

## Sommario\*

*L'anno scorso è stato caratterizzato dal record del riscaldamento globale, oltre che dalle forti tensioni geopolitiche. L'Amministrazione degli Stati Uniti prospetta una nuova fase di politiche protezionistiche, i cui effetti avversi potrebbero essere considerevoli. I diversi fattori d'incertezza del quadro internazionale incidono sulla volatilità dei mercati valutari e delle materie prime. Il Fondo monetario internazionale (FMI) proietta per il biennio 2025-26 un'espansione del PIL e del commercio mondiale in linea con i ritmi moderati del 2024; quest'anno l'inflazione globale si ridurrebbe ancora, per cui dovrebbe proseguire la fase di allentamento monetario delle principali banche centrali.*

*L'economia italiana l'anno scorso è cresciuta moderatamente, con una dinamica congiunturale del PIL trimestrale in media di circa un decimo di punto percentuale. In estate si è avviata una fase di stasi, proseguita nello scorcio finale del 2024. Nel trimestre scorso la domanda estera netta ha ripreso a contribuire positivamente al PIL mentre la domanda interna al lordo delle scorte si è ridotta; dal lato dell'offerta l'insieme dell'industria e delle costruzioni è cresciuto, mentre il settore terziario ha subito l'unica battuta d'arresto dell'anno. Nel complesso del 2024 il PIL è aumentato dello 0,5 per cento sulla base dei conti trimestrali, ma nella contabilità annuale (che verrà diffusa il 3 marzo) non si considerano gli effetti di calendario e la variazione dovrebbe essere superiore per un paio di decimi di punto percentuale. Il mercato del lavoro resta un fattore di traino dell'economia, ma comincia a risentire del rallentamento produttivo; il potere d'acquisto delle famiglie aumenta, sebbene una quota rilevante del reddito disponibile venga risparmiata. I salari stanno gradualmente recuperando la netta perdita di potere d'acquisto avvenuta nel 2022-23; l'inflazione al consumo italiana è bassa, circa un punto percentuale al di sotto di quella dell'area dell'euro.*

*L'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche per l'Italia dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) porta a una lieve revisione al ribasso della crescita, rispetto allo scenario realizzato per l'esercizio di validazione del quadro macroeconomico del Piano strutturale di bilancio di medio termine. Il PIL si espanderebbe dello 0,8 per cento nel 2025 e dello 0,9 nel 2026, dall'1,0 atteso in ottobre per entrambi gli anni. Le revisioni sono prevalentemente ascrivibili al deterioramento delle proiezioni sugli scambi internazionali, oltre che all'aumento del prezzo del gas.*

*Il quadro macroeconomico dell'economia italiana è soggetto a rischi al ribasso, prevalentemente globali e che risentono delle politiche economiche delle principali economie.*

---

\* A cura del Servizio analisi macroeconomica, con coordinamento di Libero Monteforte e contributi di Giacomo Caterini, Daniela Fantozzi, Marco Fioramanti, Cecilia Frale, Alessandro Girardi e Carmine Pappalardo; nota completata con le informazioni disponibili al 3 febbraio 2025.

## ***Il contesto internazionale***

### ***La congiuntura mondiale e l'andamento delle variabili internazionali***

Il 2025 inizia con alcune novità a livello globale, in particolare sul cambiamento climatico e sugli equilibri geoeconomici, in attesa delle nuove politiche protezionistiche dell'Amministrazione degli Stati Uniti d'America.

Secondo l'ultimo *Copernicus Global Climate Highlights Report* l'anno scorso è stato il più caldo mai registrato e il primo a superare di 1,5° C i livelli preindustriali nella temperatura media globale, un livello soglia negli accordi di Parigi del 2015. Il 2024 è stato anche l'anno più caldo per tutte le regioni continentali, tra cui l'Europa, eccetto Antartide e Australasia. L'Unione europea si è impegnata a sostenere l'azione globale per il clima e a raggiungere la neutralità climatica, ovvero l'impatto nullo sulle emissioni di gas serra, entro il 2050; inoltre ha concordato con gli Stati membri obiettivi e normative per ridurre le emissioni di almeno il 55 per cento entro il 2030. Il raggiungimento della neutralità nell'impatto ambientale pone diverse sfide, che possono essere affrontate e gestite efficacemente solo adottando una visione lungimirante e un approccio coordinato.

Alcuni annunci della nuova Amministrazione americana riguardo l'annessione da parte degli Stati Uniti dei territori di Canada e Groenlandia, ricchi di materie prime e gas, oltre che del controllo del canale di Panama, rotta cruciale per il trasporto delle merci da un Oceano all'altro, si sono accompagnati all'aumento della volatilità sui mercati finanziari e delle materie prime. Inoltre, di recente il Dipartimento del Tesoro statunitense ha definito ulteriori sanzioni sul petrolio russo, per cui le quotazioni del Brent nella prima metà di gennaio hanno superato il tetto degli 80 dollari al barile, il più alto degli ultimi quattro mesi. Le sanzioni prevedono, dalla fine di febbraio, il divieto per i servizi petroliferi statunitensi di sostenere la produzione e il trasporto del greggio russo. I provvedimenti si concentrano sulle principali compagnie petrolifere, Gazprom Neft e Surgutneftegas, oltre che su commercianti di petrolio poco trasparenti e flotte ombra; l'obiettivo è quello di limitare le esportazioni di materie prime energetiche della Russia e il suo accesso ai mercati globali. Cina e India hanno dichiarato che da marzo sospenderanno l'acquisto di petrolio russo, per evitare l'aumento dei costi di trasporto derivante da tali sanzioni. Vi sono anche fattori che spingono verso un incremento della produzione di greggio, per cui le attese di mercato sul prezzo del petrolio sono complessivamente al ribasso per il 2025.

Nei giorni scorsi l'Amministrazione degli Stati Uniti d'America ha annunciato nuovi dazi, principalmente verso la Cina, che ha risposto manifestando l'intenzione di adottare provvedimenti analoghi. Si prospetta nel complesso un imminente inasprimento delle guerre commerciali già in atto. La Banca centrale europea ha analizzato gli effetti della frammentazione commerciale dovuta a barriere non tariffarie<sup>2</sup>, in primo luogo sull'aumento dei prezzi all'importazione di prodotti intermedi, in risposta ai quali

---

<sup>2</sup> L'analisi è descritta nel Bollettino economico BCE n. 2 del 2023. Lo studio si basa sull'articolo di Baqaee, D.R. e Farhi, E., "Networks, Barriers, and Trade", *Econometrica*, 2024.

aumenta la rilocalizzazione “domestica” di alcune produzioni. Nell’analisi si ipotizza la divisione in un blocco occidentale e un blocco orientale e si valutano gli effetti in termini di benessere sociale, scambio di prodotti intermedi e prezzi, sia per l’economia mondiale nel suo insieme sia per i due blocchi. Lo studio mostra che le perdite nei flussi di scambio tra i blocchi non sarebbero interamente compensate dall’aumento degli scambi all’interno di essi, per cui ne deriverebbero perdite nette nel commercio in aggregato. Una frammentazione dell’interscambio potrebbe comportare una flessione delle importazioni in termini reali molto forte, tra il 12 e il 19 per cento (rispettivamente nel breve e nel lungo periodo), causata principalmente dalla diminuzione del commercio di beni intermedi. Per conseguenza si ridurrebbe anche lo scambio di beni finali, tra l’uno e il nove per cento. Ciò si rifletterebbe in una riduzione del benessere, rilevato dalla variazione della spesa nazionale lorda, in un intervallo compreso tra lo 0,9 e il 5,3 per cento.

L’anno scorso gli scambi globali hanno recuperato, al traino dei Paesi emergenti. In novembre l’indice del volume del commercio mondiale stimato dal Central Plan Bureau (fig. 1) ha registrato un incremento su base annua del 3,6 per cento, in accelerazione rispetto al mese precedente (2,1 per cento). Le esportazioni in volume delle economie avanzate sono aumentate dello 0,7 per cento in novembre, in miglioramento rispetto al -0,5 per cento del mese precedente. All’accelerazione hanno contribuito gli Stati Uniti, e, in misura modesta, il Giappone. L’area dell’euro ha mostrato una flessione. L’indice relativo ai Paesi emergenti è cresciuto molto di più, dell’8,5 per cento su base annua, dopo avere realizzato il 9,2 per cento in ottobre; aumentano in particolare i flussi di export dell’Europa centro orientale, dell’America Latina e dell’Asia.

Le prospettive a breve termine restano moderate. L’indice PMI globale dei direttori acquisti è rimasto pressoché stabile nel quarto trimestre dell’anno, a fronte di indicatori che continuano a segnalare l’espansione dell’attività per i servizi e si confermano meno favorevoli per la manifattura. Gli indicatori sugli ordini inevasi prefigurano una domanda globale ancora debole (fig. 2).

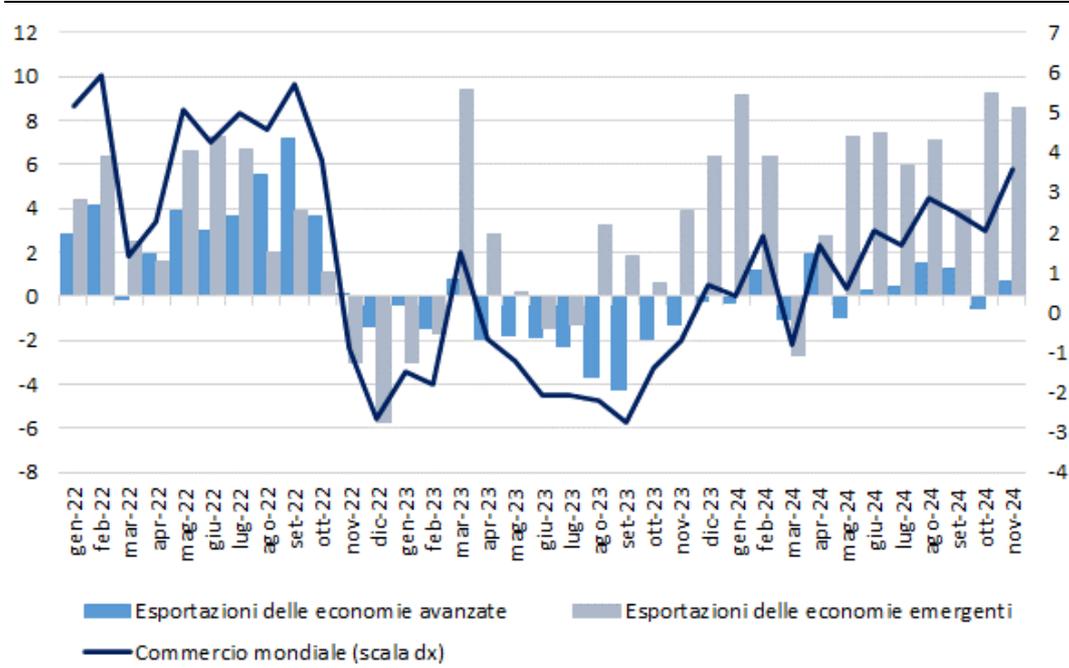
Per quanto riguarda i singoli Paesi, il quarto trimestre dell’anno ha mostrato dinamiche eterogenee tra le maggiori economie. Il PIL degli Stati Uniti, in base alla stima del gennaio scorso, è cresciuto in termini congiunturali annualizzati del 2,3 per cento, in rallentamento rispetto al 3,1 per cento del trimestre precedente; l’attività è stata prevalentemente spinta dai consumi interni.

Nell’area dell’euro il PIL in autunno ha ristagnato, a fronte dell’ennesima contrazione in Germania (-0,2 per cento) e di un contro-*shock* negativo in Francia (-0,1 per cento) dopo le Olimpiadi. La Spagna invece ha riportato una crescita congiunturale ancora forte, 0,8 per cento, al di sopra delle aspettative.

Il PIL cinese ha registrato nel trimestre scorso una crescita del 5,4 per cento annuo, oltre le stime degli analisti che prevedevano valori nell’intervallo 5,0-5,2 per cento. Nonostante l’economia cinese sia appesantita dalla debolezza del settore immobiliare e faccia fronte

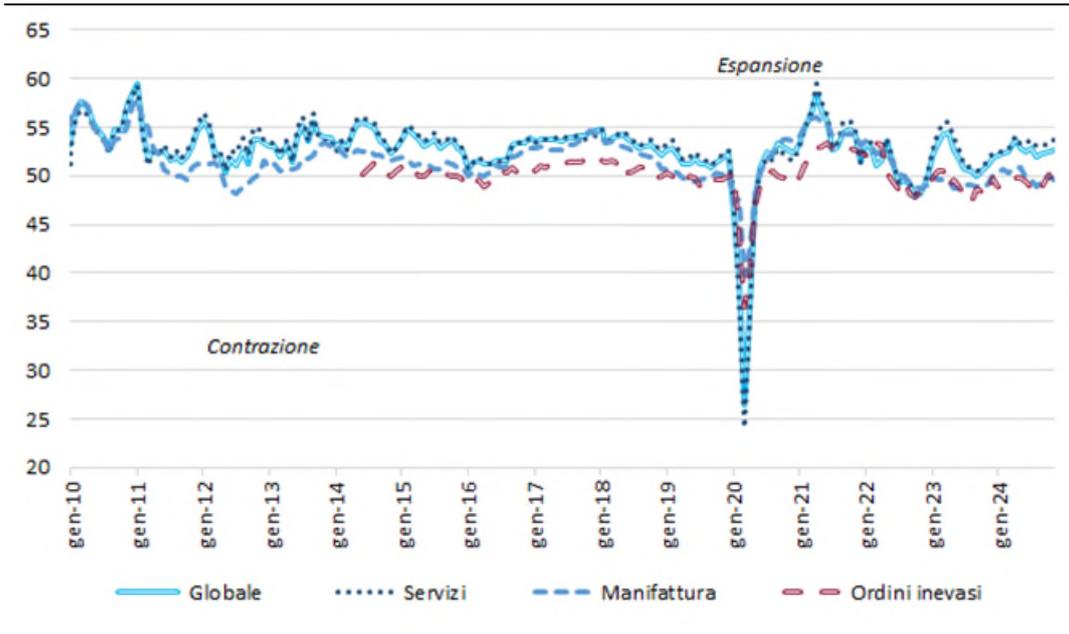
a forti pressioni del commercio estero, nel complesso del 2024 è cresciuta del 5,0 per cento, raggiungendo l'obiettivo di crescita governativo.

**Fig. 1** – Commercio mondiale, esportazioni in volume delle economie avanzate e dei paesi emergenti  
(variazioni tendenziali percentuali)



Fonte: Central Plan Bureau for Economic Policy Analysis.

**Fig. 2** – Indice PMI Globale – JP Morgan



Fonte: S&P Global.

### **Le previsioni aggiornate del Fondo monetario internazionale**

Le previsioni aggiornate di gennaio del FMI hanno apportato revisioni modeste alle stime sul 2025 e 2026 per il complesso dell'economia mondiale, la cui crescita proseguirebbe al 3,3 per cento, come nell'ultimo biennio (tab. 1). Più evidenti sono i cambiamenti riferiti alle singole aree; gli Stati Uniti dovrebbero leggermente decelerare quest'anno e nel 2026 (2,7 e 2,1 per cento, rispettivamente), anche se le previsioni per il 2025 sono state riviste al rialzo di cinque decimi di punto. Nell'area dell'euro si attende un'accelerazione del PIL sia nel 2025 sia nel 2026 (1,0 e 1,4 per cento rispettivamente) pur rimanendo ampio il divario con gli Stati Uniti, a causa della debolezza dell'economia tedesca e di quella francese. Le previsioni per la Cina sono riviste al rialzo in misura non trascurabile per l'anno prossimo. L'andamento del commercio mondiale è stato limato, sia per il 2025 sia per il successivo, anche in vista delle nuove restrizioni tariffarie da parte degli Stati Uniti. L'inflazione globale è attesa quest'anno in ulteriore flessione, soprattutto per l'insieme dei paesi emergenti che ancora l'anno scorso registrava una dinamica dei prezzi elevata (5,7 per cento).

**Tab. 1** – Previsioni del FMI

	WEO gennaio 2025			Differenze con WEO Update 2024	
	2024	2025	2026	2025	2026
Prodotto mondiale	3,2	3,3	3,3	0,1	0,0
<i>Economie avanzate</i>	1,7	1,9	1,8	0,1	0,0
<i>Stati Uniti</i>	2,8	2,7	2,1	0,5	0,1
<i>Area dell'euro</i>	0,8	1,0	1,4	-0,2	-0,1
<i>Economie emergenti</i>	4,2	4,2	4,3	0,0	0,1
<i>Cina</i>	4,8	4,6	4,5	0,1	0,4
Commercio mondiale	3,4	3,2	3,3	-0,2	-0,1

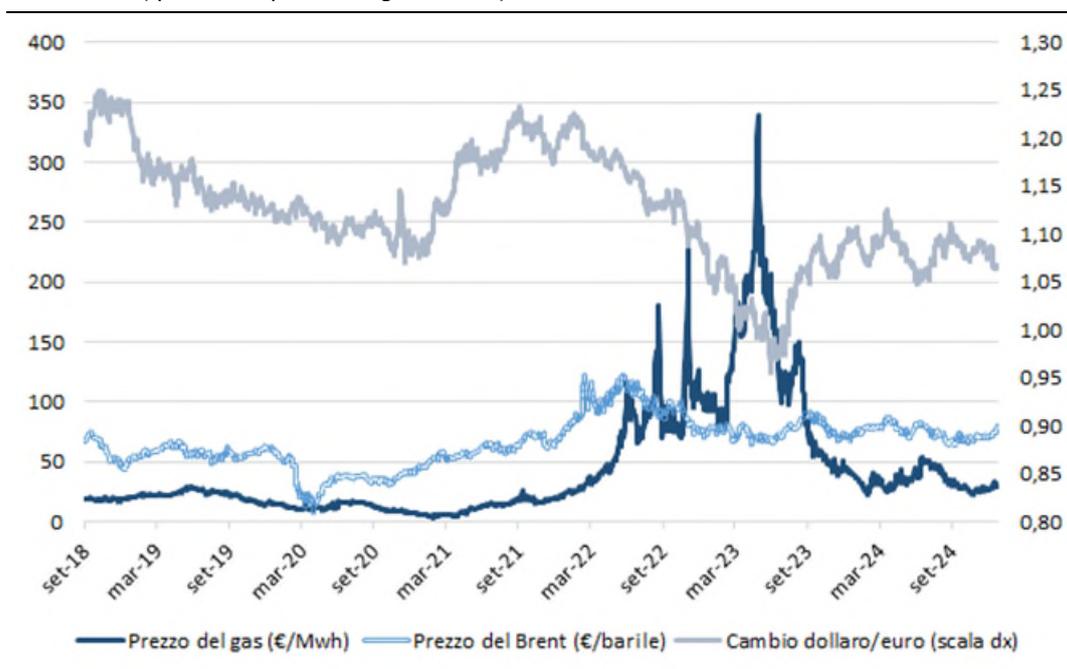
Fonte: Fondo monetario internazionale, *World Economic Outlook update*, gennaio 2025.

### **Cresce la volatilità sui mercati delle materie prime energetiche**

I recenti provvedimenti del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti sull'inasprimento delle sanzioni nei confronti del petrolio russo e gli annunci su futuri aumenti dei dazi hanno aumentato la volatilità sui mercati delle materie prime. Le misure contro Mosca, replicate anche dalla Gran Bretagna, si prospettano severe, l'impatto potrebbe essere forte, in alcuni scenari anche al punto da compensare l'eccesso d'offerta che l'OPEC+ cerca di ridurre da anni.

Dall'inizio del 2024 il prezzo del Brent ha mostrato una crescita, in particolare nei mesi di marzo, aprile e luglio, quando ha riportato valori al barile che convertiti nella nostra valuta hanno superato i 70 euro (fig. 3). La quotazione del Brent ha mostrato nei primi giorni di gennaio un balzo tale da superare 79 euro al barile lo scorso 13 gennaio.

**Fig. 3** – Prezzo del petrolio, del gas e tasso di cambio  
(quotazioni petrolio e gas in euro)



Fonte: S&P Global.

A partire da agosto 2024 anche il prezzo del gas naturale rilevato sul mercato olandese (TTF) ha ripreso a salire, accelerando a ottobre e ancor più negli ultimi due mesi dell'anno. Nel quarto trimestre del 2024 le quotazioni sono tornate al di sopra dei 43 euro per megawatt-ora, per aumentare ancora nei primi giorni di gennaio a poco più di 47 euro.

Il cambio della valuta europea ha oscillato in autunno, risentendo dei dati e delle attese sull'inflazione oltre che delle asincrone decisioni di politica monetaria tra le due sponde dell'Atlantico. L'euro si è apprezzato in agosto e settembre, superando il valore di 1,10 nel cambio con il dollaro, per poi mostrare un'inversione di tendenza dal mese di ottobre. Dall'inizio di quest'anno il cambio verso la valuta statunitense si è deprezzato, anche in seguito all'inasprimento delle sanzioni nei confronti della Russia da parte degli Stati Uniti; hanno inciso anche il maggiore differenziale sulle prospettive di crescita tra Stati Uniti e area dell'euro, gli annunci protezionistici della nuova Amministrazione e le politiche monetarie asincrone. La forza del dollaro è stata sostenuta anche dai dati congiunturali degli Stati Uniti, sui prezzi e sull'occupazione, inaspettatamente elevati. Il rapporto sui salari non agricoli relativi al mese di dicembre scorso ha rivelato 256.000 nuovi posti di lavoro, superando di gran lunga le attese e segnando il più forte incremento dal marzo 2024.

### ***L'inflazione dell'area dell'euro è elevata per i servizi***

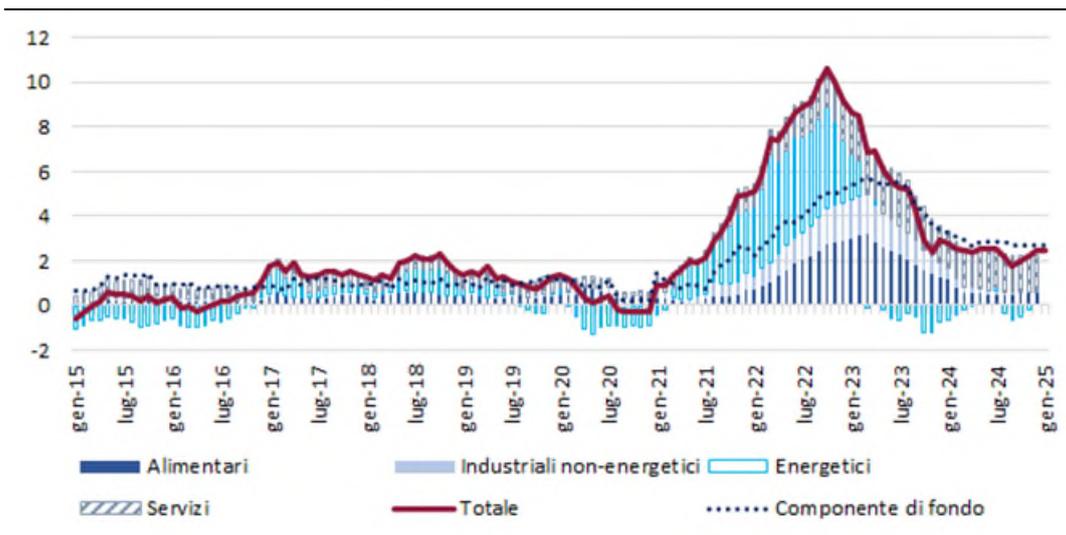
L'inflazione negli Stati Uniti è in lieve ripresa, in dicembre è aumentata al 2,9 per cento dal 2,7 di novembre; al netto delle componenti più volatili, ovvero energia e beni

alimentari, l'inflazione resta elevata, segnando un rialzo a dicembre al 3,2 per cento. Il dato di dicembre rende cauti gli analisti sui futuri tagli della FED, anche alla luce dei nuovi dazi decisi dall'Amministrazione americana, che potrebbero avere ripercussioni sui prezzi all'importazione.

A gennaio 2025 l'inflazione nell'area dell'euro è aumentata del 2,5 per cento, in recupero rispetto al 2,4 di dicembre. Il dato è stato in linea con le attese di consenso degli analisti. La componente dei servizi si conferma su valori più elevati, al 3,9 per cento. L'inflazione di fondo (che esclude cibo, energia, alcol e tabacco) è al 2,7 per cento e mostra una certa persistenza (fig. 4). I principali paesi dell'area a gennaio hanno registrato dinamiche inflattive eterogenee: in Germania e Spagna l'inflazione è al 2,8 e 2,9 per cento rispettivamente, posizionandosi al di sopra della media dell'area; la Francia ha riportato un tasso all'1,8 per cento e l'Italia continua a distinguersi per valori al di sotto della media dell'area (1,7 per cento, nella misura armonizzata).

Le attese di riduzione del tasso di inflazione hanno indotto il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) a votare anche in gennaio un taglio dei tassi di riferimento, di 25 punti base. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati ridotti, rispettivamente al 2,90 per cento (dal 3,15 per cento), al 3,15 per cento (dal 3,4 per cento) e al 2,75 per cento (dal 3,0 per cento). La decisione di ridurre i tassi ufficiali scaturisce dalla valutazione aggiornata delle prospettive di inflazione, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria. Secondo la BCE le misure dell'inflazione di fondo suggeriscono che la variazione dei prezzi si attesterà stabilmente intorno all'obiettivo del 2,0 per cento a medio termine.

**Fig. 4** – Inflazione dell'area dell'euro (1)  
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



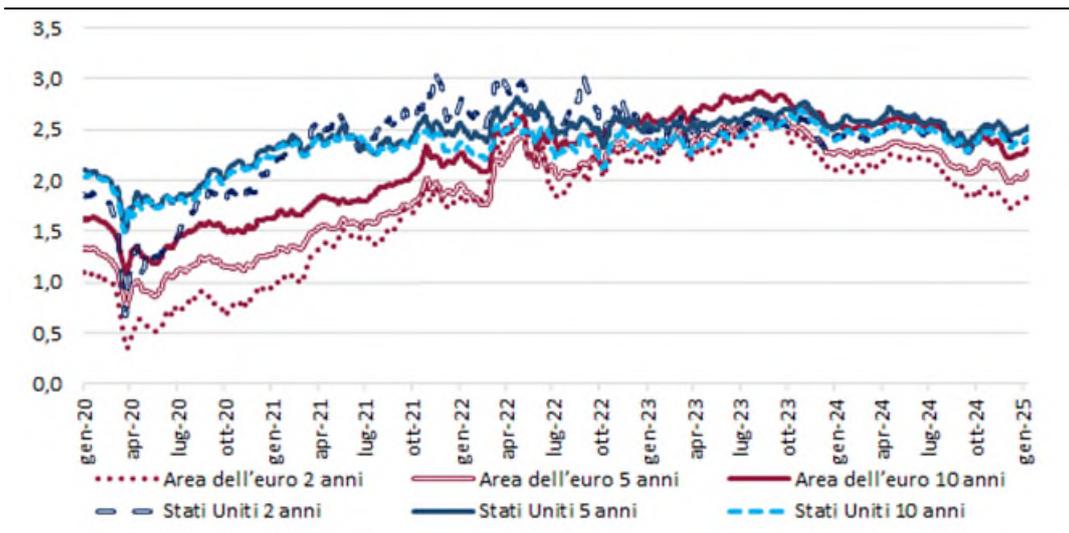
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

Oltreoceano i componenti del *board* della FED nella riunione di fine gennaio hanno deciso all'unanimità di lasciare i tassi invariati, segnalando che l'inflazione ha fatto progressi verso l'obiettivo del 2,0 per cento, ma rimane elevata.

Le attese di collocamento dei titoli di Stato alle varie scadenze continuano a scontare aspettative di riduzione dei tassi di interesse di riferimento da parte delle Autorità monetarie. Nell'area dell'euro le attese sull'inflazione desumibili dal tasso *swap* a 10 anni si attestano intorno al 2,33 per cento (media settembre 2024-gennaio 2025), rispetto al 2,45 per cento della media dello scorso luglio-agosto; gli Stati Uniti hanno attese più alte rispetto all'Europa per ogni scadenza, a 2, 5 e 10 anni, anche per via delle nuove sanzioni nei confronti del petrolio russo imposte dall'Amministrazione americana (fig. 5). La curva dell'inflazione desumibile dagli *swap* indicizzati ai prezzi continua ad essere piuttosto piatta; il differenziale tra le attese a dieci e due anni nell'ultimo quadrimestre del 2024 è stato nullo per gli Stati Uniti e inferiore a 50 punti base per l'area dell'euro.

**Fig. 5** – Aspettative di inflazione implicite negli *inflation-linked swaps* nell'area dell'euro e negli Stati Uniti (punti percentuali)



Fonte: S&P Global.

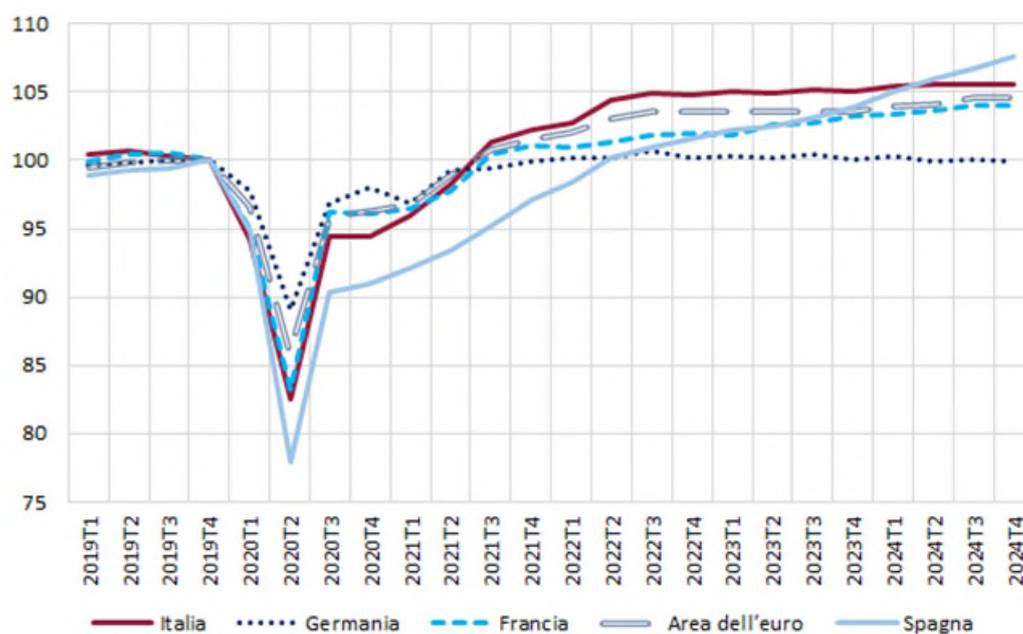
## L'economia italiana

### L'attività ha ristagnato nella seconda metà del 2024

Dopo avere registrato una dinamica debolmente positiva nel primo semestre del 2024 l'economia italiana ha ristagnato nella seconda parte dell'anno. In estate la domanda nazionale al netto delle scorte ha contribuito positivamente alla crescita per mezzo punto percentuale, la variazione delle scorte per due decimi di punto, mentre la domanda estera netta ha sottratto alla dinamica del PIL sette decimi di punto percentuale. Dal lato dell'offerta, la crescita dei servizi e delle costruzioni ha compensato la flessione della manifattura. Secondo le stime preliminari l'attività economica è rimasta invariata anche nello scorcio finale dell'anno; sulla base delle informazioni rilasciate dall'Istat, nel quarto trimestre il contributo positivo della domanda estera netta sarebbe stato bilanciato dall'apporto negativo della domanda interna. I livelli di attività superano quelli registrati nel periodo pre-pandemico in Italia per quasi sei punti percentuali, in Spagna per oltre sette punti; in Germania invece sono ancora simili a quelli pre-crisi (fig. 6).

Nel complesso del 2024, sulla base dei conti trimestrali, il PIL è aumentato dello 0,5 per cento; la crescita dell'economia italiana calcolata sui dati annuali (che verrà diffusa dall'Istat il 3 marzo) dovrebbe essere maggiore, per qualche decimo di punto percentuale; la contabilità trimestrale corregge infatti i dati in virtù dei giorni lavorativi, che nel 2024 erano quattro in più del 2023. A fine 2024 il trascinamento statistico del PIL sul 2025 è nullo.

**Fig. 6** – PIL dell'area dell'euro e delle sue quattro maggiori economie  
(numeri indice, 2019T4 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

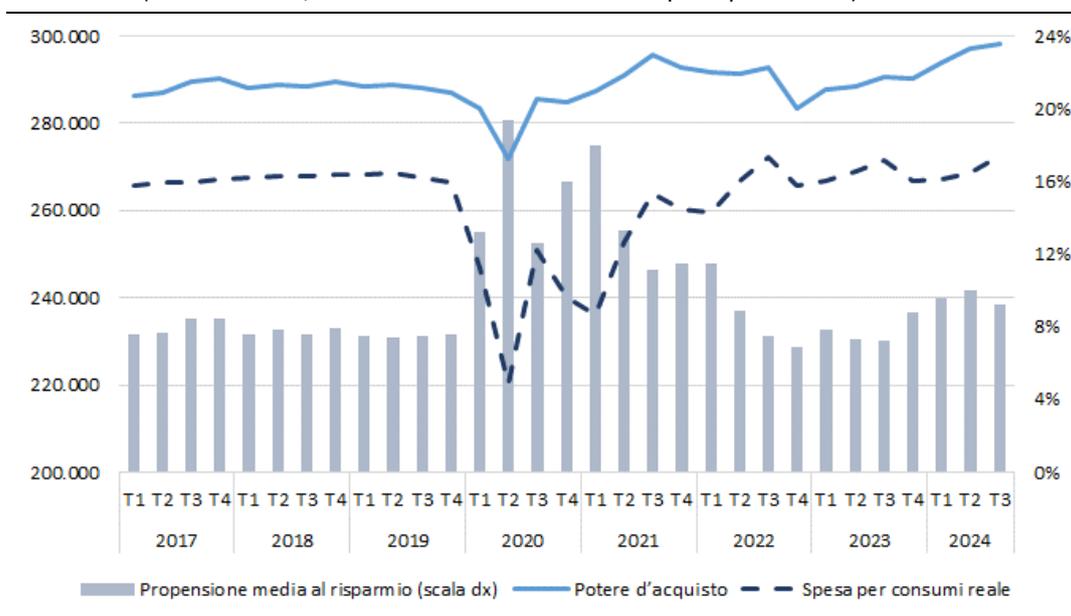
### ***Il recupero del potere d'acquisto sostiene i consumi, ma la propensione al risparmio resta elevata***

La spesa delle famiglie ha registrato un incremento congiunturale dell'1,4 per cento nel terzo trimestre del 2024, in netta accelerazione rispetto al periodo precedente (0,6 per cento), anche grazie all'espansione dell'occupazione. Nella media dei primi nove mesi dello scorso anno i consumi si sono concentrati prevalentemente sui servizi e sui beni durevoli, mentre la dinamica dei semidurevoli è stata modesta.

L'accelerazione della spesa a prezzi correnti delle famiglie in estate (1,6 per cento) è andata oltre la crescita del reddito disponibile (0,6 per cento), che è stato solo marginalmente intaccato dall'inflazione. Ne è derivata una lieve flessione della propensione al risparmio (fig. 7), che dopo avere raggiunto il valore massimo degli ultimi due anni è diminuita intorno al 9,0 per cento, un valore comunque superiore alla media del decennio pre-pandemico.

In autunno gli acquisti delle famiglie sono stati deboli. La variazione acquisita nel quarto trimestre dell'indice delle vendite al dettaglio (in volume) dell'Istat risulta negativa (-0,6 per cento sulla base dei dati di ottobre e novembre), risentendo soprattutto della dinamica sfavorevole per la componente dei beni alimentari. Al contrario, sulla base di elaborazioni dell'UPB, l'indicatore in volume dei consumi di Confcommercio ha registrato nel trimestre scorso un incremento congiunturale di quattro decimi di punto, ascrivibile in gran parte alla componente dei servizi.

**Fig. 7** – Potere d'acquisto, consumi e risparmio delle famiglie  
(milioni di euro, valori concatenati anno 2020 e quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Il recupero della fiducia delle famiglie italiane, che aveva caratterizzato i primi tre trimestri del 2024, si è arrestato nello scorcio finale dello scorso anno. Ciò riflette il deterioramento delle valutazioni sulla situazione economica generale, con aspettative in fase di ridimensionamento. Il primo dato rilasciato dall'Istat per il 2025 fa comunque registrare, in gennaio, un recupero nel clima di fiducia rilevato presso i consumatori.

### ***L'accumulazione di capitale ha perso slancio, ma il livello degli investimenti è ancora elevato***

La spesa per investimenti ha registrato nel 2024 tre flessioni congiunturali consecutive, con quella estiva particolarmente pronunciata (-1,2 per cento). La contrazione degli investimenti nel terzo trimestre ha riguardato prevalentemente gli impianti e macchinari (-3,9 per cento) e le abitazioni (-1,1 per cento), mentre si è rafforzata la componente non residenziale (1,8 per cento), per cui le costruzioni nel complesso hanno tenuto (0,2 per cento). Sembrano relativamente contenuti, a oggi, i contraccolpi dell'esaurimento degli incentivi per l'edilizia residenziale; gli investimenti in abitazioni permangono su livelli storicamente elevati, quasi il doppio rispetto al 2019, e la flessione in corso è graduale. La tenuta dell'accumulazione nel complesso delle costruzioni appare ascrivibile alla realizzazione dei progetti relativi al PNRR.

Nel terzo trimestre la quota di profitto (misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie) ha registrato il sesto calo congiunturale consecutivo, al 42,4 per cento, il valore più basso dal primo *lockdown*; analogamente il tasso d'investimento è rientrato sui livelli del 2016 (21,7 per cento). Nel periodo estivo il *mark-up* per il totale dell'economia è rimasto pressoché stabile: a fronte di una contrazione lieve dei margini nei servizi e nella manifattura e più decisa nelle costruzioni si è registrata una forte crescita nell'agricoltura.

Nel trimestre scorso, secondo l'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, le opinioni sulla situazione economica generale sono peggiorate in tutti i settori. Anche le condizioni per investire appaiono più sfavorevoli, ma le imprese prefigurano un'espansione degli investimenti nell'anno in corso rispetto al 2024, soprattutto nelle costruzioni e nei servizi. Ciò si accompagna ad aspettative di allentamento dei criteri per il credito alle imprese da parte degli intermediari, sulla base di quanto riportato nell'indagine sul credito bancario (BLS) rilasciata dalla Banca d'Italia in gennaio.

Riguardo alle condizioni finanziarie, nelle inchieste Istat del quarto trimestre la maggioranza delle imprese manifatturiere riporta attese sulla liquidità in lieve peggioramento e condizioni di accesso al credito sfavorevoli, ma in miglioramento. L'indicatore sulle difficoltà di accesso al credito dell'UPB, che negli scorsi trimestri ha mostrato una progressiva diminuzione delle tensioni rispetto ai picchi registrati nel 2023,

è ancora migliorato in autunno (fig. 8). In novembre ha continuato ad attenuarsi la contrazione dei prestiti bancari erogati alle famiglie, con una variazione pressoché nulla sui dodici mesi, mentre restano in flessione i prestiti alle società non finanziarie (-3,6 per cento). Come riportato nell'indagine BLS della Banca d'Italia, nel trimestre finale dello scorso anno la domanda di credito da parte delle imprese è aumentata, per la prima volta dall'estate del 2022, beneficiando dei minori tassi d'interesse; prosegue inoltre la domanda di prestiti delle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Coerentemente, gli agenti intervistati fra settembre e ottobre per l'indagine congiunturale sul mercato delle abitazioni condotta dalla Banca d'Italia hanno segnalato minori difficoltà di accesso ai mutui e quote di acquisti finanziati con un mutuo in crescita.

Sul fronte dell'attivo bancario, l'incidenza dei crediti deteriorati è rimasta contenuta nel terzo trimestre del 2024. Quanto alla raccolta, i tagli ai tassi ufficiali hanno contribuito a ridurre i costi a valle; ciononostante, nella media di gennaio-novembre il passivo bancario totale ha continuato a contrarsi su base tendenziale (per due punti percentuali). Nello scorcio finale dello scorso anno la raccolta obbligazionaria ha continuato a crescere seppur decelerando e i depositi di residenti si sono stabilizzati su livelli inferiori alla media del biennio 2022-23.

**Fig. 8** – Indicatore dell'UPB sulle difficoltà di accesso al credito (1)  
(indice di diffusione; soglia tra condizioni restrittive ed espansive = 50)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

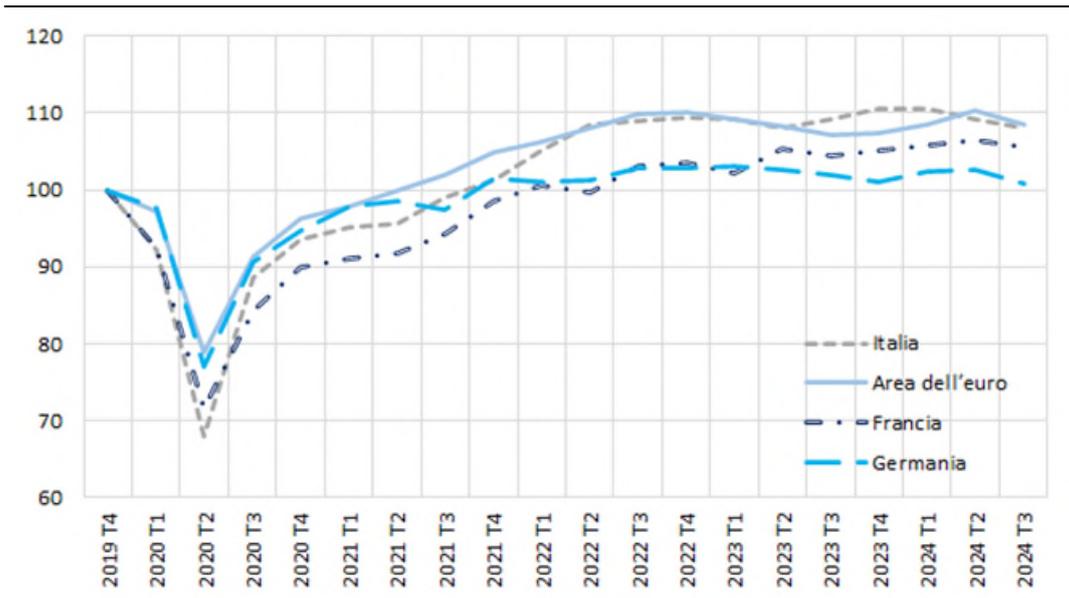
### Le tensioni globali e la debole congiuntura europea si ripercuotono sulle esportazioni

Dopo la contrazione occorsa nel primo semestre dello scorso anno, le esportazioni hanno continuato a flettere in estate, per quasi un punto percentuale rispetto alla primavera. La variazione acquisita delle esportazioni al terzo trimestre del 2024 è marginalmente negativa, per due decimi di punto, dopo tre anni di rapida crescita, cumulativamente per circa il 25 per cento. I flussi di esportazioni italiane di beni e servizi eccedono dell'8,0 per cento i livelli pre-pandemici, in linea con la media dell'area e ben oltre quanto osservabile per Germania e Francia (fig. 9).

Le informazioni mensili sul commercio con l'estero di beni rilasciate dall'Istat riportano in novembre un recupero congiunturale delle esportazioni (1,4 per cento) maggiore rispetto alle importazioni (0,4 per cento). L'aumento su base mensile delle vendite all'estero è sintesi di un incremento per l'area extra-UE (oltre il sei per cento) e di una flessione per l'area UE (di circa il tre per cento). Su base annua le esportazioni in novembre sono diminuite del 5,9 per cento in volume, in gran parte per la flessione registrata sugli autoveicoli, i macchinari e i prodotti raffinati, mentre sono aumentate per il settore farmaceutico. I dati autunnali riportano un calo delle vendite nello scorso anno verso la Germania, la Cina e gli Stati Uniti e una crescita del commercio con la Turchia e i Paesi OPEC.

Le recenti inchieste qualitative dell'Istat indicano un peggioramento delle attese sulle esportazioni. Il PMI sui nuovi ordini esteri ha segnato una contrazione nel periodo autunnale di circa otto punti percentuali su base trimestrale mentre è rimasto stabile l'indice composito sulla fiducia per le vendite all'estero.

**Fig. 9** – Esportazioni dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie (numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Le importazioni hanno registrato una dinamica positiva su base congiunturale nel trimestre estivo (1,2 per cento), così come in primavera. La variazione acquisita negativa per il 2024 (-2,2 per cento) è infatti in buona parte ascrivibile alla contrazione occorsa nel primo trimestre.

Nel complesso, nei primi undici mesi dello scorso anno il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è risultato positivo e in crescita per le merci, grazie alla brusca contrazione delle importazioni e al miglioramento delle ragioni di scambio; al contrario, il saldo della bilancia dei servizi è stato lievemente negativo.

### ***Gli andamenti settoriali recenti: s'indebolisce l'attività nel terziario***

Gli indicatori recenti sull'attività produttiva delineano una dinamica congiunturale complessivamente debole, a fronte di disparità settoriali che si vanno assottigliando ma restano rilevanti; l'industria rimane frenata, il terziario registra dinamiche moderate e le incertezze caratterizzano l'edilizia.

Dal 2022 l'attività nella manifattura attraversa una fase di flessione, proseguita in gran parte del 2024. La lieve crescita dello 0,3 per cento nel novembre scorso ha portato la variazione acquisita della produzione industriale per il quarto trimestre a un decimo di punto percentuale; si tratterebbe del primo flebile segnale di crescita congiunturale in quasi due anni. Per gran parte del biennio 2023-24 il PMI manifatturiero si è mantenuto al di sotto del valore di 50, che delimita l'area di espansione e di contrazione; non fa eccezione il dato di gennaio (46,3), ancora in area restrittiva. Di intonazione analoga l'indicatore dell'Istat sulla fiducia del settore, che registra un ulteriore indebolimento nel quarto trimestre, in parte recuperato nel gennaio di quest'anno.

La produzione nelle costruzioni ha mostrato segni di debolezza nel corso del 2024, per poi tornare ad accelerare nello scorcio finale dell'anno. La crescita acquisita della produzione edile per il 2024 è comunque elevata, circa il cinque per cento, grazie anche all'incremento mensile del 2,6 per cento in novembre. Il clima di fiducia dell'edilizia rilevato dall'Istat, che nella fase successiva alla pandemia era risultato tra i più favorevoli, dallo scorso anno è gradualmente rientrato, registrando tuttavia in gennaio un forte recupero. Nello scorcio finale del 2024 l'indice PMI del settore è tornato a collocarsi in territorio espansivo, spinto dai nuovi ordini, mentre è rimasto al di sotto della soglia di 50 per gran parte dell'anno. Le pressioni sui prezzi delle materie prime e i ritardi nelle forniture rappresentano comunque un freno per il comparto. Il sondaggio congiunturale sul mercato immobiliare, condotto tra settembre e ottobre da Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa, ha rilevato una stabilizzazione dei prezzi di vendita. La domanda si è mantenuta debole, ma emergono segnali di ripresa, in quanto gli sconti medi richiesti si collocano ai minimi storici e i tempi di vendita sono contenuti; si attenuano inoltre le difficoltà nell'ottenere finanziamenti per gli acquisti di abitazioni. In termini di valore aggiunto, le costruzioni

hanno recuperato solo parzialmente nel terzo trimestre del 2024 (0,3 per cento) la flessione primaverile (-0,7 per cento).

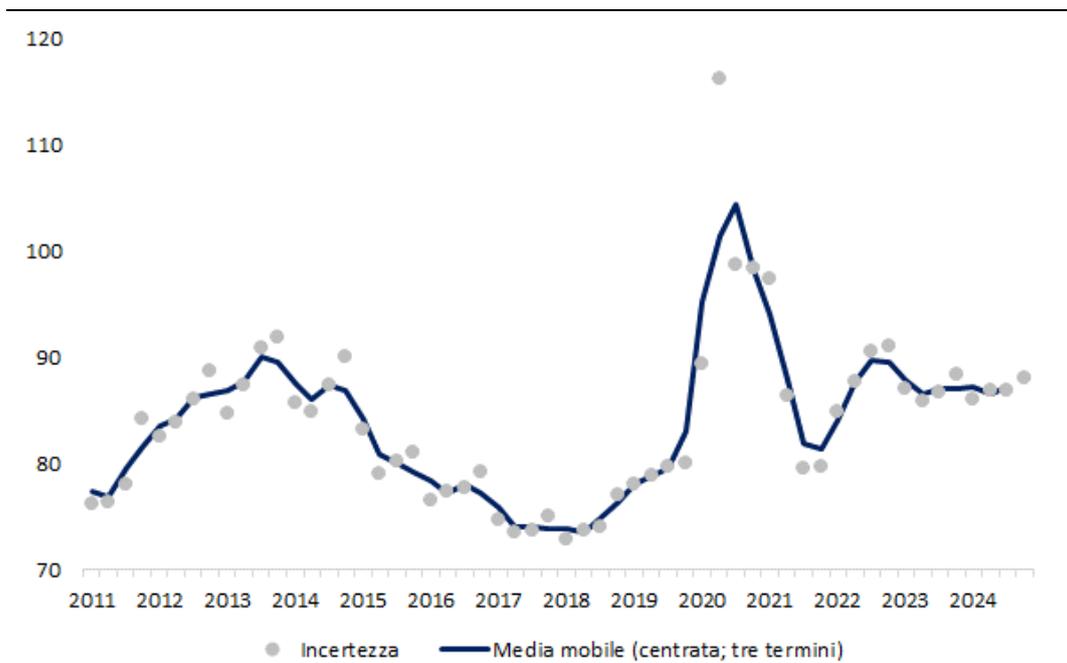
Il terziario, che dal 2021 attraversa una fase di recupero, ha fatto registrare nei primi tre trimestri del 2024 dinamiche congiunturali moderatamente positive del valore aggiunto. In estate il valore aggiunto è aumentato in misura modesta (0,2 per cento), a fronte di una notevole variabilità settoriale; si è osservata un'accelerazione dei servizi di commercio, trasporto e alloggio (1,5 per cento) e una contestuale battuta d'arresto delle attività immobiliari (-0,8 per cento) e di quelle professionali (-0,5 per cento). Nel periodo gennaio-ottobre i flussi turistici hanno determinato un miglioramento dell'attivo della bilancia dei pagamenti del settore (oltre i 20 miliardi di euro, in crescita del cinque per cento circa rispetto allo stesso periodo del 2023). L'indice di fiducia dei servizi rilevato dall'Istat si è indebolito in autunno, flettendo di quasi due punti rispetto al periodo estivo. Secondo le stime preliminari dell'Istat nel trimestre scorso il valore aggiunto del terziario sarebbe diminuito; basandosi sui dati disponibili sul fatturato, l'attività si sarebbe ridotta nel comparto del commercio.

Per quanto riguarda la demografia d'impresa, sulla base dei dati di Movimprese nel trimestre estivo si è registrato un saldo attivo di oltre 15.000 attività, con una crescita sia delle iscrizioni che delle cessazioni; il saldo è rimasto positivo in autunno, ma si è ridotto di molto. Sul fronte della natalità d'impresa i servizi (soprattutto nei settori afferenti al turismo) e le costruzioni mostrano dinamismo, al contrario di manifattura e agricoltura, complessivamente statiche.

L'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, si è ridotto di quasi un punto in autunno rispetto alla media luglio-settembre, ma ha recuperato a gennaio di quest'anno. L'incertezza di famiglie e imprese, rilevata dall'indicatore dell'UPB, ha segnato un lieve incremento in autunno (fig. 10), trainato principalmente dalla componente delle imprese.

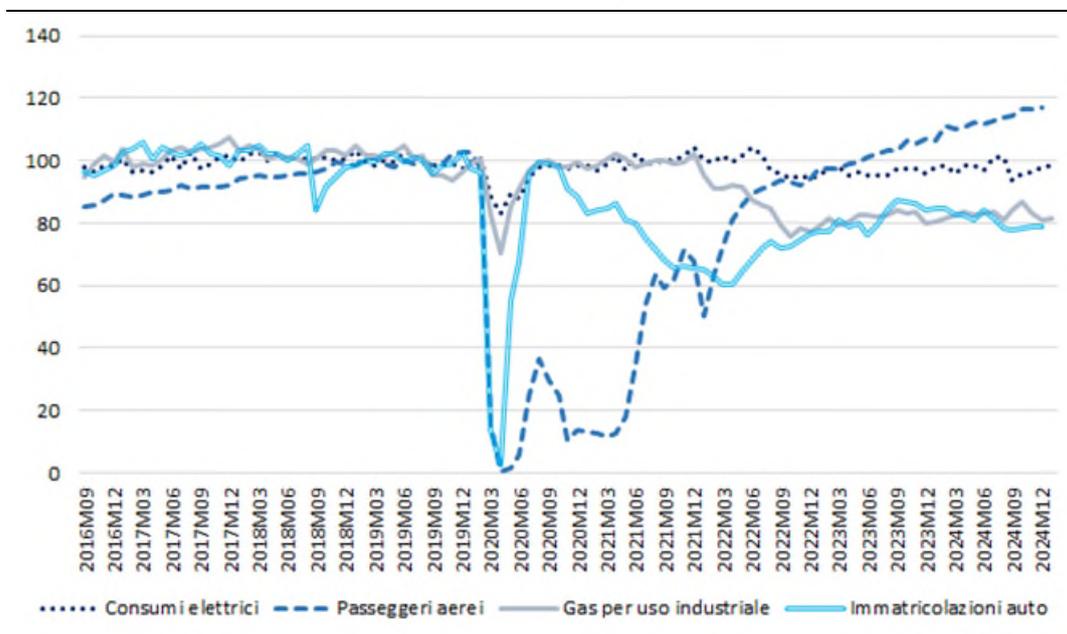
Le variabili quantitative tempestive riflettono dinamiche settoriali erratiche e una sostanziale debolezza congiunturale (fig. 11). Nello scorcio finale dello scorso anno i consumi elettrici si sono ridotti e quelli di gas per usi industriali sono cresciuti marginalmente su base trimestrale; tale dinamica si è poi invertita in gennaio. Il traffico aereo di passeggeri si colloca su livelli che eccedono ampiamente quelli precedenti la crisi pandemica, anche grazie alla continua crescita dei flussi turistici. Al contrario le immatricolazioni di autoveicoli flettono (quasi un punto in termini congiunturali), collocandosi al di sotto dei livelli del 2019.

**Fig. 10** – Indice di incertezza dell'UPB  
(numero indice, 1993T1 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

**Fig. 11** – Indicatori tempestivi dell'attività economica  
(numero indice, 2019 = 100; dati destagionalizzati)



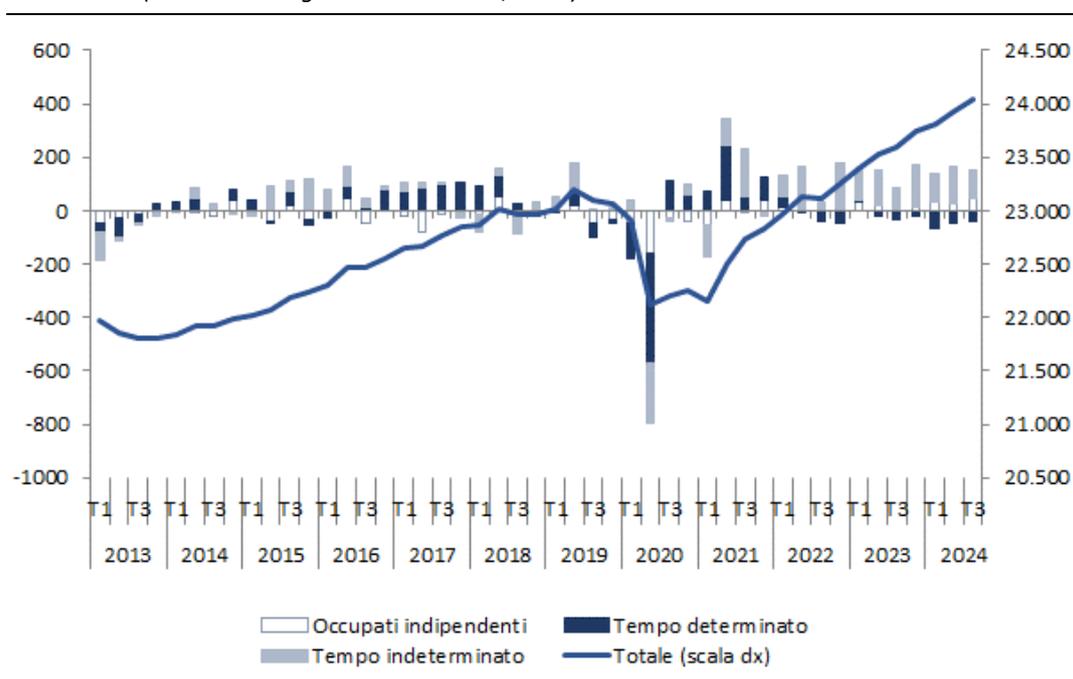
Fonte: elaborazioni su dati ANFIA, Assaeroporti, Terna e SNAM.

### *Il mercato del lavoro è dinamico, ma si è indebolito nello scorcio finale del 2024*

In estate si è rafforzata l'espansione del numero delle persone occupate e anche l'input di lavoro ha segnato una lieve crescita congiunturale (0,2 per cento), nonostante nello stesso periodo il PIL sia rimasto stazionario. Le ore lavorate hanno recuperato nei servizi, mentre sono diminuite nell'agricoltura e nelle costruzioni, a fronte di una stabilità nell'industria in senso stretto. Le ore lavorate pro capite si sono invece ridotte in tutti i settori, segnalando fenomeni di *labour hoarding*, che secondo l'indicatore della Commissione Europea sarebbero marcati nelle costruzioni<sup>3</sup>. Nel settore edile, dopo la forte rimodulazione degli incentivi statali, le tensioni dal lato della domanda di lavoro sembrano attenuarsi; il tasso di posti vacanti nel comparto è infatti diminuito, anche se rimane su valori elevati. La produttività oraria nel totale dell'economia, dopo un trimestre di recupero, è tornata a ridursi come accade ormai da quasi due anni.

Il numero delle persone occupate ha mantenuto in estate il ritmo di crescita osservato nel trimestre precedente (0,5 per cento nel terzo trimestre sulla base della Rilevazione trimestrale sulle Forze di lavoro): è proseguito l'aumento degli occupati a carattere permanente e degli autonomi, a fronte della riduzione degli addetti a termine (fig. 12).

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



Fonte: Istat.

<sup>3</sup> Il *labour hoarding* è la pratica con cui le aziende scelgono di mantenere i dipendenti in servizio anche se sottoutilizzati, piuttosto che licenziarli; nelle fasi cicliche negative può essere adottato per evitare i costi di dover riassumere le persone una volta che l'economia torna a risalire, o per timore di non riuscire a reperire manodopera specializzata. Sul tema si veda il Riquadro "Alcune evidenze sul *labour hoarding* derivanti dalle inchieste presso le imprese" nella Nota sulla Congiuntura dell'UPB del 12 aprile 2024.

L'incremento occupazionale è stato trainato dalla componente femminile e ha riguardato le fasce di età giovane (15-34 anni) e oltre i 50 anni. In base a indicazioni preliminari il numero di addetti ha tuttavia rallentato nei mesi autunnali (0,1 per cento nel quarto trimestre in termini congiunturali).

Secondo i dati amministrativi dell'Osservatorio INPS sul mercato del lavoro, relativi al settore privato non agricolo, nei mesi fino a settembre dello scorso anno la creazione di posti di lavoro ha riguardato in prevalenza i servizi, soprattutto quelli legati al turismo e alle attività professionali.

Il ricorso alle misure di integrazione salariale, che in primavera aveva ripreso vigore, si è ridimensionato nel terzo trimestre (18,2 per cento su base annuale, dal 36,3 del secondo trimestre). La quota preponderante di ore autorizzate della Cassa Integrazione Guadagni (CIG) ha riguardato dall'inizio dell'anno l'industria in senso stretto, in particolare i comparti caratterizzati da un indebolimento marcato della fase congiunturale (tessile, abbigliamento e pelli, meccanica, metallurgia).

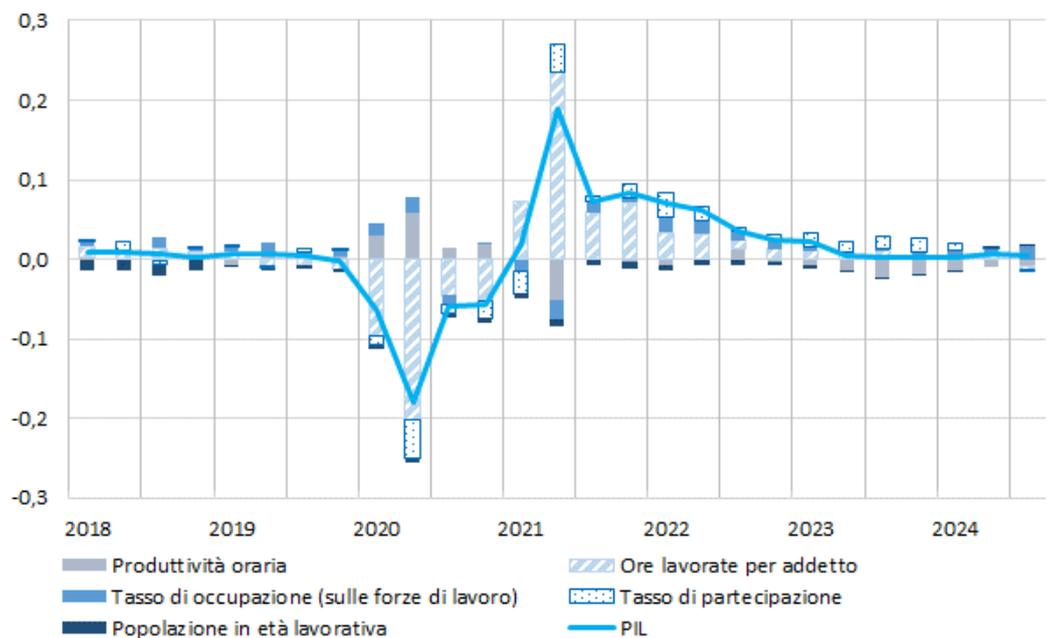
Il tasso di partecipazione (15-64 anni), sebbene in lieve discesa, si è mantenuto su valori elevati nel terzo trimestre (66,6 per cento). Il tasso di disoccupazione ha continuato a ridursi in estate (al 6,2 per cento) e poi nel trimestre seguente è sceso al 6,0 per cento, prevalentemente per l'indebolimento dell'offerta di lavoro. Il tasso di partecipazione è infatti diminuito di circa due punti percentuali rispetto al terzo trimestre (al 66,5 per cento).

Il calo del numero di persone in cerca di un impiego si è associato a un aumento del numero di individui inattivi, con maggiore evidenza nella fascia più giovane e in quella centrale della popolazione (35-49 anni). I motivi della mancata ricerca di lavoro sono per la maggior parte legati allo studio, ma aumenta anche la quota di quanti adducono motivi familiari e, lievemente, anche quella degli scoraggiati.

Scomponendo la variazione tendenziale del PIL in termini dei contributi delle principali variabili del mercato del lavoro, della produttività del lavoro e della demografia, la crescita nel terzo trimestre è stata sostenuta quasi unicamente dal tasso di occupazione mentre è negativo l'apporto del tasso di partecipazione (fig. 13). Il contributo della produttività oraria si conferma in flessione, sebbene in miglioramento rispetto al trimestre precedente, insieme all'apporto delle ore lavorate per addetto, diventato negativo. Nei primi nove mesi del 2024 la popolazione in età lavorativa è cresciuta, mentre quella totale si è ridotta, anche a causa della diminuzione del numero dei nati.

Le retribuzioni contrattuali nel 2024 (3,1 per cento la variazione tendenziale) sono state sostenute dal processo negoziale, con aumenti più evidenti per il comparto industriale (4,6 per cento) rispetto ad agricoltura e servizi privati. Nel settore privato la dinamica dei salari orari nel quarto trimestre (4,4 per cento) è stata spinta dal recepimento di due nuovi

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



Fonte: elaborazione su dati Istat.

contratti: servizi portuali e tessile. A dicembre la variazione retributiva tendenziale nella pubblica Amministrazione è invece risultata negativa, per via di un effetto base dovuto all'anticipo erogato a dicembre 2023 dell'indennità di vacanza contrattuale per il 2024. Per il totale dell'economia la dinamica delle retribuzioni contrattuali si è mantenuta lo scorso anno superiore a quella dei prezzi al consumo, per poco più di due punti percentuali, indicando quindi un recupero del potere d'acquisto dei lavoratori; tale andamento risulta nel complesso più elevato di quello dell'indice di riferimento per la contrattazione collettiva del 2024 (1,9 per cento secondo l'IPCA al netto degli energetici importati). La variazione delle retribuzioni orarie di fatto è aumentata nel terzo trimestre, al 4,3 per cento su base annua, dal 2,7 nel secondo.

La perdita dei salari reali dovuta ai rincari degli anni scorsi si va gradualmente riducendo, ma resta sopra il tre per cento nel confronto con l'anno 2021. Il CLUP continua a salire, a un ritmo pressoché stabile, portando nel terzo trimestre la variazione acquisita per il 2024 sopra il quattro per cento; in estate il costo orario del lavoro ha rallentato e la produttività si è ridotta.

### ***L'inflazione al consumo italiana si conferma inferiore a quella europea***

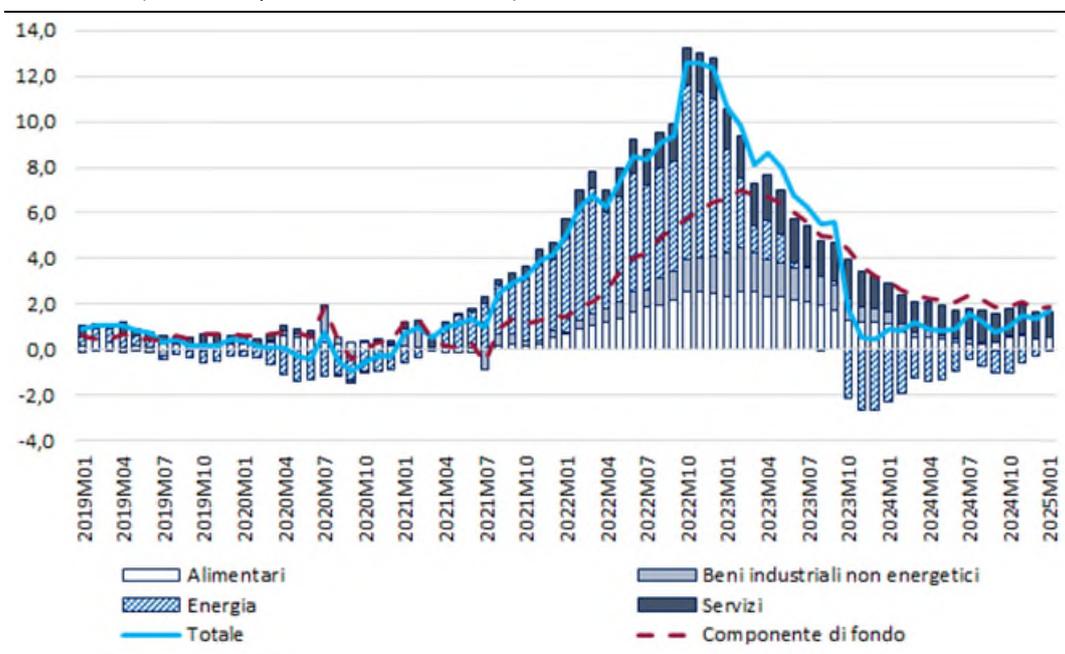
Nel 2024 l'inflazione in Italia è scesa all'1,0 per cento (indice NIC), ben al di sotto del valore registrato nel 2023 (5,7 per cento), grazie alla forte diminuzione dei prezzi dei beni energetici ma anche al rallentamento della componente dei beni alimentari; quest'ultima

(2,2 per cento) è comunque rimasta nel 2024 superiore a quella totale. In autunno l'inflazione al consumo è lievemente aumentata (1,2 per cento nel quarto trimestre), per l'attenuarsi del contributo negativo della componente energetica e il recupero di quella alimentare.

Secondo i dati preliminari in gennaio l'indice dei prezzi al consumo (NIC) è cresciuto dello 0,6 per cento rispetto a dicembre, per gran parte a riflesso dell'attenuazione della flessione dei prezzi dell'energia. Tale effetto risulta enfatizzato anche dalla revisione del paniere dei beni, poiché nel 2025 cresce l'incidenza dei beni energetici (al 10,8 per cento dal 10,4 del 2024). La variazione congiunturale sarebbe invece negativa in gennaio per l'indice dei prezzi al consumo armonizzato (-0,7 per cento), per effetto dell'avvio dei saldi invernali di abbigliamento e calzature, di cui il NIC non tiene conto (fig. 14). La componente di fondo è stabile poco sotto l'obiettivo della BCE, all'1,8 per cento nella misura nazionale e all'1,9 in quella armonizzata.

Nel 2024 la crescita dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato dell'Italia (1,1 per cento, da 5,9 nel 2023) è stata notevolmente inferiore a quella dell'area dell'euro (2,4 per cento). Il differenziale rispetto all'area si è andato comunque riducendo durante il corso dell'anno (fig. 15), per via del graduale riassorbimento del contributo negativo delle voci energetiche, che avevano effetti base per il nostro Paese più forti di quelli degli altri grandi *partner* europei. Resta invece stabile il differenziale negativo sui servizi, di 0,4 punti percentuali nel quarto trimestre.

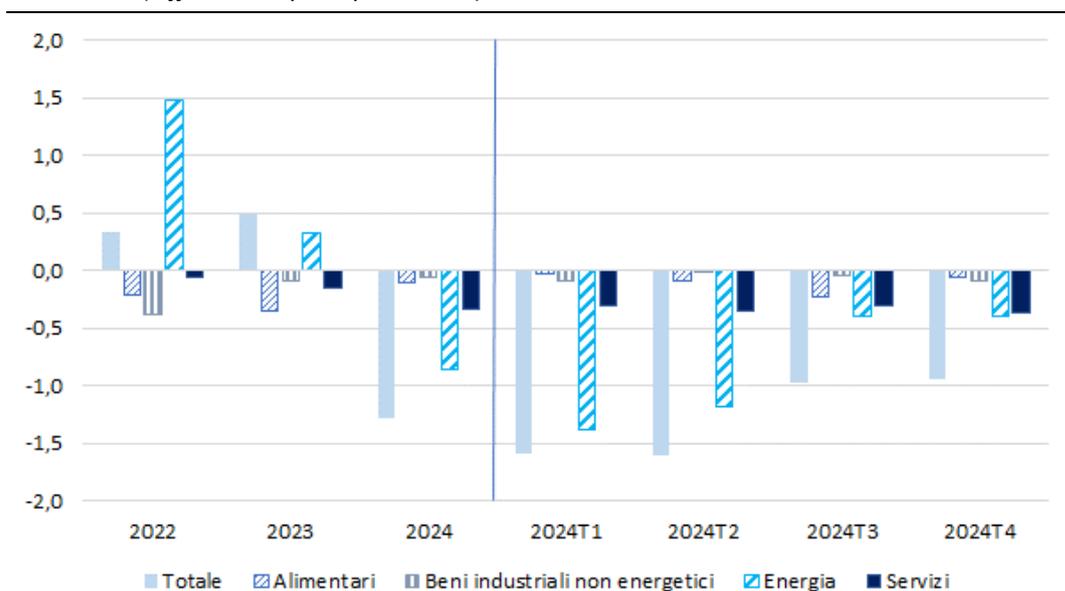
**Fig. 14** – Inflazione al consumo in Italia (1)  
(variazioni percentuali e contributi)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat relativi all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

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

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



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Differenze sull'inflazione armonizzata, tra l'Italia e l'area dell'euro.

Anche la diffusione dell'inflazione si è molto ridimensionata l'anno scorso: se a fine 2023 ancora il 30 per cento delle voci del paniere mostrava rincari tra il tre e il cinque per cento, un anno dopo tale quota è scesa all'11,1 e ormai circa il 60 per cento delle voci mostra variazioni sotto il due per cento. Restano tuttavia alcuni beni e servizi con inflazione estrema, che continuano a sostenere la componente di fondo, soprattutto nel settore dei trasporti e del turismo.

Le spinte deflative dall'estero e a monte della catena di distribuzione sono andate esaurendosi nel corso del 2024, ma i prezzi dei beni energetici hanno ripreso ad aumentare a fine anno. A dicembre i rialzi dei prezzi della fornitura dell'energia elettrica e del gas hanno alimentato il rincaro dei prezzi alla produzione nell'industria, crescendo rispetto a un anno prima di circa l'uno per cento, dopo oltre un anno e mezzo di riduzioni. Nelle costruzioni la dinamica tendenziale è ancora negativa ma in attenuazione. Nei servizi la crescita dei prezzi alla produzione nel terzo trimestre ha raggiunto il 4,4 per cento (dal 3,1 del trimestre precedente), valore che non si osservava dall'inizio del 2023; per i singoli comparti si registrano punte nei settori legati al trasporto, per via dei rincari sui combustibili, o in quelli influenzati da effetti stagionali, come il noleggio e le attività di alloggio e ristorazione.

Nel 2024 le aspettative di consumatori e imprese si sono orientate verso una dinamica dei prezzi contenuta. Verso la fine dell'anno, tuttavia, è risalita la quota di imprese intervistate nelle indagini Istat che attende una possibile ripresa dei prezzi di vendita e a inizio 2025 tale dinamica si è ulteriormente rinforzata (13,5 per cento in gennaio). I consumatori hanno reagito alla riduzione dell'inflazione con ritardo rispetto alle imprese;

sebbene la maggior parte sia orientata su prezzi stabili, all'inizio di quest'anno una quota non trascurabile di essi (16,1 per cento) si attende una possibile ripresa dell'inflazione. L'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita delle imprese, condotta dalla Banca d'Italia nel quarto trimestre, mostra attese a 12 mesi sui prezzi di vendita stabili in tutti i settori, a fronte di aumenti salariali contenuti.

## ***Le previsioni macroeconomiche per l'economia italiana***

In questa Nota vengono aggiornate, per il periodo 2024-26, le proiezioni sull'economia italiana formulate dall'UPB nell'ottobre scorso, in occasione della validazione del quadro macroeconomico del Piano strutturale di bilancio (PSB) di medio termine. Si considerano le informazioni più recenti relative al contesto economico globale e alla congiuntura nazionale. Nel complesso le previsioni appaiono lievemente meno favorevoli di quelle formulate dall'UPB per l'esercizio di validazione effettuato in autunno, riflettendo principalmente il deterioramento delle variabili esogene nei mesi scorsi.

### ***L'attività economica nel triennio 2024-26***

Il preconsuntivo tiene conto della stasi congiunturale dell'attività economica nel trimestre scorso rilevata dalla stima preliminare dell'Istat di fine gennaio. Sulla base di tale andamento il PIL sarebbe aumentato nel 2024 dello 0,7 per cento nei dati annuali (tab. 2), oltre due decimi in più rispetto a quanto emerso dalle serie trimestrali (0,5 per cento, come commentato nel paragrafo "L'economia italiana"). Per l'anno corrente si prevede una lieve accelerazione dell'economia (allo 0,8 per cento), con l'attività economica che dovrebbe rafforzarsi gradualmente nel corso dei trimestri, beneficiando principalmente dell'incremento delle componenti interne della domanda. Nel 2026 la dinamica del PIL dovrebbe consolidarsi ancora marginalmente, allo 0,9 per cento, ipotizzando che non si acuiscano i conflitti e le guerre commerciali in corso, oltre alla prosecuzione della normalizzazione della politica monetaria, iniziata nella seconda parte dello scorso anno. Le previsioni incorporano il profilo di spesa relativo ai programmi di investimento del PNRR, che tuttavia potrebbero essere oggetto di revisione, con particolare riguardo alle tempistiche.

Le stime sul PIL presentate in questa Nota si collocano all'interno dell'intervallo delle previsioni formulate da altri analisti, soprattutto in confronto con le più recenti (tab. 3). Per quanto riguarda la variazione del deflatore del PIL, la variabile di prezzo più rilevante per la finanza pubblica, si prevede una sostanziale stabilizzazione nell'orizzonte di previsione appena sopra il due per cento, pressoché in linea con le attese delle altre organizzazioni. Nell'interpretare i confronti è importante considerare l'eterogeneità delle variabili esogene internazionali, in particolare di quelle energetiche, nonché delle stime sulla finanza pubblica e sul trattamento statistico della variabile prevista (grezza o corretta per il calendario).

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

	2023	2024	2025	2026
<b>ESOGENE INTERNAZIONALI</b>				
Commercio internazionale	0,8	3,3	2,8	2,9
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	82,5	80,5	75,7	71,3
Cambio dollaro/euro	1,08	1,08	1,05	1,07
Prezzo del gas naturale (TTF, euro/MWh)	41,4	34,6	47,8	39,4
<b>QUADRO ITALIANO</b>				
PIL	0,7	0,7	0,8	0,9
Importazioni beni e servizi	-0,4	-1,9	2,8	2,7
Consumi finali nazionali	1,2	0,6	0,8	0,8
- Consumi famiglie e ISP	1,0	0,6	1,0	1,0
- Spesa della PA	1,9	0,8	0,4	0,3
Investimenti	8,5	0,1	0,3	0,9
Esportazioni beni e servizi	0,8	-0,2	2,7	2,8
<b>CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL</b>				
Esportazioni nette	0,4	0,6	0,0	0,1
Scorte	-2,5	-0,4	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto scorte	2,8	0,5	0,7	0,8
<b>PREZZI E CRESCITA NOMINALE</b>				
Deflatore importazioni	-5,9	-1,8	4,1	0,9
Deflatore esportazioni	1,5	0,4	2,3	2,0
Deflatore consumi	5,1	1,3	2,1	2,0
Deflatore PIL	5,8	1,9	2,1	2,2
PIL nominale	6,6	2,6	3,0	3,1
<b>MERCATO DEL LAVORO</b>				
Costo del lavoro per dipendente	2,4	3,5	3,3	3,2
Occupazione (ULA)	2,3	1,6	0,8	0,7
Tasso di disoccupazione	7,7	6,5	5,9	5,8

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

**Tab. 3** – Recenti previsioni su PIL e deflatore del PIL dell'Italia (variazioni percentuali annue)

		PIL				Deflatore del PIL			
		2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
REF-Ricerche <sup>(1)</sup>	24-gen	0,6	0,6	0,9		1,7	2,1	1,8	
Fondo monetario internazionale	17-gen	0,6	0,7	0,9					
Consensus Economics <sup>(1)</sup>	17-gen	0,5	0,7	0,9	0,9				
Oxford Economics <sup>(1)</sup>	13-gen	0,5	0,8	0,9	0,8	1,9	0,6	2,0	1,8
CER <sup>(1)</sup>	30-dic	0,5	0,6	1,0	0,7	1,8	2,1	2,2	2,9
Prometeia <sup>(1)</sup>	13-dic	0,5	0,5	0,8	0,5	2,0	2,0	2,2	2,1
Banca d'Italia <sup>(1)</sup>	13-dic	0,5	0,8	1,1	1,9				
OCSE <sup>(1)</sup>	05-dic	0,5	0,9	1,2					
Commissione europea	15-nov	0,7	1,0	1,2		1,6	1,9	1,8	
Centro studi Confindustria	22-ott	0,8	0,9			1,3	1,9		
MEF DPB 2025	15-ott	1,0	1,2	1,1	0,8	1,9	2,1	2,0	1,8

(1) Variabile corretta per i giorni lavorativi.

### ***Le previsioni sulle componenti della spesa***

Nel biennio 2025-26 l'attività economica sarebbe sospinta dalle componenti interne della domanda, con un contributo pressoché nullo sia delle scorte sia della domanda estera.

Lo scorso anno i consumi delle famiglie sarebbero aumentati poco più di mezzo punto percentuale, in rallentamento rispetto al 2023. La spesa delle famiglie si irrobustirebbe intorno all'uno per cento annuo in media nel 2025-26, beneficiando del recupero del potere d'acquisto (1,3 per cento in media d'anno). Il tasso di risparmio, che nel 2024 è aumentato in Italia similmente ad altri paesi europei, si stabilizzerebbe al di sopra dei valori pre-pandemia.

L'accumulazione di capitale, dopo la fase di forte espansione post-pandemia, ha registrato una battuta d'arresto lo scorso anno, con investimenti complessivi pressoché invariati. La fase di debolezza si protrarrebbe per l'anno corrente (0,3 per cento), riflettendo anche l'ulteriore rimodulazione degli incentivi relativi all'edilizia residenziale. Nel 2026 è prevista una dinamica più favorevole degli investimenti, soprattutto di quelli in macchinari e attrezzature (2,6 per cento), a fronte di una contrazione di quelli per costruzioni (-0,7 per cento). La domanda per entrambe le componenti, alla fine dell'orizzonte di previsione, sarebbe influenzata positivamente dalle misure di stimolo previste nel PNRR e dalla politica monetaria meno restrittiva. L'incidenza degli investimenti complessivi sul PIL si attesterebbe al 22 per cento nel 2026, mentre la quota degli investimenti pubblici sull'accumulazione totale di capitale si posizionerebbe a circa il 21 per cento (otto punti percentuali in più rispetto all'anno precedente la pandemia) alla fine del periodo di previsione.

La variazione delle esportazioni nel 2024 (-0,2 per cento) è stimata in controtendenza rispetto alla dinamica del commercio mondiale (in espansione del 3,3 per cento), mentre la flessione delle importazioni (-1,9 per cento) rifletterebbe la debole attivazione della domanda interna (in particolar modo degli investimenti). Per il biennio 2025-26 si prospetta un recupero delle esportazioni, tale da mantenere quasi invariate le quote di mercato estero delle produzioni italiane. La variazione degli acquisti dall'estero è prevista analoga a quella delle esportazioni, per cui il contributo estero netto alla crescita del prodotto è atteso pressoché nullo su tutto l'orizzonte di previsione.

### ***Le previsioni sul mercato del lavoro e l'inflazione***

L'occupazione, misurata in termini di unità di lavoro standard (ULA), lo scorso anno avrebbe registrato una dinamica superiore a quella del PIL, per effetto della complessiva tenuta delle posizioni lavorative, a fronte di un rallentamento dell'*input* di lavoro. Nel successivo biennio l'espansione delle unità di lavoro è attesa in attenuazione (0,8 per cento in media), in misura simile all'incremento del numero di occupati, per cui l'elasticità dell'occupazione, misurata in ULA, alla crescita del prodotto si abbasserebbe ritornando

prossima all'unità. Il tasso di occupazione (15-64 anni) è proiettato a fine periodo al di sopra del 63 per cento. L'offerta di lavoro, dopo l'indebolimento nel 2024 per la considerevole diminuzione delle persone in cerca di un impiego e l'aumento degli inattivi, è prevista crescere a ritmi moderati nel successivo biennio (circa mezzo punto percentuale in media). Nel complesso si attende una diminuzione del tasso di disoccupazione, che si porterebbe poco al di sotto del sei per cento dal 2025. Il tasso di partecipazione è atteso in aumento nel biennio delle proiezioni (67,4 per cento nel 2026), prevalentemente per la flessione della popolazione in età lavorativa.

L'inflazione, misurata attraverso il deflatore dei consumi delle famiglie, è stimata di poco superiore all'uno per cento nella media dello scorso anno, un valore nettamente inferiore a quello atteso nelle principali economie dell'area dell'euro, soprattutto in seguito a un effetto base più forte relativo all'evoluzione dei prezzi dell'energia. La dinamica inflattiva è attesa in recupero a partire dall'anno in corso (al 2,0 per cento in media nel biennio di previsione), anche per la spinta derivante dall'incremento delle quotazioni del gas naturale sul mercato europeo. Si assume che tali pressioni siano tuttavia temporanee e che il prezzo del gas naturale si rafforzi quest'anno per poi flettere nel prossimo (per una simulazione degli effetti macroeconomici attribuibili a scenari alternativi sulle quotazioni degli input energetici si veda il riquadro "Le ipotesi dell'esercizio previsivo e la sensibilità ai prezzi delle materie prime energetiche").

Nella media del biennio 2025-26, la dinamica delle retribuzioni pro-capite è attesa in graduale rallentamento, ma resterebbe comunque superiore a quella dei prezzi al consumo; il recupero del potere d'acquisto dei salari, osservato nel 2024, proseguirebbe moderatamente nel successivo biennio. Il monte redditi da lavoro dipendente è proiettato in aumento di circa il quattro per cento in media nello stesso periodo. L'inflazione interna (misurata dal deflatore del PIL) si attesterebbe al 2,1 per cento in media nel periodo di previsione, sostanzialmente allineata a quella del deflatore dei consumi privati. Dal lato dei fattori di offerta, il deflatore del PIL sarebbe sospinto soprattutto dal costo del lavoro quest'anno e dai profitti delle imprese nel 2026.

### ***Le principali revisioni rispetto alle previsioni di ottobre***

Nel confronto con il quadro macroeconomico formulato dall'UPB lo scorso ottobre, in occasione dell'esercizio di validazione delle previsioni del PSB, le stime di crescita sono state lievemente riviste al ribasso. Per lo scorso anno, la minore crescita del PIL (per tre decimi di punto) riflette in massima parte il peggioramento dei dati storici sul 2023 nei nuovi dati trimestrali di contabilità nazionale, in virtù dei quali si è ridotto il trascinamento statistico al 2024. Nel biennio 2025-26 la minore espansione del prodotto (in media pari a due decimi di punto percentuale) risente principalmente delle maggiori quotazioni del gas naturale e della dinamica meno favorevole del commercio internazionale, solo in parte compensata dal deprezzamento del tasso di cambio. Rispetto alle variabili di prezzo,

la variazione del deflatore dei consumi privati è stata rivista al rialzo soprattutto quest'anno e marginalmente nel prossimo, per circa tre decimi di punto in media nel periodo di previsione. La variazione del deflatore del PIL è stata però corretta al ribasso quest'anno (-0,2 punti percentuali), a causa del peggioramento atteso delle ragioni di scambio. Relativamente al PIL nominale, la revisione è risultata di tre decimi di punto sul tasso di crescita per l'anno in corso e di due decimi per quello del 2026.

### ***I rischi delle previsioni per l'Italia***

L'economia italiana resta esposta a una serie di rischi, prevalentemente esogeni, nel complesso orientati al ribasso.

Le tensioni geopolitiche sono forti e potrebbero acuirsi con l'atteso inasprimento delle barriere commerciali da parte degli Stati Uniti. La recente tregua nel conflitto in Israele potrebbe rappresentare un segnale verso il superamento delle ostilità, ma le tensioni sono diffuse nel Medio Oriente. In Europa si protrae la recessione dell'economia tedesca, in concomitanza con la debolezza del settore industriale a livello globale.

Gli investimenti rappresentano una delle variabili più incerte dello scenario macroeconomico. A medio termine, le criticità potrebbero derivare dall'attuazione dei progetti finanziati dal programma *Next Generation EU*, considerando l'elevata concentrazione degli interventi nel biennio 2025-26 e il rischio di colli di bottiglia sul lato dell'offerta. Al contempo, non si può escludere che la crescita attesa nel biennio di previsione possa risultare inferiore, qualora parte degli investimenti programmati entro il prossimo anno venga differita. L'allentamento monetario da parte della BCE stimola la crescita, ma l'impatto potrebbe risultare limitato, data l'elevata accumulazione di capitale già raggiunta negli anni precedenti in Italia.

Nonostante la volatilità osservata nei mesi scorsi, i prezzi delle azioni rimangono elevati, mentre i premi al rischio sui titoli obbligazionari si mantengono contenuti. Tuttavia, la propensione al rischio degli operatori di mercato potrebbe ridursi repentinamente. In tale contesto saranno cruciali le prossime decisioni delle banche centrali, i cambiamenti nelle politiche economiche globali e, soprattutto, l'evoluzione delle crisi geopolitiche in corso.

La tendenza al riscaldamento globale prosegue e ha implicazioni significative per l'economia. Aumentano la frequenza e l'intensità degli eventi meteorologici estremi, che sospingono i prezzi, prevalentemente degli alimentari e dell'energia, e danneggiano il tessuto produttivo. La crescente frequenza di tali eventi spinge governi e operatori privati a destinare risorse alla gestione e prevenzione delle emergenze, riducendo, di fatto, i margini di manovra per politiche economiche espansive.

## Riquadro – Le ipotesi dell’esercizio previsivo e la sensibilità ai prezzi delle materie prime energetiche

**Le ipotesi delle previsioni.** L’esercizio si focalizza sul biennio 2025-26 e si basa su variabili esogene internazionali aggiornate mediante ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili al 30 gennaio. In particolare si assume quanto segue: 1) una dinamica relativamente meno favorevole del commercio mondiale di beni e servizi nel 2025 (2,8 per cento rispetto al 3,3 del 2024) e pressoché in linea nel successivo (2,9 per cento); 2) un progressivo allentamento delle condizioni monetarie e creditizie, soprattutto nell’anno in corso, con il tasso di interesse a breve nell’area dell’euro previsto quest’anno al 2,0 per cento (dal 3,6 per cento medio del 2024), in ulteriore diminuzione all’1,9 per cento nel 2026; 3) il deprezzamento del tasso di cambio del dollaro rispetto all’euro, che si attesta a 1,06 in media nel periodo 2025-26 (rispetto a 1,08 nel 2024); 4) una flessione del prezzo del greggio a 75,7 dollari per barile nel 2025 seguita, secondo le quotazioni dei mercati *futures*, da un ulteriore calo intorno ai 71 dollari l’anno successivo; 5) un incremento delle quotazioni in euro del gas a quasi 44 euro/MWh nella media del biennio 2025-26, rispetto ai 34,6 euro/MWh del 2024. Il quadro di finanza pubblica incorpora i provvedimenti della manovra di bilancio per il 2025.

**Scenari alternativi sulle quotazioni del petrolio e del gas naturale.** Le ipotesi sulle quotazioni del petrolio e del gas naturale sono soggette a un’incertezza estremamente elevata, a causa delle forti tensioni geopolitiche in atto. Per tenere conto di questa incertezza sono state svolte delle simulazioni alternative a quelle considerate nella previsione di base, utilizzando il modello econometrico in uso all’UPB (MeMo-It).

In un primo scenario si assume che la riduzione delle tensioni geopolitiche nelle principali aree contrassegnate da conflitti in corso comporti, rispetto alle ipotesi della previsione di base, una discesa delle quotazioni delle materie prime energetiche sui livelli minimi osservati successivamente all’inizio del conflitto tra Russia e Ucraina. Il prezzo del petrolio diminuisce di circa il 25 per cento cumulativamente nel biennio, attestandosi a 58,5 dollari per barile nel 2026; le quotazioni del gas naturale flettono in misura più marcata (circa del 50 per cento), portandosi 32 euro/MWh a fine periodo. Tenuto conto di tali ipotesi, si stima che la crescita del PIL risulti più elevata per circa un decimo di punto percentuale in ciascun anno del biennio delle proiezioni, sospinta principalmente dal recupero della domanda interna. L’effetto delle quotazioni più basse dei beni energetici si trasmette dal deflatore delle importazioni ai prezzi interni. L’inflazione (misurata attraverso il deflatore dei consumi privati) è attesa in riduzione, soprattutto nell’anno in corso e complessivamente per quasi un punto percentuale al termine del biennio di previsione.

Le ipotesi della seconda simulazione sono definite a partire da uno scenario di Oxford Economics su un possibile deterioramento del contesto internazionale a seguito di ulteriori tensioni geopolitiche, con conseguente impennata delle quotazioni dei beni energetici nel 2025. Il prezzo del petrolio aumenta oltre gli 87 dollari per barile, mentre la quotazione del gas naturale si porterebbe a quasi 55 euro/MWh quest’anno. Nell’esercizio proposto le quotazioni di petrolio e gas ipotizzate per quest’anno vengono mantenute invariate anche nel 2026. Alla luce di tali andamenti, il prezzo del petrolio aumenterebbe rispetto allo scenario di base quasi del 40 per cento nel complesso del biennio, mentre il prezzo del gas registrerebbe un incremento di oltre il 50 per cento. In questo contesto più sfavorevole l’attività economica è stimata cumulativamente più bassa per un decimo di punto percentuale nel 2025 e due decimi di punto nel 2026, prevalentemente per la contrazione dei consumi. L’effetto sulle variabili nominali è considerevole: si stima che i prezzi al consumo aumentino complessivamente di circa un punto percentuale nel biennio (per oltre mezzo punto quest’anno).