



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

gennaio 2025

1 | 2025



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 1 / 2025
Gennaio

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2025

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

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

Direttore responsabile

Sergio Nicoletti Altimari

Comitato di redazione

Fabrizio Colonna e Lisa Rodano (coordinamento), Federica Daniele, Maria Ludovica Drudi, Simone Emiliozzi, Nicolò Gnoco, Salvatore Lattanzio, Stefano Schiaffi, Enrico Tosti

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

Riquadri: Antonio Coran, Marco Errico, Paolo Farroni, Marco Flaccadoro

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

DOI <https://doi.org/10.32057/0.be.2025.1>

Aggiornato con i dati disponibili al 10 gennaio 2025, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	10
1.3 I mercati finanziari internazionali	17
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	20
2.2 Le imprese	23
2.3 Le famiglie	25
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	26
2.5 Il mercato del lavoro	31
2.6 La dinamica dei prezzi	33
2.7 Il credito e le condizioni di finanziamento	35
2.8 Il mercato finanziario	37
2.9 La finanza pubblica	38

INDICE DEI RIQUADRI

La recente debolezza della manifattura in Germania e il suo impatto sul resto dell'area dell'euro	11
Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana	21
Incertezza sulle politiche commerciali ed esposizione delle imprese italiane al mercato statunitense	27
Il primo Piano strutturale di bilancio di medio termine dell'Italia	42

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

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

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

SINTESI

Prosegue la crescita globale, pur con andamenti differenziati fra aree

L'attività economica rimane robusta negli Stati Uniti ma perde slancio nelle altre economie avanzate. In Cina la crisi del mercato immobiliare pesa ancora sulla domanda interna. Secondo le nostre valutazioni, nel 2025 il commercio mondiale si espanderà poco al di sopra del 3 per cento, in linea con l'andamento atteso del prodotto globale. Le prospettive degli scambi internazionali potrebbero tuttavia risentire negativamente, oltre che dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche, dell'annunciato inasprimento della politica commerciale statunitense. I prezzi del petrolio sono cresciuti appena; le quotazioni del gas naturale restano volatili e soggette a pressioni al rialzo per fattori connessi sia con la domanda sia con l'offerta.

Continua, ma in maniera più graduale, l'allentamento della politica monetaria negli Stati Uniti

In linea con le attese, l'inflazione è risalita leggermente negli Stati Uniti; è scesa di poco nel Regno Unito mentre in Giappone è aumentata più del previsto. Nella riunione di dicembre la Federal Reserve ha nuovamente tagliato i tassi di riferimento di 25 punti base, portandoli al 4,25-4,50 per cento; rispetto alle precedenti riunioni, i membri del Federal Open Market Committee prefigurano un processo di normalizzazione della politica monetaria più graduale, in considerazione della più lenta discesa dell'inflazione e del livello contenuto del tasso di disoccupazione. Ciò ha contribuito al deciso apprezzamento del dollaro nei confronti delle altre principali valute, incluso l'euro. Nello stesso mese la Bank of England e la Banca del Giappone hanno lasciato invariati i tassi. Le autorità cinesi hanno annunciato un pacchetto di misure di sostegno ai consumi interni, che si affiancherebbe all'impegno da parte della Banca centrale cinese a mantenere un orientamento monetario espansivo.

Il PIL dell'area dell'euro rallenta, l'inflazione fluttua attorno al 2 per cento

Sulla base delle informazioni disponibili, alla fine del 2024 la crescita economica nell'area dell'euro si è inde-

bolita, penalizzata dalla scarsa vivacità di consumi e investimenti e dalla flessione delle esportazioni. L'andamento della manifattura rimane deludente, in particolare in Germania; si sarebbe affievolito anche l'impulso fornito dai servizi. L'inflazione resta moderata, intorno al 2 per cento, con una sostanziale stabilità della componente di fondo: nei servizi la variazione dei prezzi si conferma ancora relativamente elevata, riflettendo in parte adeguamenti ritardati all'inflazione passata. In dicembre gli esperti dell'Eurosistema hanno rivisto al ribasso le previsioni di crescita dell'area, collocandole sopra l'1 per cento all'anno nel triennio 2025-27; l'inflazione si stabilizzerebbe intorno all'obiettivo della Banca centrale europea del 2 per cento.

La BCE riduce ancora i tassi ufficiali

A dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha tagliato di ulteriori 25 punti base i tassi di interesse di riferimento. I mercati si attendono una nuova riduzione di circa 75 punti base nel corso del 2025. Nonostante il graduale allentamento della politica monetaria, la dinamica del credito nell'area dell'euro rimane modesta, in un contesto di elevata incertezza e di debolezza della domanda.

In Italia la crescita stenta a recuperare vigore

Nel quarto trimestre del 2024 l'attività economica in Italia si è mantenuta debole, risentendo come nel resto dell'area dell'euro della persistente fiacchezza della manifattura e del rallentamento dei servizi. Nelle costruzioni, l'impulso fornito dalle opere del Piano nazionale di ripresa e resilienza si contrapporrebbe al ridimensionamento dell'attività nel comparto residenziale. La domanda interna sarebbe frenata dalla decelerazione della spesa delle famiglie e da condizioni per investire che rimangono sfavorevoli. Nelle nostre proiezioni, elaborate nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, la crescita acquisirebbe slancio nel corso di quest'anno, collocandosi intorno all'1 per cento in media nel triennio 2025-27.

Si riduce l'avanzo di conto corrente

In autunno le esportazioni di beni italiani sarebbero state frenate da una domanda mondiale in decisa flessione. Le politiche protezionistiche annunciate dalla nuova amministrazione statunitense si ripercuoterebbero sulle vendite all'estero delle aziende del nostro paese che esportano verso il mercato americano, soprattutto quelle di piccola e media dimensione. Il saldo di conto corrente si è ridotto nel terzo trimestre, pur rimanendo in avanzo. La posizione creditoria netta sull'estero si è ancora rafforzata. Rimangono elevati gli acquisti da parte degli investitori esteri di titoli pubblici italiani, il cui differenziale di rendimento sulla scadenza decennale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi è diminuito.

Prosegue l'aumento dell'occupazione, pur tra segnali di indebolimento del mercato del lavoro

Nonostante il numero di occupati continui ad aumentare, le ore lavorate per addetto sono in calo e si mantiene elevato il ricorso alla Cassa integrazione guadagni, soprattutto nella manifattura. La graduale flessione della partecipazione, in particolare nelle fasce di popolazione più giovani, è proseguita anche in autunno, contribuendo a ridurre il tasso di disoccupazione a un livello eccezionalmente basso. La crescita delle retribuzioni contrattuali nel settore privato rimane robusta, concorrendo al graduale recupero del potere d'acquisto delle famiglie.

L'inflazione rimane sotto il 2 per cento

Negli ultimi mesi del 2024 il calo dei prezzi dei beni energetici ha ancora contribuito a mantenere l'inflazione al consumo ben al di sotto del 2 per cento. L'inflazione di fondo resta moderata, ma

relativamente più elevata nella componente dei servizi. Per l'anno in corso le imprese prefigurano rialzi contenuti dei propri listini. Secondo le nostre previsioni, l'aumento dei prezzi al consumo si collocherà all'1,5 per cento nel biennio 2025-26 (dall'1,1 nel 2024), raggiungendo il 2,0 nel 2027, sospinto da effetti temporanei dovuti all'entrata in vigore del nuovo sistema di scambio di quote di emissione di inquinanti e di gas a effetto serra nell'Unione europea.

L'allentamento della politica monetaria si trasmette al costo del credito

I tagli dei tassi di riferimento della BCE si stanno trasmettendo, in linea con le regolarità storiche, al costo della raccolta bancaria e a quello del credito. A fronte della debolezza degli investimenti, rimane modesta la domanda di finanziamenti da parte delle imprese. Prosegue la graduale ripresa dei mutui alle famiglie.

Il Parlamento ha approvato la legge di bilancio per il triennio 2025-27

La Commissione europea ha espresso una valutazione positiva sul programma di aggiustamento dei conti pubblici, come delineato nel Piano strutturale di bilancio di medio termine per gli anni 2025-31.

Nelle valutazioni del Governo, la manovra di bilancio approvata a dicembre comporta un incremento dell'incidenza dell'indebitamento netto sul PIL di 0,4 punti percentuali nel 2025, di 0,6 nel 2026 e di 1,1 nel 2027. Circa la metà delle risorse destinate agli interventi espansivi verrebbe utilizzata per rendere strutturali le misure di rimodulazione dell'Irpef e di riduzione del cuneo fiscale.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Nello scorcio del 2024 è proseguita l'espansione dell'attività economica globale, seppure con andamenti differenziati tra aree. I consumi continuano a sostenere la crescita negli Stati Uniti; negli altri paesi avanzati, alla persistente debolezza della manifattura si sono aggiunti segnali di rallentamento nei servizi. In Cina la domanda interna risente ancora della crisi del mercato immobiliare. Sulle prospettive dell'economia globale pesano le tensioni internazionali e l'incertezza sulle politiche economiche che saranno intraprese dalla nuova amministrazione statunitense. Dallo scorso autunno i prezzi del petrolio sono lievemente aumentati come pure, dopo forti oscillazioni, quelli del gas naturale.

Prosegue la crescita negli Stati Uniti

Nel terzo trimestre del 2024 l'attività economica negli Stati Uniti, sebbene in lieve rallentamento, ha continuato a espandersi, ancora trainata dai consumi delle famiglie (tav. 1). Dopo il calo di ottobre, riconducibile a fattori temporanei¹, l'occupazione è salita sia a novembre sia, in misura ben superiore alle attese, a dicembre. Secondo l'OCSE, nel complesso del 2024 il PIL statunitense è cresciuto del 2,8 per cento, il dato di gran lunga più elevato tra le economie avanzate. Il prodotto ha rallentato nel Regno Unito e in Giappone, risentendo rispettivamente dell'indebolimento della domanda interna e di quella estera. In Cina l'attività, pur accelerando nel quarto trimestre, continua a riflettere la fiacchezza dei consumi e la persistente crisi del comparto immobiliare.

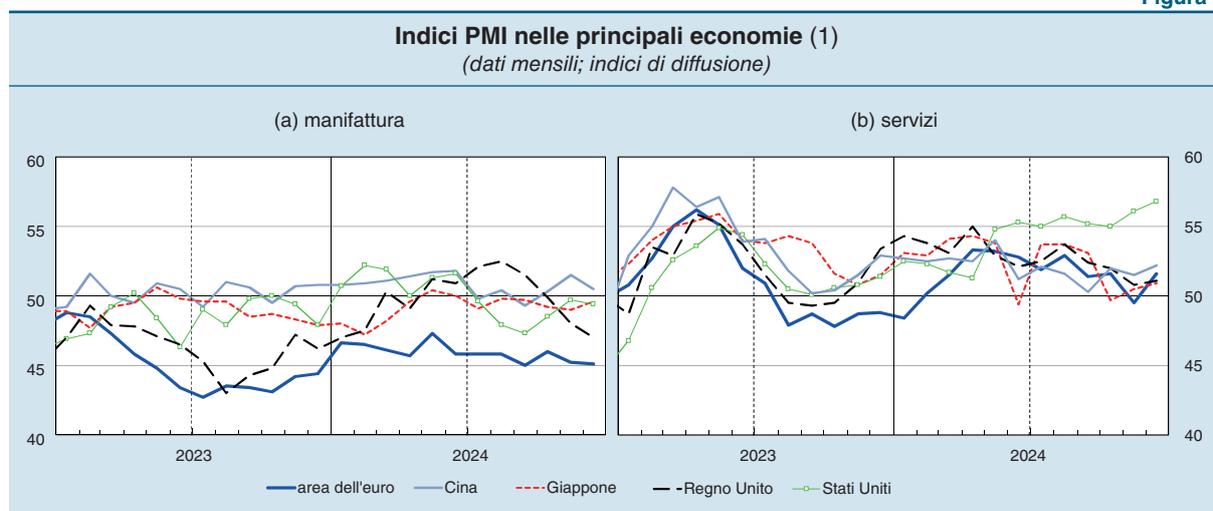
Tavola 1

VOCI	Crescita del PIL e scenari macroeconomici (variazioni percentuali, se non diversamente specificato)						
	Crescita			Previsioni OCSE		Revisioni (2)	
	2023	2024 2° trim. (1)	2024 3° trim. (1)	2024	2025	2024	2025
Mondo	3,2	–	–	3,2	3,3	0,1	0,1
Giappone	1,7	2,2	0,9	0,3	1,5	-0,2	0,1
Regno Unito	0,3	1,8	0,6	0,9	1,7	-0,2	0,5
Stati Uniti	2,9	3,0	2,8	2,8	2,4	0,2	0,8
Brasile	3,2	3,3	4,0	3,2	2,3	0,3	-0,3
Cina	5,2	4,7	4,6	4,9	4,7	0,0	0,2
India (3)	7,8	6,7	5,4	6,8	6,9	0,1	0,1
Russia	3,7	4,1	3,1	3,9	1,1	0,2	0,0
Area dell'euro	0,5	0,2	0,4	0,8	1,3	0,1	0,0

Fonte: per i dati sulla crescita, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e le previsioni, OCSE, *OECD Economic Outlook*, dicembre 2024.

(1) Dati trimestrali. Per Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per gli altri paesi, variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Puntigli percentuali; revisioni rispetto a OCSE, *OECD Economic Outlook, Interim Report*, settembre 2024. – (3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

¹ In ottobre il calo degli occupati era stato molto più marcato del previsto per via di fattori temporanei legati a scioperi ed eventi climatici particolarmente intensi.



Fonte: Markit e Standard & Poor's.

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

L'attività globale resta debole nella manifattura

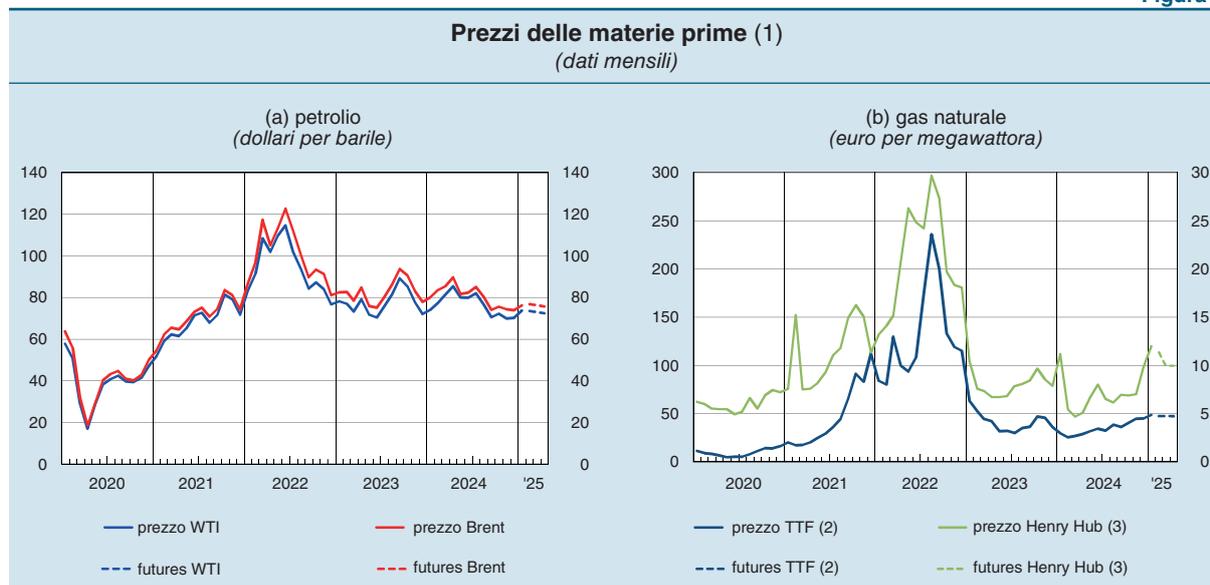
Nel quarto trimestre gli indici PMI (*purchasing managers' indices*) dei responsabili degli acquisti delle imprese manifatturiere hanno continuato a mostrare segni di debolezza, soprattutto nell'area dell'euro, mentre hanno evidenziato una lieve ripresa in Cina, dove le vendite al dettaglio e le esportazioni sono cresciute più del previsto (fig. 1.a). Gli indicatori per i servizi sono migliorati negli Stati Uniti – dove hanno risentito anche della risoluzione dell'incertezza politica dopo l'esito elettorale – nonché in Cina; sono invece peggiorati nelle altre principali economie avanzate, pur rimanendo al di sopra della soglia di espansione (fig. 1.b). Secondo le proiezioni pubblicate a dicembre dall'OCSE, nel 2025 il PIL mondiale crescerebbe del 3,3 per cento, in linea con il 2024. Su queste previsioni gravano però i rischi derivanti dall'acuirsi delle tensioni internazionali.

Il commercio mondiale ha continuato a crescere, ma le prospettive peggiorano

In estate il commercio internazionale ha rallentato, sebbene meno di quanto atteso grazie all'espansione sostenuta delle importazioni statunitensi; i PMI globali relativi ai nuovi ordinativi esteri suggeriscono un ulteriore indebolimento nel quarto trimestre. L'intenzione di introdurre dei dazi da parte dell'amministrazione statunitense inciderà negativamente sull'andamento degli scambi mondiali (cfr. il riquadro: *Incertezza sulle politiche commerciali ed esposizione delle imprese italiane al mercato statunitense* del capitolo 2); tuttavia, nel breve periodo questi ultimi potrebbero accelerare, se gli importatori decidessero di anticipare i propri ordini in vista dell'attuazione delle misure annunciate. Al netto di tali fattori, in base a nostre stime il commercio mondiale di beni e servizi aumenterebbe di circa il 3,2 per cento quest'anno (da 2,8 nel 2024), in linea con la crescita del prodotto. L'evoluzione degli scambi internazionali sarà tuttavia fortemente influenzata dalle politiche commerciali degli Stati Uniti e dalle eventuali reazioni degli altri paesi.

Le quotazioni del petrolio sono lievemente salite...

Dall'inizio di ottobre il prezzo del Brent è leggermente aumentato, di circa il 3 per cento, collocandosi intorno agli 80 dollari al barile (fig. 2.a). Dopo il calo nei mesi autunnali, le quotazioni sono tornate a salire nella prima metà di gennaio, a seguito dei robusti dati macroeconomici statunitensi e all'introduzione di nuove sanzioni americane contro il settore petrolifero russo. L'esito delle elezioni americane ha alimentato aspettative di un'espansione della produzione di petrolio, attenuando l'impatto sui prezzi della decisione dei paesi membri dell'OPEC+ di estendere i tagli alle forniture e di rinviare i successivi aumenti ai primi mesi del 2025.



Fonte: LSEG.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a dicembre 2024; il dato di gennaio 2025 si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 10 gennaio. Per i prezzi dei futures, quotazioni del 10 gennaio 2025. – (2) Prezzo del gas scambiato sul mercato TTF nei Paesi Bassi. – (3) Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub in Louisiana (USA). Scala di destra.

... come quelle del gas naturale

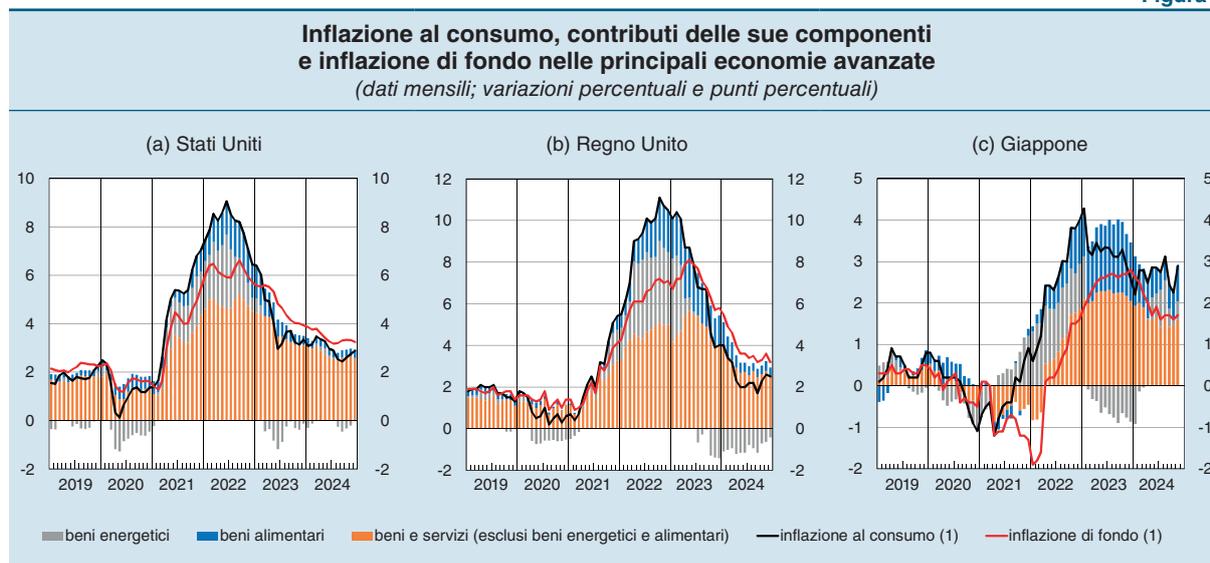
Da ottobre, dopo un periodo di elevata volatilità, il prezzo di riferimento del gas naturale per i mercati europei (Title Transfer Facility, TTF) è salito a 47 euro al megawattora (fig. 2.b). Oltre a diversi fattori legati alla domanda – come l’inizio della stagione fredda e la ridotta produzione di elettricità generata da impianti eolici – da fine dicembre l’aumento rispecchia soprattutto l’interruzione dei flussi di gas russo verso l’Europa orientale attraverso l’Ucraina, i quali soddisfacevano circa il 5 per cento della domanda annuale europea di gas². L’interruzione è stata determinata dal mancato rinnovo dell’accordo di transito tra i due paesi. Il moderato incremento dei rischi alle forniture si è riflesso nelle quotazioni dei contratti futures a un anno, saliti a 43 euro per megawattora. Inoltre gli stoccaggi europei nella prima metà di gennaio sono scesi al 66 per cento della capacità totale, circa 15 punti percentuali al di sotto dei livelli osservati nello stesso periodo dello scorso anno.

Prosegue il processo di disinflazione negli Stati Uniti

In dicembre l’inflazione al consumo sui dodici mesi ha segnato un leggero rialzo negli Stati Uniti, in linea con le aspettative degli analisti, portandosi al 2,9 per cento (dal 2,7 in novembre); la componente di fondo è scesa appena al 3,2 per cento (fig. 3.a). Nel Regno Unito, l’inflazione è diminuita al 2,5 per cento, un valore lievemente al di sotto delle attese (fig. 3.b); in Giappone a novembre era invece aumentata più del previsto, al 2,9 per cento (fig. 3.c). Nella riunione di dicembre, la Federal Reserve ha deciso un nuovo taglio dei tassi di riferimento di 25 punti base, portandoli al 4,25-4,5 per cento. I membri del Federal Open Market Committee prevedono ulteriori tagli per 50 punti base entro dicembre del 2025 – una riduzione meno ampia rispetto a quanto anticipato in settembre – alla luce di una disinflazione attesa più lenta³. A dicembre la Bank of England, dopo il taglio di 25 punti base deciso nella riunione precedente, ha mantenuto i tassi invariati al 4,75 per cento, confermando un approccio cauto e graduale all’allentamento. Nello stesso mese anche la Banca del Giappone, nonostante aspettative diffuse di un aumento, ha lasciato inalterati i tassi allo 0,25 per cento. La Banca centrale cinese ha confermato un orientamento monetario espansivo,

² Nel 2023, a seguito dell’invasione russa dell’Ucraina nel febbraio del 2022, le forniture di gas russo all’Europa sono scese al 15 per cento dei consumi europei, da circa il 30 per cento di prima dello scoppio della guerra.

³ Federal Reserve e Federal Open Market Committee, *Summary of Economic Projections*, 18 dicembre 2024.



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

volto a sostenere la crescita economica in un contesto di domanda interna ancora debole. Sul fronte fiscale, dopo il pacchetto di misure annunciato a novembre per gestire i rischi finanziari dei governi locali⁴, le autorità hanno comunicato a metà dicembre un nuovo piano di interventi per il 2025, focalizzato sul sostegno dei consumi interni, i cui dettagli tuttavia non sono stati ancora resi noti.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Il PIL dell'area dell'euro, sostenuto in estate da fattori temporanei, avrebbe rallentato nei mesi autunnali: l'attività, ancora debole nell'industria, avrebbe perso slancio anche nei servizi. Dal lato della domanda si sarebbe affievolito il contributo di consumi e investimenti. L'inflazione è rimasta attorno al 2 per cento, nonostante la dinamica ancora elevata della componente dei servizi, sostenuta dalle voci i cui prezzi si adeguano con più ritardo. A dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha nuovamente tagliato di 25 punti base il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, portandolo al 3 per cento. Le precedenti riduzioni si stanno trasmettendo al costo del credito.

Nei mesi estivi il PIL dell'area è aumentato oltre le attese, sostenuto da fattori temporanei...

Nel terzo trimestre del 2024 il prodotto dell'area dell'euro ha accelerato allo 0,4 per cento, dallo 0,2 del periodo precedente (tav. 2). La più alta crescita è in parte riconducibile alla forte espansione in Irlanda (con un contributo di 0,1 punti percentuali), a causa di un deciso seppure temporaneo incremento degli investimenti in proprietà intellettuale. Fra i principali paesi, il PIL ha sostanzialmente ristagnato in Germania e in Italia, mentre è salito a tassi elevati in Spagna; in Francia l'attività ha beneficiato della maggiore domanda connessa con i Giochi olimpici.

⁴ Il pacchetto di stimolo fiscale, di entità corrispondente a circa l'8 per cento del prodotto cinese nei prossimi cinque anni, ha deluso le aspettative, in quanto privo di misure volte a stimolare direttamente il mercato immobiliare o i consumi delle famiglie.

Nel complesso dell'area, il contributo negativo della domanda estera netta è stato più che compensato da quello dei consumi e degli investimenti. Questi ultimi, al netto dell'apporto irlandese⁵, sono tuttavia diminuiti.

Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto è salito nei servizi e nelle costruzioni, ma è sceso nell'industria, escludendo il dato eccezionale irlandese.

... e tornerebbe a indebolirsi nel quarto trimestre

Gli indicatori disponibili suggeriscono un incremento solo modesto del PIL dell'area dell'euro nel quarto

trimestre, coerentemente con il venire meno dei fattori temporanei che avevano sostenuto l'attività nei mesi estivi. Il ciclo industriale si sarebbe mantenuto debole (cfr. il riquadro: *La recente debolezza della manifattura in Germania e il suo impatto sul resto dell'area dell'euro*), come segnalato dall'ulteriore calo della produzione nel bimestre ottobre-novembre rispetto all'estate, dal PMI manifatturiero ben al di sotto della soglia di espansione in dicembre e dal deterioramento della fiducia delle imprese in autunno. Nei mesi più recenti si sarebbe attenuato anche l'impulso alla crescita fornito dall'attività nei servizi, che nel terzo trimestre aveva beneficiato del buon andamento della stagione turistica.

Tavola 2

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

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2023	2024 2° trim. (1)	2024 3° trim. (1)	2024 dicembre (2)
Francia	0,9	0,2	0,4	1,8
Germania	-0,3	-0,3	0,1	2,8
Italia	0,7	0,2	0,0	1,4
Spagna	2,7	0,8	0,8	2,8
Area dell'euro	0,4	0,2	0,4	(2,4)

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

LA RECENTE DEBOLEZZA DELLA MANIFATTURA IN GERMANIA E IL SUO IMPATTO SUL RESTO DELL'AREA DELL'EURO

Dall'avvio della crisi energetica, nei mesi autunnali del 2021, la produzione manifatturiera dell'area dell'euro ha registrato un calo significativo, arretrando nello scorcio del 2024 al di sotto dei livelli rilevati prima della pandemia. Per l'industria tedesca¹, che incide per oltre un terzo sulla manifattura dell'area, e per quasi la metà sul comparto dei beni di investimento, la flessione è stata decisamente più accentuata, con riflessi negativi anche per gli altri paesi. All'andamento relativamente più sfavorevole della Germania contribuiscono tre cause principali².

In primo luogo, il rialzo dei costi dell'energia in Europa ha colpito più duramente la produzione tedesca rispetto al resto dell'area. Ciò rispecchia in larga misura le caratteristiche tecnologiche del comparto chimico del paese, che rendono questo settore particolarmente dipendente dal gas naturale³. La debolezza dell'attività dell'industria chimica, per via delle sue forti interconnessioni settoriali, si

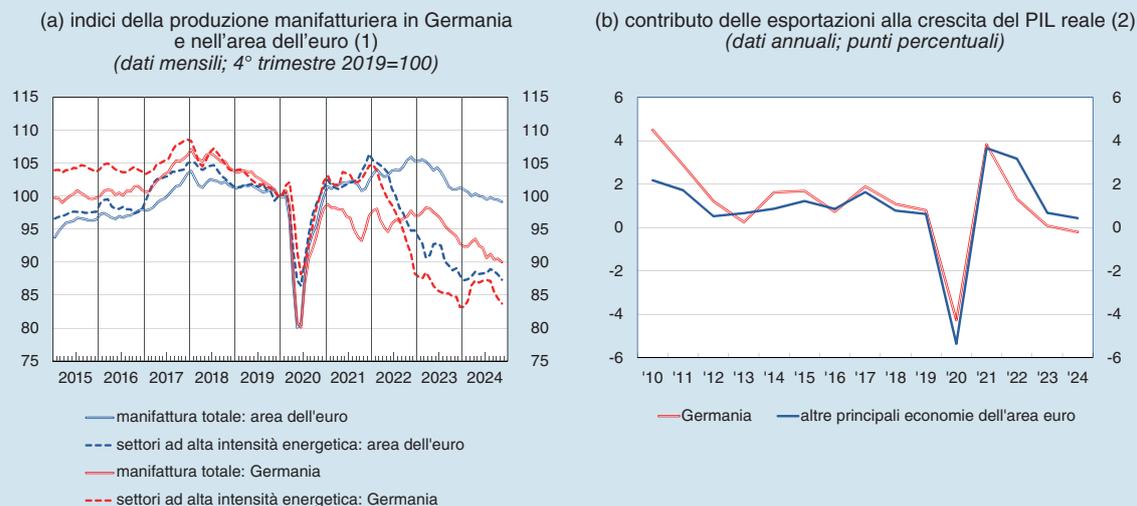
¹ In Germania la quota del valore aggiunto ascrivibile alla manifattura è rimasta relativamente stabile dalla metà degli anni novanta fino alla pandemia, intorno al 22 per cento; nello stesso arco di tempo nel complesso dell'area dell'euro è invece diminuita da circa il 20 al 16,5 per cento.

² Per ulteriori dettagli, cfr. M. Flaccadoro, *The recent weakness in the German manufacturing sector*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 902, 2024.

³ L'intensità energetica, misurata dal rapporto tra il consumo di gas naturale (in terajoule) e il valore aggiunto (in milioni di euro), è più elevata in Germania rispetto a Italia e Francia.

⁵ Gli investimenti irlandesi sono aumentati di più del 200 per cento nel terzo trimestre rispetto al secondo, durante il quale erano invece scesi di oltre il 60; queste dinamiche eccezionali per intensità e per volatilità sono connesse con le attività delle imprese multinazionali che hanno la propria sede europea in Irlanda, e in particolare con le loro decisioni sulla localizzazione dei prodotti di proprietà intellettuale.

Produzione manifatturiera e contributo delle esportazioni alla crescita del PIL



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative; media mobile di 3 termini per il periodo gennaio 2015-novembre 2024. L'indice di produzione relativo alle industrie energivore è calcolato utilizzando i seguenti settori (classificazione Ateco 2007): C17, fabbricazione di carta e prodotti di carta; C20, fabbricazione di prodotti chimici; C23, fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi; e C24, fabbricazione di metalli di base. – (2) Elaborazioni su dati trimestrali, destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Il dato del 2024 è ottenuto assumendo valori invariati per PIL ed esportazioni nel 4° trimestre rispetto al periodo precedente. Il contributo relativo alle altre principali economie è calcolato sulla base dei dati di Francia, Italia e Spagna.

è propagata alle altre industrie ad alta intensità energetica⁴, determinando una diminuzione della produzione di questo comparto più brusca in Germania nel confronto con il complesso dell'area (figura, pannello a).

In secondo luogo, la debolezza della domanda globale di beni, la progressiva frammentazione degli scambi commerciali e la maggiore competizione dei produttori cinesi hanno penalizzato le imprese manifatturiere tedesche in misura più marcata rispetto a quelle dei principali paesi dell'area, a causa della maggiore apertura commerciale della Germania⁵. Nel confronto con il decennio precedente la pandemia, il contributo alla crescita del PIL delle esportazioni tedesche si è ridotto, scendendo al di sotto di quello degli altri maggiori paesi⁶ (figura, pannello b).

Infine, l'industria dell'area ha risentito della più recente debolezza del comparto automobilistico, che ha subito i contraccolpi sia di un diffuso calo della domanda – connesso anche con le incertezze normative nella fase di transizione verso la produzione di veicoli elettrici⁷ – sia della crescente concorrenza delle case automobilistiche cinesi. Tale settore rappresenta il 16 per cento della produzione manifatturiera in Germania, quasi il doppio del complesso dell'area dell'euro (poco meno del 9 per cento).

⁴ Sulla base dell'intensità energetica sono definiti energivori i seguenti settori Ateco 2007: C17, fabbricazione di carta e prodotti di carta; C20, prodotti chimici; C23, altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi; C24, metallurgico.

⁵ Nei primi tre trimestri del 2024 le esportazioni di beni hanno rappresentato il 32 per cento del PIL della Germania (25 per cento in Italia, 22 in Spagna, e 21 in Francia).

⁶ Dal 2021 al 2023, anche il contributo delle esportazioni nette alla crescita del prodotto si è ridotto in Germania, divenendo mediamente negativo (circa -0,1 punti percentuali all'anno), a fronte di un contributo stabilmente positivo negli altri principali paesi (0,3 per cento, in media per Italia, Francia e Spagna).

⁷ Alcune recenti regolamentazioni europee, come i dazi sulle auto elettriche cinesi – cui potrebbero seguire ritorsioni commerciali, che indebolirebbero le esportazioni di veicoli europei – e la possibile riapertura del target zero emissioni del 2035, avrebbero accresciuto l'incertezza, rallentando anche gli investimenti nel settore automobilistico.

Un'analisi econometrica sull'interconnessione tra i comparti manifatturieri europei mostra che gli shock originati nell'industria tedesca si trasmettono in misura significativa al resto dell'area: in Italia, in particolare, spiegherebbero quasi un terzo delle fluttuazioni non sistematiche della produzione manifatturiera su un orizzonte di sei mesi⁸. Tale impatto si sarebbe ridotto nel periodo successivo alla pandemia, pur rimanendo su valori ancora elevati. Al contrario, risultano più attenuati in Germania gli effetti di shock originati nei settori industriali degli altri paesi europei.

⁸ L'analisi si basa su un modello autoregressivo vettoriale stimato utilizzando dati mensili sulla produzione per nove grandi economie, che consente tra l'altro di valutare la propagazione verso gli altri paesi degli shock all'attività tedesca. Ad esempio, le ricadute degli shock della manifattura tedesca su quella italiana sono misurate dalla quota della varianza dell'errore di previsione della produzione del nostro paese attribuibile a shock originati in Germania.

Dal lato della domanda, le informazioni disponibili indicano un indebolimento dei consumi. La fiducia delle famiglie è scesa, interrompendo il recupero in atto dall'autunno del 2022, ed è stata frenata in particolare dal pessimismo sulla situazione economica generale e dalle attese di un deterioramento del mercato del lavoro. Gli investimenti avrebbero inoltre continuato a risentire di condizioni di finanziamento ancora restrittive. Il contributo della domanda estera netta risulterebbe positivo, ma solo grazie a una flessione delle importazioni più marcata di quella delle esportazioni, come suggerito dal calo degli indicatori qualitativi relativi agli ordini esteri.

Anche l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia continua a prefigurare per i mesi autunnali un'espansione modesta dell'attività (fig. 4).

L'Eurosistema ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per l'area

Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate a dicembre⁶, dopo una crescita dello 0,7

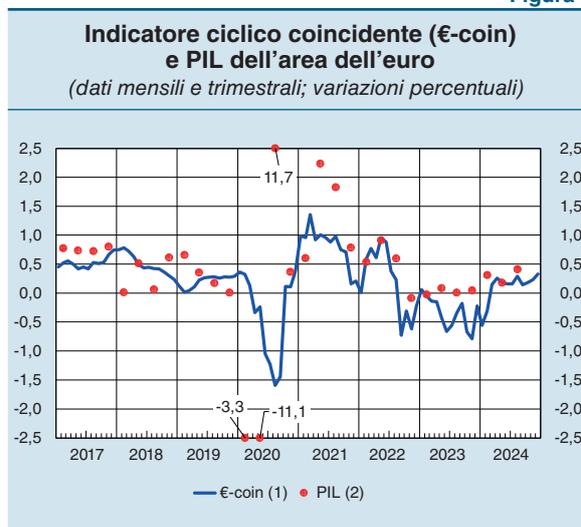
per cento nel 2024, il prodotto dell'area si espanderà dell'1,1 nel 2025, dell'1,4 nel 2026 e dell'1,3 nel 2027. Rispetto allo scorso settembre, le previsioni sono state riviste al ribasso, nel complesso di circa mezzo punto percentuale nel triennio 2024-26. La revisione riflette principalmente le attese di una ripresa più contenuta della spesa delle famiglie e delle esportazioni.

L'inflazione rimane attorno al 2 per cento

In dicembre, secondo le stime preliminari, l'inflazione al consumo è aumentata al 2,4 per cento sui dodici mesi (dal 2,2 in novembre; fig. 5), per via della dinamica della componente energetica, tornata lievemente positiva. L'inflazione di fondo, misurata al netto dei beni alimentari ed energetici, è rimasta stabile al 2,7 per cento; quella dei servizi resta su valori elevati (4,0 per cento) dalla fine del 2023, sostenuta dalle voci i cui prezzi si adeguano con ritardo rispetto all'indice generale (ad es. gli affitti di abitazioni, i servizi sanitari e le attività assicurative).

⁶ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*, dicembre 2024.

Figura 4



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) Stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche; ultimo dato: dicembre 2024. La metodologia di costruzione e i dati aggiornati dell'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente dell'economia dell'area dell'euro (€-coin)*. - (2) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente.

La crescita delle retribuzioni si mantiene robusta

Nel terzo trimestre del 2024 la crescita delle retribuzioni di fatto nell'area dell'euro è rimasta elevata, al 4,8 per cento. Secondo gli ultimi dati disponibili, tuttavia, le pressioni salariali si allenteranno nel corso del 2025. Le retribuzioni contrattuali (al netto dei pagamenti una tantum) hanno continuato ad accelerare in Germania (al 5,7 per cento a dicembre), sebbene il recente accordo nel settore della metalmeccanica e dell'energia elettrica, che riguarda circa 4 milioni di lavoratori, fornisca indicazioni di moderazione per il prossimo biennio. La dinamica si conferma invece stabile e più contenuta in Spagna (al 3,1 per cento a novembre) e in Francia (al 2,7 nel terzo trimestre). Gli incrementi contrattuali medi rimangono particolarmente elevati nei Paesi Bassi (al 6,6 per cento a dicembre).

In novembre è proseguito il calo sui dodici mesi – iniziato nella primavera del 2023 – dei prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno, grazie soprattutto al persistere della netta riduzione di quelli dei beni energetici, a fronte di una lieve accelerazione dei prezzi dei beni non energetici.

Le proiezioni dell'inflazione sono state riviste lievemente al ribasso

Secondo le proiezioni di dicembre degli esperti dell'Eurosistema, la crescita dei prezzi si collocherà al 2,1 per cento nel 2025, all'1,9 nel 2026 e al 2,1 nel 2027. Rispetto alle stime di settembre, le previsioni sono state riviste al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2025, mentre sono rimaste invariate per il 2026. La revisione riflette principalmente un calo più marcato della componente energetica che ha più che compensato le attese di un maggiore rialzo di quella alimentare.

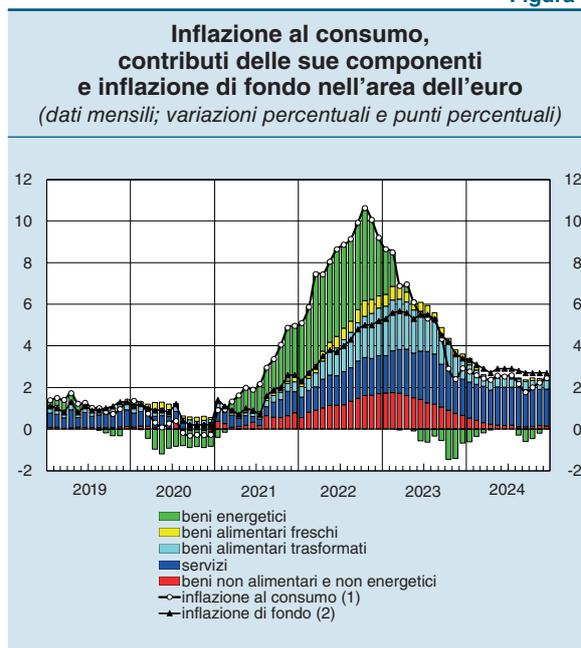
Le imprese continuano a prefigurare incrementi modesti dei prezzi

In base alle indagini della Commissione europea, in autunno le aspettative delle imprese sugli aumenti dei propri listini nei tre mesi seguenti sono lievemente cresciute sia nell'industria sia nei servizi, restando su valori bassi nel primo caso e più elevati nel secondo. In novembre le attese delle famiglie sull'andamento dei prezzi al consumo, censite dalla BCE nella *Consumer Expectations Survey*, si sono collocate su un valore mediano del 2,6 per cento sull'orizzonte a dodici mesi e del 2,4 su quello a tre anni.

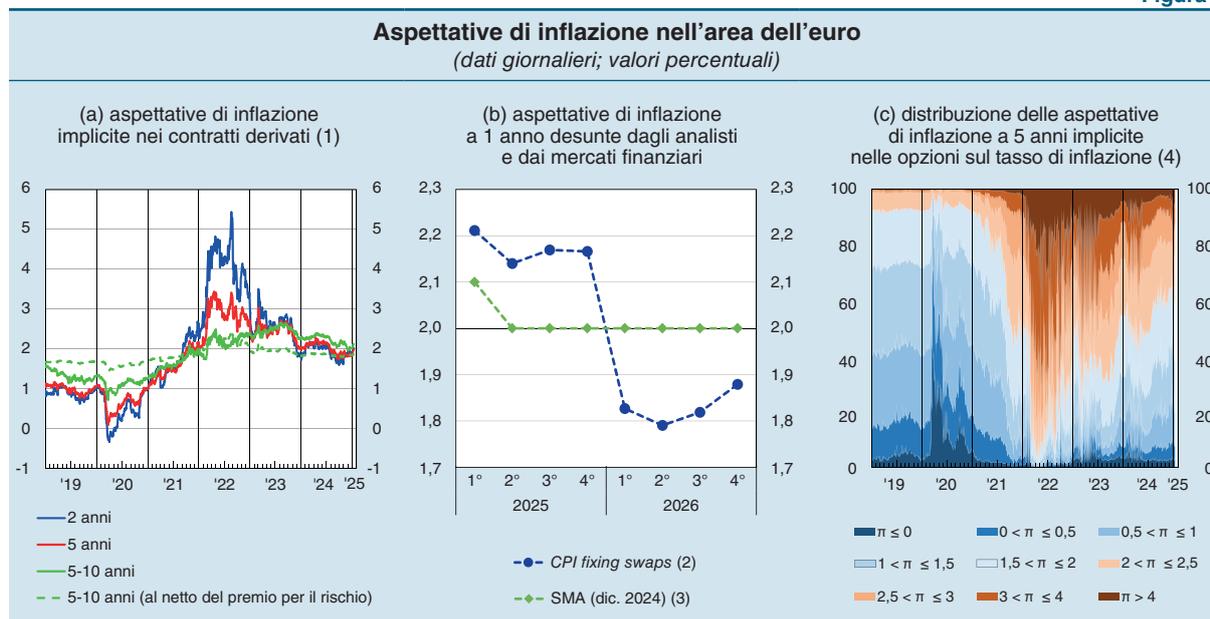
Le attese di inflazione sono in linea con l'obiettivo

Tra l'inizio di ottobre e la metà di gennaio le aspettative di inflazione desunte dai rendimenti dei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) sono aumentate sugli orizzonti a due e cinque anni (al 2,0 per cento), mentre si sono mantenute stazionarie su quello tra cinque e dieci anni in avanti (al 2,1 per cento). Con riferimento a quest'ultimo orizzonte temporale, i rendimenti al netto delle stime del premio per il rischio di inflazione si collocano intorno all'1,9 per cento, sostanzialmente in linea con l'obiettivo di

Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat; stime preliminari per dicembre 2024.
(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. – (2) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA al netto di energetici e alimentari.



Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti ILS con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. Per il calcolo della serie a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti al netto del rischio di inflazione, cfr. S. Cecchetti, A. Grasso e M. Pericoli, *An analysis of objective inflation expectations and inflation risk premia*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1380, 2022. – (2) Tassi di inflazione attesi a 1 anno impliciti negli contratti di *CPI fixing swap* a varie scadenze. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA condotta tra il 25 e il 28 novembre 2024. – (4) La distribuzione dell'inflazione attesa (π) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'IPCA dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

stabilità dei prezzi (fig. 6.a). Anche sull'orizzonte più prossimo, le attese desumibili dal mercato, basate sui contratti di *CPI fixing swap*⁷, delineano una stabilizzazione dell'inflazione intorno al 2 per cento nel 2025 e una riduzione nel corso del 2026. Secondo gli operatori intervistati alla fine di novembre nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA) della BCE, l'inflazione si collocherebbe vicino al 2 per cento a partire dal primo trimestre del 2025 (fig. 6.b). Infine, la distribuzione delle aspettative di inflazione desunte dal prezzo delle opzioni indica una probabilità del 39 per cento che l'inflazione risulti inferiore all'1,5 per cento in media nei prossimi cinque anni (quella che superi il 2,5 è pari al 24 per cento; fig. 6.c).

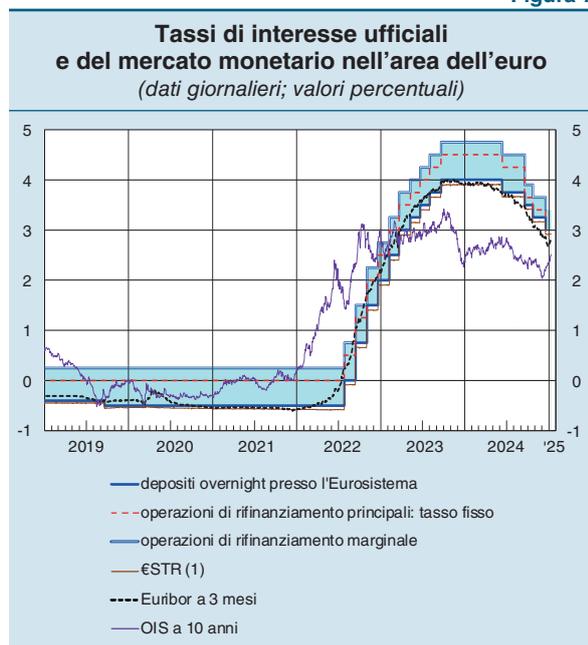
La BCE ha ulteriormente ridotto i tassi ufficiali

Dopo il taglio di ottobre, nella riunione di dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha nuovamente ridotto il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, portandolo al 3 per cento (fig. 7). La decisione scaturisce dalla valutazione aggiornata delle prospettive di inflazione, della dinamica dell'inflazione di fondo e della trasmissione della politica monetaria.

Dall'inizio di ottobre le attese di riduzione dei tassi di riferimento implicite nei contratti swap sul tasso €STR si sono attenuate: i mercati si aspettano una diminuzione complessiva di circa 75 punti base nel 2025. Gli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA prevedono un profilo di riduzione più marcato, con un calo di 100 punti base nel corso dell'anno.

⁷ I *CPI fixing swaps* sono contratti derivati collegati alla pubblicazione dei dati mensili sull'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro, misurata sull'indice IPCA al netto dei prezzi del tabacco. I tassi impliciti nei *CPI fixing swaps* indicano l'inflazione annuale attesa dai mercati finanziari nei successivi 24 mesi. Le aspettative di inflazione basate sui *CPI fixing swaps* sono aggiornate con maggiore frequenza rispetto a quelle degli analisti, e possono risentire di reazioni repentine a notizie sugli sviluppi macroeconomici nell'area dell'euro e nelle altre principali economie.

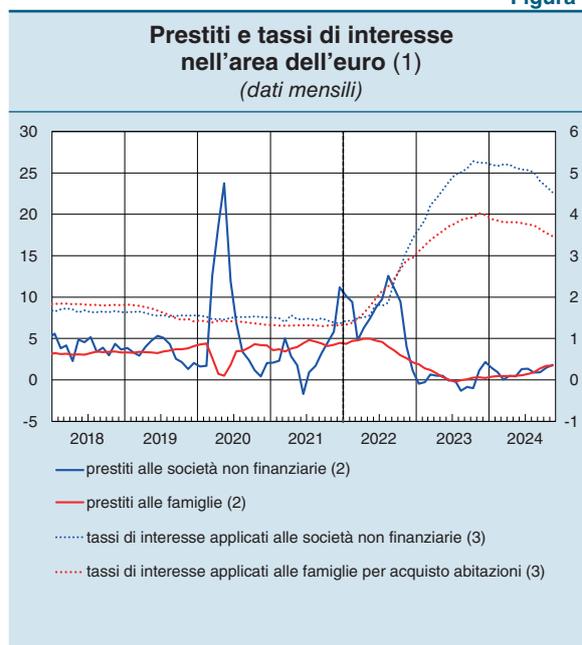
Figura 7



Fonte: BCE e LSEG.

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

Figura 8



Fonte: BCE.

(1) La linea verticale in corrispondenza del dicembre 2021 indica l'inizio del processo di normalizzazione della politica monetaria della BCE. – (2) Variazioni percentuali sui 3 mesi in ragione d'anno. I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I dati sono depurati dalla componente stagionale. – (3) Valori percentuali. Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve, a medio e a lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. Scala di destra.

Il taglio dei tassi si sta trasmettendo al costo del credito

Nei mesi autunnali il tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie e quello sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono scesi (al 4,5 e al 3,5 per cento, dal 5,0 e dal 3,7 per cento, rispettivamente; fig. 8). Il calo è in linea con quello dei tassi di riferimento privi di rischio⁸ e con la riduzione del costo della raccolta bancaria.

La dinamica del credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro resta nel complesso debole; in novembre si è solo lievemente rafforzata, collocandosi all'1,8 per cento sui tre mesi e all'1,0 in ragione d'anno (fig. 8). Tra i principali paesi, la crescita dei finanziamenti alle imprese si conferma più sostenuta in Francia, rimanendo negativa o comunque contenuta in Germania, Spagna e Italia (cfr. il paragrafo 2.7). Questi andamenti continuano a rispecchiare una domanda di credito modesta, sebbene in lieve ripresa, e criteri di offerta che permangono su livelli restrittivi⁹. I finanziamenti alle famiglie nell'area hanno accelerato, sui tre mesi e in ragione d'anno (1,7 e 0,9 per cento, rispettivamente), riflettendo un forte aumento della domanda di credito per l'acquisto di abitazioni, favorito dalla diminuzione del costo del credito.

⁸ L'Euribor a tre mesi è il tasso generalmente considerato di riferimento per i prestiti a tasso variabile, che costituiscono l'81 per cento delle nuove erogazioni alle imprese e il 15 per cento di quelle alle famiglie per l'acquisto di abitazioni in novembre; l'Euribor a tre mesi è diminuito di 38 punti base tra agosto e novembre. L'*interest rate swap* (IRS) a dieci anni è il tasso di riferimento per i prestiti a tasso fisso e nello stesso periodo è sceso di 18 punti base.

⁹ Per maggiori informazioni, cfr. BCE, *October 2024 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 15 ottobre 2024.

La Commissione europea si è espressa in merito ai programmi di finanza pubblica dei paesi dell'area dell'euro

La Commissione ha esaminato, nell'ambito della nuova governance economica europea, i piani strutturali di bilancio di medio termine stilati dai singoli paesi¹⁰, dopo averne verificato la coerenza con le traiettorie di riferimento inviate a giugno. Tutti i piani presentati hanno ricevuto una valutazione positiva con l'eccezione di quello dei Paesi Bassi (per cui si raccomanda al Consiglio di adottare la traiettoria di riferimento trasmessa al paese all'inizio dell'estate in luogo di quella proposta nel rispettivo piano) e quello dell'Ungheria (ancora in fase di analisi)¹¹. La Commissione ha inoltre esaminato i documenti programmatici di bilancio nazionali per il 2025 dei paesi membri dell'area dell'euro, valutandone l'allineamento con le raccomandazioni specifiche inviate a ciascuno Stato, nonché la coerenza con gli obiettivi di finanza pubblica indicati nei rispettivi piani strutturali. A seguito della valutazione, solo otto paesi, tra cui l'Italia, sono risultati in linea con le raccomandazioni del Consiglio (cfr. il paragrafo 2.9)¹²; gli altri – con l'eccezione di Austria, Belgio e Spagna, che non hanno ancora trasmesso i rispettivi documenti programmatici – saranno sottoposti a vigilanza ulteriore¹³.

La Commissione ha stimato che la politica di bilancio dell'area dell'euro per il 2025 risulterà nel complesso lievemente restrittiva, ritenendo tale orientamento appropriato. Il consolidamento di bilancio non avverrebbe a spese degli investimenti pubblici, che si prevede continueranno a crescere nel 2025 in quasi tutti gli Stati membri dell'Unione.

Proseguono i lavori per l'attuazione dei rispettivi piani di ripresa e resilienza

Dal 10 ottobre scorso sono stati erogati 39 miliardi di euro in finanziamenti connessi con i piani nazionali di ripresa e resilienza dei singoli Stati membri (di cui 8,7 miliardi all'Italia), portando il totale degli esborsi a 306 miliardi.

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Nello scorcio del 2024, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati negli Stati Uniti, sospinti principalmente da dati macroeconomici più favorevoli del previsto e da attese di minori tagli dei tassi da parte della Federal Reserve. Quest'ultimo fattore ha influenzato in misura minore anche i rendimenti nell'area dell'euro e nel Regno Unito. I corsi azionari sono saliti negli Stati Uniti, specie a seguito delle elezioni, mentre sono scesi in Cina e sono rimasti pressoché stazionari negli altri paesi. La maggior parte delle valute si è indebolita nei confronti del dollaro.

Negli Stati Uniti salgono i rendimenti dei titoli pubblici e i corsi azionari

Dalla metà di ottobre i rendimenti dei titoli pubblici a dieci anni sono saliti in tutte le principali economie. Il rialzo è stato particolarmente marcato negli Stati Uniti, guidato in prevalenza dalla solidità della crescita economica e da attese di una riduzione più graduale dei tassi di riferimento (cfr. il paragrafo 1.1; fig. 9.a).

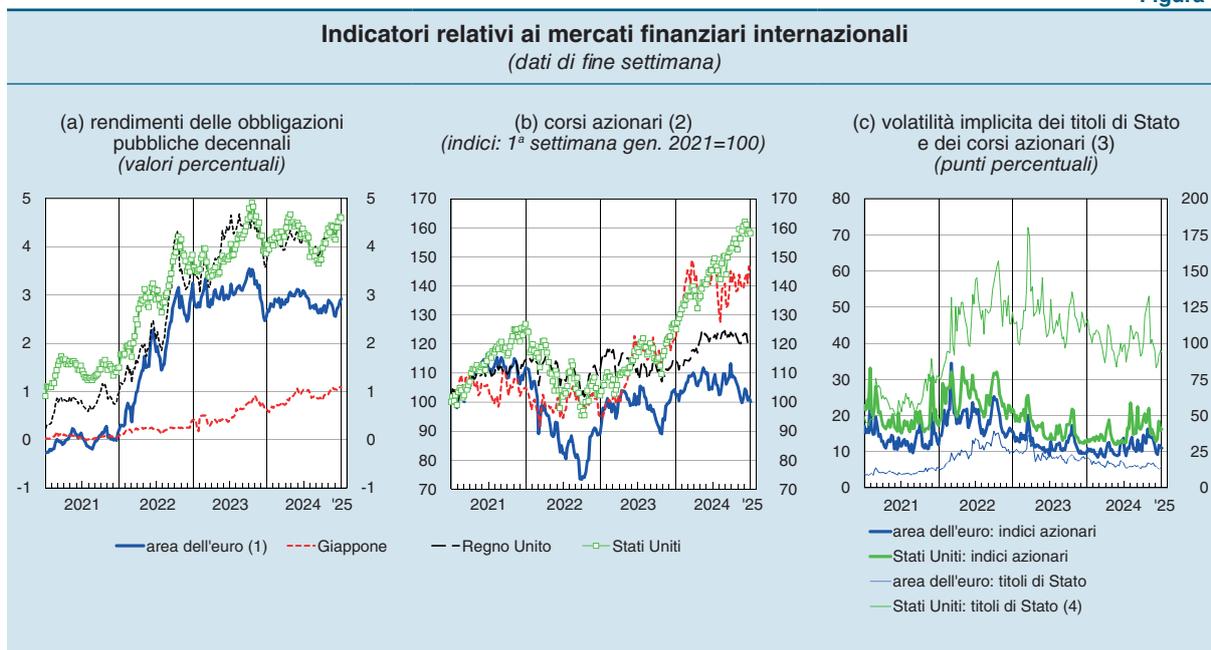
¹⁰ Cinque paesi (Austria, Belgio, Bulgaria, Germania, Lituania) non hanno ancora presentato il piano, data la loro specifica situazione politica.

¹¹ Secondo la nuova governance di bilancio europea, per traiettoria di riferimento si intende il percorso pluriennale della spesa netta trasmesso dalla Commissione ai paesi il cui debito o disavanzo superino le soglie stabilite dal Trattato di Maastricht (il 60 e il 3 per cento del PIL, rispettivamente). Tale percorso dovrebbe essere in grado di portare il rapporto fra il debito e il prodotto su una traiettoria plausibilmente discendente o di farlo rimanere su livelli prudenti; dovrebbe inoltre portare o mantenere il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL nel medio termine. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *La nuova governance di bilancio europea* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2023.

¹² Gli altri sono Cipro, Croazia, Francia, Grecia, Lettonia, Slovacchia e Slovenia.

¹³ Le valutazioni per i paesi rimanenti sono state: non pienamente in linea (Estonia, Finlandia, Germania, Lussemburgo, Malta e Portogallo), a rischio di non essere in linea (Lituania) e non in linea (Paesi Bassi).

Figura 9

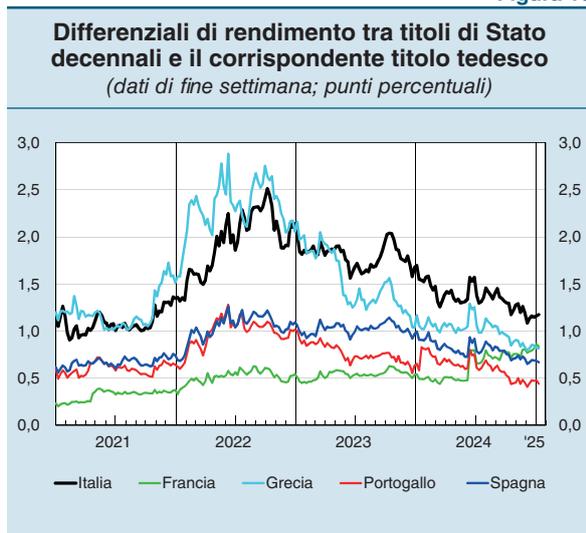


Fonte: LSEG.

(1) Per i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali, media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2022; il dato esclude Cipro, Croazia, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia. – (2) Indice generale azionario Datastream per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All-Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. – (3) Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti (indicatore MOVE). Indici azionari: volatilità implicite nelle opzioni su STOXX Europe 600 per l'area dell'euro e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. – (4) Scala di destra.

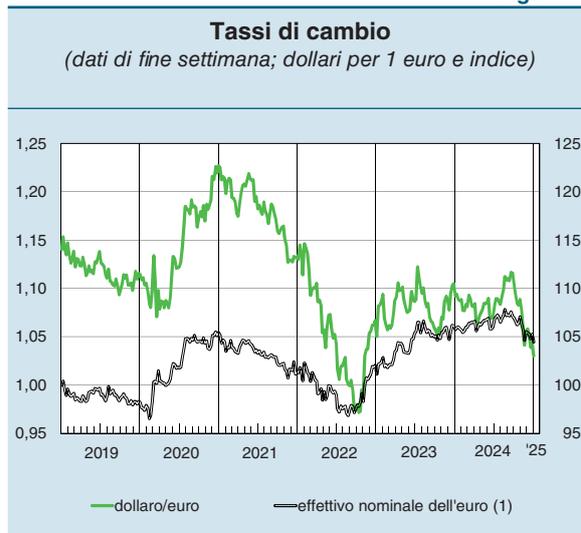
Anche nel Regno Unito l'aumento dei rendimenti rispecchia il rallentamento del processo di disinflazione, la debolezza della crescita e, in parte, le aspettative di un maggiore indebitamento per finanziare incrementi di spesa in servizi pubblici e progetti infrastrutturali.

Figura 10



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 11



Fonte: BCE e LSEG.

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

I mercati azionari hanno mostrato dinamiche eterogenee (fig. 9.b), registrando rialzi dei corsi statunitensi, una sostanziale stabilità nelle altre economie avanzate ed emergenti, nonché un calo in Cina. L'incremento negli Stati Uniti ha riflesso la redditività delle imprese superiore alle attese e, soprattutto, la risposta positiva ai risultati elettorali. Le quotazioni sono cresciute specialmente nei comparti bancario, finanziario e tecnologico, sospinte da aspettative di un orientamento più favorevole alla deregolamentazione da parte della prossima amministrazione; il settore energetico ha beneficiato anche di aspettative di un incremento sostenuto della produzione petrolifera.

La volatilità nei mercati obbligazionari e azionari, aumentata alla vigilia delle elezioni americane, è diminuita significativamente dopo le votazioni (fig. 9.c).

I rendimenti dei titoli decennali dell'area dell'euro sono aumentati, ma i differenziali si sono contratti

Dall'inizio di ottobre i rendimenti dei titoli pubblici dell'area dell'euro sono saliti in tutti i paesi e in particolare in Francia e in Germania. Dopo un'iniziale riduzione che ha riflesso l'indebolimento delle prospettive di crescita dell'area, anche in relazione all'incertezza sull'impatto delle politiche economiche annunciate dalla nuova amministrazione statunitense, i rendimenti sono tornati a crescere nella seconda metà di dicembre, pure a seguito di attese di minori tagli dei tassi da parte della Federal Reserve. I differenziali di rendimento tra i titoli degli altri paesi dell'area e quello tedesco si sono ridotti ovunque tranne che in Francia, dove persiste l'incertezza politica (fig. 10).

Nello stesso periodo i corsi azionari dell'area dell'euro sono rimasti pressoché invariati. Dopo un primo calo trainato soprattutto dai comparti più esposti agli effetti degli annunciati inasprimenti dei dazi (cfr. il riquadro: *Incertezza sulle politiche commerciali ed esposizione delle imprese italiane al mercato statunitense* del capitolo 2), dall'inizio di dicembre l'indice generale è risalito beneficiando del buon andamento del settore finanziario, a seguito della pubblicazione di utili societari superiori alle attese e di aspettative di consolidamento.

Il dollaro si è apprezzato rispetto alle principali valute

L'aumento dei rendimenti sui titoli di stato statunitensi ha favorito un rafforzamento del dollaro rispetto a tutte le principali valute (fig. 11); la moneta unica risente anche della debolezza del ciclo economico dell'area dell'euro. Le aspettative di inasprimento della politica commerciale americana hanno inoltre inciso negativamente sulle divise dei principali partner commerciali degli Stati Uniti, come il renminbi cinese e il peso messicano. Al contrario, lo yen giapponese si è rafforzato grazie al progressivo restringimento della politica monetaria della Banca del Giappone.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

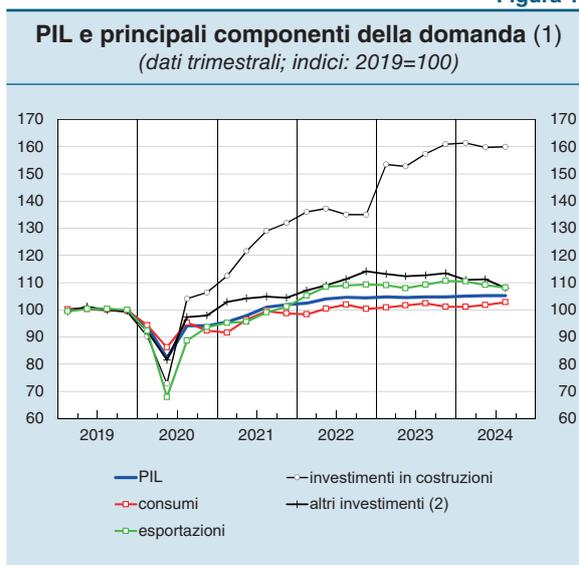
2.1 LA FASE CICLICA

In Italia il prodotto ha ristagnato nel terzo trimestre del 2024, ancora frenato dalla debolezza della manifattura a fronte della lieve espansione dei servizi e delle costruzioni. I consumi delle famiglie hanno segnato un deciso incremento, mentre gli investimenti sono fortemente diminuiti e il contributo delle esportazioni nette è stato negativo. Sulla base di nostre valutazioni, l'attività è rimasta debole anche nei mesi autunnali. Le nostre più recenti proiezioni prefigurano un'accelerazione del PIL nel triennio 2025-27, con ritmi di crescita di circa l'1 per cento all'anno nella media del periodo.

Nei mesi estivi il PIL ha ristagnato... Nel terzo trimestre l'attività economica è rimasta invariata rispetto ai tre mesi precedenti. La domanda interna ha sostenuto l'andamento del PIL grazie alla crescita dei consumi delle famiglie e al contributo della variazione delle scorte, che

rimane invariata rispetto ai tre mesi precedenti. La domanda interna ha sostenuto l'andamento del PIL grazie alla crescita dei consumi delle famiglie e al contributo della variazione delle scorte, che

Figura 12



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 3

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

VOCI	2023	2024			
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
PIL	0,7	0,0	0,3	0,2	0,0
Importazione di beni e servizi	-0,4	-1,1	-1,0	0,3	1,2
Domanda nazionale (2)	0,3	-0,9	0,1	0,7	0,7
Consumi nazionali	1,2	-1,2	0,0	0,6	1,0
spesa delle famiglie (3)	1,0	-1,7	0,2	0,6	1,4
spesa delle Amministrazioni pubbliche	1,9	0,3	-0,6	0,9	-0,2
Investimenti fissi lordi	8,5	1,5	-0,9	-0,4	-1,2
costruzioni	14,5	2,3	0,3	-1,0	0,2
beni strumentali (4)	2,3	0,7	-2,2	0,2	-2,9
Variazioni delle scorte (5)	-2,5	-0,3	0,3	0,3	0,2
Esportazioni di beni e servizi	0,8	1,3	-0,2	-1,2	-0,9
Esportazioni nette (6)	0,4	0,8	0,3	-0,5	-0,7

Fonte: Istat.

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

hanno più che compensato la flessione degli investimenti (fig. 12 e tav. 3). Il calo dell'accumulazione di capitale ha riguardato quasi tutte le principali componenti; in particolare, quella dei beni strumentali si è ridotta su base tendenziale per il quarto trimestre consecutivo. Crescono gli investimenti in fabbricati non residenziali, che beneficiano della realizzazione delle opere connesse con il *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR). L'interscambio con l'estero ha invece sottratto 0,7 punti percentuali alla crescita del PIL, a causa della netta contrazione delle esportazioni di beni e servizi e del forte aumento delle importazioni (cfr. il paragrafo 2.4). Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto ha continuato a scendere nell'industria in senso stretto (-1,0 per cento), mentre è lievemente salito nelle costruzioni e nei servizi (0,3 e 0,2 per cento, rispettivamente). Nel terziario sono proseguite in maniera più accentuata sia l'espansione nei servizi di commercio, trasporto e alloggio, sia la contrazione in quelli professionali; l'attività di mercato nel comparto immobiliare segna un calo per la prima volta dall'inizio del 2021.

... e l'attività economica si sarebbe confermata debole anche nel quarto trimestre

Secondo nostre stime, il prodotto sarebbe rimasto debole anche nel quarto trimestre. Si è protratta, pur attenuandosi, la fiacchezza nella manifattura, mentre il valore aggiunto risulterebbe di nuovo in lieve aumento nelle costruzioni e nei servizi. Dal lato della domanda, il recupero delle esportazioni nette, dovuto a una diminuzione delle importazioni, si sarebbe accompagnato a una dinamica ancora tenue degli investimenti e a un'attenuazione del contributo dei consumi dopo il balzo del trimestre precedente (cfr. il paragrafo 2.3). L'indicatore Ita-coin, che misura la dinamica del prodotto depurata dalla volatilità congiunturale, si è mantenuto su valori prossimi allo zero nei mesi autunnali, confermando il proseguimento della debolezza dell'attività economica. In base alle nostre proiezioni macroeconomiche più recenti, il PIL, cresciuto dello 0,5 per cento nel 2024 (dello 0,7, escludendo la correzione per le giornate lavorative), si espanderebbe in media all'1,0 per cento nel triennio 2025-27 (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*).

LE PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'ECONOMIA ITALIANA

Lo scorso 13 dicembre sono state pubblicate le *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana* relative al periodo 2024-27, predisposte nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema¹.

Seppure in un contesto di elevata incertezza, lo scenario previsivo assume un rafforzamento graduale della crescita della domanda estera, sebbene su valori inferiori a quelli medi del decennio precedente la pandemia; coerentemente con le aspettative incorporate nei contratti futures, si ipotizza inoltre un lieve calo dei prezzi delle materie prime energetiche. I tassi di interesse, desunti dalle quotazioni di mercato, scenderebbero nel corso del triennio nel segmento a breve termine e aumenterebbero leggermente in quello a lungo termine².

¹ Per maggiori dettagli, cfr. Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 13 dicembre 2024.

² Le proiezioni sono state elaborate sulla base delle informazioni disponibili al 20 novembre (per la formulazione delle ipotesi tecniche) e al 27 novembre (per i dati congiunturali); lo scenario internazionale alla base del quadro previsivo, concordato nell'ambito dell'Eurosistema, tiene conto di alcune misure di politica di bilancio negli Stati Uniti annunciate durante la campagna elettorale delle recenti elezioni presidenziali, ma non include ipotesi specifiche sugli effetti di eventuali mutamenti nelle politiche commerciali statunitensi, se non per quanto indirettamente riflesso nelle ipotesi tecniche (per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*, dicembre 2024). Le proiezioni considerano l'utilizzo dei fondi europei nell'ambito del programma *Next Generation EU* e dei provvedimenti di sostegno inclusi nel Piano strutturale di bilancio di medio termine per gli anni 2025-29 (PSBMT 2025-29), ma non incorporano i dati dei conti nazionali sul terzo trimestre diffusi dall'Istat lo scorso 2 dicembre.

Le proiezioni stimano un incremento del PIL dello 0,5 per cento nel 2024 (dello 0,7 per cento in termini non corretti per le giornate lavorative)³ e un'accelerazione nel triennio 2025-27, con un'espansione del prodotto di circa l'1 per cento all'anno nella media del periodo. Si valuta che la crescita rimanga contenuta nella prima parte del 2025, per riacquistare slancio in seguito, sostenuta dai consumi e dalle esportazioni, che beneficiano della ripresa del reddito disponibile e del commercio internazionale. Si stima invece che gli investimenti rallentino, principalmente per gli effetti del ridimensionamento degli incentivi all'edilizia residenziale, solo in parte compensati dalle misure del PNRR. Rispetto alle proiezioni pubblicate in ottobre, la crescita del PIL è rivista al ribasso nell'orizzonte 2024-26 a causa dei dati, meno favorevoli delle attese, pubblicati nello scorcio dell'anno appena concluso, di un andamento più contenuto della domanda estera e di tassi di interesse leggermente più elevati.

Si prevede che l'inflazione al consumo salga all'1,5 per cento nel biennio 2025-26, da poco più dell'1 per cento nella media del 2024; raggiungerebbe il 2,0 per cento nel 2027 per via del temporaneo rialzo della componente energetica, dovuto all'entrata in vigore del nuovo sistema di scambio di quote di emissione di inquinanti e di gas a effetto serra nell'Unione europea (*EU Emission Trading System 2*). Si stima che l'inflazione di fondo si riduca, dal 2,2 per cento del 2024 a poco più dell'1,5 in media nel triennio 2025-27, periodo in cui si valuta che le pressioni connesse con l'accelerazione delle retribuzioni saranno in larga misura assorbite dalla diminuzione dei margini di profitto. Nel confronto con le proiezioni di ottobre l'inflazione al consumo è pressoché invariata.

L'incertezza che circonda le nostre stime è elevata ed è principalmente riconducibile allo scenario internazionale. In particolare, un orientamento in senso maggiormente protezionistico delle politiche commerciali e le perduranti tensioni derivanti dai conflitti in corso potrebbero frenare sia la domanda estera sia quella interna (attraverso una riduzione della fiducia di famiglie e imprese). Questi fattori potrebbero comportare pressioni al ribasso sui prezzi al consumo, mentre un'inflazione più alta potrebbe scaturire da nuovi rincari delle materie prime.

Le nostre proiezioni di crescita si discostano in misura ridotta da quelle formulate nei mesi scorsi dalle maggiori organizzazioni internazionali e dagli analisti privati (tavola). Le nostre stime sull'inflazione sono invece inferiori.

Tavola

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

VOCI	PIL (1)				Inflazione (2)			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Banca d'Italia (dicembre)	0,5	0,8	1,1	0,9	1,1	1,5	1,5	2,0
Commissione europea (novembre)	0,7	1,0	1,2	–	1,1	1,9	1,7	–
OCSE (dicembre)	0,5	0,9	1,2	–	1,2	2,1	2,0	–
FMI (ottobre)	0,7	0,8	0,7	–	1,3	2,1	2,0	–
Consensus Economics (gennaio) (3)	0,5	0,7	0,9	–	1,1	1,7	1,7	–
per memoria: Banca d'Italia (ottobre)	0,6	1,0	1,2	–	1,1	1,6	1,6	–

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 13 dicembre 2024; Commissione europea, *European Economic Forecast. Autumn 2024*, novembre 2024; OCSE, *OECD Economic Outlook*, dicembre 2024; FMI, *IMF World Economic Outlook*, ottobre 2024; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, 16 gennaio 2025.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni della Banca d'Italia sono corretti per il numero di giornate lavorative. Senza questa correzione e tenendo conto dei conti nazionali diffusi lo scorso 2 dicembre, il PIL crescerebbe dello 0,7 per cento nel 2024, e nel 2025, dell'1,2 nel 2026 e dello 0,9 nel 2027. –

(2) Misurata sull'IPCA. Le previsioni di Consensus Economics sono riferite all'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC). –

(3) Le stime relative al 2024 si riferiscono alle attese censite da Consensus Economics nel mese di dicembre.

³ Tenendo anche in considerazione i dati dei conti nazionali relativi al terzo trimestre pubblicati il 2 dicembre 2024 dall'Istat.

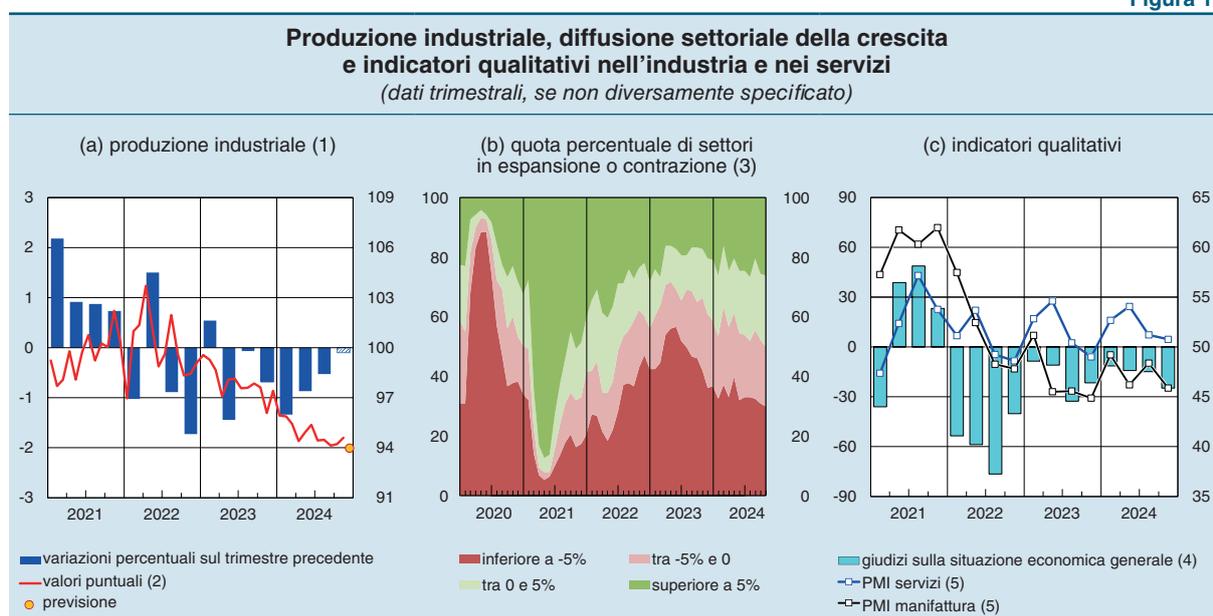
2.2 LE IMPRESE

Nel quarto trimestre l'attività delle imprese è rimasta debole, ancora frenata dall'andamento del comparto manifatturiero. I servizi avrebbero continuato a espandersi, seppure lievemente, così come le costruzioni, grazie anche alle opere non residenziali legate al PNRR.

Nel quarto trimestre l'attività industriale sarebbe rimasta debole...

Nella media del bimestre ottobre-novembre la produzione industriale è aumentata dello 0,1 per cento rispetto all'estate (fig. 13.a). Per le componenti dei beni di consumo (soprattutto non durevoli), dei prodotti energetici e, in misura minore, di quelli strumentali si è registrata un'espansione, mentre la componente relativa ai beni intermedi è scesa. Riduzioni marcate hanno tuttavia riguardato nuovamente la fabbricazione dei mezzi di trasporto, che riflette la crisi del comparto nell'area dell'euro. Circa la metà dei settori è risultata in crescita a novembre nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente (fig. 13.b).

Figura 13



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Il cerchio giallo rappresenta la previsione per novembre 2024, l'ultima barra indica quella per il 3° trimestre. – (2) Dati mensili. Indice: 2021=100. Scala di destra. – (3) Dati mensili. La quota di settori in espansione o contrazione (a livello di classe Ateco) è calcolata sulla base dei tassi di crescita tendenziali delle medie mobili su 3 mesi degli indici settoriali di produzione industriale corretti per gli effetti di calendario. – (4) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 gennaio 2025). – (5) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.

Nei mesi autunnali l'indice PMI per la manifattura è peggiorato, rimanendo al di sotto della soglia di espansione per il settimo trimestre consecutivo (fig. 13.c). Analoghi segnali di debolezza emergono dalle inchieste qualitative. Le imprese italiane riportano un progressivo deterioramento dei livelli di produzione e degli ordini, sia nei giudizi correnti sia nelle attese; il pessimismo è più marcato tra le aziende che producono beni intermedi e strumentali. La carenza della domanda, tanto domestica quanto estera, continua a essere indicata come il principale fattore che frena la produzione.

Complessivamente, le nostre stime per dicembre – basate su un ampio insieme di indicatori quantitativi e qualitativi¹ – suggeriscono una prosecuzione della fiacchezza dell'attività industriale in autunno:

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

vi contribuisce la fiacchezza del ciclo manifatturiero nell'area dell'euro, in particolare in Germania (cfr. il riquadro: *La recente debolezza della manifattura in Germania e il suo impatto sul resto dell'area dell'euro* del capitolo 1).

... e l'espansione nei servizi avrebbe perso slancio

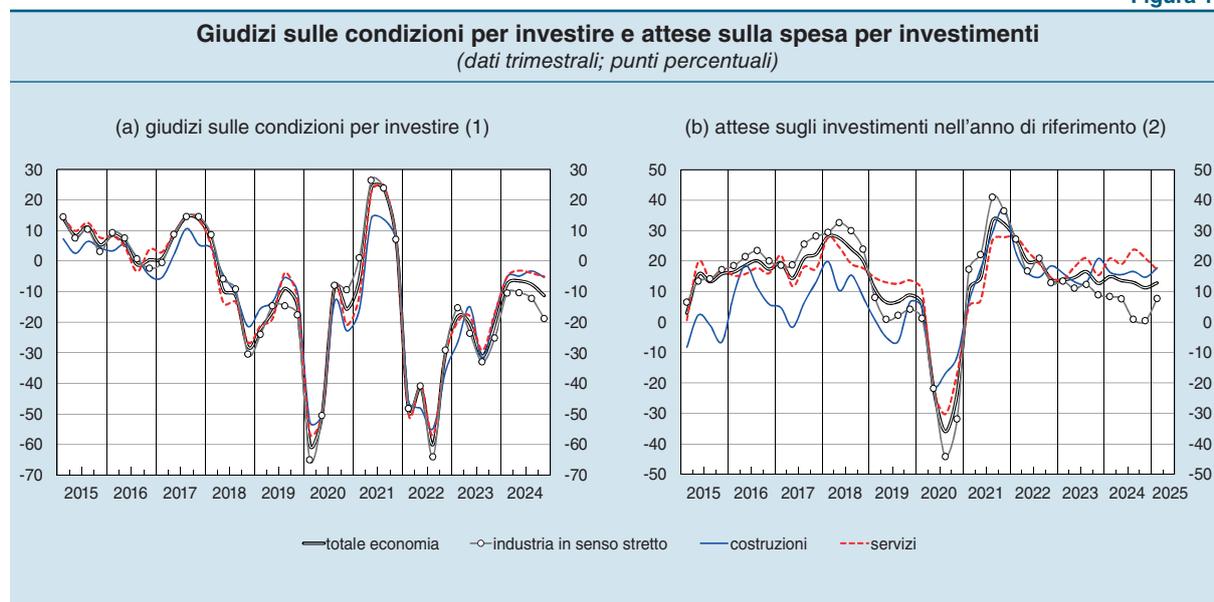
Nei mesi autunnali gli indici PMI per il settore terziario prefigurano una crescita modesta dell'attività. Anche gli indicatori di fiducia relativi alle imprese che offrono servizi di mercato forniscono segnali di rallentamento, sia negli affari correnti sia negli ordini; sono invece positivi e in miglioramento i giudizi delle aziende del commercio al dettaglio. Le inchieste della Banca

d'Italia condotte tra novembre e dicembre dello scorso anno confermano l'indebolimento della domanda nel comparto².

Gli investimenti restano deboli

Nel terzo trimestre gli investimenti sono diminuiti (-1,2 per cento), proseguendo la tendenza in atto dall'inizio dell'anno. Il calo ha riguardato tutte le principali componenti, ad eccezione delle costruzioni. In questo settore la marcata riduzione nel comparto abitativo è stata più che compensata dalla crescita in quello non residenziale, favorita dalla realizzazione dei progetti del PNRR. Gli investimenti in macchinari e attrezzature, in forte contrazione, hanno risentito della persistente fiacchezza del ciclo manifatturiero, nonché delle incertezze relative all'attuazione del piano Transizione 5.0. È tuttavia positivo, ma più contenuto nell'industria in senso stretto, il saldo tra la quota di aziende che si attendono per il 2025 un'espansione della spesa nominale per investimenti e quella delle imprese che ne indicano una riduzione (fig. 14). I giudizi sono più favorevoli nelle costruzioni, dove oltre la metà delle aziende prevede di beneficiare dei provvedimenti connessi con il PNRR.

Figura 14



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 gennaio 2025.

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

² Per approfondimenti, cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 gennaio 2025.

2.3 LE FAMIGLIE

In estate i consumi delle famiglie sono cresciuti in misura marcata, soprattutto nella componente dei servizi. Le informazioni più recenti indicano che la spesa sarebbe tornata a indebolirsi nel quarto trimestre del 2024, risentendo del deterioramento della fiducia delle famiglie e di opportunità di risparmio ancora appetibili.

La dinamica dei consumi delle famiglie si è rafforzata nel terzo trimestre...

Nei mesi estivi la spesa delle famiglie è salita oltre le attese, dell'1,4 per cento in termini reali. L'espansione, su cui ha influito anche

il prolungarsi della stagione turistica, è stata spinta soprattutto dal rialzo degli acquisti di servizi (2,0 per cento) e più moderatamente di beni durevoli e non durevoli (0,5 per cento e 0,7, rispettivamente); la spesa per beni semidurevoli ha sostanzialmente ristagnato. La dinamica dei consumi ha continuato a beneficiare dell'incremento del reddito reale (0,4 per cento), favorito dalla graduale ripresa delle retribuzioni e dal buon andamento dei livelli occupazionali (cfr. il paragrafo 2.5). La propensione al risparmio rimane lievemente superiore ai livelli precedenti la pandemia (fig. 15).

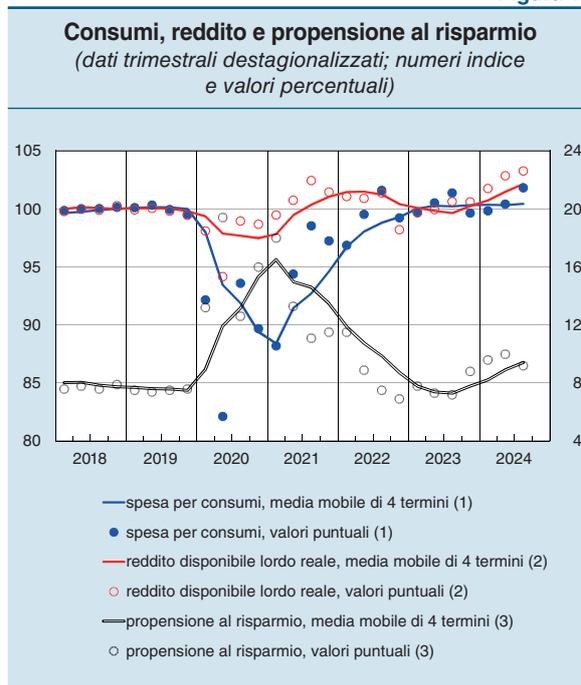
... tornando tuttavia a indebolirsi nei mesi autunnali

Secondo nostre stime, l'aumento dei consumi delle famiglie si sarebbe attenuato nello scorcio del

2024. L'indicatore di Confcommercio segnala una sostanziale stabilità nel bimestre ottobre-novembre rispetto all'estate, suggerendo una stagnazione degli acquisti di beni a fronte di una crescita contenuta della spesa per i servizi; i prelievi e i pagamenti elettronici, valutati in termini reali, sono scesi rispetto ai tre mesi precedenti. Anche le immatricolazioni di automobili, al netto della stagionalità, hanno continuato a ridursi.

La fiducia dei consumatori è lievemente peggiorata nel quarto trimestre, penalizzata da giudizi meno favorevoli sulla situazione economica generale e dal deterioramento delle aspettative sull'occupazione (fig. 16); sono rimaste nel complesso favorevoli le valutazioni sulla situazione economica personale e sulle possibi-

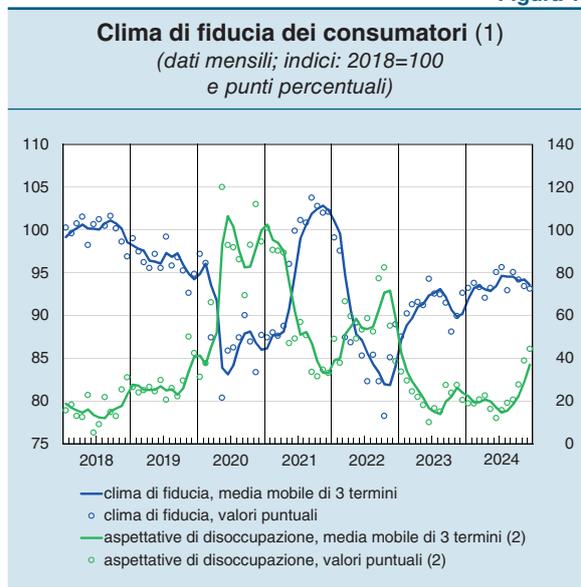
Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

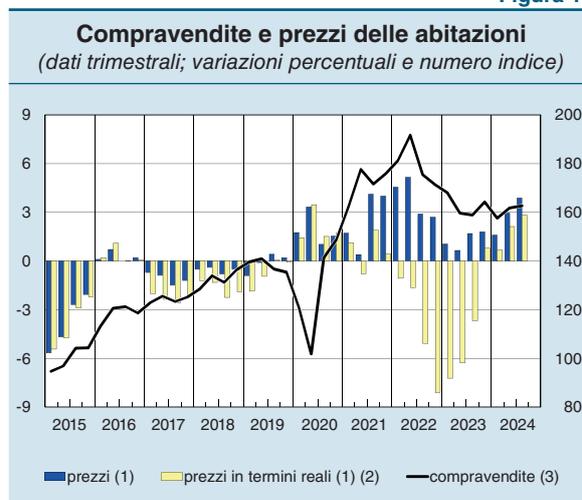
(1) Dati destagionalizzati. In assenza del dato di aprile 2020, non rilevato a causa dell'emergenza pandemica, la media mobile dei 3 mesi terminanti rispettivamente in aprile, maggio e giugno del 2020 è costruita sulla base delle sole 2 osservazioni disponibili. – (2) Saldo tra le risposte "in aumento"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

lità di risparmio. Queste ultime sono rese appetibili dai tassi di interesse reali ancora elevati (cfr. il paragrafo 2.7), ponendo così un freno ai consumi.

Si consolidano i segnali di ripresa del mercato immobiliare

Nel terzo trimestre del 2024 i prezzi delle abitazioni hanno accelerato sui dodici mesi (3,9 per cento, da 2,9), sia nel segmento delle nuove costruzioni sia in quello degli immobili esistenti. Il volume delle compravendite è ulteriormente aumentato, ma resta inferiore ai picchi del 2022 (fig. 17). Secondo nostre elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, in autunno la domanda di abitazioni ha mostrato segnali di ripresa, pur collocandosi su livelli moderati. Le prospettive sulle condizioni del mercato sono migliorate anche nei giudizi degli agenti immobiliari intervistati tra settembre e ottobre nell'ambito del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*; si sono inoltre attenuate ancora le difficoltà di acquisto mediante mutuo (cfr. il paragrafo 2.7). Continuano a prevalere i giudizi di stabilità dei prezzi delle abitazioni, mentre gli agenti si attendono un'ulteriore crescita dei canoni di locazione, sebbene siano presenti prime indicazioni di un rallentamento.

Figura 17



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

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

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

Nei mesi estivi il contributo della domanda estera netta alla dinamica del PIL reale è risultato negativo: le importazioni sono tornate a crescere, mentre le esportazioni sono diminuite per il terzo trimestre consecutivo. Gli indicatori disponibili segnalano una persistente debolezza della domanda estera nei mesi autunnali. Il conto corrente si è contratto significativamente, pur rimanendo in surplus. Il conto finanziario ha registrato un ampio avanzo, anche per l'ulteriore riduzione del saldo debitorio su TARGET; gli investitori non residenti hanno continuato ad acquistare titoli pubblici italiani. La posizione creditoria netta sull'estero si è nuovamente rafforzata.

In estate gli scambi con l'estero hanno contribuito negativamente alla crescita del PIL

Tra luglio e settembre le esportazioni in volume sono diminuite per il terzo trimestre consecutivo, riflettendo la persistente debolezza della componente dei beni e la decisa contrazione di quella dei servizi (tav. 4). Il lieve incremento delle vendite di merci verso le economie

Tavola 4

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

VOCI	2023	2024			
	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Esportazioni	0,8	1,3	-0,2	-1,2	-0,9
Beni	-1,2	1,1	-0,5	-2,1	-0,2
in paesi dell'area dell'euro	-1,2	-0,6	-1,2	-0,9	0,4
in paesi esterni all'area (2)	-1,3	2,3	..	-2,8	-0,7
Servizi	10,5	1,9	1,2	2,4	-3,6
Importazioni	-0,4	-1,1	-1,0	0,3	1,2
Beni	-1,2	-1,3	-1,7	0,3	1,3
da paesi dell'area dell'euro	1,9	-1,2	4,4	-0,7	3,8
da paesi esterni all'area (2)	-4,3	-1,3	-8,1	1,6	-1,7
Servizi	3,6	-0,4	1,2	0,2	0,8

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

dell'area dell'euro (in particolare Francia e Spagna) è stato più che compensato da un calo di quelle destinate ai mercati esterni all'area (soprattutto Stati Uniti e Regno Unito). A livello settoriale, alla perdurante flessione delle esportazioni di autoveicoli, si sono aggiunte marcate riduzioni anche per i prodotti petroliferi raffinati e per gli altri mezzi di trasporto; per contro, sono salite le vendite estere soprattutto nell'industria alimentare, nella farmaceutica e nella meccanica. Dopo un anno e mezzo di crescita, le esportazioni dei servizi sono diminuite in misura significativa, nonostante la stabilità delle entrate turistiche.

Nello stesso periodo le importazioni in volume sono aumentate, a causa sia degli acquisti di servizi sia di quelli dei beni. L'incremento di questi ultimi, diffuso a gran parte dei settori, è dovuto interamente ai maggiori acquisti dall'area dell'euro, mentre sono diminuiti quelli dai mercati esterni, soprattutto per i prodotti energetici dai paesi OPEC.

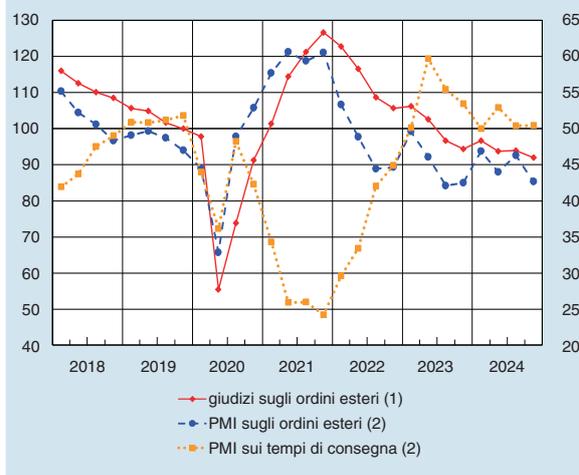
Nei mesi autunnali le esportazioni di beni sarebbero rimaste deboli

In base a nostre valutazioni su dati parziali di commercio estero, le vendite di beni in volume depurate dagli effetti della stagionalità sarebbero stagnanti nel bimestre ottobre-novembre;

quelle verso gli Stati Uniti appaiono in calo, ma potrebbero temporaneamente aumentare nel breve termine, qualora le imprese decidessero di anticipare i propri ordini in previsione di possibili incrementi dei dazi. In prospettiva, tali incrementi potrebbero avere tuttavia un effetto negativo non trascurabile sulle nostre vendite nei mercati internazionali (cfr. il riquadro: *Incertezza sulle politiche commerciali ed esposizione delle imprese italiane al mercato statunitense*). Nella media del quarto trimestre l'indicatore degli ordini esteri, desunto dall'indagine dell'Istat presso le imprese manifatturiere, e il corrispondente indice PMI continuano a collocarsi ben al di sotto della soglia di espansione, segnalando la persistente debolezza della domanda. Tuttavia i tempi di consegna sono mediamente stabili e non evidenziano particolari strozzature dal lato dell'offerta e nella logistica (fig. 18).

Figura 18

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



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

INCERTEZZA SULLE POLITICHE COMMERCIALI ED ESPOSIZIONE DELLE IMPRESE ITALIANE AL MERCATO STATUNITENSE

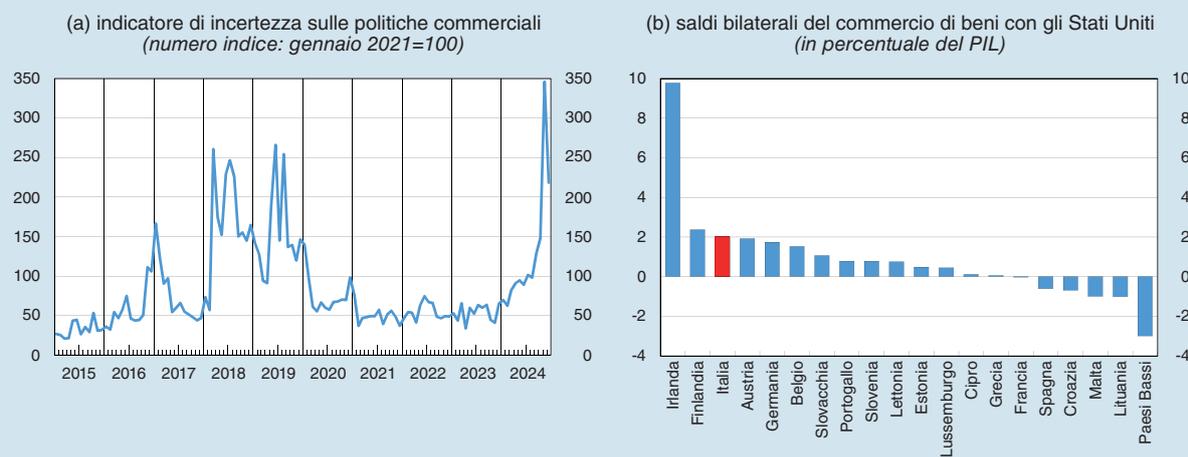
Negli ultimi mesi del 2024, a seguito dell'esito delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti, il rischio di un generale inasprimento delle politiche protezionistiche si è acuito. È aumentata l'incertezza sulle politiche commerciali che, sulla base del *trade policy uncertainty index*¹, ha raggiunto livelli superiori

¹ L'indicatore di incertezza sulle politiche commerciali è una misura di analisi testuale che calcola la frequenza - nei principali quotidiani di lingua inglese - degli articoli che impiegano termini riguardanti sia l'incertezza (rischio, incertezza, volatilità, ecc.) sia le politiche commerciali (dazio, accordo commerciale, ecc.). L'indice è normalizzato a 100 per una quota di articoli pari all'1 per cento. Cfr. D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino e A. Raffo, *The economic effects of trade policy uncertainty*, "Journal of Monetary Economics", 109, 2020, pp. 38-59.

ai picchi osservati nella fase più acuta della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina nel biennio 2018-19 (figura A, pannello a).

Figura A

Incertezza sulle politiche commerciali e saldo bilaterale del commercio di beni con gli Stati Uniti



Fonte: trade policy uncertainty index ed elaborazioni su dati Eurostat di bilancia dei pagamenti relativi al 2023.

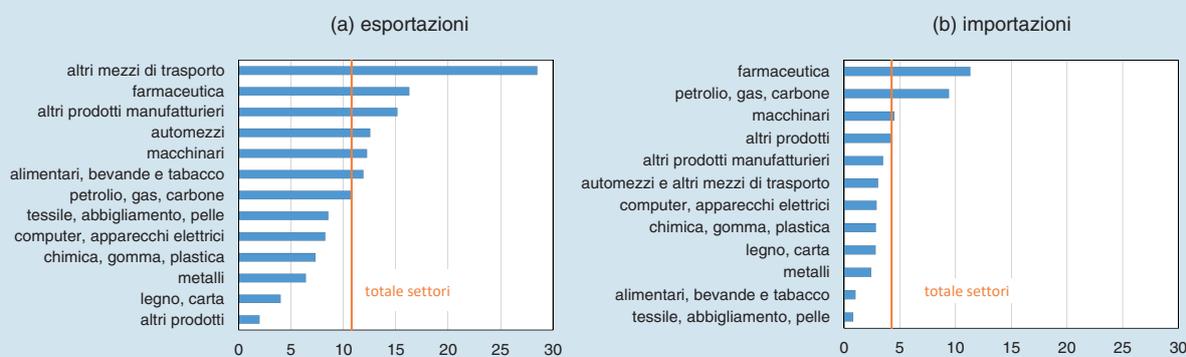
Il nostro paese è significativamente esposto alle ripercussioni di incrementi dei dazi da parte degli Stati Uniti, che rappresentano la seconda destinazione, dopo la Germania, delle vendite estere di beni dell'Italia. L'incidenza del mercato di sbocco statunitense è pressoché raddoppiata dall'inizio dello scorso decennio, collocandosi all'11 per cento del totale delle esportazioni nel 2023 (63 miliardi di euro); a tale aumento avrebbero contribuito il deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, la robusta espansione della domanda americana e la ricerca da parte delle imprese italiane di mercati alternativi a quelli europei. Gli Stati Uniti sono invece solo il settimo paese per provenienza delle importazioni di beni (4 per cento del totale, per un valore di 20 miliardi di euro). L'Italia riporta pertanto un cospicuo surplus negli scambi di beni con gli Stati Uniti (2 per cento del PIL; figura A, pannello b), al terzo posto tra gli avanzi bilaterali delle economie dell'area dell'euro nei confronti di questo paese².

La rilevanza del mercato statunitense è eterogenea tra comparti (figura B, pannello a). Secondo i dati di commercio estero relativi al 2023, la cantieristica navale e quella aerospaziale (incluse nella voce "altri mezzi di trasporto") sono i comparti più esposti nei confronti degli Stati Uniti, con oltre un quarto delle vendite estere dirette verso tale mercato. Quest'ultimo assorbe una quota rilevante (tra il 10 e il 16 per cento) del complesso delle esportazioni anche in altri settori, tra cui la farmaceutica, gli "altri prodotti manifatturieri" (come gioielli, occhialeria, mobili), il comparto automobilistico (principalmente prodotti finiti di alta gamma)³, la meccanica, i prodotti alimentari e i petroliferi raffinati. Dal lato delle importazioni (figura B, pannello b), l'incidenza degli Stati Uniti è contenuta in tutti i settori, tranne in quelli dell'energia (petrolio e gas naturale liquefatto, 10 per cento) e della farmaceutica (12 per cento).

² Anche in termini assoluti l'avanzo commerciale dell'Italia con gli Stati Uniti (pari a 43 miliardi di euro nel 2023) era il terzo più elevato tra i paesi dell'area dell'euro, dopo Germania (73 miliardi) e Irlanda (50 miliardi); quest'ultimo dato risente dell'elevato peso delle multinazionali statunitensi sull'economia irlandese.

³ All'interno di questo comparto, la componentistica incide significativamente sulle esportazioni verso altri paesi, come la Germania, ma non su quelle verso gli Stati Uniti.

Incidenza del mercato statunitense sulle esportazioni e importazioni dell'Italia per settore (punti percentuali)



Fonte: Istat, dati di commercio estero relativi al 2023. La linea verticale arancione indica la quota percentuale aggregata del mercato statunitense sul totale delle esportazioni e importazioni italiane.

Gli Stati Uniti costituiscono un mercato di destinazione per quasi un terzo delle aziende esportatrici italiane⁴. Poco più della metà delle vendite verso questo paese è realizzata da grandi imprese (con almeno 250 addetti), con un'esposizione media pari al 5 per cento del fatturato e al 15 per cento delle proprie esportazioni. Per le imprese piccole e medie il mercato americano risulta relativamente più rilevante (in media, circa il 7 per cento del fatturato e il 27 per cento delle esportazioni). A questa classe dimensionale appartiene inoltre la quasi totalità degli esportatori caratterizzati da un'esposizione particolarmente elevata⁵ verso gli Stati Uniti.

In conclusione, un inasprimento dei dazi avrebbe effetti significativi sulle aziende italiane che esportano verso il mercato statunitense, soprattutto le piccole e le medie. In aggiunta agli effetti diretti, le restrizioni commerciali potrebbero colpire anche i produttori che, pur non esportando direttamente, forniscono input intermedi incorporati nei beni destinati agli Stati Uniti⁶. Peraltro, l'elevata incertezza sulle politiche commerciali può costituire di per sé un freno consistente agli investimenti.

⁴ Secondo i dati dell'Agenzia delle Dogane e dei monopoli relativi al biennio 2022-23, le imprese italiane che esportano negli Stati Uniti sono 36.000 (tale dato è relativo alle sole persone giuridiche). Le ulteriori statistiche riportate di seguito nel testo si riferiscono al sottoinsieme delle società di capitale comprese negli archivi Cerved, escluse quelle classificate dalla società come immobiliari o finanziarie e quelle con attivo o ricavi nulli.

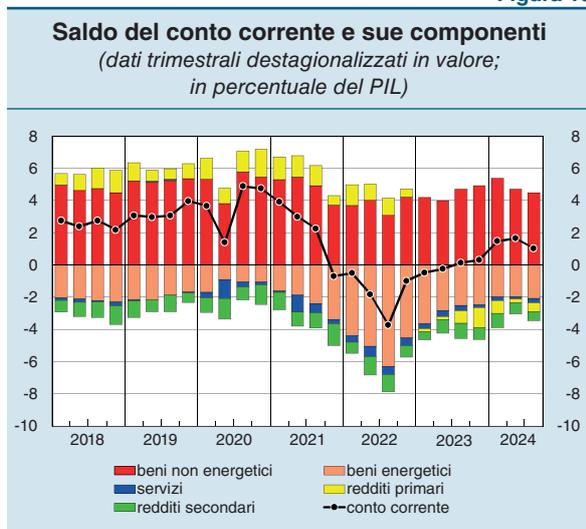
⁵ È definita come particolarmente elevata una quota di esportazioni superiore al 56 per cento, corrispondente al 75° percentile della distribuzione.

⁶ Sulla base delle tavole input-output globali dell'Asian Development Bank, nel 2022 il valore aggiunto generato in Italia nei settori manifatturieri e assorbito dalla domanda finale statunitense ammontava a 29 miliardi di dollari; circa un quarto è costituito da beni incorporati nelle esportazioni di altri paesi verso gli Stati Uniti.

Il conto corrente continua a registrare un surplus

Nei mesi estivi il saldo di conto corrente, al netto di fattori stagionali, è stato positivo (1,0 per cento del PIL; fig. 19 e tav. 5) per il quinto trimestre consecutivo, ma in calo rispetto al periodo precedente. Alla flessione hanno contribuito principalmente il peggioramento del saldo dei redditi primari e di quello dei beni, sia energetici sia non energetici; si è lievemente deteriorato anche il disavanzo dei servizi nonostante la sostanziale stabilità della bilancia turistica.

Figura 19



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

Gli investitori esteri hanno continuato ad acquistare titoli pubblici italiani

Nel terzo trimestre il conto finanziario ha registrato un aumento delle attività nette sull'estero (28,2 miliardi di euro), guidato principalmente dalla riduzione del saldo debitorio sul sistema TARGET (incluso nelle passività alla voce "altri investimenti"; tav. 5); la raccolta netta all'estero da parte delle banche residenti è invece risultata sostanzialmente in pareggio.

Il saldo degli investimenti di portafoglio, significativamente negativo dalla fine del 2023, è diventato lievemente positivo. Dal lato delle passività, si sono ridotti, pur mantenendosi elevati, gli acquisti netti da parte dei non residenti di titoli di debito italiani, in prevalenza pubblici (23,2 miliardi, pari a più del triplo delle emissioni nette da parte del Tesoro); tali acquisti, proseguiti nel bimestre ottobre-novembre, continuano a beneficiare di condizioni distese dei mercati finanziari nel nostro paese (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2024). Dal lato delle attività, sono tornati a crescere gli investimenti, in particolare in obbligazioni estere a medio-lungo termine da parte di assicurazioni, fondi comuni e famiglie residenti.

Il saldo debitorio su TARGET è nuovamente diminuito

Nel terzo trimestre la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema TARGET è scesa di 39 miliardi, riflettendo soprattutto gli investimenti esteri in titoli italiani e l'erogazione, in agosto, della quinta tranche

Nel terzo trimestre il conto finanziario ha registrato un aumento delle attività nette sull'estero (28,2 miliardi di euro), guidato principalmente dalla riduzione del saldo debitorio sul sistema TARGET (incluso nelle passività alla voce "altri investimenti"; tav. 5); la raccolta netta all'estero da parte delle banche residenti è invece risultata sostanzialmente in pareggio.

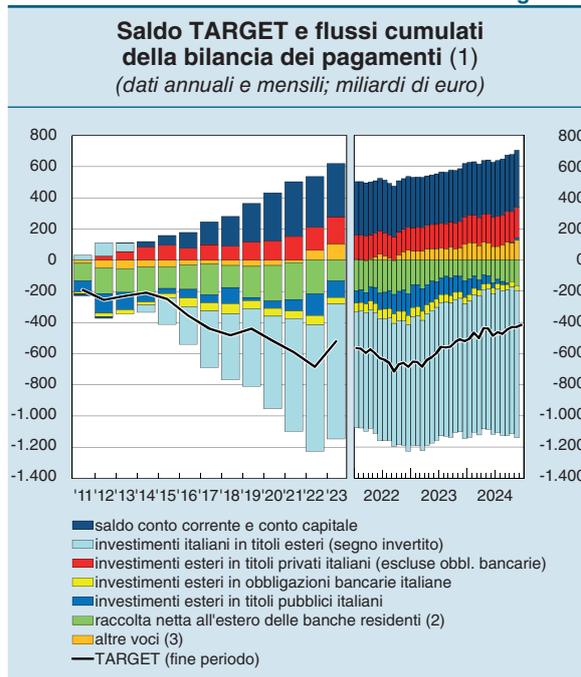
Tavola 5

Bilancia dei pagamenti
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2023	2024			
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Conto corrente	-0,3	4,1	1,7	8,6	10,5
corretto per la stagionalità e per i giorni lavorativi	-1,3	2,0	8,1	8,9	5,3
per memoria: in % del PIL (1)	..	0,4	1,5	1,6	1,0
Conto capitale	15,2	6,0	-0,5	-1,3	0,5
Conto finanziario	31,5	17,7	1,0	0,1	28,2
Investimenti diretti	-10,6	-13,2	4,6	-1,6	2,3
Investimenti di portafoglio	-24,8	-20,2	-25,6	-32,6	1,8
Derivati	-4,7	0,9	1,3	0,3	1,4
Altri investimenti (2)	68,8	48,8	20,4	32,5	22,6
Variazione riserve ufficiali	2,7	1,4	0,2	1,5	..
Errori e omissioni	16,5	7,5	-0,2	-7,1	17,2

(1) Il dato annuale per il 2023 è riferito al saldo di conto corrente non corretto per la stagionalità. – (2) Include la variazione del saldo TARGET.

Figura 20



(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti). – (3) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (11 miliardi). Per quanto riguarda il bilancio della Banca d'Italia, è proseguito il miglioramento in atto dalla metà del 2023, connesso principalmente con il rimborso dei prestiti erogati dall'Eurosistema alle istituzioni creditizie nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e con la riduzione dei titoli detenuti per fini di politica monetaria. Nel quarto trimestre il saldo debitorio è ulteriormente diminuito (di 30 miliardi), portandosi a 416 miliardi alla fine di dicembre (fig. 20).

La posizione creditoria netta sull'estero si è rafforzata Al termine del mese di settembre la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 265,2 miliardi di euro, il 12,2 per cento del PIL; l'incremento rispetto alla fine di giugno, pari a 8,6 miliardi, è legato al surplus di conto corrente e conto capitale. Un contributo negativo è invece derivato dall'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro osservato nel terzo trimestre, che ha ridotto il valore delle attività denominate in valuta; il rafforzamento della divisa statunitense in autunno (cfr. il paragrafo 1.3) costituisce quindi un potenziale fattore di miglioramento della posizione creditoria dell'Italia.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

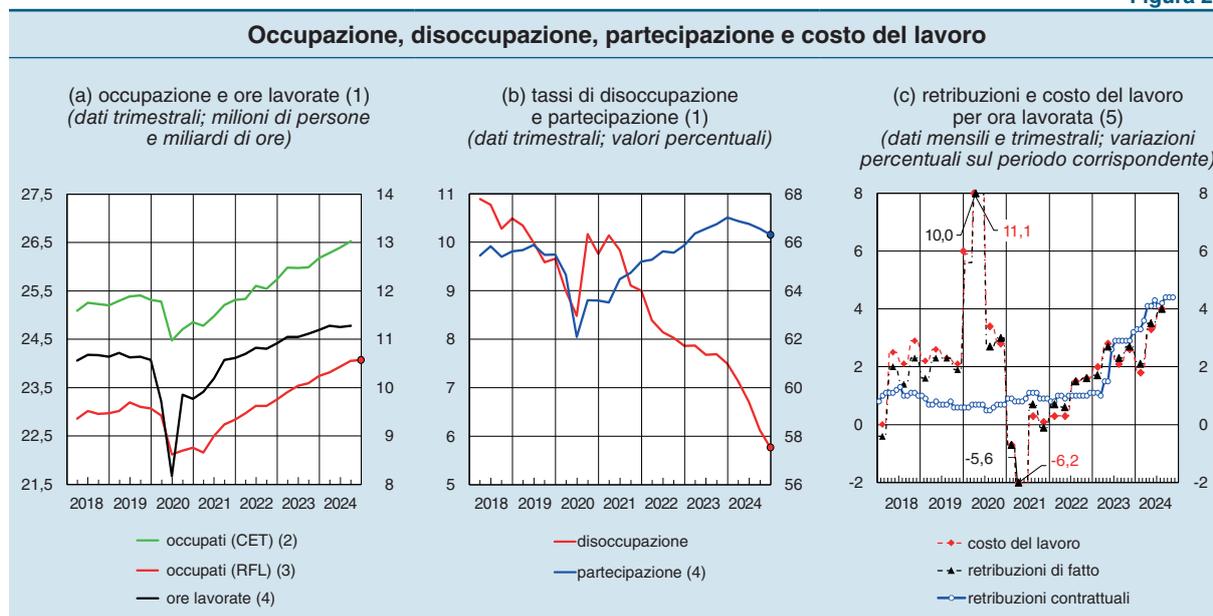
Continua l'aumento dell'occupazione, pur tra alcuni segnali di indebolimento del mercato del lavoro: si sono ridotte le ore lavorate per addetto e si è mantenuto elevato il ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG). La flessione del tasso di partecipazione, proseguita anche nei mesi estivi, ha contribuito alla discesa di quello di disoccupazione. Il costo del lavoro orario ha accelerato nel settore privato, trainato dalla dinamica positiva delle retribuzioni contrattuali. La crescita salariale è rimasta sostenuta nei mesi autunnali.

Nel terzo trimestre l'occupazione è aumentata, ma è ancora elevato il ricorso alla CIG Secondo i dati dei *Conti economici trimestrali*, l'occupazione ha continuato a espandersi (0,5 per cento; fig. 21.a), sostenuta in particolare dai servizi privati, a fronte di un incremento più contenuto nell'industria in senso stretto e di un deciso calo nelle costruzioni. Le ore lavorate per addetto si sono ridotte (-0,3 per cento), sia nella manifattura sia nei servizi; è inoltre rimasto elevato il ricorso agli strumenti di integrazione salariale, che era già aumentato in termini tendenziali nel trimestre precedente. Le ore autorizzate di CIG, richieste prevalentemente dalle imprese manifatturiere, si sono collocate infatti su livelli doppi rispetto a quelli del corrispondente periodo del 2019.

Nel terzo trimestre il tasso di partecipazione è sceso (fig. 21.b); nel confronto con il massimo storico raggiunto alla fine del 2023, il calo è stato di 0,5 punti percentuali e si è concentrato nelle fasce di età inferiore a 50 anni, che avevano particolarmente beneficiato della ripresa post-pandemica. Il tasso di attività della popolazione ultracinquantenne ha invece proseguito lungo il sentiero di crescita degli ultimi due decenni; si è interrotto l'aumento della partecipazione femminile. L'incremento dell'occupazione, insieme al calo delle forze di lavoro, ha ulteriormente ridotto il tasso di disoccupazione, al 6,1 per cento; la diminuzione è stata più accentuata tra le donne e per gli individui tra i 15 e i 49 anni.

Nei mesi autunnali è salita l'occupazione ed è diminuita la partecipazione Secondo i dati provvisori della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, il numero di occupati è aumentato lievemente in autunno, sospinto dalla componente a tempo indeterminato e da quella autonoma; il tasso di partecipazione ha continuato a contrarsi, soprattutto tra i più giovani; quello di disoccupazione è sceso a novembre al 5,7 per cento, il valore più basso dall'inizio delle rilevazioni. Si prevede che l'occupazione continui a espandersi anche nel 2025, ma in misura inferiore a quella del prodotto³ (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*).

³ Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 13 dicembre 2024.



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

(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 4° trimestre 2024 indicano la media del bimestre ottobre-novembre. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese. – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari. – (4) Scala di destra. – (5) Settore privato non agricolo. Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

Le retribuzioni contrattuali hanno accelerato nei servizi privati...

Nel terzo trimestre le retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo sono salite del 4,2 per cento su base annua, in linea con i mesi precedenti (fig. 21.c). La crescita si conferma robusta nell'industria in senso stretto, grazie all'adeguamento dei minimi tabellari nella metalmeccanica⁴, mentre si è arrestata nelle costruzioni, dove il contratto collettivo di riferimento è scaduto; si è intensificata nei servizi, in virtù degli incrementi già accordati nei comparti del credito e del turismo. Le retribuzioni orarie di fatto nel settore privato non agricolo hanno accelerato al 4,0 per cento (dal 3,5 dei tre mesi precedenti). Il differenziale rispetto alla dinamica delle retribuzioni contrattuali si è attenuato, indicando una ripresa delle voci aggiuntive ai minimi tabellari. L'andamento positivo dei salari ha contribuito alla salita del costo del lavoro per unità di prodotto (cfr. il paragrafo 2.6).

... e la crescita rimarrà sostenuta anche nei primi mesi del 2025

La dinamica delle retribuzioni contrattuali, mantenutasi robusta nei principali comparti del settore privato nello scorcio del 2024, resterebbe sostenuta, sulla base dei contratti in vigore, anche nella prima metà dell'anno in corso (cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva*, in *Bollettino economico*, 4, 2024). La quota di lavoratori in attesa di rinnovo è ancora elevata (37 per cento a novembre), a causa dei ritardi nelle trattative nei settori delle costruzioni e della metalmeccanica i cui contratti sono scaduti a giugno e interessano oltre un quinto del totale degli addetti.

⁴ L'attuale modello contrattuale in vigore nel settore prevede che il differenziale di inflazione tra l'IPCA al netto dei beni energetici importati (IPCA-NEI) dell'anno precedente e la crescita salariale prevista al momento del rinnovo venga misurato annualmente. Di conseguenza, i minimi salariali negoziati vengono automaticamente adeguati a giugno dell'anno successivo.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nello scorcio del 2024 l'inflazione al consumo si è mantenuta al di sotto del 2 per cento, principalmente per il contributo ancora negativo della componente energetica e per la crescita pressoché nulla dei prezzi dei beni industriali non energetici. L'aumento dei prezzi dei servizi rimane relativamente elevato mentre quello dei beni alimentari si colloca su livelli più contenuti. Le aspettative di inflazione delle famiglie e delle imprese restano moderate, su valori prossimi al 2 per cento.

L'inflazione al consumo rimane contenuta

In dicembre l'inflazione armonizzata al consumo è lievemente scesa, all'1,4 per cento sui dodici mesi (dall'1,5 in novembre; fig. 22 e tav. 6). Vi è stata una minore flessione dei prezzi dei beni energetici, mentre l'inflazione di quelli alimentari è diminuita. Anche la componente di fondo (al netto dei beni energetici e alimentari) ha registrato un calo (1,8 per cento, da 2,0), rispecchiando la decelerazione sia dei prezzi dei beni industriali non energetici, rimasti sostanzialmente invariati, sia di quelli dei servizi, la cui crescita resta comunque relativamente sostenuta (2,9 per cento).

Per il primo trimestre del nuovo anno l'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) ha annunciato un aumento delle tariffe elettriche sul mercato regolamentato per gli utenti vulnerabili di circa il 20 per cento nel confronto con il periodo precedente. Tale aumento è riconducibile al perdurare delle tensioni geopolitiche (cfr. il paragrafo 1.1) e al rialzo stagionale dei prezzi all'ingrosso dell'energia.

Figura 22

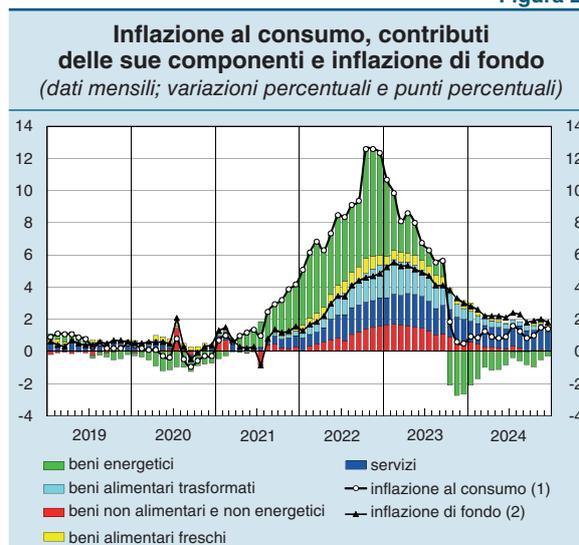


Tavola 6

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

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

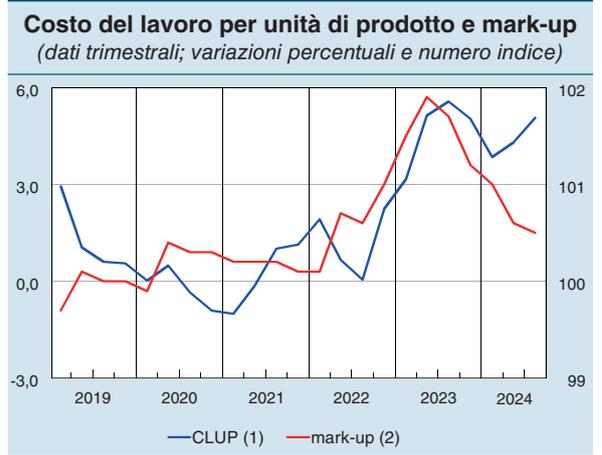
Le pressioni all'origine sono nel complesso moderate

In novembre la riduzione dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno è stata meno accentuata (-0,7 per cento sui dodici mesi, da -3,8 in ottobre), rispecchiando l'andamento della componente energetica (-2,6 per cento da -10,6), che incide per oltre un terzo sull'indice complessivo; pesa invece per circa un decimo su quello dei prezzi al consumo. Tra le componenti non energetiche, la dinamica dei prezzi alla produzione è rimasta stabile per i beni di consumo (all'1,3 per cento), pressoché nulla per quelli strumentali e leggermente negativa per gli intermedi.

Nei mesi autunnali i PMI hanno indicato una sostanziale stabilità dei costi dei beni intermedi nella manifattura; nei servizi permangono invece segnali di espansione dei costi degli input, inclusi quelli relativi al personale.

Nel terzo trimestre del 2024 il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore privato non agricolo ha nuovamente accelerato, a causa della crescita più marcata delle retribuzioni e del calo della produttività (cfr. il paragrafo 2.5). I margini di profitto sono modesti nella manifattura, mentre nelle costruzioni e nei servizi privati restano ancora al di sopra dei valori pre-pandemici (fig. 23); dovrebbero permettere di assorbire gli attesi rialzi salariali dei prossimi mesi (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*).

Figura 23



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

Figura 24



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

Famiglie e imprese continuano a prefigurare una crescita moderata dei prezzi

Secondo le inchieste dell'Istat, in autunno continuavano a prevalere tra le famiglie le attese di un ulteriore indebolimento dell'inflazione nei successivi dodici mesi. In novembre le aspettative delle famiglie italiane relative all'inflazione al consumo, rilevate dalla *Consumer Expectations Survey* della BCE, sono rimaste attorno a un valore mediano del 3,0 per cento sia sull'orizzonte dei dodici mesi sia su quello dei tre anni. Nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta fra novembre e dicembre dalla Banca d'Italia, l'aumento dei propri listini previsto dalle aziende per i successivi dodici mesi si è mantenuto pressoché stabile (poco al di sotto del 2 per cento in media; fig. 24) e in linea con la variazione realizzata nell'ultimo anno. Le aspettative delle imprese sull'inflazione al consumo si sono ridotte e si collocano attorno all'1,5 per cento su tutti gli orizzonti rilevati.

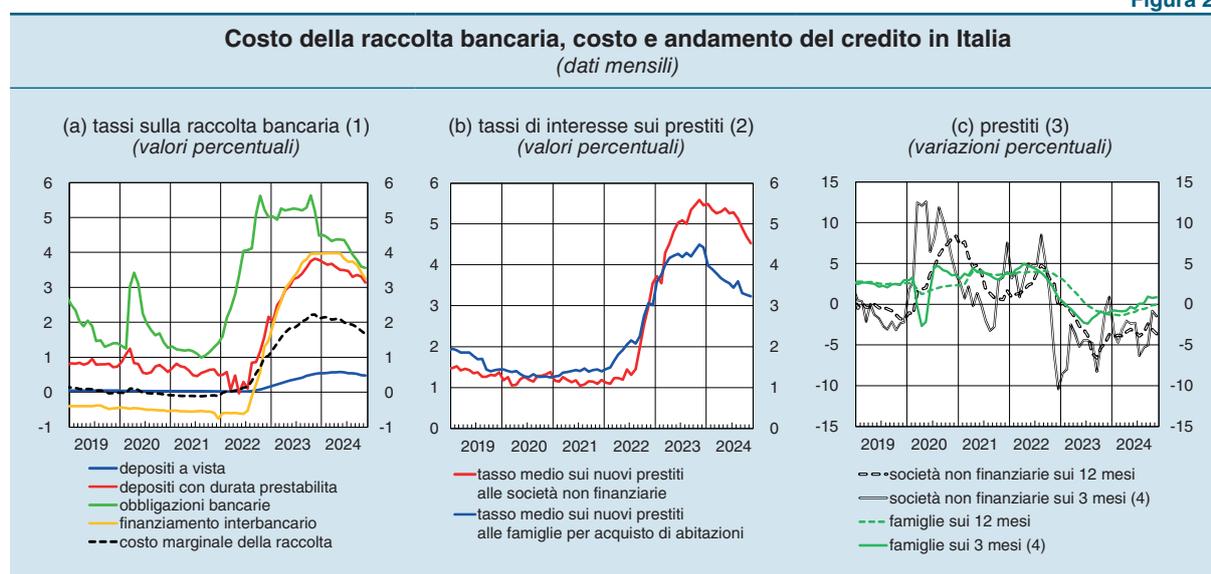
2.7 IL CREDITO E LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il taglio dei tassi ufficiali si sta trasmettendo al costo della raccolta bancaria e a quello del credito in linea con le regolarità storiche. I prestiti alle società non finanziarie si sono ulteriormente ridotti, in un contesto di persistente fiacchezza della domanda di credito e di criteri di offerta ancora restrittivi. Le imprese hanno inoltre effettuato rimborsi netti di titoli obbligazionari. Il credito alle famiglie resta debole, sebbene i mutui per l'acquisto di abitazioni abbiano registrato una lieve accelerazione, riflettendo la moderata espansione della domanda.

Il taglio dei tassi ufficiali si sta trasmettendo al costo della raccolta bancaria...

Tra agosto e novembre il costo marginale della raccolta bancaria è sceso di 26 punti base (all'1,7 per cento; fig. 25.a). Vi hanno contribuito il calo dei tassi sul mercato interbancario, il minore costo della raccolta obbligazionaria e la flessione del rendimento dei nuovi depositi con durata prestabilita; il tasso sui depositi in conto corrente, su cui la restrizione monetaria del periodo 2022-23 si era riflessa in misura contenuta, è rimasto invariato (0,5 per cento). La raccolta bancaria ha continuato a

Figura 25



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

contrarsi (-2,2 per cento sui dodici mesi): il rimborso dei fondi TLTRO3 e il calo delle passività detenute da non residenti è stato solo in parte compensato dalla crescita delle altre fonti di finanziamento.

... e ai tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie

La trasmissione del calo dei tassi ufficiali al costo del credito alle società non finanziarie è in linea con le regolarità storiche: tra agosto e novembre si sono ridotti i tassi di interesse sia sui nuovi prestiti bancari (4,5 per cento, da 5,1; fig. 25.b), rispecchiando il calo del tasso di riferimento privo di rischio⁵, sia su quelli già in essere, per via dell'ampia quota di operazioni a tasso variabile.

Anche il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è sceso (3,2 per cento, da 3,6), come quello del credito al consumo (8,5 per cento, da 8,8).

La domanda di prestiti delle imprese si è ulteriormente ridotta...

In novembre i prestiti alle imprese hanno continuato a ridursi, seppure in misura minore rispetto ad agosto (-1,5 per cento, da -5,3 sui tre mesi; fig. 25.c). La flessione – riconducibile principalmente alla quota dei rimborsi, elevata nel confronto storico – risulta più accentuata per le imprese con meno di 20 addetti⁶

e per il comparto della manifattura. Le banche italiane intervistate in settembre nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*)⁷ hanno segnalato nel terzo trimestre un ulteriore lieve calo della domanda di prestiti da parte delle aziende, dovuto principalmente a un maggiore ricorso all'autofinanziamento; allo stesso tempo hanno riportato criteri di offerta invariati su livelli restrittivi. Per il quarto trimestre del 2024 gli intermediari si attendevano criteri stabili e una crescita della domanda di finanziamenti.

Le condizioni di accesso al credito rimarrebbero restrittive anche secondo l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia presso le imprese tra la fine di novembre e la metà di dicembre, in particolare per le aziende medio-piccole⁸, e – secondo i dati dell'Istat – per quelle della manifattura e delle costruzioni.

In novembre i finanziamenti alle famiglie⁹ sono rimasti deboli, nonostante la leggera ripresa dei mutui e la crescita significativa del credito al consumo. Secondo quanto segnalato dagli intermediari italiani nella *Bank Lending Survey*, nel terzo trimestre l'aumento della richiesta di finanziamenti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie avrebbe riflesso soprattutto la riduzione del livello generale dei tassi di interesse; i criteri di offerta per questi prestiti sono rimasti sostanzialmente immutati. Sulla base delle previsioni delle banche, nello scorcio del 2024 i criteri per la concessione di mutui si sarebbero lievemente allentati e la domanda di finanziamenti per l'acquisto di abitazioni sarebbe cresciuta.

... e le aziende hanno effettuato rimborsi netti di titoli obbligazionari

Nel terzo trimestre del 2024 la persistente debolezza della domanda di credito delle aziende si è associata, per la prima volta negli ultimi dodici mesi, a rimborsi netti di titoli obbligazionari (per 1,8 miliardi di euro): il calo delle emissioni lorde è stato compensato solo in parte dalla riduzione dei rimborsi. Secondo

⁵ L'Euribor a tre mesi è il tasso generalmente considerato di riferimento per i prestiti a tasso variabile, che a novembre hanno costituito l'87 per cento delle nuove erogazioni alle imprese; l'Euribor a tre mesi è diminuito di 54 punti base tra agosto e novembre. L'IRS a dieci anni è il tasso di riferimento per i prestiti a tasso fisso e nello stesso periodo è sceso di 18 punti base.

⁶ Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20; società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti superiore a 5 e inferiore a 20.

⁷ All'indagine hanno partecipato 13 tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*.

⁸ Le imprese con almeno 1.000 addetti hanno invece registrato un lieve miglioramento delle condizioni di accesso al credito.

⁹ La definizione di famiglie cui si fa riferimento è quella armonizzata dell'Eurosistema, che include le famiglie consumatrici, le imprese individuali e le società prive di personalità giuridica.

dati preliminari di fonte Bloomberg, alla fine del 2024 le emissioni nette delle società non finanziarie sarebbero ulteriormente diminuite rispetto all'autunno. Il finanziamento netto mediante capitale di rischio è rimasto contenuto. Dall'inizio di ottobre i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane sono saliti di circa 6 punti base (al 3,7 per cento), in linea con l'aumento del tasso di riferimento privo di rischio¹⁰.

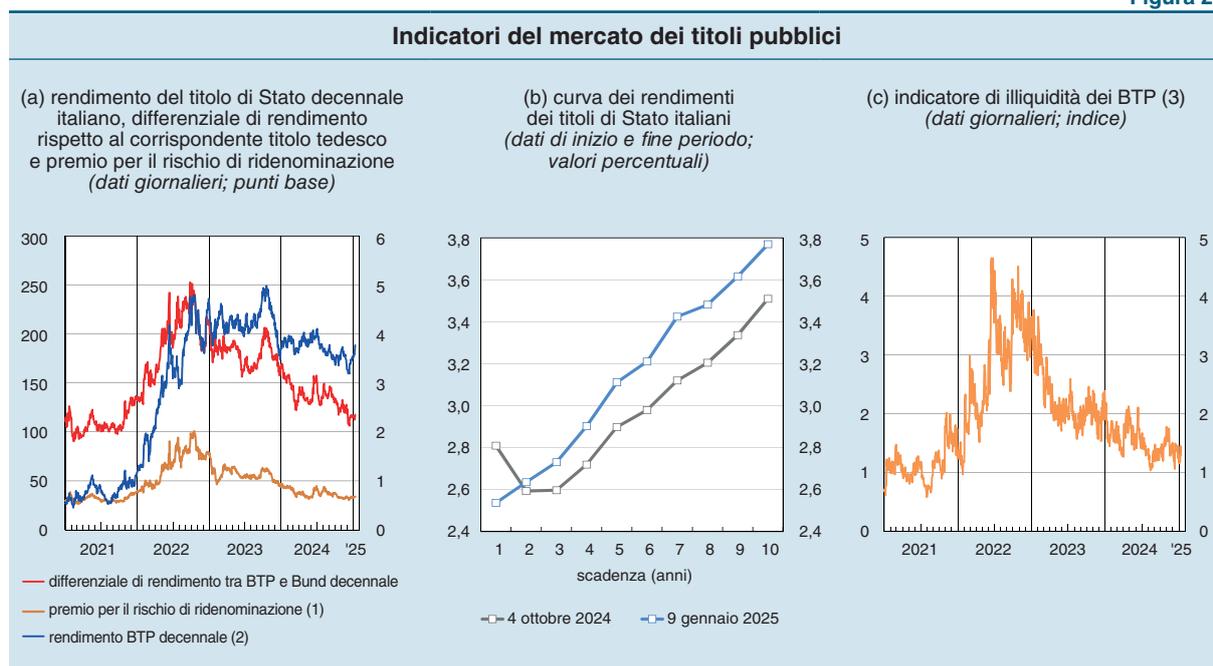
2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Dall'inizio di ottobre i rendimenti decennali delle obbligazioni sovrane italiane sono saliti; il differenziale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi si è invece ridotto. I corsi azionari italiani hanno registrato un aumento, in controtendenza rispetto all'area dell'euro, principalmente per via del buon andamento del settore finanziario.

Il rendimento dei titoli di Stato decennali è salito

Tra l'inizio di ottobre e la prima decade di gennaio, risentendo degli andamenti osservati su scala globale (cfr. il paragrafo 1.3), il rendimento dei titoli pubblici italiani, dapprima in calo, è aumentato sulla scadenza decennale di 26 punti base, al 3,8 per cento (fig. 26.a); il rialzo ha riguardato pressoché l'intera curva (fig. 26.b). Il differenziale rispetto ai titoli pubblici tedeschi si è ridotto di 13 punti base, portandosi all'inizio di gennaio a 117 punti, anche per via di una valutazione più favorevole degli operatori di mercato sulla situazione fiscale italiana, che si è riflessa in revisioni positive delle prospettive (*outlook*) da parte di alcune agenzie di rating¹¹. A conferma della percezione favorevole

Figura 26



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, ICE Data Derivatives UK Ltd, LSEG e Tradeweb.

(1) Differenza tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano italiano e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza. Il regolamento ISDA 2014 offre, rispetto a quello del 2003, una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante. – (2) Scala di destra. – (3) Per la metodologia di calcolo dell'indice, cfr. R. Poli e M. Taboga, *A composite indicator of sovereign bond market liquidity in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 663, 2021.

¹⁰ Il tasso generalmente considerato di riferimento per le emissioni obbligazionarie è l'IRS a cinque anni, che è aumentato dall'inizio di ottobre di circa 16 punti base.

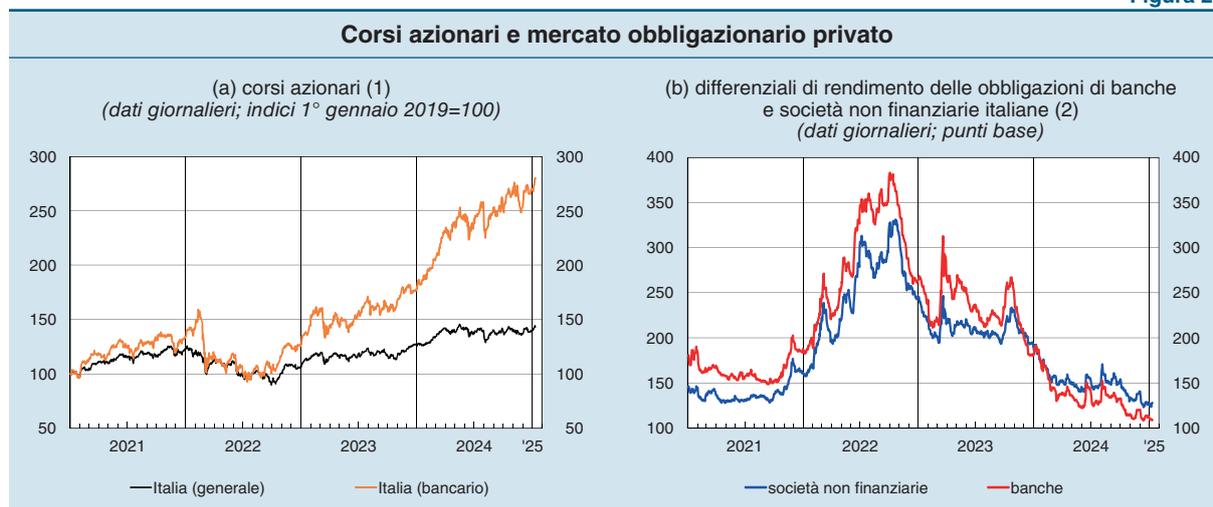
¹¹ Le agenzie Morningstar DBRS e Fitch, pur mantenendo invariato il rating, hanno rivisto l'*outlook* da "stabile" a "positivo".

dei mercati sull'Italia, la volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale si è mantenuta invariata sui livelli minimi degli ultimi tre anni e le condizioni di liquidità sono rimaste distese (fig. 26.c). Nel terzo trimestre sono proseguiti gli acquisti netti di titoli di Stato domestici da parte degli investitori esteri (cfr. il paragrafo 2.4), ai quali si sono aggiunti quelli più contenuti effettuati dalle banche.

Le quotazioni azionarie sono cresciute

Dall'inizio di ottobre i corsi azionari italiani sono saliti, in controtendenza rispetto a quelli dell'area dell'euro (cfr. il paragrafo 1.3), principalmente a seguito del buon andamento del settore finanziario. Nel complesso, tra l'inizio di ottobre e la prima decade di gennaio l'indice generale di borsa è aumentato del 4,2 per cento (fig. 27.a); le quotazioni delle banche sono cresciute del 9,9 per cento, più della media dell'area dell'euro (5,1 per cento), beneficiando della pubblicazione di utili societari superiori alle attese e di aspettative di consolidamento nel comparto. Nello stesso periodo la volatilità implicita è diminuita, dopo un temporaneo incremento a ridosso delle elezioni statunitensi. I differenziali con il tasso privo di rischio dei rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dalle banche sono sensibilmente scesi (fig. 27.b).

Figura 27



Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch e LSEG.

(1) Indici generali e bancari Datastream. – (2) I differenziali di rendimento delle obbligazioni, corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option-adjusted spread*), sono calcolati su un paniere di titoli obbligazionari denominati in euro di banche e società non finanziarie italiane rispetto al tasso privo di rischio.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Sulla base delle informazioni disponibili, si può valutare che nel 2024 l'indebitamento netto si sia ridotto; il rapporto tra debito pubblico e PIL sarebbe invece tornato a crescere, anche a causa della fruizione di alcuni crediti di imposta per ristrutturazioni edilizie, che erano maturati negli anni precedenti. La legge di bilancio approvata alla fine dello scorso dicembre accresce il disavanzo rispetto alla legislazione allora vigente di 0,4 punti di prodotto nell'anno in corso, di 0,6 nel 2026 e di 1,1 nel 2027. Nel triennio 2025-27 circa la metà (18 miliardi in media all'anno) delle maggiori risorse impiegate è destinata a rendere strutturali l'accorpamento dei primi due scaglioni dell'Irpef e il taglio del cuneo fiscale per i lavoratori dipendenti. La Commissione europea ha valutato in senso favorevole sia il programma di aggiustamento dei conti delineato nel Piano strutturale di bilancio di medio termine per gli anni 2025-29 (PSBMT 2025-29), sia il Documento programmatico di bilancio stilato dal Governo.

Nel 2024 l'indebitamento netto si sarebbe ridotto significativamente

Sulla base delle informazioni disponibili, l'indebitamento netto nel 2024 dovrebbe essersi significativamente ridotto rispetto al valore registrato nel 2023 (7,2 per cento del PIL; tav. 7), in linea con le valutazioni della Commissione europea e del Governo.

Una diminuzione dell'indebitamento netto sull'intero anno è suggerita dalle recenti stime sul terzo trimestre diffuse dall'Istat, secondo le quali nei primi nove mesi del 2024 il disavanzo è stato pari al 4,6 per cento del PIL, 2,8 punti percentuali in meno di quanto osservato nel periodo corrispondente del 2023; ciò soprattutto in virtù della forte riduzione dell'incidenza sul prodotto delle spese in conto capitale diverse dagli investimenti (la voce di bilancio che include i crediti di imposta relativi al Superbonus).

Le entrate del bilancio dello Stato sono cresciute del 5 per cento rispetto all'anno precedente, principalmente in virtù dell'andamento delle imposte dirette. Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche nei primi undici mesi del 2024, pari a oltre 119 miliardi, è aumentato rispetto a quello dello stesso periodo del 2023 (di quasi 28 miliardi)¹². Il disallineamento tra l'evoluzione del fabbisogno e quella dell'indebitamento netto risente in misura sensibile della fruizione di alcuni crediti di imposta per ristrutturazioni edilizie, la quale è successiva alla registrazione per competenza nel conto economico delle Amministrazioni pubbliche dei crediti stessi.

Il rapporto tra il debito e il PIL sarebbe tornato a crescere

A novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 3.005,2 miliardi, quasi 137 in più rispetto alla fine del 2023.

Anche sulla base dei dati preliminari di dicembre, si può stimare che – dopo le forti riduzioni del precedente triennio – il rapporto tra il debito e il prodotto nel 2024 sia tornato ad aumentare, come atteso sia dal Governo sia dalla Commissione europea. L'onere medio del debito alla fine dello scorso settembre è risultato pari al 3 per cento, in lieve rialzo rispetto al dato del 2023 (2,8 per cento; fig. 28).

¹² A dicembre il settore statale ha registrato un avanzo di 8 miliardi.

Tavola 7

Dati di consuntivo e obiettivi ufficiali dei principali indicatori di finanza pubblica (1)
(percentuali del PIL)

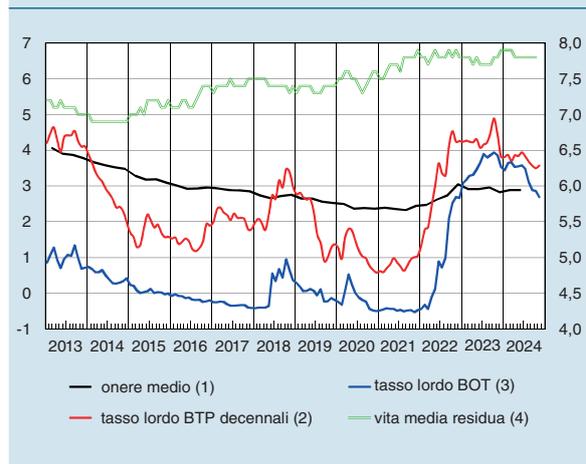
VOCI	2023	2024	2025	2026	2027
Indebitamento netto	7,2	3,8	3,3	2,8	2,6
Saldo primario	-3,5	0,1	0,6	1,1	1,5
Spesa per interessi	3,7	3,9	3,9	3,9	4,1
Indebitamento netto strutturale	8,2	4,4	3,8	3,3	3,0
Debito (2)	134,8	135,8	136,9	137,8	137,5

Fonte: PSBMT 2025-29.

(1) Dati di consuntivo per il 2023 e obiettivi ufficiali per gli anni 2024-27. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi della UEM.

Figura 28

Tasso lordo dei BOT e dei BTP decennali, onere medio e vita media residua del debito
(dati mensili e trimestrali; valori percentuali e anni)



Fonte: Istat, per la spesa per interessi.

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

Il Parlamento ha approvato la manovra di bilancio per il triennio 2025-27

Lo scorso dicembre il Parlamento ha approvato la legge di bilancio¹³. Secondo le valutazioni ufficiali, nel confronto con la legislazione allora vigente, la manovra comporta un incremento del disavanzo di 0,4, 0,6 e 1,1 punti percentuali di prodotto rispettivamente nell'anno in corso e nei due successivi (tav. 8)¹⁴. In base alle stime della Commissione europea, dopo una forte correzione dei conti nel 2024, l'orientamento della politica di bilancio proposta dal Governo sarebbe sostanzialmente neutrale nel 2025 e lievemente restrittivo nel 2026.

Poco meno della metà delle risorse per interventi espansivi, che ammontano nel complesso a circa 37 miliardi annui nella media del triennio, è impiegata per la conferma a regime della rimodulazione dell'Irpef e per le nuove misure di riduzione del cuneo fiscale¹⁵. Tra gli interventi espansivi introdotti in precedenza e riconfermati nella manovra per il triennio 2025-27 rientra anche l'agevolazione fiscale per imprese e professionisti che assumono a tempo indeterminato (1,3 miliardi di minori entrate in media all'anno nel periodo 2026-28). Ulteriori risorse sono destinate al rinnovo dei contratti dei lavoratori alle dipendenze delle Amministrazioni statali, all'incremento del Fondo sanitario nazionale (1,6 miliardi quest'anno e 6,4 in media nel biennio successivo), a una nuova misura di decontribuzione per il Mezzogiorno¹⁶ (1,6 miliardi annui in media nel triennio) e ad alcuni provvedimenti a sostegno delle famiglie con figli e di contrasto alla povertà (oltre un miliardo in media nel triennio).

Dal lato delle coperture, si segnalano in particolare: il mancato rinnovo dell'agevolazione contributiva per l'occupazione nel Mezzogiorno ("decontribuzione Sud"; 4,7 miliardi); la revisione della spesa delle Amministrazioni centrali e degli enti locali (3,9 miliardi); la modifica dei limiti e dei tempi con cui gli istituti di credito e le assicurazioni potranno effettuare specifiche deduzioni (2,3 miliardi in media all'anno nel biennio 2025-26, prevalentemente compensati da minori entrate nel quadriennio successivo). Sono inoltre inserite a copertura le maggiori entrate connesse con il miglioramento del ciclo economico che dovrebbe derivare dall'espansione di bilancio prevista in manovra (1,6 miliardi all'anno).

La Commissione ha valutato favorevolmente gli obiettivi di finanza pubblica italiani

Lo scorso novembre la Commissione europea ha emesso un parere favorevole nei confronti degli obiettivi di finanza pubblica e dell'insieme di investimenti e riforme delineati nel PSBMT 2025-29 pubblicato a settembre del 2024 dal Governo (cfr. il riquadro: *Il primo Piano strutturale di bilancio di medio termine dell'Italia e Bollettino economico*, 4, 2024). Contestualmente la Commissione si è espressa in merito al *Documento programmatico di bilancio 2025* (DPB 2025),

¹³ Nel mese di dicembre è stato anche convertito in legge il DL 155/2024, in cui è confluito il testo del DL 167/2024, che dispone trasferimenti per un miliardo a favore di Rete ferroviaria italiana spa e amplia la platea dei beneficiari dell'indennità una tantum di 100 euro da erogare – su richiesta del beneficiario – con la tredicesima mensilità del 2024 ai lavoratori dipendenti a basso reddito con figli. L'impatto sull'indebitamento netto del 2024 di questo provvedimento è valutato essere nullo.

¹⁴ *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2025-2027*, testimonianza del Vice Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Commissioni riunite 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 5 novembre 2024.

¹⁵ Per l'Irpef si prevede l'estensione dell'aliquota più bassa (23 per cento) fino a 28.000 euro di reddito complessivo, con la conseguente eliminazione del previgente secondo scaglione, e l'attribuzione dello stesso limite (8.500 euro) alla cosiddetta *no-tax area*, sia per i redditi da lavoro dipendente, sia per quelli da pensione. Per quanto riguarda la riduzione del cuneo fiscale, in sostituzione del taglio dei contributi previdenziali valido per il 2024, sono introdotti un nuovo bonus proporzionale al reddito da lavoro dipendente (con aliquota decrescente) per i contribuenti con reddito complessivo fino a 20.000 euro e una nuova detrazione a valore sull'Irpef per quelli con reddito complessivo compreso tra 20.000 e 40.000 euro.

¹⁶ La misura è rivolta principalmente alle imprese con meno di 250 dipendenti che occupano lavoratori a tempo indeterminato nelle regioni Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna e Sicilia.

Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche della legge di bilancio per il 2025 (1)
(milioni di euro)

VOCI	2025	2026	2027
USO DELLE RISORSE (C=A-B)	31.533	36.483	42.154
Maggiori spese (A)	14.901	18.067	24.276
Spese correnti	11.205	16.947	19.702
Riduzione del cuneo fiscale (bonus per lavoratori con redditi fino a 20.000 euro)	4.414	4.414	4.414
Rinnovo contratti dei dipendenti pubblici	1.243	2.772	4.556
Incremento del Fondo sanitario nazionale	971	4.334	4.649
Altre misure per il personale della Pubblica amministrazione (2)	697	844	799
Modifiche requisiti di pensionamento (Quota 103, APE sociale, Opzione donna)	597	901	604
Misure per le famiglie con figli (3)	596	742	892
Fondo per la tutela del rispetto degli obiettivi programmatici di finanza pubblica	0	1.150	0
Rifinanziamento dei fondi per la carta "Dedicata a te"	551	51	51
Altre spese correnti	2.138	1.739	3.738
Spese in conto capitale	3.695	1.121	4.574
Credito di imposta in favore delle imprese per l'acquisto di beni strumentali (ZES Mezzogiorno)	2.250	0	0
Rifinanziamento "nuova Sabatini" e altri contributi alle imprese in conto capitale	660	150	480
Incremento del Fondo per lo sviluppo e la coesione	0	28	1.648
Fondo per gli investimenti delle Amministrazioni centrali	0	0	1.030
Altre spese in conto capitale	785	943	1.416
Minori entrate (B)	-16.632	-18.416	-17.878
Nuova detrazione per redditi da lavoro dipendente tra 20.000 e 40.000 euro	-8.440	-8.569	-8.558
Riduzione dell'aliquota Irpef per il secondo scaglione e innalzamento della no-tax area (4)	-4.803	-5.334	-4.980
Nuova agevolazione "decontribuzione Sud"	-1.780	-1.493	-1.515
Incentivi alle assunzioni (cosiddetta "superdeduzione")	0	-1.330	-1.328
Misure fiscali per il welfare aziendale	-857	-922	-877
Allargamento della platea della decontribuzione per le lavoratrici madri	-238	-212	-224
Riduzione aliquota Ires connessa con investimenti in beni strumentali	-350	-117	0
Altre minori entrate (effetto netto)	-166	-440	-396
REPERIMENTO RISORSE (D=E-F)	23.123	21.954	17.008
Maggiori entrate (E)	8.909	7.250	6.854
Rimodulazione della deducibilità di svalutazioni e perdite su crediti (DTA)	3.051	1.526	-462
Stima delle maggiori entrate da impatto macroeconomico della manovra	1.619	1.115	2.212
Modifica del regime di versamento dell'imposta di bollo sui prodotti assicurativi	970	397	385
Rivalutazione valore terreni e partecipazioni; imposta sostitutiva (effetto netto)	789	880	972
Effetti riflessi delle misure	747	1.056	1.863
Modifica alle detrazioni per famigliari a carico	496	631	587
Misure di contrasto all'evasione fiscale	124	642	534
Lotterie, giochi a premi e scommesse	321	321	89
Altre maggiori entrate	792	682	676
Minori spese (F)	-14.214	-14.704	-10.154
Spese correnti	-11.516	-10.008	-9.915
Mancato rinnovo dell'agevolazione "decontribuzione Sud"	-5.902	-3.994	-4.054
Definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni (Sezione II; effetto netto) (5)	-3.116	-2.497	-2.298
Riduzione della spesa delle Amministrazioni centrali	-697	-690	-639
Riduzione della spesa delle Amministrazioni locali (effetto netto)	-464	-1.408	-1.785
Blocco del turnover	-270	-532	-572
Revisione spesa connessa con alcuni sussidi sociali (6)	-561	-355	-3
Altre minori spese	-505	-532	-564
Spese in conto capitale	-2.698	-4.696	-239
Riduzione della spesa delle Amministrazioni centrali	-1.259	-1.873	-1.699
Definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni (Sezione II; effetto netto) (7)	-1.001	-633	1.903
Rimodulazione degli incentivi connessi con il credito di imposta Transizione 4.0	0	-1.800	0
Riduzione della spesa delle Amministrazioni locali	-270	-355	-438
Altre minori spese	-169	-35	-5
Variazione netta entrate (G=A+E)	-7.723	-11.166	-11.023
Variazione netta spese (H=B+F)	687	3.363	14.123
correnti	-310	6.939	9.787
in conto capitale	997	-3.576	4.336
Variazione dell'indebitamento netto (I=H-G)	8.409	14.529	25.146
in percentuale del PIL (8)	0,4	0,6	1,1

(1) Elaborazioni sulle valutazioni ufficiali contenute negli atti parlamentari della legge di bilancio 2025. – (2) Comprende gli stanziamenti per l'assunzione di personale e i trattamenti accessori. – (3) Include il bonus di 1.000 euro per le nuove nascite, lo scorporo dell'assegno unico e universale dall'ISEE per l'accesso al bonus nido, il rafforzamento di quest'ultimo per le famiglie con ISEE inferiore a 40.000 e dei congedi parentali. – (4) Al netto degli effetti derivanti dalla revisione delle detrazioni per i contribuenti con reddito complessivo superiore a 75.000 euro. – (5) Comprende l'effetto netto dei definanziamenti, dei rifinanziamenti e delle riprogrammazioni della Sezione II per la parte di spesa corrente. – (6) Assegno di inclusione, Supporto per la formazione e il lavoro e Percorsi per le competenze trasversali e l'orientamento. – (7) Comprende l'effetto netto dei definanziamenti, dei rifinanziamenti e delle riprogrammazioni della Sezione II per la parte di spesa in conto capitale. – (8) Viene considerato il PIL nominale programmatico riportato nel PSBMT 2025-29.

valutandolo in linea con le raccomandazioni specifiche rivolte al Governo italiano dal Consiglio della UE lo scorso 21 ottobre¹⁷. Tra queste figurava la richiesta di limitare la dinamica della spesa netta per il 2025 in modo da garantire una traiettoria plausibilmente discendente per il rapporto fra il debito e il PIL nel medio termine, oltre a ricondurre il disavanzo al di sotto del 3 per cento del prodotto.

IL PRIMO PIANO STRUTTURALE DI BILANCIO DI MEDIO TERMINE DELL'ITALIA

In applicazione della nuova governance dell'Unione europea in vigore dallo scorso aprile (cfr. il riquadro: *La nuova governance di bilancio europea* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2023), il 9 ottobre 2024 il Parlamento italiano ha approvato il Piano strutturale di bilancio di medio termine per gli anni 2025-29 (PSBMT 2025-29) e il successivo 15 ottobre il Governo lo ha sottoposto al vaglio della Commissione europea. Il PSBMT 2025-29 ha aggiornato le stime dei conti pubblici, definendo inoltre un percorso di consolidamento che, secondo le ipotesi macroeconomiche e di finanza pubblica del documento, porterebbe il debito pubblico in rapporto al PIL su una traiettoria plausibilmente decrescente nel medio periodo. Inoltre il Piano condurrebbe l'indebitamento netto stabilmente sotto il 3 per cento del prodotto a partire dal 2026. Il Governo ha richiesto allo stesso tempo l'estensione del periodo di aggiustamento da quattro a sette anni¹.

Il Piano impegna l'Italia a conseguire una crescita media annua della spesa netta² pari all'1,5 per cento nel periodo 2025-31, in linea con le indicazioni che la Commissione aveva comunicato lo scorso giugno³. Secondo il PSBMT 2025-29, il saldo primario strutturale dovrebbe migliorare di circa mezzo punto percentuale in media all'anno, fino a raggiungere un livello di poco superiore al 3 per cento nel 2031. Il debito pubblico, dopo un incremento iniziale al 137,8 del prodotto nel 2026 (dal 135,8 nel 2024), scenderebbe al 132,5 nel 2031.

Tavola

Quadro programmatico dei principali indicatori di finanza pubblica (valori percentuali)

VOCI	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Tasso di crescita della spesa netta	-	-1,9	1,3	1,6	1,9	1,7	1,5	1,1	1,2
Saldo primario strutturale (1)	-4,5	-0,5	0,0	0,6	1,1	1,6	2,2	2,7	3,2
Indebitamento netto (1)	7,2	3,8	3,3	2,8	2,6	2,3	1,8	1,7	1,5
Debito (1)	134,8	135,8	136,9	137,8	137,5	136,4	134,9	133,9	132,5

Fonte: PSBMT 2025-29.
(1) In percentuale del PIL.

¹ Per una discussione più approfondita del Piano, cfr. *Audizione preliminare all'esame del Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-29*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altimari, Commissioni riunite 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 7 ottobre 2024.

² La spesa netta è costituita dalle uscite delle Amministrazioni pubbliche al netto di quelle per interessi, delle misure discrezionali sul lato delle entrate, della spesa per i programmi della UE interamente finanziata dai fondi europei, della spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dalla UE, della componente ciclica delle uscite per le indennità di disoccupazione (che includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni), delle misure una tantum e di altre misure temporanee.

³ Così come stabilito dalle nuove regole europee, il 21 giugno 2024 la Commissione europea ha comunicato all'Italia una traiettoria di riferimento della spesa netta, basata su una propria analisi di sostenibilità del debito. Il PSBMT 2025-29 non segue anno per anno la traiettoria indicata dalla Commissione, ma la crescita della spesa netta nella media del periodo è in linea con quella suggerita.

¹⁷ Per le opinioni e le raccomandazioni espresse dalla Commissione europea riguardo agli altri paesi dell'area dell'euro, cfr. il paragrafo 1.2.

Per ottenere l'estensione della durata del percorso di correzione, il Governo ha assunto l'impegno a proseguire lo sforzo di riforma del PNRR per tutto l'orizzonte del PSBMT 2025-29 (quindi anche oltre il 2026) e a mantenere la spesa per investimenti finanziata a livello nazionale sui valori medi realizzati nel periodo coperto dal PNRR stesso. In particolare, ha presentato 24 proposte in materia di giustizia civile, fisco, ambiente imprenditoriale, Amministrazione pubblica, asili nido, revisione della spesa pubblica e razionalizzazione delle partecipazioni statali⁴.

Il 26 novembre 2024, nell'ambito del cosiddetto pacchetto d'autunno del semestre europeo, la Commissione ha raccomandato al Consiglio di approvare il PSBMT 2025-29 dell'Italia. Oltre a garantire nel medio termine la progressiva riduzione del debito e il raggiungimento di un saldo di bilancio al di sotto della soglia stabilita dal Trattato di Maastricht, la Commissione ritiene infatti che il Piano: (a) determini un aggiustamento del saldo primario strutturale corrispondente ad almeno lo 0,5 per cento del prodotto per la durata della Procedura per i disavanzi eccessivi (*minimum benchmark*)⁵; (b) soddisfi la clausola di salvaguardia del deficit (*deficit resilience safeguard*)⁶; (c) rispetti la clausola di salvaguardia di sostenibilità del debito (*debt sustainability safeguard*)⁷; (d) eviti che la correzione dei conti si concentri negli anni finali del periodo di aggiustamento (*no backloading safeguard*).

⁴ *Piano strutturale di bilancio di medio termine. Italia, 2025-2029, 2024.*

⁵ Il *minimum benchmark* prevede un aggiustamento minimo dell'indebitamento netto strutturale pari allo 0,5 per cento del prodotto durante la Procedura per disavanzi eccessivi. In via eccezionale per il periodo 2025-27, la Commissione considererà tuttavia – per l'applicazione della clausola – non il saldo strutturale complessivo, ma quello calcolato al netto degli interessi; quest'ultimo, nel Piano presentato dal Governo, migliorerà di oltre mezzo punto percentuale per ciascun anno dell'orizzonte di programmazione.

⁶ La clausola prevede che l'aggiustamento annuale del saldo primario strutturale in caso di disavanzo superiore a 1,5 punti percentuali del prodotto non sia meno di 0,25 punti percentuali all'anno. Questa regola si applicherà dal 2027, quando – secondo le valutazioni del Governo – l'Italia dovrebbe uscire dalla Procedura per i disavanzi eccessivi.

⁷ La clausola richiede che il rapporto tra il debito delle Amministrazioni pubbliche e il PIL scenda di almeno un punto percentuale all'anno dopo la fine della Procedura per i disavanzi eccessivi. Il PSBMT 2025-29 prevede una riduzione media annuale di 1,2 punti percentuali del prodotto nel periodo 2027-31.

Il Governo ha ceduto un'ulteriore quota di Banca Monte dei Paschi di Siena

economico, 1, 2024 e *Bollettino economico*, 2, 2024).

Lo scorso novembre il Ministero dell'Economia e finanze ha ceduto a investitori istituzionali italiani ed esteri il 15 per cento del capitale sociale di Banca Monte dei Paschi di Siena, per un controvalore di 1,1 miliardi, portando la propria partecipazione nell'istituto di credito all'11,7 per cento. Questa operazione segue altre due cessioni avvenute nel novembre 2023 e nel marzo 2024 (cfr. *Bollettino*

L'Italia ha incassato la sesta rata del PNRR

prevede un aumento dell'incidenza sul PIL della spesa finanziata grazie al PNRR, che dovrebbe passare da 1 punto di prodotto nel 2024 a circa 2 nel 2025.

Nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, l'Italia ha incassato a dicembre la sesta rata, pari a 8,7 miliardi (di cui 1,8 sotto forma di sovvenzioni); il totale delle erogazioni fin qui ricevute corrisponde a 122 miliardi. Il DPB 2025