



Sommario*

Il quadro internazionale appare ancora dominato da un'elevata incertezza geopolitica, che incide soprattutto sulle quotazioni dell'energia, sui flussi di commercio e sulle attese di mercato. In questo contesto gli investitori mostrano un crescente interesse per le attività rifugio, i cui prezzi hanno registrato un'accelerazione negli ultimi mesi e una maggiore volatilità negli ultimi giorni. La crescita globale resta frammentata; nel 2025 l'attività economica negli Stati Uniti è rimasta relativamente solida e in Cina le esportazioni si sono confermate molto vivaci, nonostante il protezionismo. Nell'area dell'euro la produzione prosegue a ritmi mediamente contenuti e differenziati tra paesi, più sostenuti per quelli focalizzati sulla domanda interna. Nelle ultime previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI) la crescita mondiale è attesa proseguire a ritmi di poco superiori al tre per cento, mentre nell'area dell'euro non eccederebbe l'1,5 per cento. Nonostante l'attesa di una stabile dinamica del PIL globale per quest'anno è previsto un brusco rallentamento del commercio mondiale (dal 4,1 per cento del 2025 al 2,6 per cento).

In Italia l'attività produttiva è stata poco più che stagnante nei trimestri centrali del 2025; la fase ciclica si è rafforzato nello scorcio finale dell'anno, quando il PIL è aumentato dello 0,3 per cento. Nel complesso del 2025 si registra un incremento del PIL dello 0,7 per cento sulla base dei dati trimestrali corretti per i giorni lavorativi, mentre in quelli annuali (che verranno diffusi dall'Istat il 2 marzo) la variazione dovrebbe essere inferiore per via degli effetti di calendario. In estate l'input di lavoro è aumentato, sostenuto dal recupero delle ore per addetto, in particolare nella manifattura e nei servizi; resta moderata la dinamica salariale, quindi il divario negativo delle retribuzioni in termini reali rispetto al periodo pandemico rimane ampio. L'inflazione italiana si conferma modesta e inferiore a quella europea; le aspettative di famiglie e imprese sono ancora orientate alla stabilità.

L'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche per l'Italia dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) indica che il PIL si rafforzerebbe in misura molto graduale, accelerando allo 0,7 per cento nel 2026-27. Rispetto a quanto previsto in autunno, in occasione dell'esercizio di validazione delle previsioni del Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), le stime sono state migliorate per il 2026 e appena limare per il 2027, in virtù dell'aggiornamento delle ipotesi internazionali. Il quadro macroeconomico italiano resta esposto a rischi orientati al ribasso, in larga misura ascrivibili al contesto globale.

* A cura del Servizio analisi macroeconomica, con coordinamento di Monteforte L. e contributi di Caterini G., Fantozzi D., Frale C., Girardi A., Fioramanti M. e Pappalardo C.; nota completata con le informazioni disponibili al 3 febbraio 2026.

Il contesto internazionale

Le tensioni geopolitiche rafforzano la domanda di beni rifugio

Il contesto internazionale resta caratterizzato da un'elevata incertezza geopolitica, che si riflette sull'economia globale principalmente attraverso i canali dell'energia, del commercio internazionale e delle aspettative degli operatori. Negli ultimi mesi, le tensioni si sono intensificate in alcune aree strategiche per le risorse naturali e trasporti navali, tra cui la regione artica, l'Iran e il Venezuela.

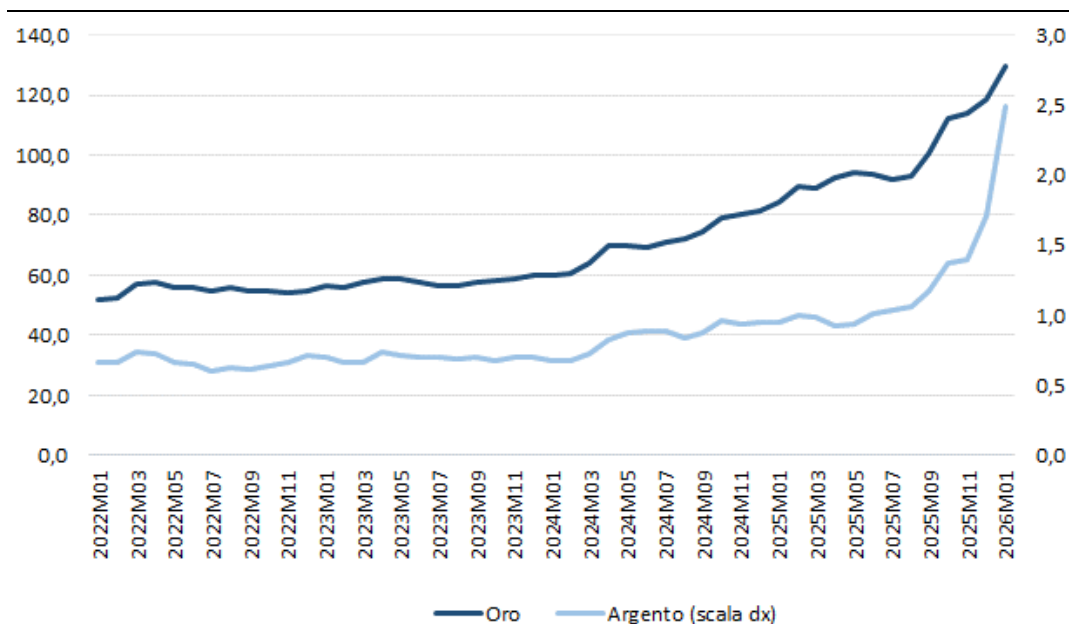
L'Amministrazione statunitense ha rilanciato l'ipotesi di annettere la Groenlandia, ritenuta strategica per la sicurezza nazionale, sia per avere libero accesso alle terre rare sia per il controllo delle rotte artiche. L'annuncio è stato accompagnato dalla minaccia di nuovi dazi sulle importazioni dai paesi contrari all'annessione, che al momento tuttavia sembra rientrata. All'inizio del 2026 il Venezuela è tornato al centro dell'attenzione internazionale dopo un'operazione statunitense che ha portato alla cattura del Presidente Nicolás Maduro; l'instabilità politica continua a limitare la produzione petrolifera e al momento sono scarse le ripercussioni sull'offerta globale. Dalla fine del 2025 l'Iran è attraversato da proteste di massa, represses con durezza dalle autorità; ciò accresce l'incertezza sull'offerta di petrolio e, più in generale, sulla sicurezza delle principali rotte energetiche. Parallelamente il conflitto russo-ucraino, che incide sui flussi commerciali e sui mercati delle materie prime, prosegue senza segnali di una duratura soluzione nel breve periodo.

La sovrapposizione di questi focolai di crisi crea l'incertezza e delinea rischi al ribasso per la crescita mondiale, alimentando la volatilità dei prezzi delle materie prime e quindi delle prospettive inflazionistiche e di politica monetaria. In questo contesto di instabilità geopolitica, aumenta il rischio sistemico e gli investitori tendono a orientarsi verso beni rifugio. Dai primi mesi dello scorso anno i prezzi dell'oro e dell'argento hanno rafforzato la tendenza al rialzo (fig. 1) in risposta all'accentuarsi dei rischi globali; lo scorso dicembre la variazione tendenziale delle quotazioni in euro per grammo è stata, rispettivamente, pari a 45,6 e 81,4 per cento. In gennaio, con l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, i prezzi dei metalli preziosi hanno continuato a registrare aumenti marcati, riflettendo la domanda per attività "sicure". Dopo la metà di gennaio l'oro ha raggiunto un valore superiore ai 130 euro per grammo (in media nel 2025 era di 97,7 euro/grammo) e l'argento ha toccato valori superiori ai 2,50 euro per grammo (in media nel 2025 era di 1,13 euro/grammo), i livelli più alti degli ultimi dieci anni. Negli ultimi giorni le quotazioni di questi beni rifugio hanno subito un forte calo, anche in seguito alla designazione del nuovo presidente della FED, ma restano molto elevate rispetto all'anno scorso.

Le prospettive globali a breve termine sono moderatamente favorevoli. L'indice PMI (Purchasing Managers Index) globale dei direttori degli acquisti, che anticipa gli andamenti della domanda internazionale, a dicembre ha registrato valori poco sopra quota 50, che prefigurano l'espansione dell'attività economica. Il valore dell'indicatore

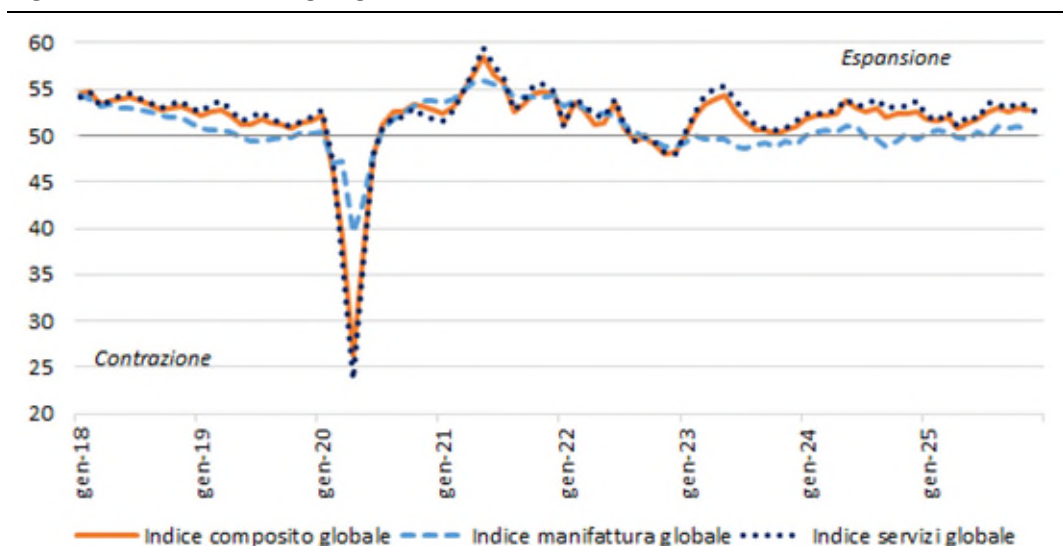
dello scorso dicembre (52,1) si allinea alla media del 2025, ma è leggermente inferiore a quella del 2024 (52,5). La componente dei servizi si conferma più vivace di quella della manifattura, il cui indice si colloca al di sotto della media d'anno (50,3 nel 2025; fig. 2).

Fig. 1 – Prezzi dell'oro e dell'argento
(valori in €/grammo)



Fonte: elaborazioni su dati della Banca mondiale.

Fig. 2 – Indice JP Morgan globale PMI

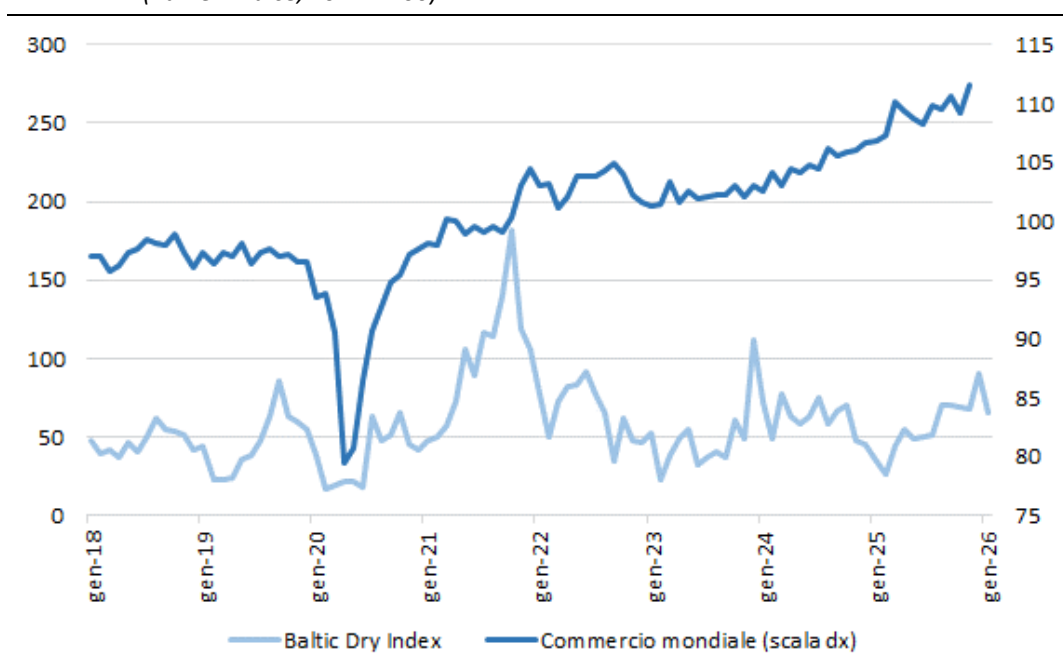


Fonte: LSEG.

Nel 2025 si è osservato un andamento differenziato nei costi di trasporto marittimo delle materie prime secche (es. ferro, carbone, grano), riflesso dall'Indice Baltic Dry (BDI; fig. 3) che viene considerato anticipatore della domanda globale di materie prime. Durante la prima metà dell'anno si è registrato un aumento delle tariffe di trasporto, legato in parte allo stoccaggio delle aziende americane in previsione di nuovi dazi e misure protezionistiche; successivamente il Baltic Dry Index ha mostrato una tendenza altalenante, riflettendo una maggiore incertezza sugli scambi e sulla domanda di materie prime. Tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026 l'indice è diminuito, circostanza che potrebbe prefigurare un indebolimento del commercio mondiale nei prossimi mesi, alla luce della correlazione storica tra le due variabili. Gli ultimi dati sugli scambi internazionali, pubblicati dal Central Plan Bureau olandese, sono invece riferiti a novembre e indicano un'accelerazione congiunturale.

Negli Stati Uniti, dopo la temporanea flessione nei primi tre mesi del 2025, l'economia ha velocemente recuperato nei restanti trimestri dell'anno. In particolare, in estate il PIL statunitense è cresciuto a un tasso annualizzato del 4,4 per cento, più robusto delle attese, grazie alla spesa dei consumatori, all'investimento in tecnologie avanzate e al commercio estero, con un miglioramento netto del saldo commerciale dovuto alla contrazione delle importazioni. Nel complesso del 2025 i dati ora disponibili, dopo la lunga chiusura governativa tra ottobre e novembre (*"shutdown"*), indicano una dinamica dell'economia statunitense poco superiore al due per cento, in flessione rispetto agli anni precedenti, ma ancora solida e sostenuta dal *boom* dell'intelligenza artificiale, nonostante le tensioni commerciali.

Fig. 3 – Indici di attività globale
(numeri indice, 2021 = 100)



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

Nel quarto trimestre del 2025 l'economia cinese è cresciuta del 4,5 per cento su base annua, in rallentamento rispetto al 4,8 del terzo trimestre, ma non al punto da pregiudicare il raggiungimento dell'obiettivo governativo di una crescita "intorno al 5 per cento" per l'intero anno. La seconda economia mondiale ha mostrato lo scorso anno una notevole resilienza, grazie ad aumenti dei dazi USA inferiori alle attese e a strategie degli esportatori volte a diversificare i mercati di sbocco. Le esportazioni sono rimaste un motore chiave della crescita cinese: nella media del 2025 la Cina ha registrato un record storico di surplus commerciale di circa 1,2 trilioni di dollari, sostenuto dalle esportazioni verso mercati non statunitensi (come il Sud-Est asiatico, l'UE e l'Africa), mentre quelle verso gli USA sono diminuite per effetto dei dazi. La spesa dei consumatori è invece debole, rispetto agli standard delle grandi economie avanzate e al potenziale interno, riflettendo la cautela degli acquisti delle famiglie e il protrarsi della crisi immobiliare.

Nel quarto trimestre del 2025 il PIL dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento rispetto al trimestre precedente e dell'1,3 su base annua. Si tratta di un ritmo produttivo ancora contenuto, di poco inferiore a quello dei trimestri precedenti. Secondo le stime dell'Eurostat l'attività dell'area sarebbe cresciuta nel 2025 dell'1,5 per cento, poco al di sopra delle aspettative. L'attività è stata sostenuta principalmente dalla domanda interna, in particolare dai consumi delle famiglie, favoriti da un mercato del lavoro ancora relativamente solido e da un progressivo recupero del reddito reale. Anche gli investimenti hanno fornito un contributo positivo, seppure moderato. In un contesto di rafforzamento dell'euro e di guerra commerciale con gli Stati Uniti l'incremento delle importazioni ha in larga parte compensato la dinamica delle esportazioni. Nel complesso, il saldo della bilancia commerciale dell'Unione Europea ha registrato nel 2025 un avanzo inferiore a quello del 2024, con un rallentamento negli scambi sia di merci sia di servizi.

La fase ciclica è differenziata all'interno della UE. Nella seconda metà del 2025 le economie maggiormente orientate alla domanda interna e ai servizi, come la Spagna, hanno mostrato una crescita più robusta, mentre i paesi focalizzati sulle esportazioni di manufatti, in particolare la Germania e l'Italia, hanno registrato una dinamica più debole. Nello scorcio finale dell'anno la Francia si è caratterizzata per essere l'unico grande paese dove il PIL ha decelerato (0,2 per cento), per via dell'indebolimento degli investimenti.

Le previsioni aggiornate del Fondo monetario internazionale

Nel gennaio 2026 il FMI ha lievemente rivisto al rialzo le attese per l'anno in corso delle principali economie, rispetto alle previsioni di ottobre scorso (tab. 1). Le stime del FMI sono formulate sulla base delle politiche commerciali correnti e presuppongono il mantenimento delle misure in vigore alla fine di dicembre. Si assume che l'incertezza sulle politiche economiche rimanga elevata fino al 2026, ma l'impatto dei dazi si attenui nel 2026-27.

Tab. 1 – Previsioni del FMI

	WEO gennaio 2026			Differenze con WEO ottobre 2025	
	2025	2026	2027	2026	2027
Prodotto mondiale	3,3	3,3	3,2	0,2	0,0
<i>Economie avanzate</i>	1,7	1,8	1,7	0,2	0,0
<i>Stati Uniti</i>	2,1	2,4	2,0	0,3	-0,1
<i>Area dell'euro</i>	1,4	1,3	1,4	0,1	0,0
<i>Economie emergenti</i>	4,4	4,2	4,1	0,2	-0,1
<i>Cina</i>	5,0	4,5	4,0	0,3	-0,2
Commercio mondiale	4,1	2,6	3,1	0,3	0,0

Fonte: Fondo monetario internazionale, *World Economic Outlook*, gennaio update 2026.

Negli Stati Uniti il PIL è atteso crescere del 2,4 per cento nel 2026 e del 2,0 per cento nel 2027, sostenuto da politiche fiscali espansive, tassi d'interesse bassi e incentivi agli investimenti, con un contributo ancora positivo dell'innovazione tecnologica. Nell'area euro la crescita resta modesta (1,3 nel 2026 e 1,4 per cento nel 2027), rivista marginalmente al rialzo nell'anno in corso per la maggiore spesa pubblica.

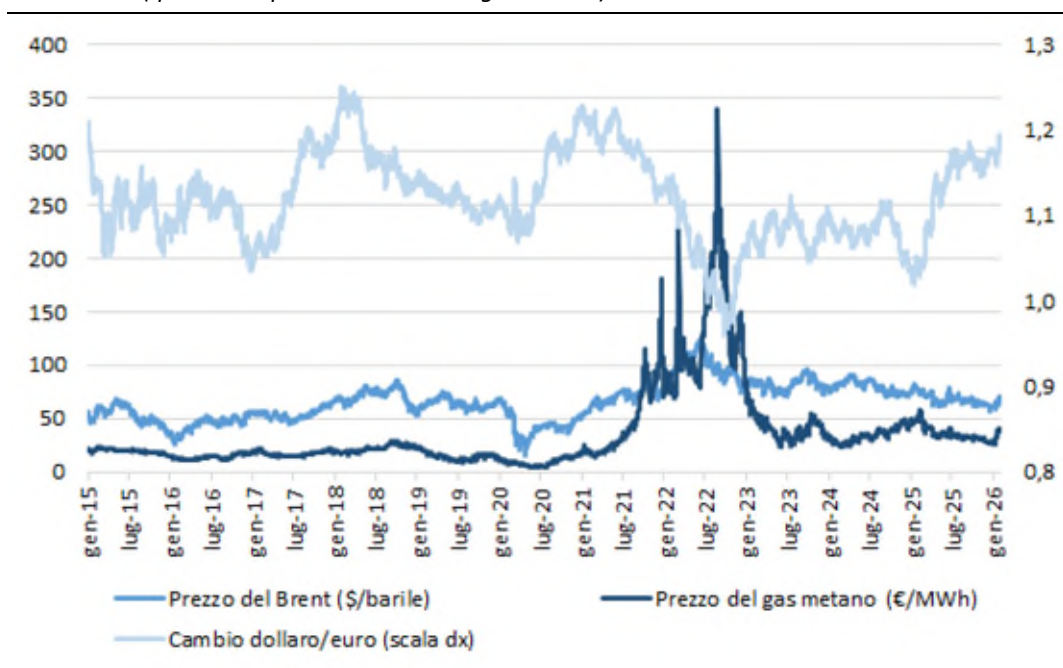
Nella media delle economie emergenti e in via di sviluppo la variazione del PIL è attesa poco sopra il quattro per cento nel 2026 e 2027; rispetto alle stime di ottobre, quella della Cina per il 2026 è stata migliorata al 4,5 per cento, per effetto della tregua commerciale con gli Stati Uniti e di ulteriori politiche espansive. Nel 2027 la crescita cinese è prevista ridursi (al 4,0 per cento), a causa del riemergere di fattori strutturali avversi. Infine, il commercio mondiale è atteso in netta decelerazione, dal 4,1 nel 2025 al 2,6 per cento nel 2026, per il venire meno dell'anticipazione degli scambi del 2025.

Complessivamente, le stime macroeconomiche per il 2026 e il 2027 indicano che, nonostante l'incertezza e le politiche commerciali restrittive, l'attività economica globale mostrerebbe una certa resilienza, ma con rischi che sono qualificati dal FMI al ribasso; oltre alle tensioni geopolitiche pesano gli aumenti dei debiti sovrani e la possibile sopravvalutazione dei ritorni degli investimenti in intelligenza artificiale.

Le quotazioni dei beni energetici si sono ridotte nel corso del 2025

Nel corso del 2025 i prezzi delle materie prime energetiche hanno mostrato una tendenza discendente (fig. 4), risentendo di un'offerta globale relativamente ampia e di una domanda meno robusta del previsto. Nel mese di dicembre la quotazione del Brent si è attestata a 61,8 dollari al barile, in lieve calo rispetto ai 63,7 dollari del mese precedente e ben al di sotto dei 69,8 dollari registrati a giugno, nel periodo dei bombardamenti dell'Iran da parte di Israele. Tale sviluppo è in controtendenza rispetto al calo della produzione di circa 100.000 barili al giorno, principalmente a causa di riduzioni in Iran e

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



Fonte: LSEG.

Venezuela, i cui effetti si sono manifestati sul recupero delle quotazioni nelle prime settimane del 2026. Nel complesso, tenendo conto anche dell'apprezzamento dell'euro, i prezzi del greggio nelle prime due settimane di gennaio 2026 risultavano inferiori di circa tre punti percentuali rispetto a quelli della prima metà di ottobre.

La domanda di gas si è rafforzata nei primi mesi del 2025, per fattori climatici temporanei, per poi riassorbirsi nella rimanente parte dell'anno (le quotazioni sono passate da 41,2 a 31,6 euro per MWh tra il primo e il secondo semestre del 2025). Eventi geopolitici, variabili stagionali e nuove dinamiche di approvvigionamento (indotte dalla chiusura del transito di gas russo attraverso l'Ucraina nei mercati europei) hanno accentuato l'incertezza dei prezzi durante l'anno, contribuendo ai ribassi. Un recupero è emerso nella prima metà del mese scorso, ma di lieve entità.

Il tasso di cambio dell'euro con il dollaro è stato pari a 1,13 nella media del 2025, con una tendenza ad apprezzarsi nella seconda parte dell'anno. A dicembre il cambio è stato pari a 1,17 dollari per euro, un valore superiore del 13,1 per cento rispetto a quello dell'inizio del 2025. Nei primi giorni del 2026 la fase di apprezzamento è proseguita, riflettendo anche le diverse attese sulle prossime mosse delle banche centrali.

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

L'inflazione nell'area euro è scesa all'1,9 per cento a dicembre 2025, in calo rispetto al 2,1 di novembre. Si tratta del valore più basso dall'agosto del 2025 ed è coerente con

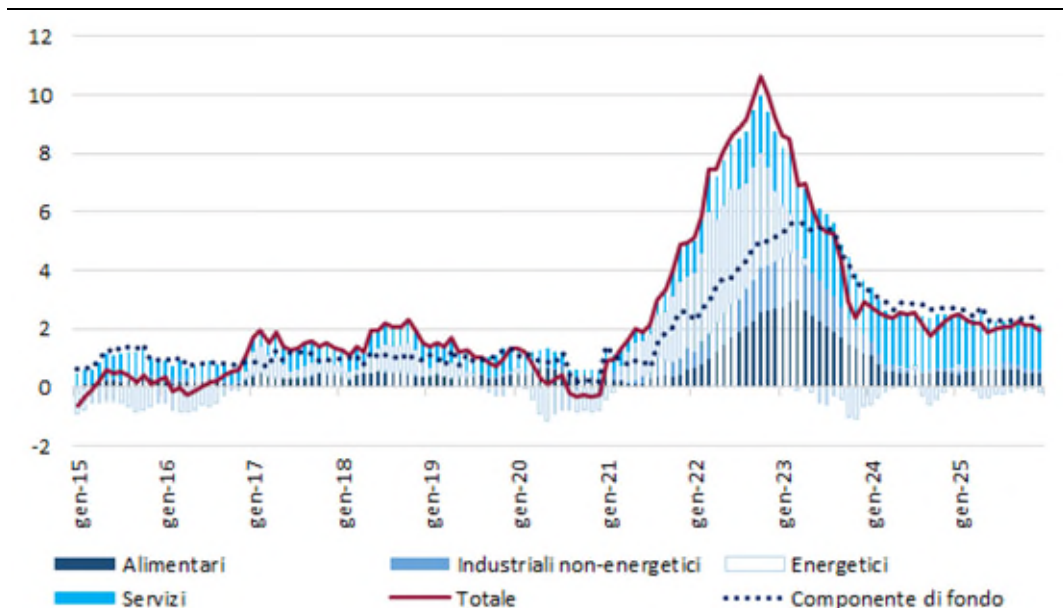
l'obiettivo di medio periodo della Banca centrale europea (BCE). I prezzi dei servizi si sono caratterizzati per una dinamica più elevata (3,4 per cento), così come quelli dei beni alimentari, in particolare i non trasformati che hanno accelerato al 4,2 per cento (dal 3,2 per cento di novembre), mentre quelli dei beni industriali non energetici hanno rallentato. Si è acuita la deflazione dei beni energetici su base annua (-1,9 per cento), apportando un contributo negativo per il decimo mese consecutivo all'inflazione totale. La dinamica dei prezzi dei servizi resta sostenuta e la componente di fondo è persistente (al 2,3 per cento nel mese di dicembre) (fig. 5).

I prezzi hanno rallentato in Germania a dicembre appena sopra la media dell'area; anche in Spagna e in Francia il tasso di inflazione è diminuito nello stesso periodo, ma su valori molto diversi tra i due paesi (rispettivamente al 3,0 e 0,7 per cento).

Nella riunione di dicembre della BCE i tre principali tassi di riferimento sono stati mantenuti invariati (tra il 2,0 e il 2,4 per cento). Questa decisione riflette l'orientamento attuale di politica monetaria, con l'inflazione nell'area dell'euro vicina all'obiettivo del due per cento. I mercati e gli analisti ritengono concluso il ciclo di tagli, almeno nel breve periodo, per cui non prevedono ulteriori variazioni nel 2026. Dall'altra sponda dell'Atlantico, nella riunione di fine 2025, la Riserva Federale (FED) aveva abbassato i tassi di interesse per la terza volta consecutiva, portando il tasso di riferimento nell'intervallo 3,50-3,75 per cento. Questo ciclo di tagli è nato in risposta a prospettive di rallentamento economico, ma le aspettative per il 2026 sono ora più caute. A gennaio infatti la Riserva Federale ha deciso di lasciare i tassi invariati, tenendo conto di valutazioni positive sulla crescita e di un tasso d'inflazione ancora oltre l'obiettivo di medio periodo. Molti analisti e mercati finanziari non danno per scontati ulteriori tagli nei prossimi mesi, riflettendo un quadro macroeconomico ancora relativamente solido sull'inflazione e il mercato del lavoro. L'indice dei prezzi delle spese per consumi personali PCE, seguito con particolare attenzione dalla FED, ha infatti accelerato nel terzo trimestre del 2025 (al 2,8 per cento, dal 2,1 del periodo precedente); al netto delle componenti più volatili, alimentari ed energia, l'inflazione PCE *core* è aumentata al 2,9 per cento, dal 2,6.

Nell'area dell'euro le aspettative d'inflazione degli operatori si confermano intorno al due per cento nella media del 2025, il valore obiettivo della BCE, con un lieve incremento per le attese di lungo termine (2,3 per cento a 10 anni) che scontano un premio per il rischio più elevato. Tale premio risente della maggiore incertezza indotta dalle tensioni geopolitiche in Europa e in Medio Oriente, oltre che ai possibili vincoli sull'offerta di energia e al perdurare della frammentazione commerciale. Negli Stati Uniti le attese sono lievemente superiori, poco sotto il 2,5 per cento alle differenti scadenze (fig. 6). Le aspettative sono influenzate dalle politiche commerciali e dalle tensioni geopolitiche, che pesano sia sulle prospettive di crescita sia sulle dinamiche inflazionistiche, aumentando l'incertezza sul quadro finanziario, oltre che sulle decisioni di politica monetaria.

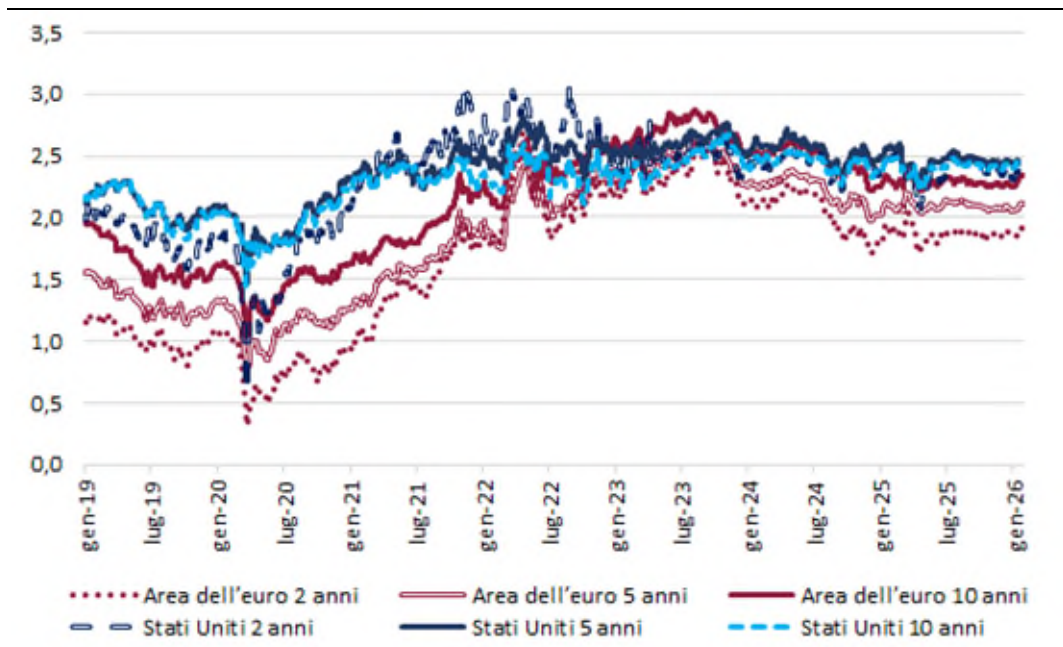
Fig. 5 – Inflazione dell'area dell'euro (1)
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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



Fonte: LSEG.

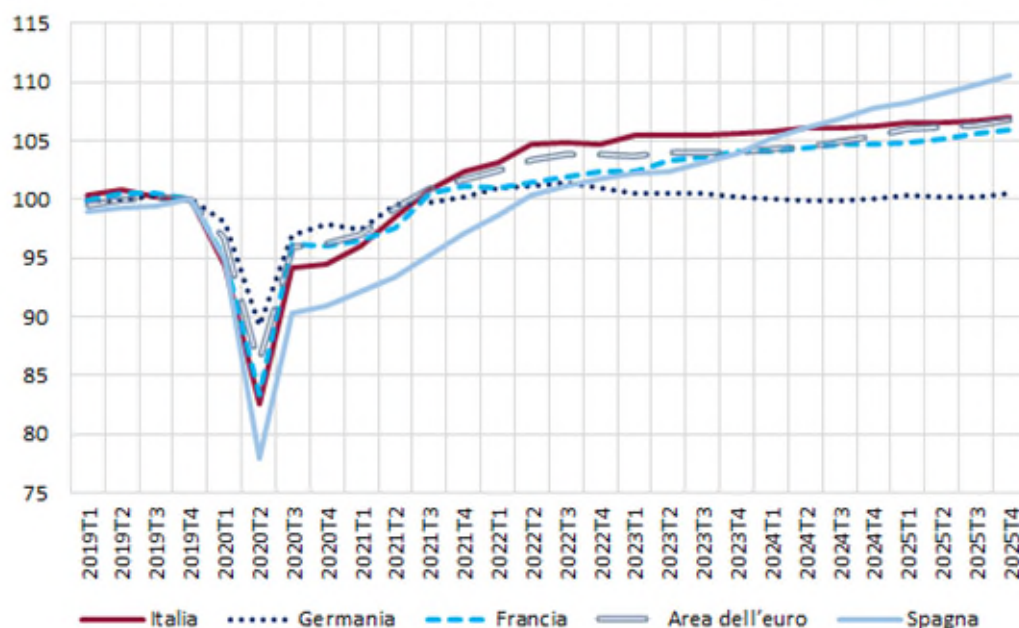
L'economia italiana

Il ciclo economico si è rafforzato nello scorcio finale del 2025

Dopo avere registrato una dinamica poco più che stagnante nei due trimestri centrali del 2025 l'economia italiana ha accelerato negli ultimi tre mesi dell'anno. Secondo le stime preliminari, recentemente diffuse dall'Istat, il PIL è cresciuto dello 0,3 per cento nel quarto trimestre rispetto al periodo precedente; al contributo positivo della domanda interna al lordo delle scorte si è affiancato un apporto negativo della domanda estera netta. Dal lato dell'offerta il valore aggiunto sarebbe aumentato soprattutto nell'agricoltura e nell'industria. I livelli di attività superano quelli registrati nel periodo pre-pandemico per circa sette punti percentuali in Italia e nell'area dell'euro, per sei punti in Francia e per oltre dieci in Spagna; in Germania sono invece ancora simili a quelli pre-crisi (fig. 7).

Nel complesso del 2025, sulla base dei conti trimestrali il PIL è aumentato dello 0,7 per cento ma la variazione calcolata sui dati annuali (che verrà diffusa dall'Istat il 2 marzo) dovrebbe essere inferiore; la contabilità trimestrale corregge, infatti, i dati in virtù dei giorni lavorativi, che nel 2025 erano tre in meno del 2024. A fine 2025 il trascinamento statistico del PIL sul 2026 è dello 0,3 per cento.

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



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

In dicembre l'Istat ha rilasciato le ultime stime sui conti economici territoriali. Nel 2024 la variazione del PIL (0,7 per cento) è stata trainata dal Nord-Ovest (1,0 per cento) e in misura inferiore anche dal Centro (0,8 per cento); la dinamica produttiva del Mezzogiorno è risultata allineata alla media nazionale, mentre nel Nord-Est è stata molto più contenuta, pari a un decimo di punto percentuale. Tornano quindi a consolidarsi i divari territoriali nei livelli di reddito e produzione: il PIL per abitante del Nord-Ovest è quasi il doppio rispetto a quello del Mezzogiorno.

La propensione al risparmio delle famiglie continua a rafforzarsi

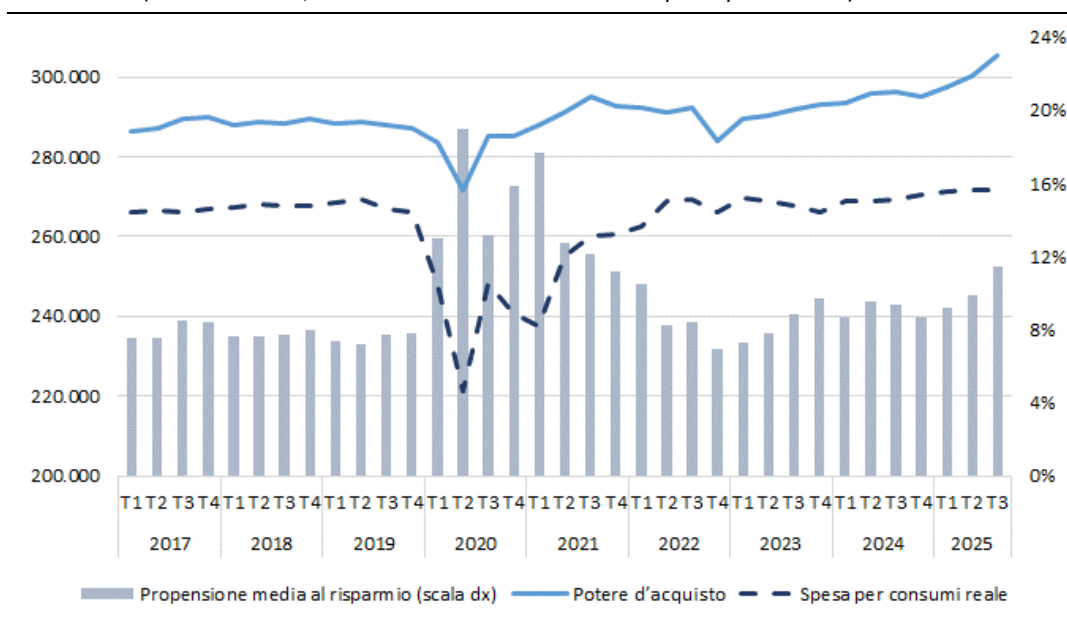
La spesa delle famiglie ha registrato un incremento congiunturale marginale nel terzo trimestre del 2025, in linea con il periodo precedente. In estate i consumi si sono concentrati prevalentemente sui beni durevoli e semidurevoli, mentre quelli di beni non durevoli sono rimasti invariati e si sono ridotti quelli di servizi. Nella media dei primi nove mesi dello scorso anno la tendenza dei consumi è risultata modesta, trainata principalmente dalle componenti dei beni non durevoli e dei servizi.

L'incremento del reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici nel terzo trimestre del 2025 (due per cento) si è associato a una modesta espansione della spesa a prezzi correnti (0,3 per cento), comportando un deciso rafforzamento della già elevata propensione al risparmio (fig. 8); quest'ultima, pari all'11,4 per cento, raggiunge ordini di grandezza superiori a quelli del periodo pre-pandemico di circa quattro punti percentuali. L'aumento del saggio di risparmio, che si è realizzato negli ultimi anni anche in altri paesi europei, riflette vari fattori, tra cui l'instabilità del contesto internazionale e la debole fiducia delle famiglie.

Secondo i dati mensili più recenti, gli acquisti delle famiglie consumatrici hanno accelerato nel quarto trimestre, per il quale la variazione acquisita dell'indice delle vendite al dettaglio (in volume) dell'Istat risulta positiva (0,6 per cento a novembre). Sulla base di elaborazioni dell'UPB dell'indicatore in volume dei consumi di Confcommercio la variazione congiunturale destagionalizzata è stata positiva per sette decimi di punto nel trimestre scorso, ascrivibile in misura sostanzialmente analoga ai beni e ai servizi.

L'indice di fiducia delle famiglie italiane si è collocato nell'ultimo trimestre dello scorso anno su valori prossimi a quelli del periodo precedente, relativamente bassi nel confronto pre-pandemico. Il primo dato rilasciato dall'Istat in gennaio per il 2026 segnala un lieve miglioramento del clima di fiducia dei consumatori.

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L’accumulazione di capitale in estate è stata frenata dalla componente residenziale

Nel terzo trimestre del 2025 gli investimenti fissi lordi hanno decelerato allo 0,6 per cento in termini congiunturali, dopo avere registrato una dinamica tra l’uno e il due per cento nei tre periodi precedenti. La spesa per investimenti ha risentito in estate della battuta d’arresto della componente abitativa, in flessione (-1,4 punti percentuali) come non accadeva dal 2024. Gli investimenti in abitazioni restano comunque su livelli storicamente elevati, circa il doppio rispetto al primo trimestre del 2020, quando la crisi originata dalla pandemia ebbe inizio in Italia. Continuano a espandersi invece tutte le altre categorie degli investimenti, in particolare quelli in impianti, macchinari e mezzi di trasporto, la cui dinamica si è irrobustita in estate. Il tasso d’investimento è sostanzialmente immutato al 22,8 per cento, da circa un anno.

Nel terzo trimestre dello scorso anno la quota di profitto (misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie) è diminuita di circa un punto percentuale (al 42,3 per cento, il valore più basso dal *lockdown* del 2020), confermando la tendenza in atto dal 2024; anche il *mark-up* si è ridotto per il totale dell’economia e in tutti i maggiori comparti.

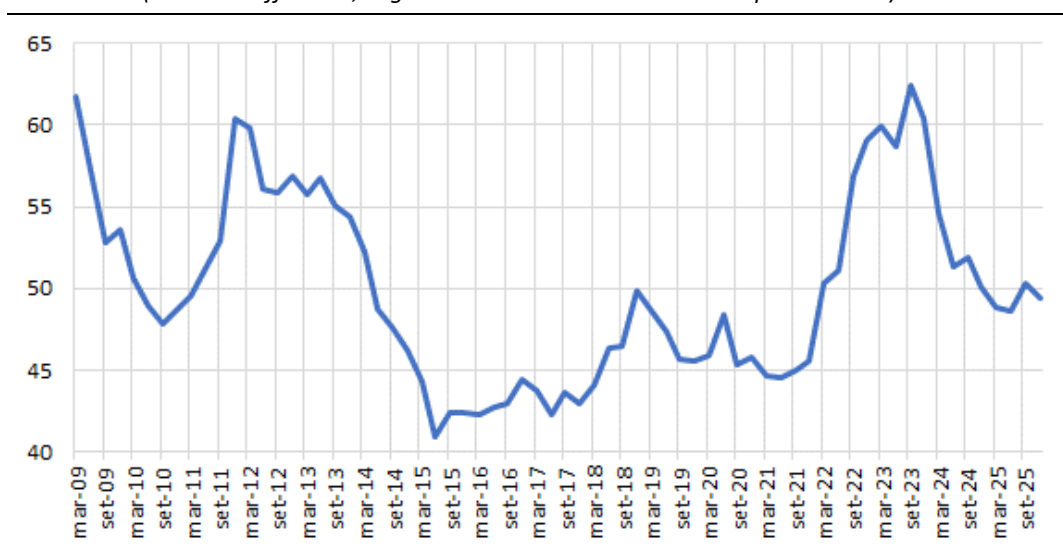
Secondo l’ultima indagine della Banca d’Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, le opinioni sulla situazione economica generale sono lievemente migliorate nello scorcio finale del 2025, eccetto che nelle costruzioni. Analogamente, le condizioni per investire appaiono meno sfavorevoli nell’industria in senso stretto e nei servizi, peggiorando tuttavia nelle

costruzioni. Il saldo tra le imprese che prefigurano un'espansione degli investimenti nell'anno in corso rispetto al 2025 e quelle che attendono una contrazione si è ridotto rispetto all'edizione precedente. L'indagine rileva un notevole interesse nei confronti degli incentivi Transizione 4.0 e Transizione 5.0, in particolare fra le imprese manifatturiere.

Riguardo alle condizioni finanziarie, nelle inchieste Istat la maggioranza delle imprese manifatturiere ha riportato nel quarto trimestre attese sulla liquidità e sull'accesso al credito in lieve miglioramento. Di intonazione analoga appare l'indicatore sulle difficoltà di accesso al credito dell'UPB, che in autunno si è lievemente ridotto, collocandosi in territorio espansivo (nel grafico riguarda l'area al di sotto della soglia di 50; fig. 9).

A novembre 2025 è proseguita l'accelerazione dei prestiti bancari erogati alle famiglie e alle società non finanziarie residenti (rispettivamente 2,3 e 1,8 per cento la variazione a 12 mesi). Sul fronte della raccolta, nel corso del 2025 la componente obbligazionaria si è sostanzialmente stabilizzata e quella dei depositi ha accelerato.

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



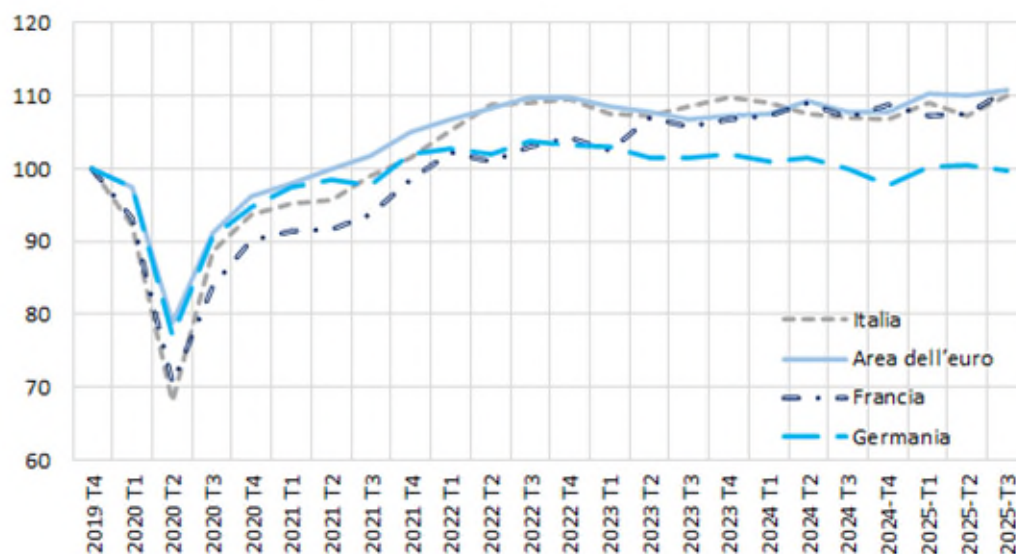
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Le esportazioni sono caratterizzate da un'elevata volatilità

La scorsa estate le esportazioni hanno rimbalzato (2,6 per cento) dopo che nei due periodi precedenti avevano scontato una forte volatilità, a causa dell'anticipo delle vendite invernali in previsione dei nuovi dazi degli Stati Uniti d'America. In termini di flussi comparati, le esportazioni italiane in volume al terzo trimestre del 2025 eccedevano di quasi un quarto quelle osservate nello stesso periodo del 2020, l'anno della pandemia (fig. 10), in linea con il valore dell'area dell'euro e della Francia e ben oltre quello della Germania.

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



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Sulla base delle informazioni mensili sul commercio con l'estero in valore gli scambi con l'estero di beni si sono ridotti nello scorcio finale dell'anno; la variazione acquisita a novembre indica una riduzione di 1,6 punti percentuali delle esportazioni e di 0,4 punti delle importazioni. Analogamente, in base ai dati preliminari di contabilità nazionale la domanda estera netta avrebbe contribuito negativamente alla dinamica congiunturale del PIL nel quarto trimestre dello scorso anno. Su base annua a dicembre si rilevano riduzioni delle esportazioni verso la Turchia (-17,7 per cento) e il Regno Unito (-10,5 per cento), mentre aumentano quelle verso i paesi OPEC (4,8 per cento), la Svizzera (41,6 per cento) e il Sud-Est asiatico (47,8 per cento). Pressoché stabili i flussi verso gli Stati Uniti.

Le inchieste qualitative dell'Istat indicavano un peggioramento delle attese sulle esportazioni nel trimestre estivo confermando un orientamento al pessimismo assunto dal 2024. Le opinioni delle imprese sui fattori negativi che influenzano l'*export*, in peggioramento in estate, sono lievemente migliorate in autunno; l'indicatore PMI manifatturiero ha mostrato in dicembre e gennaio segnali di debolezza in parte ascrivibili allo scarso apporto dei nuovi ordini esteri.

Sulla base dei conti nazionali, nel trimestre estivo hanno accelerato anche le importazioni in volume, seppure in misura inferiore (1,2 per cento) rispetto alle esportazioni (2,6 per cento). Nel complesso, nei primi undici mesi dello scorso anno il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è risultato positivo, nell'ordine dei 24 miliardi (circa un punto di PIL) e in crescita rispetto allo stesso periodo del 2024. L'avanzo relativo alle merci è tuttavia peggiorato, per circa quattro miliardi su base tendenziale, così come il disavanzo dei servizi, seppur lievemente; il rafforzamento del conto corrente è quindi derivato dall'afflusso netto di redditi primari.

Gli indicatori settoriali delineano una congiuntura in recupero

L'attività nella manifattura ha fatto registrare andamenti altalenanti per gran parte del 2025, mostrando segnali di rafforzamento fra settembre e novembre; in particolare, l'aumento della produzione industriale dell'1,5 per cento in novembre conduce ad una variazione acquisita nel trimestre nell'ordine di un punto percentuale. Gli indicatori sulla fiducia appaiono contrastanti; il PMI manifatturiero, che si attesta al di sotto del valore di 50 da due anni, in gennaio si è confermato (48,1) in area restrittiva. Di intonazione opposta l'indice dell'Istat sulla fiducia del settore, che si è rafforzato lievemente nel corso del 2025 e ha continuato ad aumentare anche il mese scorso.

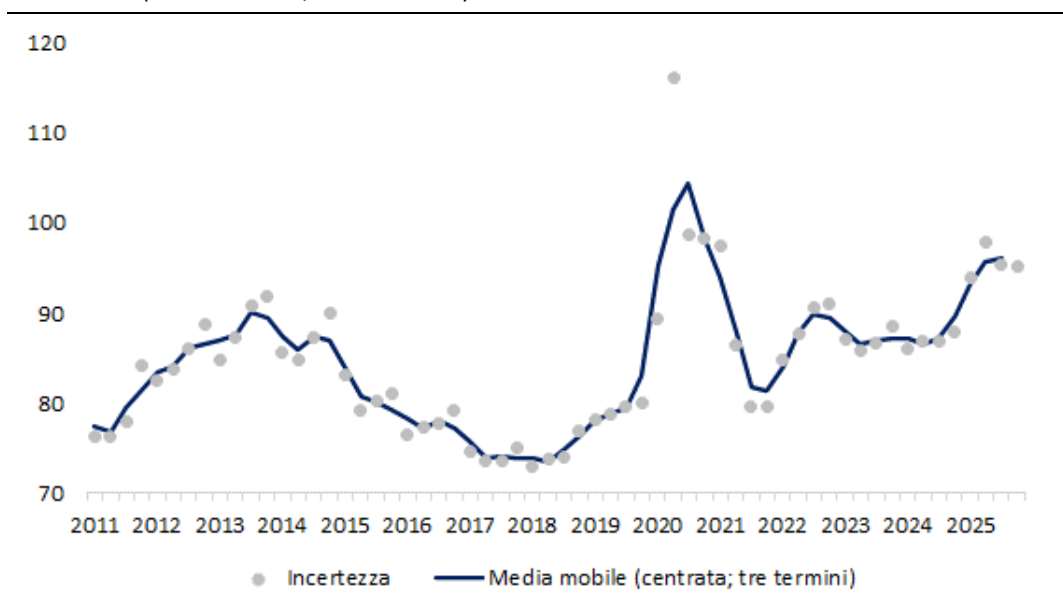
La produzione nelle costruzioni è rimasta elevata lo scorso anno. La crescita acquisita della produzione edile per il 2025 è nell'ordine del cinque per cento, nonostante la flessione mensile di novembre. Il clima di fiducia dell'edilizia rilevato dall'Istat ha conservato slancio durante lo scorso anno, indebolendosi tuttavia il mese scorso; nello scorcio finale del 2025 l'indice PMI del settore si è invece mantenuto in territorio restrittivo – al di sotto della soglia di 50 – come per gran parte dell'anno. Il sondaggio congiunturale sul mercato immobiliare, condotto tra settembre e ottobre da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa, ha confermato una crescita robusta dei prezzi delle abitazioni e condizioni di accesso al mutuo favorevoli.

Il terziario, che ha riportato dopo lo *shock* pandemico del 2020 una dinamica del valore aggiunto tendenzialmente positiva, lo scorso anno si è indebolito. La flessione primaverile (-0,1 per cento) è stata poco più che compensata dal rimbalzo estivo (0,2 per cento) quando la crescita è stata moderata in quasi tutti i raggruppamenti eccetto le attività finanziarie e assicurative (1,4 per cento). Nel periodo fra gennaio e ottobre dello scorso anno i flussi turistici hanno ulteriormente migliorato l'attivo della bilancia dei pagamenti del settore (oltre 21 miliardi di euro, circa dieci punti percentuali in più rispetto allo stesso periodo del 2024); sono infatti risultati in crescita tendenziale i pernottamenti e le presenze degli stranieri in Italia, mentre le permanenze all'estero degli italiani si sono ridotte. L'indice di fiducia dei servizi rilevato dall'Istat ha recuperato nella seconda metà dell'anno, rafforzandosi anche a gennaio del 2026; similmente, il PMI settoriale si è collocato in territorio espansivo per tutto il 2025.

Per quanto attiene alla demografia d'impresa, sulla base dei dati di Movimprese nel trimestre autunnale si è registrato un saldo attivo di quasi 10.000 imprese, più che triplicato rispetto allo stesso periodo del 2024, seppur in calo su base congiunturale. A dispetto di un tessuto imprenditoriale prevalentemente composto da piccole e medie imprese, la dinamica demografica è stata quasi interamente trainata dalle società di capitali (con un saldo trimestrale di circa 19.000 unità), mentre il differenziale fra iscrizioni e cessazioni è stato negativo per le società di persone. Quanto alla natalità d'impresa, le attività professionali, quelle finanziarie ed assicurative e i servizi di informazioni e comunicazioni mostrano maggiore dinamismo rispetto ai settori tradizionali del primario e del secondario.

L'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, è aumentato per circa due punti in autunno rispetto alla media luglio-settembre, rafforzandosi anche a gennaio di quest'anno. L'incertezza di famiglie e imprese, rilevata dall'indicatore dell'UPB, si è stabilizzata nello scorcio finale del 2025 su livelli elevati, prossimi a quelli del biennio 2020-21 (fig. 11).

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L'occupazione risale ma aumenta l'inattività, soprattutto tra i giovani

Nel trimestre estivo l'input di lavoro ha mostrato alcuni segnali di recupero. L'occupazione è aumentata appena (0,1 per cento congiunturale sulla base dei dati di Contabilità nazionale), compensando la riduzione dei tre mesi precedenti; parallelamente le unità di lavoro sono cresciute a un ritmo (0,6 per cento) superiore a quello del PIL. Nello stesso periodo il monte ore ha accelerato, sebbene sia diminuito nelle costruzioni e nell'agricoltura; hanno recuperato le ore lavorate per addetto (0,6 per cento), spinte dai servizi e soprattutto dalla manifattura, dopo due anni di dinamica molto debole; le ore *pro capite* restano in contrazione nell'agricoltura e soprattutto nelle costruzioni, per le quali si intensifica la riduzione avviata in primavera.

A fronte dell'aumento dell'input di lavoro misurato dalla Contabilità nazionale, la Rilevazione trimestrale sulle Forze di Lavoro segnala una lieve riduzione del numero di persone occupate nel terzo trimestre². I dati mensili suggeriscono un'inversione di

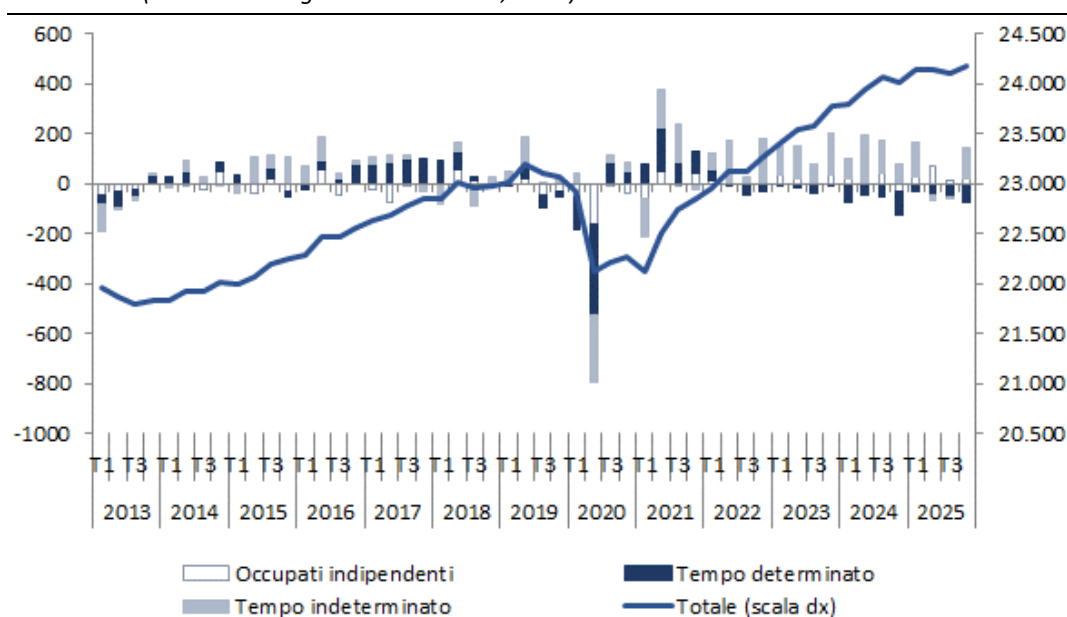
² Le due rilevazioni differiscono per molti aspetti, tra i quali i) schema di rilevazione: la Rilevazione delle forze di lavoro (RFL) è una indagine campionaria, la Contabilità nazionale (CN) un sistema integrato di conti che

tendenza nell'ultimo trimestre dell'anno; si interrompe la flessione del numero di lavoratori alle dipendenze, per un incremento della componente a tempo determinato. Al contempo continua l'accelerazione del lavoro autonomo, iniziata nel trimestre invernale del 2024, sebbene su ritmi più modesti di quelli della prima parte dell'anno (fig. 12).

La struttura occupazionale, così come la popolazione, appare sempre più sbilanciata verso le età mature. Nel quarto trimestre aumenta ancora la quota più anziana di lavoratori (50-64 anni), per effetto sia di requisiti di pensionamento più stringenti sia delle dinamiche demografiche, di invecchiamento della popolazione e di slittamento tra classi di età delle coorti di "baby boomers"; parallelamente continua la riduzione dei lavoratori nelle fasce più giovani (15-24), che perdura da otto trimestri.

Prosegue l'espansione delle posizioni a tempo indeterminato nel settore privato non agricolo (2,4 per cento in termini tendenziali nei primi tre trimestri del 2025, secondo i dati dell'Osservatorio INPS sul mercato del lavoro), sostenuta in larga misura dalle trasformazioni di contratti a termine in posizioni permanenti. Sono aumentati anche i rapporti di lavoro stagionali e in somministrazione, mentre una brusca flessione ha riguardato i contratti intermittenti (-10,2 per cento su base annua).

Fig. 12 – Occupazione dipendente e indipendente (1)
(variazioni congiunturali assolute; livelli)



Fonte: Istat.

(1) I dati del quarto trimestre 2025 sono stimati usando le serie mensili preliminari.

rende coerenti varie grandezze macroeconomiche (produzione, valore aggiunto e redditi); ii) unità di misura del numero di occupati: sia RFL che CN misurano le "teste", ma CN produce una variabile coerente con i conti economici; iii) perimetro: RFL monitora i residenti, la CN il lavoro utilizzato nel territorio economico. Ne consegue che l'input di lavoro nel terzo trimestre 2025 risulta in lieve aumento nella CN anche a fronte di un calo delle "teste" di RFL, coerentemente con un incremento dell'intensità lavorativa (ore medie per occupato) e con differenze di perimetro e metodologia tra le due statistiche. Per maggiori dettagli si veda la nota metodologica al comunicato stampa Mercato-del-lavoro-III-trim_2025.pdf.

Nel 2025 si è attenuato il ricorso ai trattamenti salariali integrativi. Nell'industria in senso stretto le richieste di CIG ordinaria hanno rallentato nel trimestre estivo, mentre sono aumentati gli interventi di CIG straordinaria, attivati soprattutto nei casi di riorganizzazione o ristrutturazione aziendale, suggerendo il passaggio da esigenze temporanee a processi di aggiustamento più duraturi.

La flessione della popolazione in età lavorativa incide sull'offerta di lavoro e il tasso di disoccupazione registra minimi storici. La forza lavoro in età 15-64 anni si è ridotta dall'estate in poi (di 185.000 unità), similmente alla diminuzione della popolazione in età lavorativa. Prosegue e si intensifica l'assottigliamento della fascia centrale (35-49 anni), solo in parte compensato dall'aumento di quella più anziana, sostenuta anche dalle modifiche alle regole pensionistiche. La partecipazione al mercato del lavoro è scesa nel terzo trimestre, per la flessione dell'offerta fino a 49 anni: il tasso di partecipazione è su livelli elevati nel confronto storico (66,7 per cento), ma resta nettamente inferiore a quello dell'area dell'euro (75 per cento in media, 80 per cento in Germania). Permane inoltre un marcato divario di genere, più ampio rispetto alla media europea (76,2 per cento per gli uomini e 58,5 donne in Italia contro 80,3 e 71,2 per cento rispettivamente della media dell'area dell'euro). Informazioni preliminari indicano un lieve calo della partecipazione pure nei mesi finali dell'anno. In questo quadro il tasso di disoccupazione è diminuito negli ultimi mesi dell'anno, al di sotto del sei per cento, su valori minimi degli ultimi vent'anni.

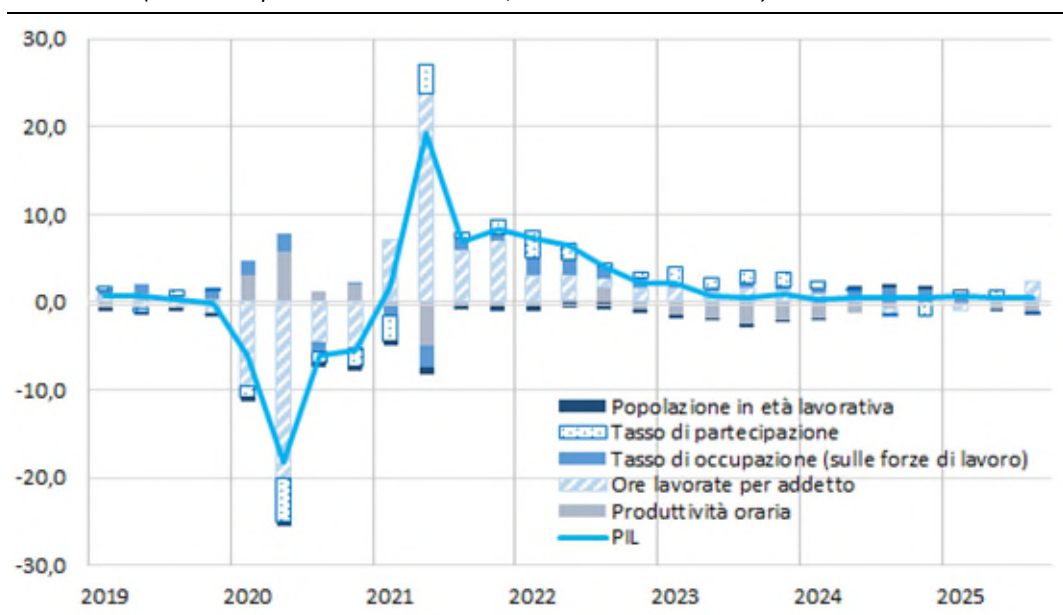
L'inattività rimane elevata tra i giovani, le donne e nel Mezzogiorno, confermando ampie eterogeneità strutturali. Nei mesi estivi l'inattività è aumentata al 33,3 per cento (dal 33,1), soprattutto tra i più giovani, il cui tasso sfiora il 51 per cento nella fascia 15-34 anni e raggiunge il 57,2 per le donne. Si mantiene l'elevata disparità territoriale, con il Mezzogiorno al 43,5 per cento mentre il Centro-Nord è sotto il 30. Tra i motivi dell'inattività sono prevalenti quelli familiari e di studio. L'area più consistente degli inattivi, quella più distante dal mercato del lavoro (coloro che non cercano e non sono disponibili a lavorare), appare stabile (10,4 milioni) nei primi nove mesi del 2025.

La crescita tendenziale del PIL nel terzo trimestre (0,2 per cento) è stata trainata unicamente dalle ore lavorate (fig. 13). La produttività oraria e la popolazione in età lavorativa hanno frenato la crescita del prodotto, mentre i tassi di occupazione e partecipazione hanno contribuito in misura pressoché neutrale.

La dinamica delle retribuzioni contrattuali orarie si è attenuata nel corso del 2025 (dal 3,9 per cento del primo trimestre su base tendenziale al 2,8 nell'ultimo) e in media d'anno si è confermata al 3,1 per cento. Al rallentamento nel settore privato si è contrapposta un'accelerazione nella Pubblica Amministrazione, in seguito ai rinnovi nel comparto istruzione e ricerca e nel servizio sanitario nazionale. Nel settore privato nel quarto trimestre sono stati rinnovati i contratti nei comparti dei laterizi e manufatti in cemento, telecomunicazioni, radio e televisioni private. La quota di dipendenti in attesa di rinnovo è diminuita di oltre 10 punti percentuali dall'inizio del 2025, attestandosi al 42,2 per cento in

dicembre. La variazione delle retribuzioni orarie di fatto nel complesso dell'economia resta stabile su valori superiori a quelli corrispondenti del 2024 (circa il 3 per cento su base annua nei primi tre trimestri del 2025); in termini reali le retribuzioni orarie sono risultate ancora notevolmente inferiori rispetto ai valori medi del 2020 (di circa l'8,6 per cento). La dinamica del CLUP, in attenuazione nella prima parte dell'anno, ha recuperato nel trimestre estivo restando comunque superiore a quella del costo del lavoro, anche a riflesso di un inasprimento del calo della produttività, soprattutto nei servizi e nelle costruzioni.

Fig. 13 – Crescita del PIL e mercato del lavoro (1)
(variazioni percentuali tendenziali; contributi alla crescita)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

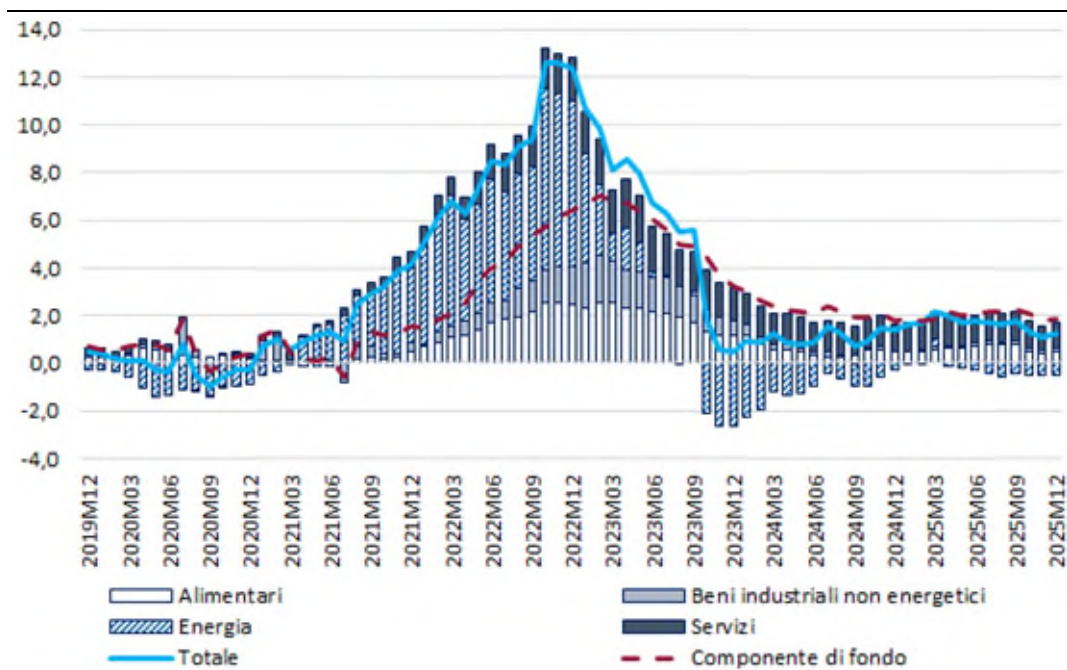
(1) Il grafico scompone la variazione tendenziale del PIL in termini di contributi delle principali variabili del mercato del lavoro, della produttività e della demografia.

L'inflazione resta modesta e inferiore a quella europea

Nel 2025 l'inflazione in Italia è aumentata all'1,5 per cento (indice NIC), poco sopra il valore del 2024 (1,0 per cento). Il contributo positivo della componente alimentare e dei servizi è stato compensato dall'arretramento dei prezzi dell'energia; la componente di fondo è risultata nuovamente più alta di quella totale, ma comunque al di sotto del 2,0 per cento. La dinamica dei prezzi si è attenuata nell'ultima parte dell'anno, grazie al contributo negativo della componente energetica.

Nel trimestre scorso l'inflazione al consumo è scesa dall'1,6 all'1,2 per cento. Si è acuita la deflazione della componente energetica (-4,4 per cento da -4,0 del trimestre precedente) e hanno decelerato i prezzi alimentari (al 2,2 per cento dal 3,9) e dei servizi (al 2,5 dal 2,7 per cento); l'inflazione *core* è rimasta prossima al 2,0 per cento (1,8 nella misura nazionale e 1,9 in quella armonizzata; fig. 14).

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



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

Nel 2025 si è mediamente ridotto il differenziale negativo dell'inflazione italiana rispetto a quello dell'area dell'euro (-0,5 punti percentuali) (fig. 15); tuttavia nella seconda parte dell'anno il contributo negativo della componente energetica ha di nuovo ampliato tale divario (-0,8 nel quarto trimestre).

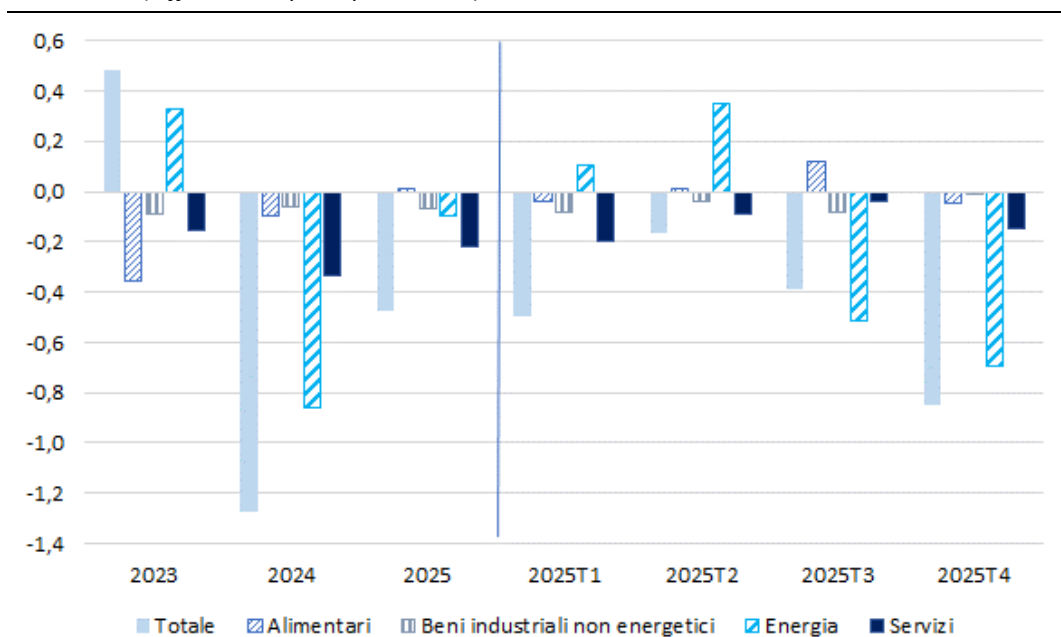
Si diffonde la moderazione dei prezzi tra le singole voci elementari: in Italia ormai il 60 per cento circa dei beni e servizi ha una inflazione sotto il 2,0 per cento ed è salita a fine anno la quota di quelli sotto l'1,0 (40 per cento delle voci nel terzo trimestre). Oltre all'energia sono in deflazione prezzi che avevano sperimentato nei precedenti due anni oscillazioni notevoli, come alcuni generi alimentari (tra cui oli, frutta e verdure), le assicurazioni e il trasporto aereo.

A monte della catena di produzione i prezzi risentono soprattutto delle oscillazioni della componente energetica e non si intravedono dinamiche deflative di rilievo, potenzialmente indotte dalla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina (fig. 16). I prezzi all'import aumentano lievemente su base congiunturale in novembre, per lo più a causa dei rialzi temporanei di alcuni prodotti energetici (gas naturale ed energia elettrica); la dinamica tendenziale nel complesso resta poco sotto il 3 per cento, come accade da maggio. I prezzi alla produzione nell'industria in dicembre si sono attestati quasi 1,5 punti percentuali al di sotto di quelli osservati l'anno precedente. Nelle costruzioni i prezzi alla produzione accelerano, sia nel comparto edifici sia per le strade, ma la crescita

congiunturale è per lo più determinata dal rialzo dei costi di manodopera e delle spese generali. Rallentano invece nel terzo trimestre del 2025 i prezzi alla produzione nei servizi (2,3 per cento da 3,4 del secondo), con particolare evidenza per Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese e Servizi di informazione e comunicazione.

Le aspettative di consumatori e imprese restano orientate alla stabilità. Nel corso del 2025 la quota di imprese intervistate dall'Istat che si attende prezzi di vendita invariati è rimasta su livelli molto elevati (in media 85 per cento). Anche la rilevazione sulle aspettative della Banca d'Italia registra, nel terzo trimestre, attese di crescita moderata dei prezzi di listino delle imprese intervistate. Coerentemente, l'indagine presso i direttori degli acquisti dell'indice PMI segnala in dicembre una domanda più debole e pressioni sui costi più lievi, che hanno consentito un modesto ridimensionamento dei prezzi di vendita. I consumatori intervistati nelle indagini dell'Istat si confermano ottimisti sulla dinamica dei prezzi: la quota che prefigura stabilità raggiunge il 41,8 per cento nel terzo trimestre, mentre si va riducendo la percentuale di famiglie che si attende un recupero dell'inflazione, anche a inizio 2026.

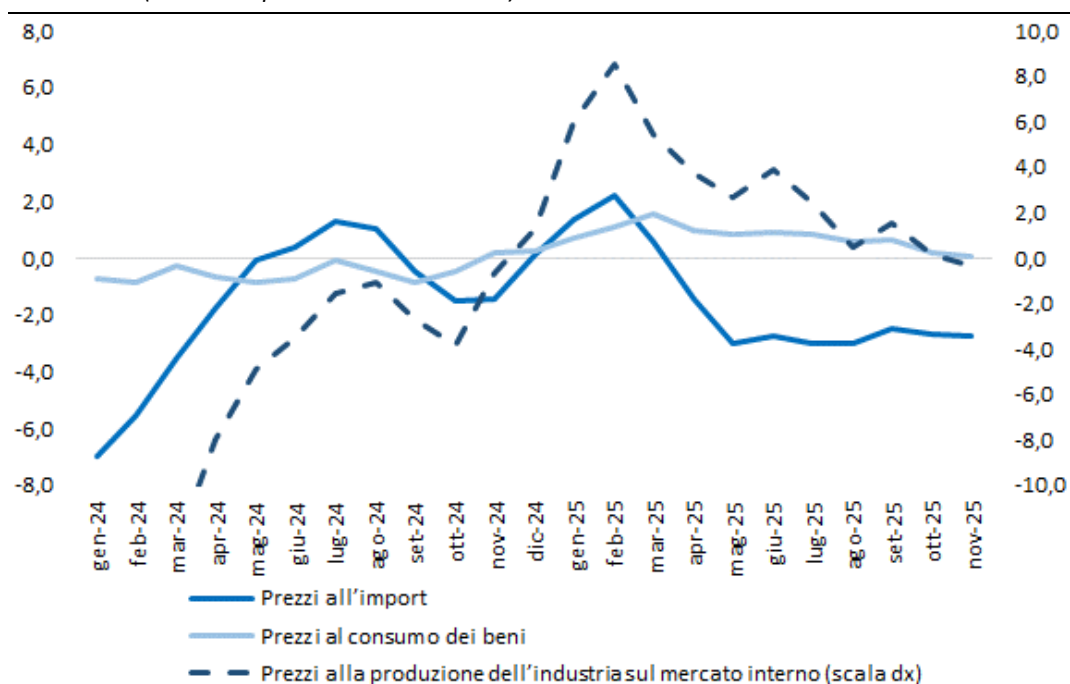
Fig. 15 – Differenziali di inflazione dell'Italia rispetto all'area dell'euro (1)
(differenze in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

Fig. 16 – Prezzi al consumo, all’importazione e alla produzione nell’industria
(variazioni percentuali tendenziali)



Le previsioni macroeconomiche per l'economia italiana

In questa Nota vengono aggiornate le stime sull'andamento dell'economia italiana, nel triennio 2025-27, formulate dall'UPB lo scorso ottobre in occasione della validazione del quadro macroeconomico del Documento programmatico di finanza pubblica (DPFP). Lo scenario tiene conto dell'aggiornamento delle variabili esogene, sulla base degli sviluppi osservati nei mesi più recenti e delle ultime informazioni congiunturali riguardanti l'economia internazionale e nazionale.

L'attività economica nel triennio 2025-27

Il preconsuntivo sul 2025 incorpora le informazioni sulla crescita congiunturale del PIL nel trimestre scorso (0,3 per cento secondo la stima preliminare dell'Istat), in virtù della quale si stima che l'attività economica sarebbe aumentata nel 2025 dello 0,5 per cento nei dati annuali (tab. 2), quindi meno rispetto a quanto emerso dalle serie trimestrali (0,7 per cento, come commentato nel paragrafo sull'Economia italiana). Per il 2026 si prevede una espansione dell'economia poco al di sopra del mezzo punto percentuale (0,7 per cento), che sarebbe trainata dalle componenti interne della domanda. Nel 2027 la dinamica del PIL resterebbe allo 0,7 per cento, ipotizzando un miglioramento graduale del contesto economico internazionale.

Le previsioni si basano sull'ipotesi della completa attuazione dei programmi di investimento del PNRR, il cui impatto sulle variabili di domanda e di produzione è rilevante e costituisce fattore determinante per lo sviluppo dell'economia italiana nell'orizzonte di previsione. Sul piano delle relazioni internazionali si ipotizza che le molteplici tensioni geopolitiche si diradino progressivamente.

Le stime sul PIL presentate in questa Nota si collocano all'interno dell'intervallo delle previsioni formulate da altre organizzazioni, soprattutto in confronto con quelle più recenti (tab. 3). Per quanto riguarda la variazione del deflatore del PIL, la variabile di prezzo più rilevante per la finanza pubblica, si prevede una sostanziale stabilizzazione nell'orizzonte di previsione, appena al di sotto del due per cento, nell'intorno della media degli altri previsori. Nell'interpretare i confronti tra le previsioni occorre considerare l'eterogeneità delle variabili esogene internazionali, in particolare di quelle energetiche e del commercio, nonché delle stime sulla finanza pubblica.

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

	2024	2025	2026	2027
ESOGENE INTERNAZIONALI				
Commercio internazionale	3,3	4,4	1,8	2,2
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	80,6	69,1	63,4	62,8
Cambio dollaro/euro	1,08	1,13	1,18	1,19
Prezzo del gas naturale (TTF, euro/MWh)	34,4	36,4	30,3	25,8
QUADRO ITALIANO				
PIL	0,7	0,5	0,7	0,7
Importazioni beni e servizi	-0,4	2,9	1,7	2,5
Consumi finali nazionali	0,6	0,5	0,7	0,8
- Consumi famiglie e ISP	0,5	0,6	0,9	1,1
- Spesa della PA	1,0	0,3	0,4	-0,1
Investimenti	0,5	2,8	1,2	1,6
Esportazioni beni e servizi	0,0	1,4	1,2	1,8
CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL				
Esportazioni nette	0,1	-0,4	-0,1	-0,2
Scorte	0,0	0,0	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto scorte	0,6	1,0	0,8	0,9
PREZZI E CRESCITA NOMINALE				
Deflatore importazioni	-1,7	-0,5	-0,6	0,2
Deflatore esportazioni	0,1	0,9	1,1	1,5
Deflatore consumi	1,5	1,6	1,7	1,5
Deflatore PIL	2,0	1,9	1,8	2,0
PIL nominale	2,7	2,4	2,5	2,7
MERCATO DEL LAVORO				
Costo del lavoro per dipendente	2,8	3,0	2,9	2,8
Occupazione (ULA)	2,2	1,1	0,7	0,6
Tasso di disoccupazione	6,6	6,1	6,0	5,8

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

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

		PIL			Deflatore del PIL		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
REF-Ricerche	28-gen	0,5	0,7	0,9	2,0	2,3	1,8
Fondo monetario internazionale	19-gen	0,5	0,7	0,7			
Oxford Economics ⁽¹⁾	14-gen	0,6	0,6	0,8	1,9	1,3	1,2
Consensus Economics ^{(1) (2) (3)}	12-gen						
- media		0,6	0,7	0,8	1,7	1,4	1,8
- minimo		0,5	0,4	0,6	1,5	0,7	1,2
- massimo		0,7	0,9	1,2	1,9	2,1	2,1
Banca d'Italia ⁽²⁾	19-dic	0,5	0,7	0,8	1,7	1,4	1,6
Prometeia ⁽¹⁾	15-dic	0,6	0,7	0,6	1,9	2,1	2,2
Istat	5-dic	0,5	0,8		2	1,8	
OCSE	02-dic	0,5	0,6	0,7	2,0	2,0	2,0
Commissione europea	17-nov	0,4	0,8	0,8	2,2	1,8	1,9
MEF DPB 2026	02-ott	0,5	0,7	0,8	2,3	2,1	1,7

(1) Dato del PIL aggiustato per i giorni lavorati. – (2) Indice dei prezzi al consumo al posto del deflatore del PIL.
– (3) La previsione di Consensus Economics per l'anno 2025 è quella rilasciata a dicembre 2025, in quanto è l'ultima disponibile.

Le previsioni sulle componenti della spesa

Nel biennio 2026-27 l'attività economica sarebbe sospinta dalle componenti interne della domanda, con un contributo pressoché nullo delle scorte e un apporto negativo della domanda estera netta.

Lo scorso anno i consumi delle famiglie sarebbero aumentati dello 0,6 per cento, proseguendo il recupero dalla contrazione del 2020. La spesa delle famiglie aumenterebbe intorno all'uno per cento sia nel 2026 sia nel 2027, beneficiando del recupero del potere d'acquisto (1,5 per cento in media d'anno). Il tasso di risparmio proseguirebbe ad aumentare portandosi oltre il 12 per cento del reddito disponibile, un paio di punti percentuali al di sopra dei valori pre-pandemia.

L'accumulazione di capitale, dopo la battuta d'arresto del 2024, con investimenti complessivi pressoché invariati, avrebbe ripreso a espandersi in modo sostenuto lo scorso anno (2,8 per cento) e rallenterebbe nell'anno corrente (1,2 per cento). Nel 2027 è prevista una dinamica più favorevole degli investimenti in macchinari e attrezzature (2,2 per cento), a fronte di una crescita più contenuta per quelli in costruzioni (1,0 per cento). La domanda per entrambe le componenti sarebbe influenzata positivamente dal PNRR, dalla politica monetaria meno restrittiva e dall'ipotesi di una progressiva attenuazione dell'incertezza associata alle tensioni geopolitiche. Nel 2027 l'incidenza degli investimenti complessivi sul PIL si attesterebbe poco al di sopra del 22 per cento, mentre la quota degli investimenti pubblici sul totale si posizionerebbe al di sopra del 16 per cento (circa quattro punti percentuali in più rispetto all'anno precedente la pandemia).

La variazione delle esportazioni nel 2025 (1,4 per cento) è attesa ancora al di sotto di quella del commercio mondiale, che si stima al 4,4 per cento nonostante l'avvio delle politiche protezionistiche da parte dell'Amministrazione statunitense; la maggiore dinamica delle importazioni (2,9 per cento) rifletterebbe l'attivazione della domanda interna (in particolar modo degli investimenti), oltre che l'apprezzamento dell'euro. Per il biennio 2026-27 si prospetta un andamento ancora debole delle esportazioni, che registrerebbero una progressiva perdita delle quote di mercato estero. La variazione degli acquisti dall'estero è prevista più robusta, per cui il contributo estero netto alla crescita del prodotto risulterebbe negativo su tutto l'orizzonte di previsione.

Le previsioni sul mercato del lavoro e l'inflazione

L'occupazione, misurata in termini di unità di lavoro standard (ULA), lo scorso anno ha mostrato una dinamica superiore a quella del PIL, confermando la tendenza in atto dal periodo successivo alla pandemia. Nel biennio 2026-27 la crescita delle unità di lavoro è prevista in attenuazione, allineandosi ai ritmi dell'attività economica (0,6 per cento in media), per cui l'elasticità dell'occupazione alla crescita del prodotto si avvicinerebbe all'unità. L'occupazione seguirebbe dinamiche analoghe a quelle delle ULA e più sostenute rispetto all'evoluzione dell'offerta di lavoro, che nel prossimo biennio è prevista crescere in media meno di mezzo punto percentuale. Tali sviluppi favorirebbero una stabilizzazione del tasso di disoccupazione nell'intorno del 6,0 per cento. Il tasso di occupazione (15-64 anni) continuerebbe a migliorare, sospinto in prevalenza dalla flessione della popolazione in età lavorativa, per superare a fine periodo il 63 per cento. Anche il tasso di partecipazione aumenterebbe nel biennio delle proiezioni (intorno al 68 per cento).

L'inflazione, misurata attraverso il deflatore dei consumi delle famiglie, stimata all'1,6 per cento nello scorso anno, resterebbe sostanzialmente stabile nella media del biennio di previsione; l'ipotesi di quotazioni più contenute delle materie prime energetiche e l'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro concorrono ad attenuare la dinamica dei prezzi. Lo scenario non incorpora gli effetti al rialzo dei costi dell'energia derivanti dall'introduzione del nuovo sistema europeo di scambio di quote di emissione (*EU Emission Trading System 2*) che, coerentemente con la proposta del Consiglio europeo, si assume posticipata al 2028.

La dinamica delle retribuzioni orarie di contabilità nazionale è attesa sostanzialmente costante nel biennio 2026-27, al di sopra della crescita dei prezzi; il recupero del potere d'acquisto delle famiglie, osservato a partire dal 2023, proseguirebbe nel biennio 2026-27 a ritmi moderati, per cui i salari reali sono attesi a fine periodo più bassi, di oltre due punti percentuali, rispetto a quelli del 2021. La crescita del deflatore del PIL, pari all'1,9 per cento in media nell'intervallo delle previsioni, eccede la variazione del deflatore dei consumi privati grazie al guadagno delle ragioni di scambio. Dal lato dei fattori di offerta, la variazione del deflatore del PIL sarebbe sospinta per quasi due terzi dal costo del lavoro

e, per la restante parte, dai margini di profitto delle imprese, in leggera crescita nell'orizzonte delle proiezioni.

Le principali revisioni rispetto alle previsioni di ottobre

Nel confronto con il quadro macroeconomico formulato dall'UPB lo scorso ottobre, in occasione dell'esercizio di validazione delle previsioni del DPFP, le stime di crescita sono state riviste al rialzo per quest'anno e marginalmente al ribasso nel successivo. Nel 2026 il maggiore incremento del prodotto (per tre decimi di punto percentuale) riflette, oltre al migliore trascinamento statistico dal 2025, il miglioramento del potere d'acquisto in termini reali e le più favorevoli proiezioni sulla domanda estera rispetto al quadro di ottobre. La limatura sulla dinamica del PIL nel 2027 risente invece di ipotesi meno favorevoli sul commercio internazionale e dell'ulteriore apprezzamento del tasso di cambio dollaro/euro. Riguardo alle variabili di prezzo, la variazione del deflatore dei consumi privati è stata rivista al ribasso, per circa due decimi di punto percentuale nella media del biennio, essenzialmente per l'ipotesi di quotazioni in euro più contenute del petrolio e del gas naturale. La variazione del deflatore del PIL è invece stata pressoché confermata nella media del biennio. La dinamica del PIL nominale è stata pertanto corretta al rialzo quest'anno, per tre decimi di punto percentuale, mentre è rimasta invariata nel prossimo.

I rischi della previsione per l'Italia

L'economia italiana è esposta a molteplici rischi, prevalentemente orientati al ribasso nel medio termine, in larga parte riconducibili a fattori esterni o ambientali, quindi nel complesso esogeni rispetto alle dinamiche interne.

Il contesto internazionale resta la principale fonte di incertezza: i conflitti in corso e le ondivaghe restrizioni agli scambi continuano a esercitare effetti negativi sull'attività economica e a destabilizzare le attese. In Europa il quadro congiunturale resta incerto, in particolare per le imprese industriali esportatrici; si attendono nuovi impulsi alla domanda, legati alla spesa per la difesa e alle infrastrutture in Germania, dove però la congiuntura resta debole.

Sul fronte finanziario i prezzi degli attivi azionari si mantengono elevati, gli indici di volatilità restano su livelli relativamente contenuti e le banche centrali si avvicinano alla conclusione del processo di allentamento monetario. Repentini mutamenti della propensione al rischio si trasmetterebbero rapidamente anche all'economia italiana, che resta caratterizzata da un elevato debito pubblico.

Il riscaldamento globale continua a generare eventi meteorologici estremi, non ultimi quelli che hanno recentemente funestato il Mezzogiorno d'Italia. La crescente frequenza e intensità di questi fenomeni fa sì che non si possano escludere nuovi eventi nell'orizzonte di previsione; fenomeni particolarmente forti o localizzati in aree ad alta densità di insediamenti produttivi, avrebbero effetti non trascurabili anche sul complesso dell'economia nazionale.

Riquadro – Le ipotesi dell'esercizio previsivo

Lo scenario si riferisce al biennio 2026-27 e si basa su variabili esogene internazionali aggiornate mediante ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili al 26 gennaio. In particolare si assume quanto segue: 1) un rallentamento del commercio mondiale di beni e servizi nel 2026 (1,8 per cento rispetto al 4,4 del 2025) seguito da un moderato recupero nel 2027 (2,2 per cento); 2) l'assenza di tensioni nelle condizioni monetarie e creditizie, con il tasso di interesse a breve nell'area dell'euro previsto quest'anno al 2,0 per cento (dal 2,1 per cento del 2025), in lieve diminuzione all'1,9 per cento nel 2027; 3) un apprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro, a 1,19 nella media del periodo 2026-27 (da 1,13 nel 2025), come anticipato dalle quotazioni a termine di mercato; 4) una riduzione del prezzo del greggio a 63,4 dollari per barile seguita, sulla base delle quotazioni dei mercati *futures*, da un calo marginale nel 2027; 5) una flessione delle quotazioni in euro del gas quest'anno a 30,3 euro/MWh e successivamente un'ulteriore flessione a circa 26 euro/MWh nel 2027. Il quadro di finanza pubblica incorpora i provvedimenti della manovra di bilancio per il 2026 e la piena attuazione dei progetti finanziati con il PNRR.