con possibili ricadute positive sull'industria civile) e che – laddove possibile – possano avere applicazioni *dual use*, favorendone al contempo le esportazioni. La Commissione europea vaglierà tali programmi comunicando entro il 31 dicembre la loro accettazione.

In considerazione dei tempi richiesti per l'elaborazione della strategia e l'espletamento della procedura, non si ritiene possibile riuscire a definire puntuali programmi di spesa già nella prossima legge di bilancio, né una precisa allocazione di risorse sia in termini di stanziamenti sia in termini di flussi di cassa sottostanti i pagamenti.

Tuttavia, sulla base dell'impegno intrapreso, si prospetta che l'incremento della spesa in difesa sarà graduale e si può ritenere che la sua incidenza sul PIL possa crescere fino a circa 0,5 punti percentuali entro la fine del triennio coperto dalla legge di bilancio. È bene sottolineare che le decisioni in materia dovranno essere ben ponderate, evitando brusche accelerazioni della spesa, considerando i necessari tempi di adeguamento della capacità produttiva: un'eventuale 'corsa agli acquisti' da parte dell'Italia e degli altri Paesi europei rischierebbe di generare soltanto un aumento dei prezzi, delle importazioni e della dipendenza verso altri Paesi.

⁸² Come precisato nella Comunicazione della Commissione '*Accommodating increased defence expenditure within the Stability and Growth Pact*' dello scorso 19 marzo, le spese finanziate attraverso lo strumento SAFE possono automaticamente beneficiare della clausola di salvaguardia nazionale, che la Commissione ha per il momento proposto di attivare per il periodo tra il 2025 e il 2028, rendendo l'attivazione della clausola una valida possibilità una volta che sia stato deliberato il ricorso a SAFE.

⁸³ Si veda https://italy.representation.ec.europa.eu/notizie-ed-eventi/notizie/la-commissione-annuncia-uno-stanziamento-provisorio-di-150-miliardi-di-euro-nellambito-di-safe-2025-09-09_it.

Ciononostante, il Governo si impegna in tempi rapidi, presumibilmente all'inizio del prossimo esercizio finanziario, a sottoporre al Parlamento la descrizione della pianificazione della spesa militare aggiuntiva, effettuando anche una stima delle sue ricadute sull'economia. È, infatti, possibile che tale spesa abbia un effetto positivo sulla crescita del PIL, mitigandone l'aggravio sulla finanza pubblica.

Secondo una proiezione realistica, la spesa in rapporto al PIL salirebbe di 0,15 punti percentuali all'anno nel 2026 e nel 2027 e di 0,2 pp nel 2028. Tale incremento, *ceteris paribus*, potrebbe condurre la crescita dell'indicatore di spesa netta al di sopra della traiettoria obiettivo, fissata nel Piano e raccomandata dal Consiglio, comportando la necessità da parte del Governo italiano di richiedere l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale (*National Escape Clause*, NEC). Di conseguenza, la decisione sull'eventuale attivazione della NEC è rimandata a una fase successiva al perfezionamento del programma SAFE, in cui se ne valuterà l'effettiva necessità, tenuto anche conto dell'obiettivo di uscire dalla Procedura per Disavanzi Eccessivi.

Ad ogni buon conto, il Governo riafferma l'impegno a mantenere il *deficit* al disotto del 3 per cento del PIL nel medio termine. Inoltre, lo sviluppo delle capacità di difesa e sicurezza non comporterà riduzioni delle voci di spesa più orientate alla crescita e al benessere economico e sociale degli italiani, come il sostegno alle famiglie e la sanità.

Aggiornamento dei saldi strutturali programmatici

Come già chiarito nei paragrafi precedenti, in base alle stime di consuntivo rilasciate dall'Istat il 22 settembre, nel 2024 è stato conseguito un avanzo primario di circa lo 0,5 per cento del PIL, a fronte dell'avanzo di circa 0,4 per cento stimato su base preliminare in aprile⁸⁴. Il risultato non è sufficiente a raggiungere un avanzo primario anche in termini strutturali, ma implica una lieve riduzione della stima del *deficit* primario strutturale da -0,3 per cento a -0,2 per cento del PIL⁸⁵.

Nel 2024, si stima un marcato miglioramento del saldo primario strutturale rispetto al 2023, pari a circa 4,5 punti percentuali (contro i circa 4,0 punti percentuali attesi nel Piano). La variazione del saldo strutturale complessivo risulta leggermente meno ampia, e pari a 4,3 punti percentuali del PIL, a causa dell'aumento degli interessi passivi di circa 0,3 punti percentuali sul PIL.

La tendenza al miglioramento dei saldi strutturali è confermata anche negli anni seguenti. Nel 2025 il miglioramento del saldo primario strutturale sarebbe sostanziale (pari a circa 0,7 punti percentuali del PIL) e consentirebbe di passare da una situazione di *deficit* del 2024 a un avanzo primario strutturale pari a circa 0,5 per cento del PIL.

Nell'intero periodo 2025-2028 la correzione media del saldo primario strutturale risulta allineata a quella programmata nel Piano (pari a 0,5 punti percentuali) ed è

⁸⁴ Nel Piano strutturale di bilancio di medio termine e nel DPB 2025 era previsto un lieve avanzo di circa lo 0,1 per cento del PIL nel 2024.

⁸⁵ Nel Piano strutturale di bilancio di medio termine e nel DPB 2025 era previsto un *deficit* primario strutturale di circa lo 0,5 per cento del PIL nel 2024. I saldi strutturali sono calcolati considerando le stime di crescita potenziale elaborate utilizzando la metodologia comune concordata dai Paesi membri (EUCAM) nel *Potential Output Working Group* del CPE. Nell'aggiornamento effettuato in questo Documento le stime considerano le previsioni del quadro macroeconomico fino al 2026 in analogia a quanto fatto dalla Commissione europea nelle *Autumn Forecast 2024*.

da ritenersi congrua anche in considerazione del fatto che parte della correzione programmata si è già verificata nel 2024 (per un valore pari a 0,5 punti percentuali).

Nel 2028, per effetto dell'aggiustamento previsto, l'avanzo primario strutturale raggiungerebbe un livello pari a 1,7 per cento del PIL, a fronte di 1,6 per cento del PIL previsto nel Piano. In ogni caso, come già chiarito nel paragrafo precedente, giova ricordare che le nuove regole di *governance* economica europea non richiedono la verifica *ex post* delle correzioni strutturali di bilancio programmate negli anni del Piano, ma solamente il rispetto dei limiti massimi di crescita per la spesa netta.

Similmente al risultato del 2024, anche lungo l'intero orizzonte di previsione la correzione annua del saldo strutturale sarebbe più bassa rispetto a quella del saldo primario strutturale, per effetto dell'aumento atteso della spesa per interessi in rapporto al PIL, ma ragguardevole e pari a 0,4 punti percentuali del PIL in media nel periodo 2025-2028⁸⁶.

Concludendo, nel suo insieme il quadro di finanza pubblica programmatico assicurerebbe una correzione dei saldi strutturali di bilancio congrua e in linea con il percorso di aggiustamento previsto nel Piano.

TAVOLA II.1.9 LA FINANZA PUBBLICA CORRETTA PER IL CICLO (% DEL PIL)

	2024	2025	2026	2027	2028
1. Tasso di crescita del PIL a prezzi costanti	0,7	0,5	0,7	0,8	0,9
2. Indebitamento netto	-3,4	-3,0	-2,8	-2,6	-2,3
3. Interessi passivi	3,9	3,9	3,9	4,1	4,3
4. Misure una tantum (2)	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1
di cui: <i>Misure di entrata</i>	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
<i>Misure di spesa</i>	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
5. Tasso di crescita del PIL potenziale	1,3	1,0	0,9	0,8	0,6
Contributi dei fattori alla crescita potenziale:					
<i>Lavoro</i>	1,0	0,7	0,6	0,4	0,3
<i>Capitale</i>	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
<i>Produttività Totale dei Fattori</i>	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0
6. <i>Output gap</i>	1,1	0,5	0,3	0,3	0,6
7. Componente ciclica del saldo di bilancio	0,6	0,3	0,1	0,2	0,3
8. Saldo di bilancio corretto per il ciclo	-4,0	-3,3	-2,9	-2,8	-2,7
9. Saldo primario corretto per il ciclo	-0,1	0,6	1,1	1,4	1,6
10. Saldo di bilancio strutturale (3)	-4,1	-3,4	-2,9	-2,8	-2,6
11. Saldo primario strutturale (3)	-0,2	0,5	1,1	1,4	1,7
12. Variazione saldo di bilancio strutturale	4,3	0,7	0,6	0,1	0,2
13. Variazione saldo primario strutturale	4,5	0,7	0,6	0,3	0,3

(1) Gli arrotondamenti alla prima cifra decimale possono determinare incongruenze tra i valori presentati nella tavola.

(2) Il segno positivo indica misure una tantum a riduzione del *deficit*.

(3) Corretto per il ciclo al netto delle misure una tantum e altre misure temporanee.

⁸⁶ I livelli e le variazioni dei saldi strutturali tengono conto del profilo aggiornato dell'*output gap*, che rimarrebbe positivo lungo tutto l'orizzonte di previsione, e si collocherebbe su un livello pari a circa 1,1 per cento nel 2024 e a 0,4 per cento del PIL in media nel periodo 2025-2028, suggerendo la presenza di condizioni cicliche normali, secondo l'accezione tradizionalmente utilizzata nella matrice degli aggiustamenti di bilancio in vigore prima dell'ultima riforma del PSC. Conseguentemente, la componente ciclica del saldo di bilancio sarebbe anch'essa positiva e comporterebbe un livello dei saldi strutturali peggiore rispetto ai corrispondenti espressi in termini nominali. Rispetto a quanto presentato nel DFP di aprile, la crescita potenziale nel quadriennio 2025-2028 risulta lievemente più elevata, per effetto combinato della revisione storica per il 2023 emersa con il rilascio dei conti nazionali di settembre e della revisione al ribasso della crescita reale nello stesso orizzonte.

II.2 COERENZA DEL QUADRO DI FINANZA PUBBLICA CON LA PROCEDURA PER DISAVANZI ECCESSIVI

In occasione della pubblicazione del Pacchetto di primavera, avvenuta nel mese di giugno, la Commissione ha valutato la conformità del tasso di crescita della spesa netta nel 2025 (e in maniera cumulata nel periodo 2024-2025) con quello raccomandato dal Consiglio ai fini del rispetto delle regole poste dal braccio preventivo. Inoltre, per gli Stati membri soggetti a una Procedura per i Disavanzi Eccessivi (PDE), la Commissione ha valutato il seguito dato alle raccomandazioni del Consiglio nell'ambito della procedura stessa.

La procedura PDE è stata formalmente attivata per l'Italia il 26 luglio 2024, a seguito della valutazione circa l'esistenza di un *deficit* eccessivo⁸⁷.

Il percorso correttivo rilevante per la procedura PDE è stato adottato dal Consiglio contestualmente all'approvazione del Piano, avvenuta il 21 gennaio 2025. I tassi di crescita della spesa netta raccomandati all'Italia per porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo coincidono con quelli raccomandati per gli anni 2025 e 2026 ai fini delle regole del braccio preventivo. Il Consiglio ha raccomandato all'Italia di porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo entro il 2026.

In tale raccomandazione, il Consiglio aveva fissato al 30 aprile 2025 il termine affinché il Governo italiano adottasse programmi, o misure discrezionali di bilancio efficaci (*effective actions*) volte a porre fine in modo duraturo all'eccesso di *deficit*, rispettando gli obiettivi di crescita della spesa netta indicati nella raccomandazione. Al fine di ridurre l'onere a carico dei Paesi, la Commissione ha consentito che l'informativa richiesta nell'ambito della procedura PDE⁸⁸ fosse integrata nella Relazione annuale sui progressi compiuti di aprile.

Coerentemente alla logica alla base del nuovo *framework* europeo, la valutazione delle azioni efficaci è basata esclusivamente sulla conformità dei tassi di crescita della spesa netta rispetto al percorso correttivo stabilito nella raccomandazione PDE, in quanto tale indicatore rappresenta l'indicatore operativo unico da considerare anche ai fini del monitoraggio in questo contesto.

Come già illustrato nella Relazione sui progressi compiuti nel 2024 di aprile, nel caso in cui un Paese membro rispettasse il percorso di crescita della spesa netta raccomandato ai fini della procedura PDE, la Commissione europea riterrebbe che lo stesso abbia adottato azioni efficaci, indipendentemente dall'andamento del *deficit* nominale, del saldo strutturale o del debito pubblico. Al contrario, se la crescita della spesa netta si discostasse dal percorso correttivo, oltrepassando i limiti massimi di crescita consentiti, allora la Commissione effettuerebbe una valutazione complessiva, in cui si terrebbe conto della dimensione della deviazione, dei fattori rilevanti e delle circostanze eccezionali, ove applicabili. Anche nel nuovo *framework*, tuttavia, la chiusura della PDE è vincolata al raggiungimento (verificato *ex-post*) di un valore del deficit non superiore al 3% del PIL, indipendentemente

⁸⁷ [Decisione \(UE\) 2024/2124 del Consiglio, del 26 luglio 2024, sull'esistenza di un disavanzo eccessivo in Italia.](#)

⁸⁸ Le regole del braccio correttivo del Patto di Stabilità e Crescita prevedono che i Paesi trasmettano alla Commissione delle informative sulle azioni efficaci con cadenza semestrale per consentire un monitoraggio rafforzato dei conti pubblici.

dalla positiva valutazione dell'efficacia delle azioni adottate: ciò implica che l'evoluzione del ciclo economico continua ad avere un ruolo rilevante nella programmazione degli obiettivi di finanza pubblica per i Paesi in PDE. La strategia di finanza pubblica delineata in questo documento tiene in adeguata considerazione questo ulteriore vincolo.

Nella valutazione sulle azioni efficaci la Commissione ha considerato le informazioni sulle misure di finanza pubblica indicate nella Relazione sui progressi compiuti nel 2024 di aprile. La valutazione ha riguardato esclusivamente il primo anno del percorso di aggiustamento di bilancio, il 2025, per il quale, si ricorda, è raccomandato un tasso di crescita massimo annuo di 1,3 per cento e una riduzione cumulata di -0,7 per cento sul periodo 2024-2025⁸⁹.

L'esito della valutazione è stato positivo⁹⁰, avvalorando quanto si prefigurava già nella Relazione di aprile in virtù dell'aggiornamento dello scenario tendenziale a legislazione vigente e delle simulazioni condotte sulla sostenibilità del debito.

Secondo le previsioni di primavera 2025 della Commissione, infatti, la spesa netta in Italia è stimata ridursi del -2,2 per cento nel 2024 sulla base delle stime preliminari notificate a Eurostat a fine marzo, e crescere dell'1,2 per cento nel 2025. Lo stesso indicatore è previsto diminuire cumulativamente dell'1,0 per cento nel 2024 e 2025. È utile notare, inoltre, che nelle previsioni di primavera 2025 si prevede che l'indebitamento netto scenda al di sotto della soglia del 3 per cento nel 2026 (2,9 per cento del PIL).

Poiché per il 2025 il tasso di crescita della spesa netta previsto dalla Commissione è previsto essere inferiore al tasso massimo stabilito dal percorso correttivo, sia su base annua sia considerando cumulativamente gli anni 2024-2025, il Consiglio ha concluso che la procedura per disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia fosse 'sospesa', a indicare che non vi sarebbe stata un'*escalation* della procedura⁹¹.

Il giudizio positivo della Commissione e del Consiglio sulle azioni efficaci attuate dal nostro Paese conferma che le misure incluse nella precedente manovra di bilancio per il triennio 2025-2027 sono state efficaci nel conseguire gli obiettivi che il Governo italiano si era prefissato.

Nella raccomandazione del 21 gennaio 2025 rivolta all'Italia, il Consiglio ha precisato l'obbligo di riferire sui progressi compiuti nell'attuazione della raccomandazione per la procedura almeno ogni sei mesi fino alla correzione del disavanzo eccessivo. A tal fine, in linea con quanto illustrato nei paragrafi precedenti, si evidenzia che le previsioni dello scenario programmatico rispettano i tassi di crescita della spesa netta raccomandati ai fini della procedura PDE per il 2025 e 2026, in termini sia annuali sia cumulati, e che risulta confermata la

⁸⁹ La crescita cumulata è calcolata applicando il tasso annuo di 1,3 per cento alla crescita cumulata dell'anno precedente, pari a -1,9 per cento come previsto nel Piano.

⁹⁰ Raccomandazione del Consiglio sulle politiche economiche, sociali, occupazionali, strutturali e di bilancio dell'Italia, 1° luglio 2025.

⁹¹ L'*iter* previsto nella procedura PDE prevede che se, entro il termine stabilito, non sono state adottate misure efficaci o lo Stato membro non si conforma alla raccomandazione, il Consiglio possa imporre sanzioni, tra cui, per gli Stati membri dell'area euro, un'ammenda fino allo 0,05 per cento del PIL dell'anno precedente.

riduzione dell'indebitamento in rapporto al PIL al di sotto del 3 per cento nel 2026 (2,8 per cento)⁹².

II.3 SENSITIVITÀ E SOSTENIBILITÀ DELLE FINANZE PUBBLICHE

Il presente paragrafo presenta alcune analisi di sensitività e sostenibilità della finanza pubblica rispetto a scenari di breve e medio periodo, utilizzando lo scenario programmatico come *baseline*.

Nel primo sottoparagrafo, relativo al breve periodo, sono illustrati gli effetti sui principali aggregati di finanza pubblica e sul rapporto debito/PIL nel prossimo triennio, derivanti da *shock* macroeconomici corrispondenti agli scenari di rischio presentati nel capitolo I.

Il secondo sottoparagrafo contiene alcune proiezioni di medio periodo del debito pubblico svolte utilizzando l'analisi di sostenibilità del debito (*Debt Sustainability Analysis*, DSA), ovvero la metodologia *standard* utilizzata dalla Commissione europea per applicare le nuove regole di bilancio europee del Patto di Stabilità e Crescita. A differenza degli esercizi di simulazione effettuati in occasione dei documenti precedenti, che partivano dal 2024, le proiezioni DSA qui presentate sono state ottenute considerando il 2025 come anno di riferimento. Le previsioni di crescita e di finanza pubblica dello scenario programmatico sono utilizzate fino al 2026. Negli anni successivi, invece, si considerano, in coerenza con l'approccio *standard* adottato a livello europeo, le proiezioni macroeconomiche e finanziarie ottenute con l'approccio utilizzato dalla Commissione per individuare la traiettoria di riferimento della spesa primaria netta⁹³.

II.3.1 Analisi di sensitività del debito pubblico nel breve periodo

In questo paragrafo è presentata un'analisi di sensitività di breve periodo - fino al 2028 - delle principali variabili di finanza pubblica, incluso il rapporto debito/PIL. Sono considerati degli scenari di rischio in cui gli *shock* macroeconomici si riflettono sull'andamento della finanza pubblica secondo ipotesi *standard* di sensitività⁹⁴.

Lo scenario di riferimento (o *baseline*) coincide con il quadro macroeconomico e di finanza pubblica programmatico illustrato nei capitoli precedenti. L'analisi di sensitività è finalizzata a delineare il percorso dei saldi di bilancio e la dinamica del rapporto debito/PIL ipotizzando due scenari alternativi sfavorevoli basati sui contenuti del *focus* 'Un'analisi di rischio (o di sensibilità) sulle variabili esogene' del Capitolo I.

Lo scenario di 'rischio commercio mondiale' coincide con il primo scenario presentato nel *focus* sopra citato e prefigura un andamento più debole del commercio mondiale pesato per l'Italia nella fase iniziale dell'orizzonte di

⁹² Informativa sulle azioni efficaci intraprese dal Governo italiano (ex art. 3 c. 5 del Regolamento n. 1467/97).

⁹³ La metodologia è illustrata nel *Debt Sustainability Report* 2023.

⁹⁴ Si veda l'allegato alla sezione II del Documento di Finanza pubblica 2025 contenente la Nota Metodologica sui criteri di formulazione delle previsioni tendenziali.