



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

Roma, 29 maggio 2026

CENTOTRENTADUESIMO ESERCIZIO

anno 2025

esercizio

CXXXII



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

anno 2025 – centotrentaduesimo esercizio

Roma, 29 maggio 2026

© Banca d'Italia, 2026

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 1972-845X (stampa)

ISSN 2280-4129 (online)

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

Stampato nel mese di maggio 2026

*Il bilancio di esercizio della Banca d'Italia è disponibile sul sito internet dell'Istituto (www.bancaditalia.it).
Copie a stampa possono essere richieste alla Biblioteca Paolo Baffi: richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it*

L'Appendice alla Relazione annuale, contenente le tavole statistiche, le note metodologiche e la descrizione dei principali provvedimenti in materia economica, è disponibile sul sito internet della Banca d'Italia.

INDICE

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. L'economia mondiale e le relazioni internazionali	3
Lo scenario macroeconomico internazionale	3
Riquadro: <i>Gli squilibri globali di conto corrente: la recente evoluzione, le determinanti e le prospettive</i>	5
La finanza internazionale	12
La cooperazione economica internazionale	15
Riquadro: <i>Le sfide per gli aiuti allo sviluppo fra vincoli di bilancio e nuove priorità</i>	16

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

2. L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro	23
La fase ciclica	23
Riquadro: <i>Il consumo e il risparmio nell'area dell'euro</i>	24
I prezzi e i costi	29
I mercati finanziari	31
Le politiche di bilancio	32
3. La politica monetaria nell'area dell'euro	36
L'azione di politica monetaria	36
Le operazioni di politica monetaria	37
I tassi di interesse, le aspettative di inflazione e il cambio dell'euro	39
Riquadro: <i>L'indebolimento del dollaro rispetto all'euro nel 2025: una valutazione delle principali determinanti</i>	41
La moneta e il credito	44

L'ECONOMIA ITALIANA

4. Il quadro di insieme	49
Gli andamenti nel 2025	49
Riquadro: <i>L'attuazione del PNRR nelle sue fasi conclusive</i>	51
I primi mesi del 2026	56
Gli andamenti territoriali	56

5. Le famiglie	59
Il reddito e la sua distribuzione	59
Il consumo e il risparmio	62
Riquadro: <i>La crescita dell'occupazione e la debolezza dei consumi dopo la pandemia</i>	64
La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni	67
La ricchezza e gli investimenti finanziari	68
Riquadro: <i>Demografia, eredità e scelte economiche e finanziarie delle famiglie</i>	70
L'indebitamento	74
6. Le imprese	78
Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo	78
Riquadro: <i>La difesa in Italia: struttura della filiera e impatti macroeconomici di un incremento della spesa</i>	79
Gli investimenti	84
La produttività e l'innovazione	86
Riquadro: <i>Le politiche pubbliche a sostegno di ricerca, sviluppo tecnologico e innovazione</i>	87
Riquadro: <i>Intelligenza artificiale: adozione ed effetti sulle imprese</i>	91
La redditività e il saldo finanziario	94
Le fonti di finanziamento	96
Riquadro: <i>Il ricorso delle imprese italiane ai derivati per la copertura del rischio di tasso di interesse</i>	99
7. Il mercato del lavoro	103
L'occupazione	103
Riquadro: <i>L'evoluzione recente dei divari generazionali nel mercato del lavoro</i>	105
L'offerta di lavoro	108
La domanda di lavoro	111
8. I prezzi e i costi	113
I prezzi al consumo e alla produzione nel 2025	113
Il costo del lavoro nel 2025	114
Riquadro: <i>La dinamica recente della quota del lavoro sul valore aggiunto in Italia e nell'area dell'euro</i>	116
Le prospettive dei costi e dell'inflazione nel 2026	118
Riquadro: <i>La contrattazione collettiva in Italia nel periodo 2000-25</i>	118
9. L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti	122
Le esportazioni e le importazioni	122
Riquadro: <i>Le esportazioni verso gli Stati Uniti: l'impatto dei dazi nel breve periodo</i>	123
La competitività di prezzo	127
La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero	128

10. La finanza pubblica	134
La finanza pubblica nel 2025	134
Riquadro: <i>L'impatto delle politiche discrezionali e del ciclo economico sul saldo primario dal 2014</i>	137
Riquadro: <i>Gli aiuti di Stato a fondo perduto alle imprese in Italia: evoluzione della spesa e destinatari</i>	141
I conti delle Amministrazioni locali	146
La finanza pubblica nel 2026 e le prospettive per il medio termine	148
11. Il contesto istituzionale e la regolamentazione dell'attività di impresa	152
I fattori di contesto	152
Riquadro: <i>La qualità e la quantità della produzione legislativa in Italia</i>	153
Riquadro: <i>L'impatto del PNRR sulla performance degli appalti pubblici</i>	158
La concorrenza e la regolamentazione	162
Riquadro: <i>Regolamentazione, regimi fiscali e dimensione di impresa</i>	163
12. Gli intermediari finanziari	172
La struttura del settore finanziario	173
Le banche	177
Riquadro: <i>I prestiti bancari a imprese e famiglie assistiti da garanzie pubbliche</i>	178
Gli intermediari finanziari non bancari	184
13. I mercati monetari e finanziari	189
I mercati monetari e dei titoli pubblici	189
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	192
Riquadro: <i>Recenti tendenze nel finanziamento obbligazionario delle imprese italiane</i>	193
Il mercato azionario	195
Le infrastrutture di mercato	197
SEZIONE MONOGRAFICA	
14. La transizione energetica: origini e prospettive	199
Il cambiamento climatico e l'esposizione agli eventi estremi in Italia	199
Riquadro: <i>L'esposizione delle imprese italiane ai rischi fisici derivanti dai cambiamenti climatici</i>	201
Sviluppo tecnologico, sicurezza e costi nel settore energetico	204
Riquadro: <i>La produzione di elettricità da fonti energetiche rinnovabili in Italia</i>	205
Le prospettive	213
Riquadro: <i>La transizione verso la mobilità elettrica e la nuova geografia del settore automobilistico mondiale: le sfide per l'Europa</i>	213
AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA	219
CONSIDERAZIONI FINALI (in fascicolo separato)	

AVVERTENZE

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.

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

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>).

Pubblicazione aggiornata con i dati disponibili al 15 maggio 2026, salvo diversa indicazione.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. L'ECONOMIA MONDIALE E LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

Nel 2025, nonostante l'aumento dei dazi alle importazioni statunitensi e l'elevata incertezza, l'economia mondiale è cresciuta come nell'anno precedente, sostenuta anche dalla forte espansione della domanda di prodotti legati all'intelligenza artificiale. Anche la Cina ha contribuito all'espansione mondiale, con una crescita del 5 per cento. L'andamento del commercio internazionale ha superato le attese. Persistono, tuttavia, ampi squilibri di conto corrente, in particolare negli Stati Uniti e in Cina, che rappresentano un elemento di fragilità per la dinamica dell'attività globale, a causa sia delle tensioni commerciali, sia dell'associato accumulo di ingenti posizioni finanziarie sull'estero.

Grazie al proseguimento del processo disinflativo, le principali banche centrali hanno ridotto i tassi di interesse, ad eccezione di quella del Giappone. Le condizioni finanziarie globali sono rimaste distese, beneficiando dell'aumento dei corsi azionari e dell'indebolimento del dollaro.

All'inizio del 2026 l'economia mondiale ha mostrato una sostanziale tenuta, ma alla fine di febbraio le prospettive si sono rapidamente deteriorate con lo scoppio del conflitto nel Golfo Persico, che ha causato interruzioni degli approvvigionamenti di materie prime e bruschi rialzi dei prezzi del petrolio e del gas. Le conseguenze sulla crescita e sull'inflazione dipenderanno dalla durata e dagli esiti, ancora incerti, delle ostilità.

Lo scorso anno, con l'insediamento della nuova amministrazione Trump, si è determinata una netta cesura nelle relazioni internazionali, nelle politiche commerciali e nelle priorità degli organismi internazionali. Questa discontinuità ha investito anche la governance della cooperazione economica multilaterale, con il recesso degli Stati Uniti da 66 organizzazioni internazionali, la richiesta di una più rigorosa aderenza ai mandati del Fondo monetario internazionale e della Banca Mondiale e una marcata riduzione degli spazi di consenso nel G20 e nel G7. Sul piano degli aiuti allo sviluppo, si è inoltre accentuata la contrazione delle risorse pubbliche disponibili.

Lo scenario macroeconomico internazionale

La crescita economica mondiale. – Il PIL globale è aumentato nel 2025 del 3,4 per cento. Tra i paesi avanzati, la crescita è rimasta sostenuta negli Stati Uniti (2,1 per cento; tav. 1.1), benché inferiore rispetto al 2024. Gli effetti avversi dell'incertezza economica e dell'aumento dei dazi sono stati mitigati dalla tenuta dei consumi delle famiglie e dal dinamismo dei settori legati all'intelligenza

artificiale, con riflessi evidenti su investimenti e importazioni (cfr. il riquadro: *Il forte aumento della domanda globale di risorse di calcolo: impatti e rischi macrofinanziari*, in *Bollettino economico*, 1, 2026)¹.

Tavola 1.1

PIL e inflazione nei principali paesi avanzati ed emergenti (valori percentuali)								
PAESI	PIL				Inflazione (1)			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Mondo	3,8	3,3	3,4	3,4	8,7	6,7	5,8	4,1
Paesi avanzati	3,1	1,7	1,8	1,9	7,3	4,6	2,6	2,5
Giappone	1,3	0,7	-0,2	1,1	2,5	3,3	2,7	3,2
Regno Unito	5,1	0,3	1,0	1,4	9,1	7,3	2,5	3,4
Stati Uniti	2,5	2,9	2,8	2,1	6,5	3,8	2,6	2,6
Area dell'euro	3,6	0,4	0,9	1,4	8,4	5,4	2,4	2,1
Paesi emergenti e in via di sviluppo	4,3	4,4	4,5	4,4	9,7	8,2	8,0	5,2
Brasile	3,0	3,2	3,4	2,3	9,3	4,6	4,4	5,0
Cina	3,1	5,4	5,0	5,0	2,0	0,2	0,2	0,0
India (2)	7,6	7,2	7,1	7,6	6,6	5,4	4,6	2,0
Russia	-1,4	4,1	4,9	1,0	13,8	5,9	8,5	8,7

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2026 e dati nazionali.
 (1) Indice dei prezzi al consumo. Per l'area dell'euro, indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Per il PIL, dati riferiti all'anno fiscale (dal 1° aprile dell'anno indicato al 31 marzo di quello successivo); per il 2025, dati provvisori.

La crescita si è mantenuta moderata nell'area dell'euro (cfr. il capitolo 2) e nel Regno Unito; è invece ripresa in Giappone, dopo la stagnazione del 2024, sostenuta dalla spesa delle famiglie e dal recupero degli investimenti, in presenza di un contributo negativo delle esportazioni nette.

Le tensioni tra domanda e offerta nel mercato del lavoro sono diminuite nei principali paesi avanzati, tornando su livelli comparabili a quelli precedenti la pandemia. Il tasso di disoccupazione è rimasto su valori storicamente contenuti, pur aumentando leggermente (salvo che in Giappone). Negli Stati Uniti, a fronte dell'espansione nei servizi, l'occupazione ha continuato a contrarsi nell'industria manifatturiera. Inoltre, il forte inasprimento dei controlli dei flussi migratori ha inciso visibilmente sull'offerta di lavoro.

L'indebitamento del settore pubblico è rimasto su livelli storicamente elevati nelle principali economie avanzate. Negli Stati Uniti l'incidenza sul prodotto del debito pubblico è salita al 124 per cento alla fine del 2025. Le proiezioni del Fondo monetario internazionale prefigurano un ulteriore aumento al 142 per cento nel 2031, per effetto di una crescente spesa per interessi e delle minori entrate dovute al

¹ L. Carpinelli, F. Natoli e M. Taboga, *Artificial intelligence and the US economy: an accounting perspective on investment and production*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 1006, 2026.

Budget Reconciliation Act (noto come One Big Beautiful Bill Act), solo parzialmente compensate dal maggiore gettito derivante dai dazi.

L'attività nelle principali economie emergenti ha beneficiato di condizioni finanziarie favorevoli e, soprattutto in Asia, della dinamica positiva del commercio mondiale. La crescita dell'India è stata sospinta dalla domanda interna, continuando a segnare l'espansione più ampia a livello globale (7,6 per cento). Quella della Cina è proseguita in linea con l'obiettivo delle autorità (5 per cento), grazie anche al supporto pubblico. In mancanza di riforme strutturali e con la fiducia delle famiglie ancora depressa dalla crisi del settore immobiliare, i consumi cinesi si sono confermati deboli e la domanda è rimasta sbilanciata verso gli investimenti. L'eccesso di capacità produttiva che ne deriva ha alimentato le esportazioni, favorite dall'ulteriore flessione dei prezzi alla produzione, spingendo l'avanzo commerciale cinese verso un nuovo massimo (cfr. il riquadro: *Gli squilibri globali di conto corrente: la recente evoluzione, le determinanti e le prospettive*).

GLI SQUILIBRI GLOBALI DI CONTO CORRENTE: LA RECENTE EVOLUZIONE, LE DETERMINANTI E LE PROSPETTIVE

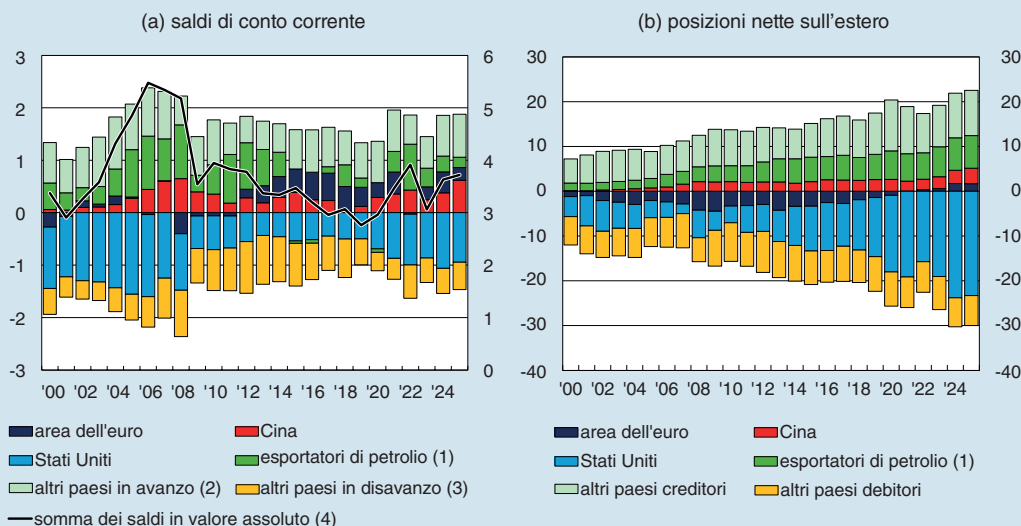
Dopo la graduale riduzione seguita alla crisi finanziaria globale del 2007-08, gli squilibri globali hanno ripreso ad ampliarsi dalla pandemia di Covid-19, tornando al centro dell'attenzione di governi e istituzioni internazionali. Sebbene la somma per tutti i paesi dei valori assoluti dei saldi di conto corrente in rapporto al PIL – un indicatore sintetico di tali squilibri – sia inferiore al picco raggiunto in prossimità della crisi finanziaria globale¹ (figura, pannello a), la loro evoluzione recente presenta, come allora, dei rischi.

Secondo le valutazioni dell'FMI riferite al 2024, circa il 40 per cento dei saldi di conto corrente risulta superiore a quanto giustificato dai fondamentali economici e dalle politiche ritenute desiderabili². Gli squilibri sono concentrati in poche grandi economie: nel 2025 gli Stati Uniti hanno contribuito per quasi due terzi al disavanzo globale, mentre circa un terzo del surplus mondiale era attribuibile alla Cina e oltre un decimo all'area dell'euro. La persistenza degli avanzi e dei disavanzi negli ultimi due decenni ha favorito l'accumulo di posizioni sull'estero creditorie e debitorie di dimensioni più ampie che in passato (figura, pannello b). Ciò accresce la rilevanza dei flussi di reddito da capitale nei saldi di conto corrente, concorrendo a rafforzare gli squilibri e rendendone più difficile la correzione.

¹ Negli anni precedenti la crisi finanziaria globale, gli squilibri erano alimentati anche dalle elevate quotazioni delle materie prime energetiche, che avevano ampliato notevolmente il contributo dei paesi esportatori al surplus globale.

² Tra le variabili strutturali che influenzano il risparmio e l'investimento di un paese, l'FMI considera, ad esempio, le dinamiche demografiche, le prospettive di crescita, la qualità delle istituzioni e la posizione netta sull'estero. Nella stima della "norma" di conto corrente, il modello dell'FMI include inoltre variabili sulle politiche macroeconomiche valutate ai loro livelli "desiderabili" (*desirable policy settings*), come ad esempio il saldo fiscale ritenuto coerente con la sostenibilità del debito pubblico del paese; cfr. FMI, *External Sector Report. Global Imbalances in a Shifting World*, 2025.

Saldi di conto corrente e posizioni nette sull'estero a livello globale (in percentuale del PIL mondiale)



Fonte: elaborazioni su dati FMI (*World Economic Outlook. Global Economy in the Shadow of War*, aprile 2026) e Brookings Institution (External Wealth of Nations database; P. Lane e G.M. Milesi-Ferretti, *The external wealth of nations revisited: international financial integration in the aftermath of the global financial crisis*, "IMF Economic Review", 66, 2018, pp. 189-222).

(1) Gli "esportatori di petrolio" includono: Algeria, Angola, Arabia Saudita, Azerbaigian, Bahrein, Brunei, Canada, Ciad, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Federazione Russa, Gabon, Guinea Equatoriale, Iran, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Libia, Nigeria, Norvegia, Oman, Qatar, Repubblica del Congo, Sudan del Sud, Timor Est, Trinidad e Tobago, Turkmenistan, Venezuela e Yemen. – (2) Tra gli "altri paesi in avanzo" i maggiori contributi nel 2025 sono stati quelli di Giappone, Taiwan, Corea del Sud, Singapore e Svizzera. – (3) Tra gli "altri paesi in disavanzo" i maggiori contributi nel 2025 sono stati quelli di Regno Unito, Brasile e Australia. – (4) Scala di destra.

Negli Stati Uniti il deficit di conto corrente riflette soprattutto l'elevato disavanzo pubblico e il basso tasso di risparmio delle famiglie; solo in parte è riconducibile al ruolo del dollaro come valuta di riserva internazionale³. Nel 2025 era pari al 3,6 per cento del PIL nazionale, un valore sensibilmente superiore ai livelli pre-pandemici; vi ha inciso il peggioramento sia del saldo dei beni sia di quello dei redditi primari, che risente della crescente posizione debitoria netta sull'estero (circa 90 per cento del PIL alla fine del 2025). Il disavanzo si è ridotto solo leggermente rispetto al 2024, suggerendo che i dazi non abbiano inciso in misura rilevante sul saldo commerciale complessivo.

In Cina il surplus rispecchia un modello di crescita che comprime i consumi interni e orienta l'economia verso le esportazioni, determinando un tasso di risparmio nazionale molto elevato (43 per cento del PIL nello scorso anno). La forte espansione dell'avanzo di conto corrente nell'ultimo biennio (3,7 per cento del PIL nel 2025, oltre 2 punti percentuali in più rispetto al 2023) è stata trainata dal pronunciato aumento delle esportazioni di beni, a fronte della stagnazione delle importazioni. La crescita delle vendite all'estero è stata favorita dal forte calo dei prezzi alla produzione e dall'avanzamento tecnologico in numerosi settori manifatturieri, in un contesto di

³ M. Obstfeld, *Global imbalances redux*, in H. Rey, B. Weder di Mauro e J. Zettelmeyer (a cura di), *Paris Report 4: the new global imbalances*, CEPR, 2026, pp. 85-121.

politiche industriali mirate e di debolezza della domanda interna⁴. Quest'ultima, unitamente alla strategia di riduzione della dipendenza da fornitori esteri in atto da anni, ha determinato il ristagno delle importazioni.

L'area dell'euro ha accumulato avanzi significativi di conto corrente nell'ultimo decennio (di poco inferiori al 2,5 per cento del prodotto in media annua), dovuti principalmente al saldo dei beni; nel 2025 l'avanzo è stato dell'1,7 per cento del PIL. Il surplus dell'area, concentrato soprattutto in Germania, nei Paesi Bassi e in Irlanda⁵, riflette un elevato risparmio delle imprese e delle famiglie, a fronte di una dinamica contenuta degli investimenti. Quest'ultima è dovuta sia a fattori congiunturali, quali la crisi energetica del 2022 e l'aumento dell'incertezza macroeconomica, sia a fattori strutturali, tra cui la persistente frammentazione del mercato dei capitali europeo e la sostanziale assenza di strumenti comuni di finanziamento per i progetti pubblici di interesse europeo, che ne frena la realizzazione.

Le prospettive per il riequilibrio globale appaiono incerte. L'aumento dei prezzi energetici conseguente allo scoppio del conflitto nel Golfo Persico tenderà verosimilmente nel breve termine a ridurre l'avanzo di conto corrente dei paesi importatori netti di materie prime energetiche, tra cui la Cina e l'area dell'euro, e a contenere il disavanzo di un paese esportatore netto quale gli Stati Uniti.

Ciò nonostante, nel medio termine l'orientamento delle politiche economiche nelle principali economie non sembra pienamente coerente con le esigenze di aggiustamento segnalate dall'FMI⁶. Negli Stati Uniti permane il rischio di una politica di bilancio eccessivamente espansiva. In Cina il riorientamento del modello di crescita verso i consumi interni richiederebbe politiche di decisa espansione della spesa sociale, in grado di contenere l'elevato risparmio precauzionale delle famiglie, nonché una riduzione del sostegno pubblico al settore manifatturiero. Tali interventi, tuttavia, non risultano pienamente incorporati nell'impostazione delle politiche e delle strategie nazionali. Nell'area dell'euro, sebbene la correzione richiesta dall'FMI sia più contenuta e coerente con il piano di rilancio degli investimenti adottato a livello europeo, permangono incertezze sull'entità del finanziamento pubblico di queste politiche.

Per una riduzione ordinata degli squilibri globali sarebbe utile un coordinamento tra le principali economie, insieme a un rafforzamento degli strumenti multilaterali di sorveglianza, entrambi resi più difficili dalle crescenti tensioni geopolitiche e commerciali⁷.

In mancanza di aggiustamenti, gli squilibri globali costituiscono una significativa fonte di rischio. In primo luogo, essi continuano ad alimentare tensioni

⁴ V. Aprigliano, L. Bencivelli, A. Borin, F.P. Contedua, F. Corsello, S. Federico, C. Giordano, F. Leone, M. Mancini, L. Panon, L. Patrignani e S. Pica, *China Shock 2.0: Structural drivers and implications for the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁵ Secondo l'FMI (2025, op. cit.), nel 2024 al netto degli effetti derivanti dalla contabilizzazione delle attività delle multinazionali in Irlanda e nei Paesi Bassi, che rispondono a logiche di ottimizzazione del carico fiscale, il saldo di conto corrente dell'area sarebbe inferiore di 0,4 punti percentuali del PIL.

⁶ FMI, 2025, op. cit.

⁷ C.E. Bai, G. Gopinath, H. Rey e A. Weber, *G7 economists memo on global imbalances*, 28 marzo 2026.

protezionistiche e accentuano la tendenza a riorganizzare le catene del valore secondo considerazioni di sicurezza economica, riducendo l'efficienza del sistema economico mondiale. In secondo luogo, gli squilibri possono avere ripercussioni sulla stabilità finanziaria, soprattutto alla luce delle ingenti posizioni debitorie e creditorie attualmente accumulate⁸. Ampie e persistenti disavanzi di conto corrente aumentano la vulnerabilità ai rischi che derivano dal finanziamento esterno. Un brusco mutamento nelle preferenze di portafoglio degli investitori internazionali potrebbe determinare forti tensioni sui mercati finanziari. L'eccesso di risparmio dei paesi in avanzo può infine esercitare una pressione al ribasso sui tassi di interesse globali, favorendo un'assunzione di rischio eccessiva e la formazione di bolle speculative nei prezzi delle attività finanziarie.

⁸ *Squilibri globali e i loro rischi in un'economia mondiale più frammentata*, intervento del Vice Direttore generale della Banca d'Italia S. Nicoletti Altissimi al 32° congresso Assiom Forex, Venezia, 20 febbraio 2026.

Secondo le previsioni dell'FMI, basate sull'ipotesi che le conseguenze del conflitto nel Golfo Persico rimangano circoscritte per durata e ampiezza, la crescita globale nel medio periodo si manterrà appena sopra il 3 per cento, inferiore ai ritmi osservati nel decennio precedente la pandemia². Qualora le ripercussioni dovessero aggravarsi, tuttavia, la crescita globale nel prossimo biennio potrebbe scendere ben sotto questa soglia.

Le peggiorate condizioni della finanza pubblica riducono i margini di manovra dei governi. Secondo le previsioni contenute nel *Fiscal Monitor* dell'FMI³, entro il 2031 il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto salirebbe al 114,8 per cento nella media delle economie avanzate, quasi 14 punti percentuali in più rispetto al 2019 e oltre 40 rispetto al 2007, prima della crisi finanziaria globale. Nelle economie emergenti esso salirebbe all'88,9 per cento, oltre 30 punti sopra il livello del 2019.

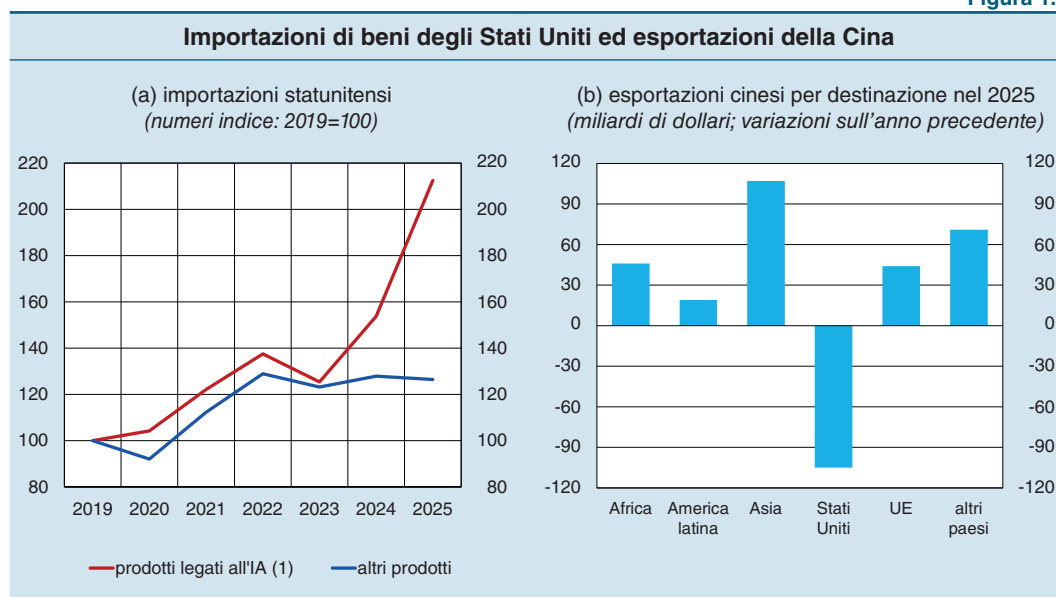
Il commercio mondiale. – Nei primi mesi del 2025 il commercio mondiale ha nettamente accelerato, riflettendo l'anticipazione degli acquisti da parte delle famiglie e delle imprese statunitensi in vista dell'aumento dei dazi. Gli incrementi effettivi di questi ultimi sono in seguito risultati inferiori a quelli annunciati, grazie anche alla conclusione da parte degli Stati Uniti di accordi bilaterali con alcuni partner commerciali, tra cui la UE, il Regno Unito e il Giappone (cfr. il riquadro: *I dazi statunitensi e i primi effetti sugli scambi globali*, in *Bollettino economico*, 4, 2025).

A sostenere la crescita del commercio ha contribuito anche la forte espansione della domanda di beni legati all'intelligenza artificiale: negli Stati Uniti le importazioni di questa categoria di prodotti sono più che raddoppiate in pochi anni (fig. 1.1.a), a beneficio soprattutto degli esportatori di semiconduttori nei paesi emergenti asiatici.

² FMI, *World Economic Outlook. Global Economy in the Shadow of War*, aprile 2026.

³ FMI, *Fiscal Monitor. Fiscal Policy under Pressure: High Debt, Rising Risks*, aprile 2026.

Figura 1.1



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Trade Data Monitor e Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO); per il pannello (b), elaborazioni su dati Trade Data Monitor.

(1) I prodotti legati all'intelligenza artificiale (IA) sono definiti seguendo la classificazione elaborata dalla WTO; cfr. WTO, *World Trade Report 2025. Making trade and AI work together to the benefit of all*, 2025.

Gli effetti negativi dei dazi sono stati contrastati anche dalla rapida ricomposizione geografica degli scambi, resa possibile dall'accresciuta flessibilità delle catene del valore, soprattutto in Asia. La Cina, in particolare, ha compensato la contrazione delle vendite verso gli Stati Uniti, dovuta al forte aumento dei dazi bilaterali, espandendo le esportazioni verso il resto del mondo, in special modo quelle destinate al Sud Est asiatico, all'Africa e alla UE (fig. 1.1.b).

I segni di frammentazione dell'interscambio mondiale in blocchi dominati dagli Stati Uniti e dalla Cina hanno indotto le altre principali economie ad avviare o accelerare i negoziati per accordi di libero scambio (cfr. il capitolo 14 nella *Relazione annuale* sul 2024).

Dopo oltre due decenni di trattative, la UE ha finalizzato con i paesi del Mercosur⁴ un accordo di associazione economica e libero commercio, adottato in via interinale per le parti riguardanti la riduzione delle barriere commerciali, in attesa dell'approvazione da parte del Parlamento europeo. All'inizio del 2026 la Commissione europea e il Governo indiano hanno siglato un accordo bilaterale di libero scambio, che prevede una graduale riduzione delle barriere su diverse categorie di beni e nel settore dei servizi.

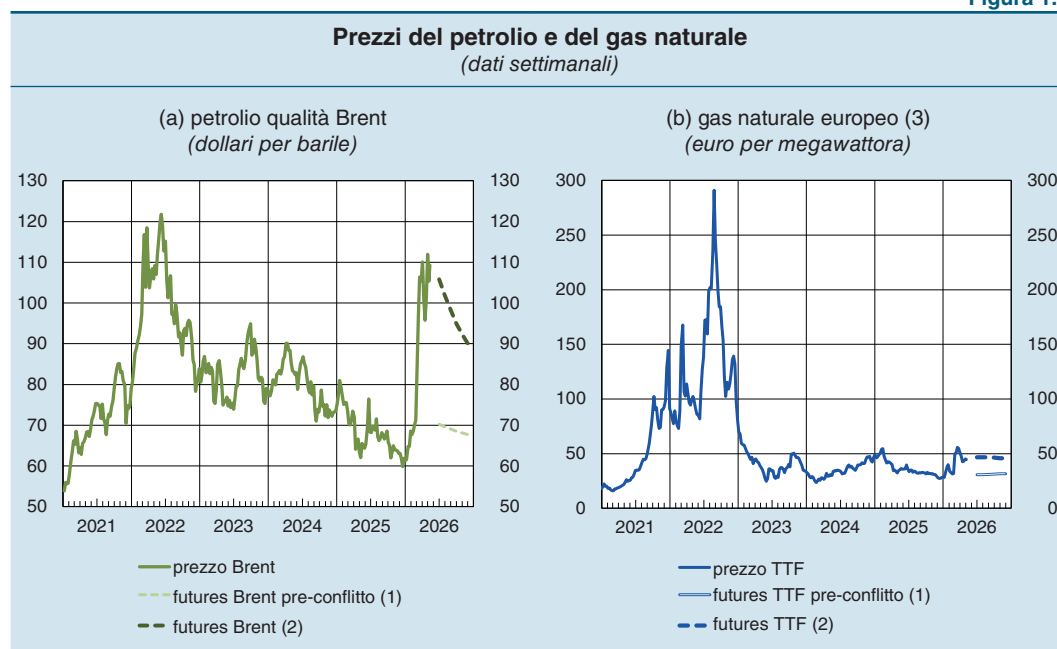
In febbraio, a seguito della sentenza della Corte Suprema degli Stati Uniti che ha cancellato circa la metà dei dazi imposti dall'amministrazione statunitense sui beni importati da molti paesi (inclusi quelli particolarmente elevati nei confronti della Cina), il Presidente Trump ha introdotto un dazio globale temporaneo del 10 per cento che rimarrà in vigore fino alla fine di luglio del 2026; resta aperta la possibilità che vengano

⁴ Argentina, Brasile, Paraguay e Uruguay.

successivamente introdotti dazi definitivi più onerosi (cfr. il riquadro: *I dazi statunitensi dopo la decisione della Corte Suprema*, in *Bollettino economico*, 2, 2026).

I prezzi delle materie prime. – Nel 2025 le condizioni sui mercati delle materie prime energetiche sono rimaste distese: il prezzo del petrolio è sceso a fronte di un eccesso di offerta (fig. 1.2.a), mentre le quotazioni del gas naturale in Europa sono tornate su livelli prossimi a quelli prevalenti prima dell'invasione russa dell'Ucraina (fig. 1.2.b). I prezzi dei metalli hanno invece subito rialzi, trainati dalla domanda di rame, alluminio e altri minerali utilizzati nei comparti delle tecnologie digitali e della generazione e distribuzione di elettricità. Il mercato mondiale dei minerali critici è nel contempo divenuto più frammentato, per effetto dei controlli alle esportazioni esercitati da alcuni paesi.

Figura 1.2



Fonte: London Stock Exchange Group (LSEG).

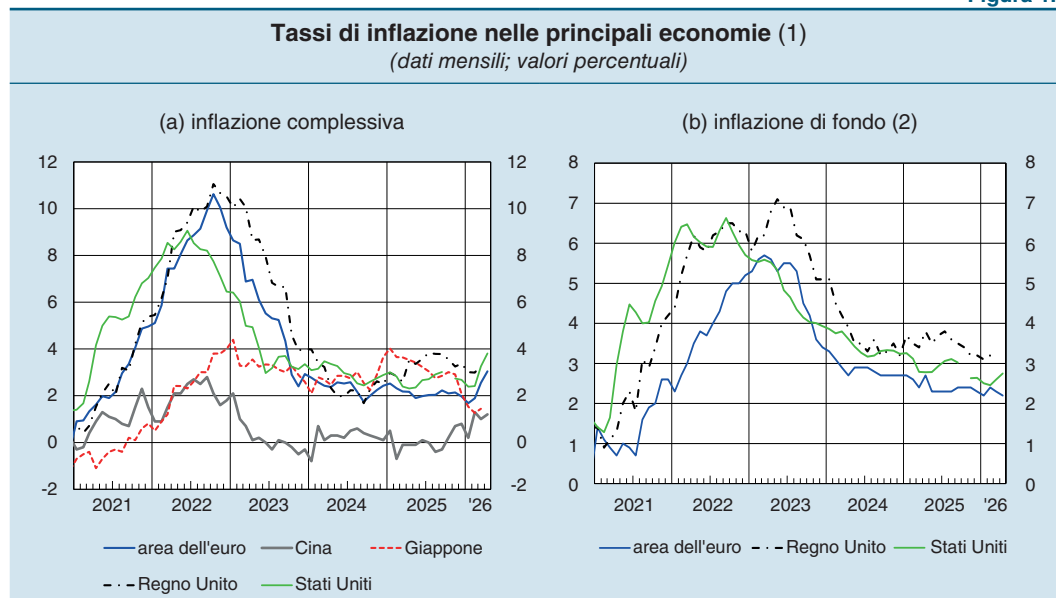
(1) Nella settimana terminante il 27 febbraio 2026. – (2) Nella settimana terminante il 15 maggio 2026. – (3) Prezzo del gas naturale europeo scambiato sul mercato olandese Title Transfer Facility (TTF).

A marzo del 2026, dopo l'inizio del conflitto in Medio Oriente e il blocco dello Stretto di Hormuz (attraverso cui transita abitualmente circa il 20 per cento dell'offerta globale di petrolio, destinata principalmente ai mercati asiatici), gli approvvigionamenti di greggio e di idrocarburi raffinati provenienti dal Golfo Persico si sono quasi completamente interrotti, causando un'impennata delle quotazioni sui livelli più alti degli ultimi tre anni. Anche il prezzo del gas naturale in Europa è fortemente aumentato, essendosi interrotta l'esportazione, e in parte anche la produzione, di gas naturale liquefatto (GNL) di alcuni paesi del Golfo, in particolare del Qatar; da quest'ultimo nel 2025 la UE ha importato circa il 4 per cento dei propri approvvigionamenti.

L'inflazione e le politiche monetarie. – Nel 2025 il processo di disinflazione è proseguito, ma a un ritmo più lento e con andamenti eterogenei tra paesi. L'inflazione

al consumo è restata superiore all'obiettivo della banca centrale in molti paesi avanzati, tra cui gli Stati Uniti, dove i dazi introdotti nell'anno, innalzando il costo dei beni importati, hanno contribuito per almeno mezzo punto percentuale alla crescita dei prezzi (fig. 1.3).

Figura 1.3



Fonte: statistiche nazionali.

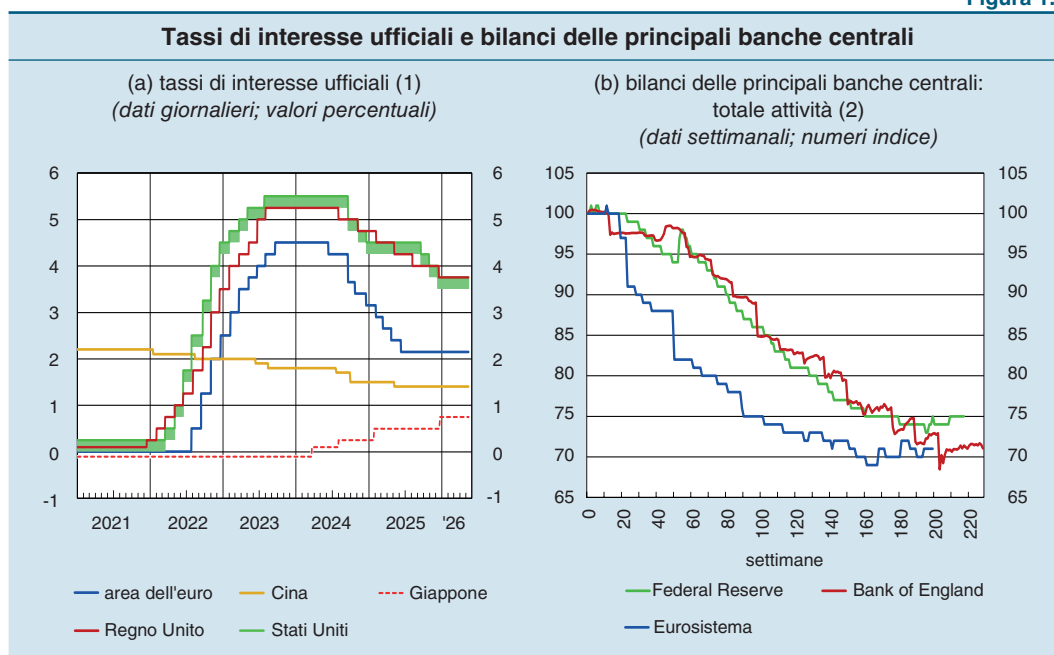
(1) Indice dei prezzi al consumo, variazioni percentuali sul periodo corrispondente dell'anno precedente. L'interruzione della linea degli Stati Uniti dipende dal blocco amministrativo alle attività di raccolta ed elaborazione dati del Bureau of Labor Statistics durante l'ultimo trimestre del 2025. – (2) Inflazione misurata al netto delle variazioni dei prezzi dei beni energetici e alimentari.

La Federal Reserve ha ridotto i tassi di interesse di riferimento di 75 punti base tra settembre e dicembre (fig. 1.4.a), in risposta al deterioramento del mercato del lavoro. Da marzo del 2026 l'incertezza associata agli effetti dello shock dei prezzi energetici ha indotto la Federal Reserve a mantenere i tassi invariati. La Bank of England ha abbassato i tassi di 100 punti base nel corso del 2025, a fronte del progressivo indebolimento del mercato del lavoro e dell'attività economica, pur con un'inflazione al di sopra dell'obiettivo. In Giappone, dove l'aumento dell'inflazione ha riflesso in larga misura il netto deprezzamento dello yen, la Banca centrale ha proseguito con gradualità il processo di normalizzazione monetaria avviato nel 2024, alzando due volte i tassi di riferimento.

Tra i paesi emergenti, l'inflazione è rimasta bassa in Cina, dove la Banca centrale ha proseguito una cauta espansione monetaria, ed è diminuita in India, consentendo la flessione dei tassi di interesse.

La Federal Reserve e la Bank of England hanno proseguito la riduzione dei propri bilanci (*quantitative tightening*) attenuandone significativamente il ritmo, per mantenere sufficiente liquidità nel mercato monetario e prevenire tensioni (fig. 1.4.b). La prima ha inoltre avviato a dicembre acquisti di titoli del Tesoro a breve termine, per mantenere ampia la disponibilità di riserve nel sistema bancario. All'inizio di maggio i bilanci dell'Eurosistema, della Federal Reserve e della Bank of England si collocavano rispettivamente circa 29, 25 e 31 punti percentuali al di sotto dei picchi del 2022.

Figura 1.4



La finanza internazionale

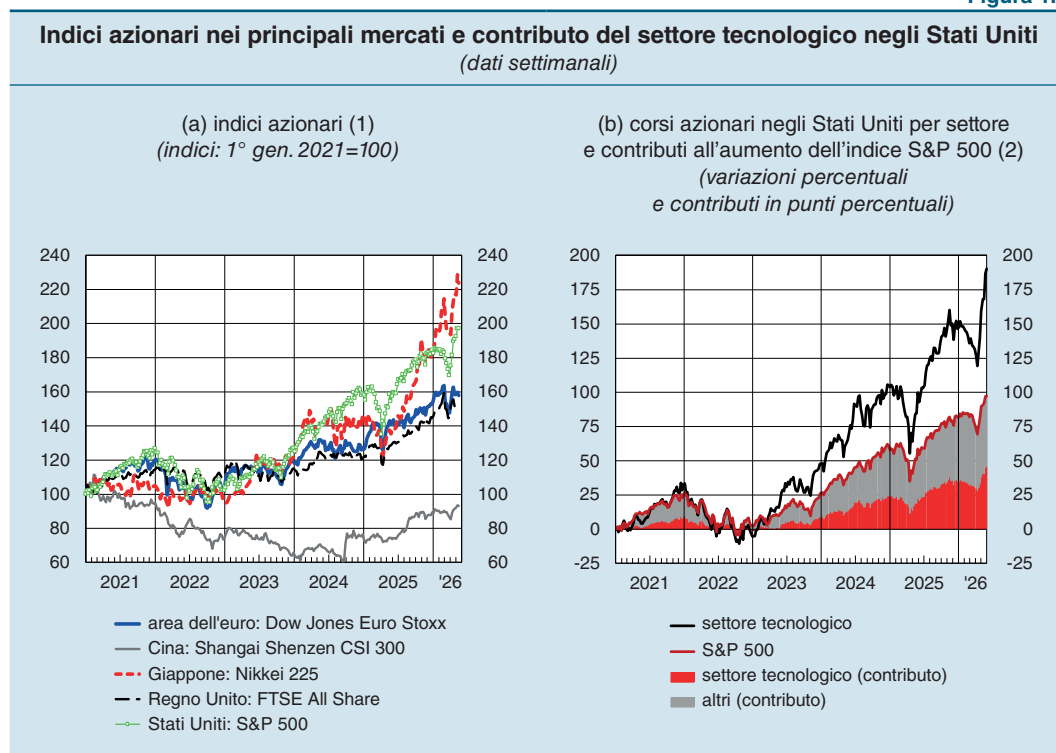
Nel 2025 le condizioni finanziarie globali sono rimaste nel complesso distese, grazie all'aumento generalizzato dei corsi azionari (fig. 1.5.a) e all'indebolimento del dollaro, che nei paesi emergenti ha favorito una riduzione degli oneri sul debito estero e una compressione dei premi per il rischio.

L'incremento dei corsi azionari negli Stati Uniti è stato sospinto dalle grandi imprese del settore tecnologico (fig. 1.5.b). Nonostante il buon andamento degli utili di queste ultime, verso la fine del 2025 si sono diffusi timori circa gli ingenti investimenti effettuati nell'intelligenza artificiale, i cui ritorni vengono percepiti ancora come altamente incerti, determinando evoluzioni delle quotazioni del settore tecnologico assai volatili e mediamente peggiori rispetto a quelle dei comparti tradizionali. Nei primi mesi del 2026, tuttavia, la forte domanda di servizi legati all'intelligenza artificiale e i positivi risultati di bilancio delle imprese tecnologiche hanno favorito una rapida risalita dei loro corsi azionari.

I tassi di interesse a lungo termine hanno mostrato una dinamica eterogenea nel corso del 2025 (fig. 1.6.a), con pressioni al rialzo in alcuni dei maggiori paesi avanzati; tali pressioni sono riconducibili all'elevata incertezza, all'abbondante offerta netta di titoli a lunga scadenza (in seguito alla riduzione dei portafogli detenuti dalle banche centrali e alle necessità di finanziamento degli ampi disavanzi di bilancio), nonché alle preoccupazioni sulle prospettive di finanza pubblica. Negli Stati Uniti, nonostante le tensioni internazionali dovute agli aumenti dei dazi nella prima parte del 2025, i rendimenti sono nel complesso scesi, per

effetto dell'orientamento accomodante della Federal Reserve nella seconda metà dell'anno. In Giappone, in un contesto di normalizzazione della politica monetaria e di incremento delle aspettative di inflazione, i rendimenti hanno raggiunto i livelli più alti da decenni.

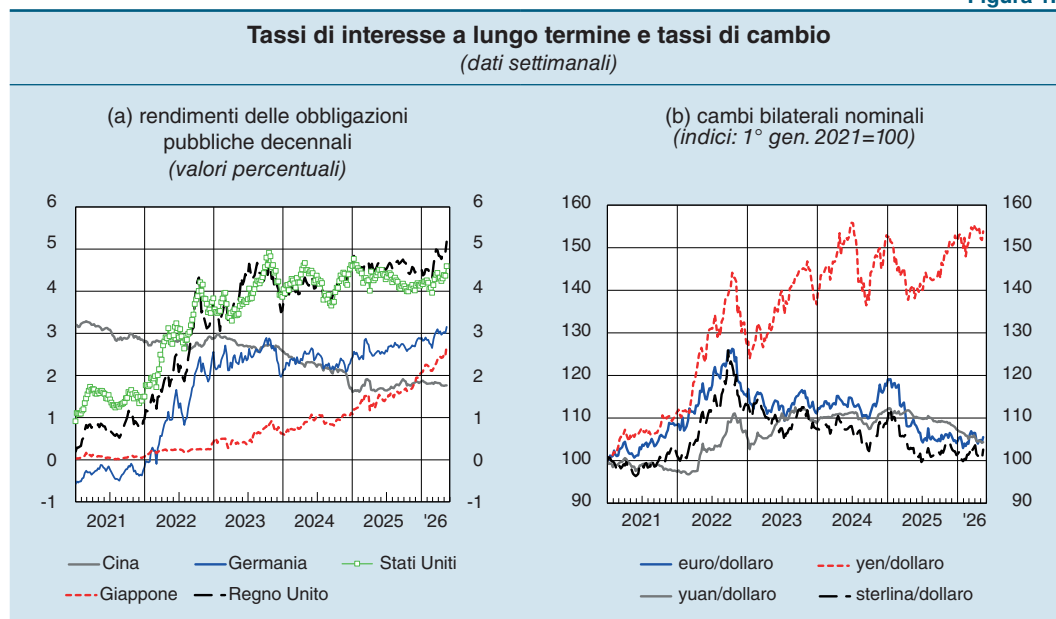
Figura 1.5



Fonte: LSEG.

(1) Indici azionari espressi in valuta locale. – (2) La variazione percentuale dell'indice S&P 500 dal 1° gennaio 2021 è stata scomposta nella somma dei contributi del settore tecnologico e del resto dei settori.

Figura 1.6

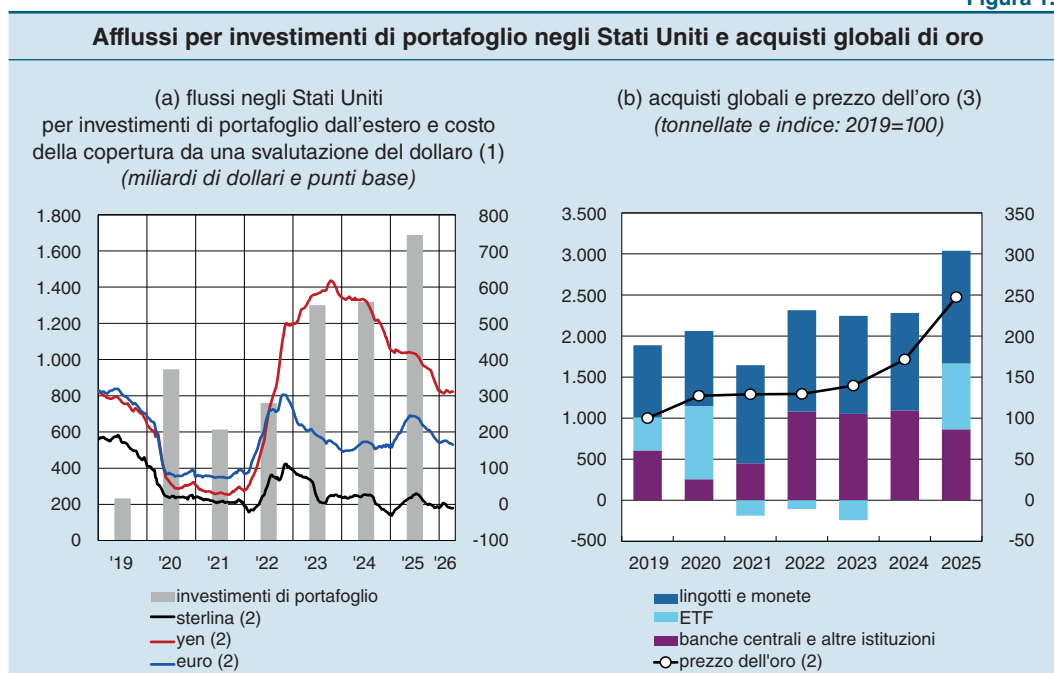


Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

Nel corso del 2025 il dollaro si è indebolito rispetto alle altre principali valute (fig. 1.6.b), riflettendo sia la riduzione del differenziale dei tassi di interesse, sia la crescente incertezza sulla politica economica degli Stati Uniti.

Gli investimenti esteri in attività finanziarie statunitensi hanno continuato a espandersi (fig. 1.7.a), ma gli investitori avrebbero aumentato la copertura dal rischio di cambio, amplificando le pressioni sul dollaro (cfr. il riquadro: *L'indebolimento del dollaro rispetto all'euro nel 2025: una valutazione delle principali determinanti* del capitolo 3).

Figura 1.7



Nel 2025 il prezzo dell'oro è ulteriormente salito (fig. 1.7.b), conseguendo i guadagni più ampi dagli anni settanta. Il rialzo osservato dal 2023 è ascrivibile soprattutto agli acquisti effettuati dalle banche centrali, ai quali si è aggiunta, nel 2025, una notevole crescita della domanda da parte di investitori privati, espressa attraverso i fondi indicizzati *exchange-traded funds* (ETF).

Dalla fine di febbraio le condizioni finanziarie sono peggiorate a livello globale. I tassi di interesse sono saliti soprattutto nelle scadenze a breve termine, riflettendo un aumento delle aspettative di inflazione. I corsi azionari sono scesi nei comparti più sensibili all'andamento del ciclo economico e nelle aree geografiche relativamente più esposte al rincaro delle materie prime energetiche importate. La valuta degli Stati Uniti si è apprezzata, per via dell'elevata domanda internazionale di liquidità in dollari e dello status di esportatore netto di energia del paese, mentre il prezzo dell'oro è sceso.

La cooperazione economica internazionale

Nel 2025 la cooperazione economica internazionale ha conosciuto una discontinuità significativa. Alle pressioni già presenti sul multilateralismo – legate al riequilibrio del peso economico globale verso l'Asia e le grandi economie emergenti, alla competizione tecnologico-industriale e alla persistenza dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente – si è aggiunta la posizione della nuova amministrazione statunitense. Quest'ultima ha ricondotto una parte crescente delle decisioni di politica economica a esigenze di sicurezza, accentuando il riferimento all'interesse nazionale nelle scelte di cooperazione internazionale. Ne è risultata una partecipazione più selettiva e più variabile ai meccanismi multilaterali, che ha inciso anche sui rapporti con le altre economie avanzate.

Tali orientamenti si sono tradotti nell'avvio, già nel gennaio 2025, delle procedure di ritiro degli Stati Uniti dall'Accordo di Parigi, che costituisce il quadro di riferimento dell'azione climatica globale, e dall'Organizzazione mondiale della sanità; nei primi mesi del 2026 è quindi seguito il recesso da 66 organizzazioni intergovernative (di cui 31 entità riferibili alle Nazioni Unite).

In parallelo, pur ribadendo la centralità dell'FMI e del Gruppo Banca Mondiale (World Bank Group, WBG) nell'architettura finanziaria internazionale, gli Stati Uniti hanno chiesto alle due istituzioni una maggiore aderenza al mandato statutario, contestando il progressivo ampliamento di fatto a finalità non riconducibili a quelle originarie (*mission creep*), come il contrasto al cambiamento climatico e l'inclusione sociale. Nel caso dell'FMI, la richiesta statunitense di una più rigorosa aderenza al mandato ha riportato al centro il tema degli squilibri esterni e delle loro implicazioni sistemiche, anche attraverso un rafforzamento degli strumenti analitici impiegati per la valutazione dei saldi delle partite correnti (*external balance assessment*). Nel caso del WBG, la stessa richiesta ha spinto, nel settore energetico, a privilegiare l'accesso dei paesi meno sviluppati a forniture affidabili e a costi accessibili, secondo un approccio neutrale rispetto alle diverse tecnologie.

Le posizioni statunitensi hanno reso ancora più difficile la composizione negoziale nei principali consessi economico finanziari: il G20 ha preservato la funzione inclusiva e il raccordo con le istituzioni finanziarie internazionali (IFI) e con gli organismi preposti alla definizione degli standard, pur sostenendo crescenti difficoltà di mediazione; il G7 ha prodotto risultati operativi, soprattutto su questioni rilevanti per la sicurezza economica, ma entro un perimetro di temi più circoscritto.

Il G20 a Presidenza sudafricana, ispirato a principi di solidarietà, equità e sostenibilità, ha mantenuto l'accento sulle priorità dei paesi emergenti e in via di sviluppo. A luglio del 2025 il comunicato di Durban dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali ha richiamato i temi della crescita, del debito e, più in generale, delle risorse e della governance delle IFI; ne sono seguiti risultati operativi limitati⁵. Nel passaggio alla Presidenza statunitense del 2026 si

⁵ G20, *Finance Track Communiqué. 3rd Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting*, Durban, 17-18 luglio 2025.

sono aggiunte nuove tensioni, fino all'annuncio del mancato invito del Sud Africa alle riunioni del gruppo.

I crescenti vincoli di finanza pubblica delle economie avanzate e la conseguente minore capacità di sostenere i paesi più poveri alimentano la necessità delle banche multilaterali di fungere da catalizzatore dei capitali privati per l'aiuto allo sviluppo, specie a fronte del netto ridimensionamento delle risorse rese disponibili dagli Stati Uniti (cfr. il riquadro: *Le sfide per gli aiuti allo sviluppo fra vincoli di bilancio e nuove priorità*). Il WBG ha risposto a questa tendenza con una maggiore attenzione agli obiettivi occupazionali, perseguiti attraverso il rafforzamento delle infrastrutture, un contesto più favorevole agli investimenti e il coinvolgimento del settore privato. Per l'Africa tale impostazione ha trovato espressione in *Mission 300*, un'iniziativa promossa con la Banca africana di sviluppo per ampliare l'accesso all'elettricità nel continente, e si è riflessa anche nel partenariato avviato con l'Italia.

LE SFIDE PER GLI AIUTI ALLO SVILUPPO FRA VINCOLI DI BILANCIO E NUOVE PRIORITÀ

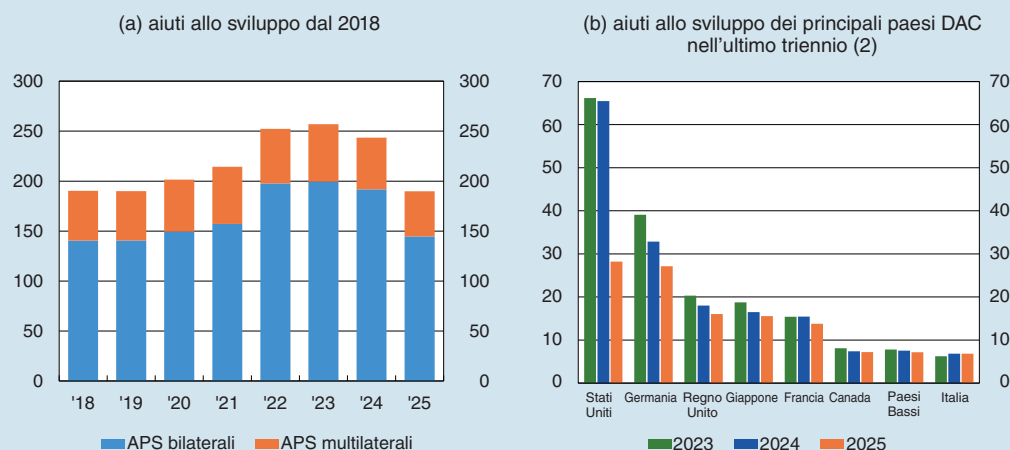
Nel 2025 gli aiuti pubblici allo sviluppo (APS) concessi dalle principali economie avanzate, riunite nel Comitato di assistenza allo sviluppo (Development Assistance Committee, DAC)¹ dell'OCSE, sono diminuiti del 22 per cento, risultando pari a 190 miliardi di dollari: si tratta della contrazione più ampia dalla nascita del Comitato nel 1961, che segue la riduzione del 5 per cento nel 2024 (figura, pannello a). La flessione degli aiuti nel 2025 ha interessato sia la componente bilaterale (-25 per cento) sia quella multilaterale (-12 per cento). L'OCSE prevede un ulteriore calo del 6 per cento nel 2026².

Nel 2025 la contrazione riflette per circa il 70 per cento i tagli degli Stati Uniti, che hanno più che dimezzato i loro aiuti (da 65 a 28 miliardi di dollari), portandoli a un livello analogo a quello della Germania (figura, pannello b). Questa evoluzione si inserisce in un più ampio ripensamento degli Stati Uniti sul proprio ruolo nella cooperazione allo sviluppo, che mira a privilegiare gli interessi nazionali, condizionando gli aiuti bilaterali ad accordi per l'approvvigionamento di minerali critici e per la promozione delle esportazioni e degli investimenti americani. Gli Stati Uniti hanno inoltre drasticamente ridimensionato gli aiuti multilaterali ritirandosi da 66 organizzazioni internazionali.

¹ Gli APS comprendono le donazioni e i prestiti agevolati concessi dagli Stati per promuovere lo sviluppo economico e il benessere dei paesi in via di sviluppo. In questo riquadro si considerano gli APS concessi dai membri del DAC che includono, oltre alle istituzioni della UE, i seguenti 32 paesi: Australia, Austria, Belgio, Canada, Corea del Sud, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Islanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Regno Unito, Repubblica Ceca, Spagna, Slovacchia, Slovenia, Svezia, Stati Uniti, Svizzera, Ungheria. Il DAC svolge tre funzioni principali: definisce standard e buone pratiche della cooperazione allo sviluppo, monitora e rende comparabili i dati sui flussi di aiuti e sottopone le politiche dei paesi membri a revisioni periodiche. Nel tempo altri paesi hanno iniziato a fornire all'OCSE informazioni statistiche sui loro aiuti, ma non contribuiscono a svolgere le funzioni del DAC relative al coordinamento delle politiche di sviluppo. In termini aggregati gli aiuti di questi paesi (pari a 13,3 miliardi di dollari nel 2025) rappresentano il 7 per cento di quelli erogati dai membri del DAC.

² OCSE, *Preliminary official development assistance levels in 2025. Detailed summary note*, 9 aprile 2026. Le stime dell'OCSE sull'andamento degli aiuti nel 2026 non tengono conto dei possibili effetti della crisi in Medio Oriente.

Aiuti allo sviluppo dei membri del DAC (1) (miliardi di dollari; flussi annuali)



Fonte: OCSE.

(1) I dati sono espressi in misura equivalente a sovvenzioni a fondo perduto (*grant-equivalent*) a valori costanti. Gli APS multilaterali comprendono i sussidi e gli altri contributi in conto capitale dei paesi DAC alle istituzioni finanziarie internazionali. – (2) I dati per paese includono sia gli APS bilaterali sia quelli multilaterali.

Seppure più contenuti, tagli sono stati operati anche da altri donatori come Germania, Regno Unito, Giappone e Francia. La riduzione degli aiuti da parte di questi paesi rispecchia l'esigenza di consolidamento dei conti pubblici e l'emergere di nuove priorità politiche (difesa, immigrazione, protezione sociale). A ciò si aggiunge un clima di sfiducia dell'opinione pubblica nei confronti degli aiuti internazionali, in parte legato ai dubbi sulla loro efficacia. L'evidenza empirica rimane controversa, con risultati positivi documentati in settori specifici come salute e istruzione primaria, ma con un impatto incerto a livello macroeconomico³.

Il minore sostegno da parte dei donatori tradizionali ai paesi in via di sviluppo (PVS) non è stato compensato dai paesi emergenti: Cina, India e paesi del Golfo Persico negli ultimi anni hanno ampliato significativamente la propria presenza nei PVS, ma attraverso logiche e strumenti profondamente diversi da quelli del DAC. La Cina in particolare – il cui volume di finanziamenti verso i PVS è difficile da quantificare a causa della scarsa trasparenza dei dati – opera prevalentemente attraverso prestiti commerciali e investimenti infrastrutturali nell'ambito della *Belt and Road Initiative*, condizionati a obiettivi geopolitici e di accesso alle risorse naturali anziché a criteri di sviluppo dei paesi destinatari.

I paesi più esposti alla riduzione degli aiuti sono quelli meno sviluppati (*least developed countries*, LDC)⁴, concentrati nell'Africa sub-sahariana, e destinatari del 25 per cento circa degli APS complessivi. Nel 2025 questi paesi hanno subito un calo

³ Circa la sfiducia dell'opinione pubblica, cfr. S. Oh, *What is aid for? How public views are evolving*, Development Engagement Lab, 3 febbraio 2026. Sull'efficacia degli aiuti allo sviluppo, cfr. A. Dreher, V. Lang e B. Reinsberg, *Aid effectiveness and donor motives*, "World Development", 176, 2024.

⁴ Si tratta di 44 paesi a basso reddito individuati dalle Nazioni Unite sulla base di criteri relativi al reddito, al capitale umano e alla vulnerabilità a shock economici e ambientali.

degli aiuti bilaterali del 26 per cento, assai maggiore di quello osservato nel triennio precedente (-3,5 per cento in media). La contrazione è stata in parte compensata dall'espansione degli aiuti multilaterali, giunti a rappresentare circa la metà del totale. A seguito di queste dinamiche, gli LDC – per i quali gli APS rappresentano in media quasi il 5 per cento del PIL e costituiscono la principale fonte esterna di finanziamento – potrebbero dover ridurre la spesa sociale, in particolare nei settori della salute e dell'istruzione, e incontrare gravi difficoltà nel sostenere il servizio del debito⁵.

In un contesto di risorse limitate le sfide più rilevanti riguardano l'allocazione degli aiuti e il loro impatto macroeconomico; a tale riguardo sono state formulate proposte volte a concentrare i contributi a fondo perduto nei paesi più vulnerabili e ad ampliare il ricorso a strumenti in grado di mobilitare capitale privato in quelli a medio reddito. Inoltre, sul piano della governance, il DAC continua a configurarsi come un organismo rappresentativo delle economie avanzate nonostante il crescente ruolo di quelle emergenti e la richiesta degli Stati beneficiari degli aiuti di partecipare maggiormente alla definizione delle strategie di cooperazione.

⁵ Per ulteriori approfondimenti, cfr. il riquadro: *La situazione debitoria dei paesi poveri* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2024.

Si è intensificato il confronto su risorse e governance delle IFI. Nell'FMI l'attuazione della sedicesima revisione generale delle quote (che ne prevede un aumento del 50 per cento) ha subito ritardi significativi, mentre è in stallo il dibattito sulla riallocazione del potere di voto a favore delle economie emergenti; nel WBG è continuata, con analoga finalità, la revisione della compagine azionaria della International Bank for Reconstruction and Development e della International Development Association.

È proseguita nel G20 la discussione sui temi di regolamentazione e stabilità finanziaria. L'amministrazione statunitense ha guidato anche in questo ambito una ricalibrazione dell'agenda, orientando la discussione verso una riduzione degli oneri regolamentari nell'intermediazione bancaria e non bancaria e verso la definizione di un quadro più favorevole ai nuovi strumenti digitali, in particolare alle *stablecoins*. Resta incompiuta l'attuazione del pacchetto finale di Basilea 3, già non pienamente uniforme tra Stati Uniti, Unione europea e Regno Unito; potrebbe diventare ancora più disomogenea, con il rischio di incentivare l'arbitraggio tra giurisdizioni.

Nel nuovo contesto il G7 ha mantenuto la funzione di coordinamento tra economie avanzate, ma con un'agenda più strettamente ancorata alla cornice della sicurezza economica e un consenso più fragile, conseguito anche attraverso la selezione delle priorità.

Nel comunicato di Banff, a maggio del 2025, i Ministri delle finanze e i Governatori delle banche centrali hanno focalizzato l'attenzione sulle pratiche distorsive, le politiche non di mercato, il conseguente eccesso di capacità produttiva e gli squilibri globali, letti come rischi sistemici e come terreno di confronto strategico

con la Cina. Alcuni contenuti tradizionalmente presenti – i richiami al libero scambio e al ruolo della WTO e la cooperazione fiscale internazionale – sono stati sostanzialmente accantonati, in parte per le divergenze legate alle politiche tariffarie statunitensi.

La sicurezza economica ha assunto un ruolo crescente con riguardo alle catene globali del valore e alla resilienza delle filiere. Il rilievo dei minerali e dei materiali critici – essenziali per le tecnologie verdi, la trasformazione digitale e la produzione di sistemi di difesa – è stato riconosciuto esplicitamente durante il vertice del G7 di Kananaskis a giugno del 2025, a cui hanno partecipato anche Australia, India e Corea del Sud, con l'adozione del *G7 Critical Minerals Action Plan*. In tale ambito si colloca anche la prosecuzione dell'iniziativa *Resilient and Inclusive Supply-chain Enhancement*, avviata dalla Presidenza giapponese nel 2023 e incentrata sull'Africa; il suo perimetro geografico è stato progressivamente ampliato – con le Presidenze italiana prima e canadese poi – ad America latina, Asia centrale e India.

Nel 2025 il sostegno finanziario all'Ucraina ha continuato a rappresentare una priorità per l'azione del G7. È divenuta operativa l'iniziativa *Extraordinary Revenue Acceleration*, concordata sotto la Presidenza italiana nel 2024, che prevedeva la concessione di prestiti a favore dell'Ucraina facendo leva sui proventi generati dalle attività finanziarie russe detenute all'estero e immobilizzate in seguito all'invasione (cfr. il capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2024). Successivamente si è tuttavia osservata una tendenza a strutturare gli interventi al di fuori delle sedi decisionali collegiali del G7, con un coinvolgimento crescente della UE, come nel caso del nuovo programma dell'FMI di febbraio del 2026.

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

2. L'ECONOMIA E LE POLITICHE DI BILANCIO DELL'AREA DELL'EURO

Nel 2025 il PIL dell'area dell'euro è aumentato dell'1,4 per cento, nonostante le tensioni geopolitiche e l'elevata incertezza legata ai dazi statunitensi. L'attività economica ha beneficiato del contributo dei consumi, sia privati sia pubblici, benché la propensione al risparmio delle famiglie sia rimasta su livelli elevati. È stato positivo anche l'apporto degli investimenti, in parte favoriti da una politica monetaria meno restrittiva.

L'inflazione al consumo è tornata attorno al 2 per cento, grazie al rallentamento dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici.

Sui mercati finanziari i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono saliti, in particolare in Germania; nei principali paesi dell'area i differenziali rispetto ai titoli tedeschi si sono ridotti. I corsi azionari sono aumentati marcatamente, guidati da una crescita economica maggiore del previsto e dall'elevata propensione al rischio degli investitori.

Queste tendenze sono proseguite nei primi mesi del 2026. Da marzo il conflitto nel Golfo Persico ha portato a un deterioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese. Il forte incremento dei corsi delle materie prime energetiche si è rapidamente trasmesso ai prezzi dei carburanti, determinando un rialzo dell'inflazione (fino al 3,0 per cento in aprile). Sono seguiti un deciso aumento dei rendimenti su tutte le scadenze e un'ampia correzione dei prezzi delle azioni, poi riassorbita dopo l'annuncio a inizio aprile di una tregua nel conflitto.

Nel 2025 il disavanzo pubblico in rapporto al prodotto nei paesi dell'area è lievemente diminuito, al 2,9 per cento; secondo le più recenti previsioni della Commissione europea, diffuse lo scorso 21 maggio, quest'anno salirebbe al 3,3, riflettendo soprattutto l'aumento atteso in Germania. Il peso del debito pubblico sul PIL è cresciuto dall'88,0 all'88,7 per cento; continuerebbe ad aumentare nel 2026, di 1,5 punti percentuali.

La fase ciclica

Nel 2025 il PIL dell'area dell'euro è aumentato dell'1,4 per cento (mezzo punto in più rispetto al 2024; tav. 2.1); al netto del contributo dell'Irlanda, la cui stima del PIL risente degli effetti delle scelte di localizzazione del capitale intellettuale da parte delle imprese multinazionali, la crescita si è attestata all'1,0 per cento (0,8 nel 2024). Il prodotto ha rallentato nelle principali economie tranne che in Germania, dove l'attività è tornata a crescere debolmente dopo i cali del biennio precedente.

Tavola 2.1

PIL nell'area dell'euro e nei maggiori paesi (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)									
PAESI	Pesi 2025	2023	2024	2025	2025				2026
					1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Area dell'euro (2)	100,0	0,4	0,9	1,4	0,6	0,1	0,3	0,2	0,1
Area al netto dell'Irlanda	–	0,5	0,8	1,0	0,3	0,2	0,3	0,4	0,2
Germania	27,4	-0,9	-0,5	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,2	0,3
Francia	20,0	1,4	1,2	0,8	0,2	0,4	0,6	0,2	0,0
Italia	14,8	0,9	0,8	0,5	0,3	0,0	0,2	0,3	0,2
Spagna	10,6	2,5	3,5	2,8	0,5	0,7	0,6	0,8	0,6
Irlanda	4,1	-2,5	2,6	12,3	7,7	-0,6	0,0	-3,8	-2,0

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.

(1) Valori concatenati. Le serie trimestrali sono destagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 20 paesi. Per il primo trimestre del 2026 il dato si riferisce alla composizione a 21 paesi, a seguito dell'ingresso della Bulgaria.

Nell'area il valore aggiunto è aumentato in tutti i principali settori di attività. È tornato a crescere nell'industria in senso stretto (2,2 per cento; principalmente per via del dato irlandese), sospinto nella prima parte dell'anno dalla necessità di anticipare le vendite verso gli Stati Uniti in vista dei rialzi dei dazi, e – seppure in misura più contenuta – nelle costruzioni (0,6 per cento). Il valore aggiunto nei servizi, cresciuto dell'1,2 per cento, ha beneficiato dell'espansione nel comparto dell'informazione e della comunicazione (dove è proseguita a ritmi sostenuti grazie anche ai processi di transizione digitale), nelle attività professionali e di consulenza tecnica e nel settore del commercio, alloggio e ristorazione.

Tutte le principali componenti della domanda hanno fornito un contributo positivo alla dinamica del PIL. La spesa delle Amministrazioni pubbliche è salita dell'1,6 per cento, quella delle famiglie dell'1,5; in particolare la spesa in beni ha accelerato mentre quella nei servizi ha avuto un incremento più contenuto rispetto al 2024. I consumi delle famiglie hanno invece rallentato nei principali paesi, con l'eccezione della Germania.

In un contesto di elevata incertezza, e a fronte di una decelerazione del reddito disponibile in termini reali (1,0 per cento, da 2,4 nel 2024), la propensione al risparmio delle famiglie è rimasta su livelli superiori a quelli registrati prima della pandemia, al 14,8 per cento (cfr. il riquadro: *Il consumo e il risparmio nell'area dell'euro*). In prospettiva, l'erosione del reddito reale dovuta all'aumento dell'inflazione e il peggioramento della fiducia potrebbero gravare sui consumi, con un'intensità che dipenderà dalla durata del conflitto in Medio Oriente.

IL CONSUMO E IL RISPARMIO NELL'AREA DELL'EURO

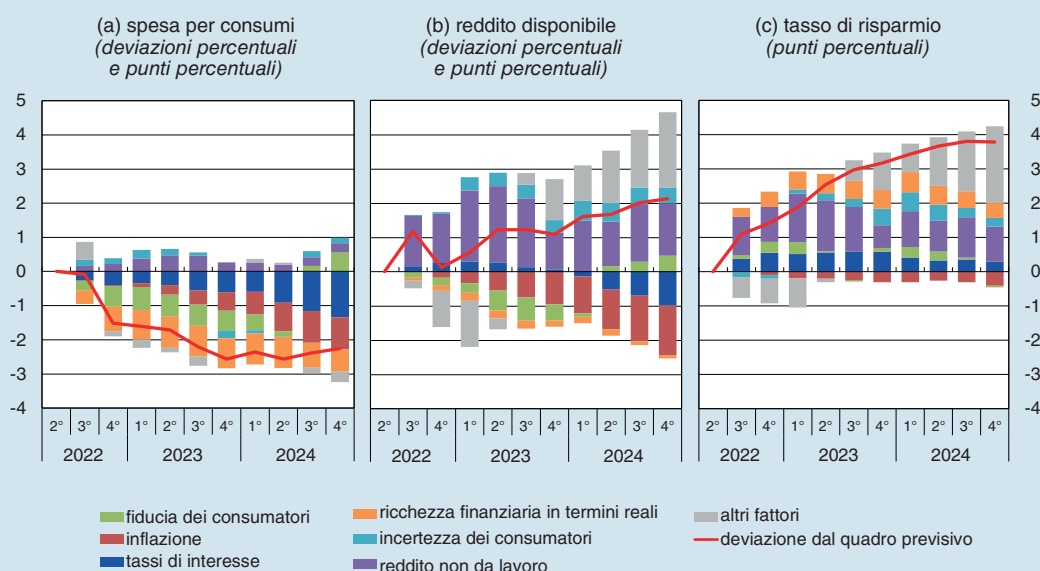
Nel corso del 2021 e nella prima metà del 2022, con il progressivo allentamento delle restrizioni legate alla pandemia, i consumi privati sono stati la

principale determinante della ripresa economica nell'area dell'euro¹. Dalla seconda metà del 2022 la loro dinamica ha perso slancio, risultando inferiore alle attese e più contenuta rispetto a quella del reddito disponibile; di conseguenza il tasso di risparmio delle famiglie è aumentato, raggiungendo livelli molto elevati nel confronto storico (se si escludono gli anni della pandemia).

Un'analisi econometrica² indica che il divario che si è aperto dalla metà del 2022 tra consumi attesi ed effettivi (circa il 2 per cento) è spiegato per quasi la metà dal rialzo dei tassi di interesse e per il resto dall'aumento dell'inflazione, dalla necessità di ricostituire la ricchezza finanziaria erosa e dalla bassa fiducia dei consumatori (figura A, pannello a). La dinamica superiore alle attese del reddito disponibile è stata invece sospinta dal forte aumento dei redditi da proprietà e dalle misure di sostegno legate alla crisi energetica (figura A, pannello b). Tuttavia queste determinanti spiegano solo in parte il divario fra

Figura A

**Spesa per consumi, reddito e tasso di risparmio
nell'area dell'euro: deviazioni rispetto al quadro previsivo e relative scomposizioni (1)**
(dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Commissione europea ed Eurostat.

(1) Dati dal 2° trimestre del 2022 al 4° del 2024. Per deviazione dal quadro previsivo si intende la differenza tra i valori osservati e quelli previsti nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema pubblicato a giugno del 2022. Per i tassi di interesse si considera il contributo alla deviazione derivante dalla differenza tra i tassi di interesse a breve e a lungo termine osservati e le corrispondenti ipotesi sottostanti alle proiezioni dell'esercizio indicato. Per le altre variabili si riporta il contributo della differenza tra i valori osservati e quelli previsti da un modello vettoriale autoregressivo bayesiano (*Bayesian vector autoregression*, BVAR) per l'area dell'euro, relativamente a: inflazione, fiducia dei consumatori, redditi diversi da quelli da lavoro dipendente (include anche redditi da proprietà e misure di sostegno legate alla crisi energetica), incertezza dei consumatori ricavata dalle indagini della Commissione europea, ricchezza finanziaria netta reale delle famiglie. La voce altri fattori include, oltre all'errore di previsione non spiegabile dal BVAR, i redditi da lavoro, il tasso di disoccupazione e altre variabili macroeconomiche incluse nel BVAR.

¹ Il recupero dei consumi è stato inizialmente trainato dalla domanda di beni durevoli, a fronte della ripresa più lenta e graduale dei consumi di servizi; cfr. *Monetary policy after a perfect storm: festina lente*, intervento del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta alla 3^a Conferenza internazionale di politica monetaria organizzata dalla Banca di Finlandia *Monetary policy in low and high inflation environments*, Helsinki, 26 giugno 2024.

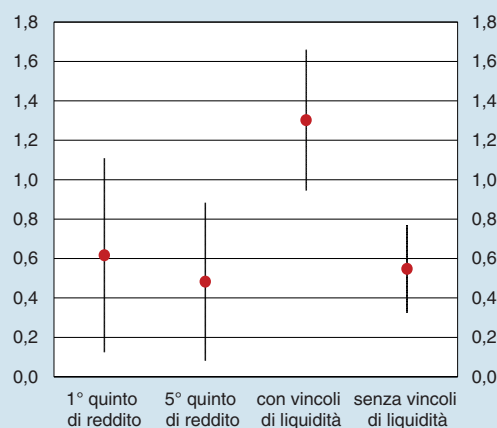
² D. Ceci, C. Pacella e F. Venditti, *Consumption and saving in the euro area after Covid: a scenario analysis*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

redditi e consumi e, di conseguenza, l'aumento del tasso di risparmio, che appare quindi eccezionale rispetto alle regolarità storiche (figura A, pannello c).

L'elevato tasso di risparmio avrebbe riflesso anche fattori distributivi, come l'incremento relativo dei redditi delle famiglie più abbienti, che rispetto alle altre tendono a spendere una quota minore delle proprie entrate. Tra il 2022 e il 2023 l'inflazione ha registrato un aumento significativamente più marcato per i nuclei appartenenti ai quinti di reddito più bassi, riflettendo la natura prevalentemente energetica dello shock inflazionistico e la maggiore incidenza delle spese per energia nei loro panieri di consumo; ne è derivata una più intensa erosione del loro potere d'acquisto³. Anche l'aumento dell'incertezza avrebbe avuto un impatto significativo, più difficile da quantificare con dati aggregati⁴ ma evidente nelle analisi basate su dati granulari⁵. L'incertezza sul proprio reddito futuro, misurata nella *Consumer Expectations Survey* (CES) della BCE, è aumentata notevolmente dalla seconda metà del 2021, raggiungendo un picco all'inizio del 2023, all'apice della crisi energetica, e rimanendo da allora su livelli elevati. Secondo un nostro studio⁶, l'aumento dell'incertezza si associa a un incremento del tasso di risparmio, che è più marcato per le famiglie con redditi più bassi e, soprattutto, per quelle con vincoli di liquidità (figura B)⁷.

Figura B

Effetto dell'incertezza sul tasso di risparmio nell'area dell'euro rispetto alle condizioni economiche delle famiglie (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati CES.

(1) La figura mostra la variazione del tasso di risparmio in risposta a uno shock pari a una deviazione standard dell'incertezza sul reddito percepita dalle famiglie. Le stime sono ottenute separatamente per quinti di reddito e per famiglie con e senza vincoli di liquidità. Le barre rappresentano intervalli di confidenza al 95 per cento, con errori standard clusterizzati a livello familiare.

³ F. Corsello e M. Riggi, *Inflation is not equal for all: the heterogeneous effects of energy shocks*, "European Economic Review", 187, 2026, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Temi di discussione*, 1429, 2023; N. Dausà i Noguera, G. Kocharkov e O. Kouvas, *Episodio di elevata inflazione nel periodo 2021-2023 e disuguaglianze: indicazioni tratte dall'indagine sulle aspettative dei consumatori*, in BCE, *Bollettino economico*, 7, 2025, pp. 90-107.

⁴ K. Jurado, S.C. Ludvigson e S. Ng, *Measuring uncertainty*, "American Economic Review", 105, 3, 2015, pp. 1177-1216.

⁵ O. Coibion, D. Georgarakos, Y. Gorodnichenko, G. Kenny e M. Weber, *The effect of macroeconomic uncertainty on household spending*, "American Economic Review", 114, 3, 2024, pp. 645-677.

⁶ G. Bulligan e P. Farroni, *Explaining the recent dynamics of the saving rate in the euro area: evidence from the Consumer Expectations Survey*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁷ Sull'importanza dell'eterogeneità dei redditi delle famiglie per spiegare la dinamica dei consumi in risposta a un aumento dell'incertezza macroeconomica, cfr. J.J. Oh e A. Rogantini Picco, *Macro uncertainty, unemployment risk, and consumption dynamics*, "International Economic Review", 66, 1, 2025, pp. 287-312.

L'eccesso di risparmio ha implicazioni per la trasmissione degli shock macroeconomici⁸. Le famiglie dell'area dell'euro hanno accumulato risparmi nettamente in eccesso rispetto a quanto prevedibile sulla base della tendenza precedente la pandemia; ciò potrà attenuare la trasmissione della politica monetaria della BCE all'attività economica e all'inflazione. L'eccesso di risparmio infatti accresce lo stock di ricchezza al quale le famiglie possono attingere per sostenere i propri consumi, riducendo l'impatto della restrizione monetaria.

⁸ A. Foschi, S. Pica e M. Riggi, *Many too many: excess savings and the transmission of macroeconomic shocks*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione; sullo stesso tema, cfr. T.R. Ferreira, N. Gornemann e J.L. Ortiz, *Household excess savings and the transmission of monetary policy*, "International Journal of Central Banking", 21, 2, 2025.

Gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 2,9 per cento, dopo la contrazione del 2024; la crescita è stata pari all'1,7 per cento se si esclude il contributo eccezionale della spesa in proprietà intellettuale dell'Irlanda. Sono tornati a salire quelli in costruzioni (1,5 per cento; 3,0 per la componente non residenziale), favoriti dal miglioramento delle condizioni finanziarie. Gli acquisti di macchinari e attrezzature hanno registrato un incremento dell'1,4 per cento, trainati dai mezzi di trasporto (2,0 per cento). L'espansione degli investimenti in proprietà intellettuale è stata sostenuta (3,7 per cento, al netto dell'Irlanda).

Sulla dinamica degli investimenti ha inciso una pluralità di fattori, tra cui l'aumento delle spese per la difesa, l'orientamento espansivo della politica di bilancio in alcuni paesi e l'avanzamento dei processi di transizione digitale ed ecologica. L'andamento dell'attività è stato più favorevole nei comparti manifatturieri a maggiore intensità tecnologica e nei servizi alle imprese legati alla digitalizzazione, segnalando che la ripresa degli investimenti è prevalentemente orientata al rinnovamento tecnologico e a una revisione dei processi produttivi volta ad aumentarne l'efficienza.

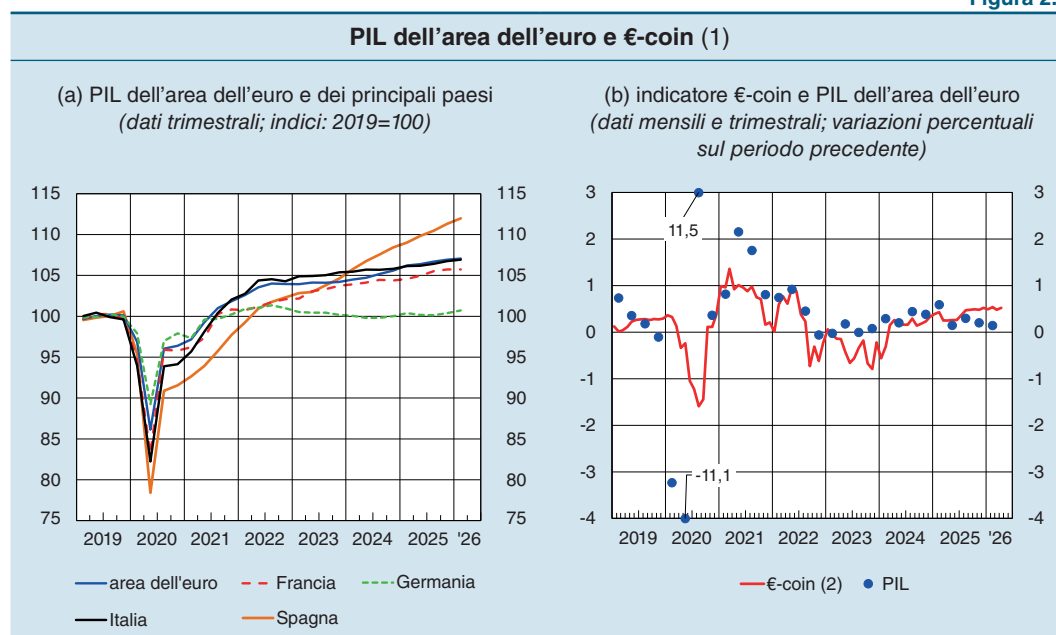
L'accumulazione di capitale ha accelerato in Italia e in Spagna mentre è aumentata in misura marginale in Francia; in Germania si è nuovamente ridotta, ma meno dell'anno precedente. In Italia e in Spagna è proseguita la crescita della spesa in costruzioni non residenziali, sospinta dall'attuazione dei progetti dei piani nazionali di ripresa e resilienza (cfr. per l'Italia il riquadro: *L'attuazione del PNRR nelle sue fasi conclusive* del capitolo 4). In Spagna è stata robusta anche l'espansione dell'edilizia residenziale, sostenuta dall'aumento della domanda, che ha determinato anche un marcato incremento dei prezzi delle abitazioni. In Germania il settore delle costruzioni, che ha attraversato una fase prolungata di debolezza, sta traendo impulso da un nuovo pacchetto di incentivi fiscali, in parte indirizzati al rinnovamento infrastrutturale.

L'interscambio commerciale ha fornito un contributo negativo al prodotto, a causa di una crescita delle importazioni (3,6 per cento) superiore a quella delle esportazioni (2,1 per cento): le prime sono state sostenute anche dal maggiore flusso di beni manufatti proveniente dalla Cina, favorito dalla riduzione dei prezzi all'importazione (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina sui prezzi al consumo nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 3, 2025); le seconde sono cresciute

nettamente nel primo trimestre del 2025, in vista dei maggiori dazi annunciati dagli Stati Uniti, per poi stagnare nel resto dell'anno.

Nel primo trimestre del 2026 il PIL dell'area ha continuato ad aumentare, sebbene a tassi modesti (0,1 nel primo trimestre; fig. 2.1.a), plausibilmente sostenuto dalla domanda estera, a fronte di un rallentamento di quella interna. L'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che fornisce mensilmente una stima della dinamica del prodotto dell'area depurata dalla volatilità di breve periodo, è rimasto su livelli positivi (fig. 2.1.b).

Figura 2.1



Fonte: Banca d'Italia, Eurostat e Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) I dati per l'area dell'euro includono la Bulgaria. – (2) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indicatori coincidenti del ciclo economico dell'area dell'euro (€-coin) e dell'Italia (Ita-coin)* e sul sito della Banca d'Italia: [Indicatore ciclico coincidente dell'economia dell'area dell'euro \(€-coin\)](#).

Nel 2025 l'occupazione nell'area ha continuato a crescere (0,7 per cento), seppure a ritmi più moderati rispetto all'anno precedente, con dinamiche eterogenee tra paesi. L'incremento è risultato particolarmente consistente in Spagna, più contenuto in Italia (cfr. il capitolo 7) e sostanzialmente nullo in Francia e in Germania. A livello settoriale l'espansione ha interessato prevalentemente le costruzioni e i servizi privati, in particolare le attività immobiliari e finanziarie; nel comparto manifatturiero, al contrario, l'occupazione si è ridotta ed è diminuito il numero delle ore lavorate per addetto. La crescita, che ha interessato pure il lavoro autonomo, è stata sospinta soprattutto dall'ulteriore aumento del numero dei dipendenti a tempo indeterminato, che riflette anche la maggiore permanenza nel mercato del lavoro delle fasce più anziane della popolazione. È invece proseguita la riduzione degli impieghi a termine, più sensibili alle fluttuazioni cicliche.

Nella media dell'area il tasso di occupazione è salito di 0,3 punti percentuali rispetto all'anno precedente, al 70,8 per cento, assorbendo quasi interamente l'espansione dell'offerta di lavoro; il tasso di disoccupazione è rimasto pressoché invariato su livelli storicamente contenuti (6,4 per cento). Nel corso del 2025

l'incidenza dei posti vacanti si è progressivamente ridotta, riportandosi su valori prossimi a quelli pre-pandemici (fig. 2.2).

I dati relativi al primo trimestre del 2026 segnalano un rallentamento dell'occupazione nei principali paesi dell'area, con la sola eccezione della Spagna, dove rimane particolarmente rilevante il contributo dei flussi migratori. Il progressivo indebolimento della domanda di lavoro potrebbe contribuire a mitigare le pressioni salariali al rialzo derivanti da una maggiore inflazione, connessa con lo shock energetico causato dal conflitto in Medio Oriente¹.

I prezzi e i costi

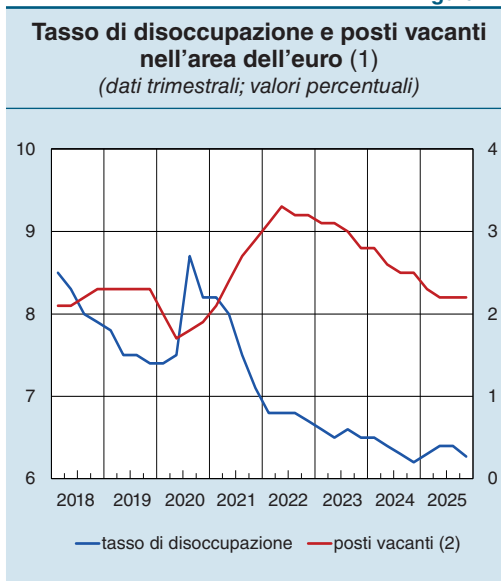
Nel 2025 l'inflazione al consumo è scesa al 2,1 per cento (dal 2,4 nel 2024); al netto delle componenti più volatili è diminuita al 2,4 per cento (dal 2,8). Il calo è dipeso dal rallentamento dei prezzi sia dei beni industriali non energetici sia dei servizi (fig. 2.3).

I prezzi sono aumentati in misura più contenuta in Italia e in Francia (1,6 e 0,9 per cento, rispettivamente) rispetto a Germania e Spagna (2,3 e 2,7 per cento). Le differenze riflettono andamenti eterogenei della componente energetica.

A seguito del conflitto in Medio Oriente, a marzo scorso si è osservato un rapido rincaro dei carburanti e, in misura minore, delle utenze domestiche. Le componenti di fondo sono rimaste pressoché stabili, così come quella degli alimentari. In aprile l'inflazione è salita al 3,0 per cento (fig. 2.3), riflettendo ulteriori rincari dei beni energetici.

Per rispondere in modo coordinato all'aumento dei prezzi dell'energia, il 19 marzo il Consiglio europeo ha invitato la Commissione a: (a) presentare un pacchetto di misure temporanee e mirate; (b) proporre azioni concrete, anche in collaborazione con gli Stati membri, volte a ridurre i prezzi dell'elettricità e la loro volatilità, preservando i segnali di prezzo in modo da favorire gli investimenti a lungo termine e sostenendo l'accelerazione della produzione di energia rinnovabile e a basse emissioni di carbonio; (c) rispettare l'impegno di presentare una proposta di revisione del Sistema per lo scambio delle quote di emissione di gas a effetto serra dell'Unione europea (*European Union Emissions Trading System*, EU-ETS) entro luglio del 2026. Ha inoltre invitato Parlamento europeo, Consiglio della UE e Commissione a concordare un piano sulle infrastrutture della rete elettrica, e gli Stati membri insieme alla Commissione ad accelerare il programma relativo

Figura 2.2



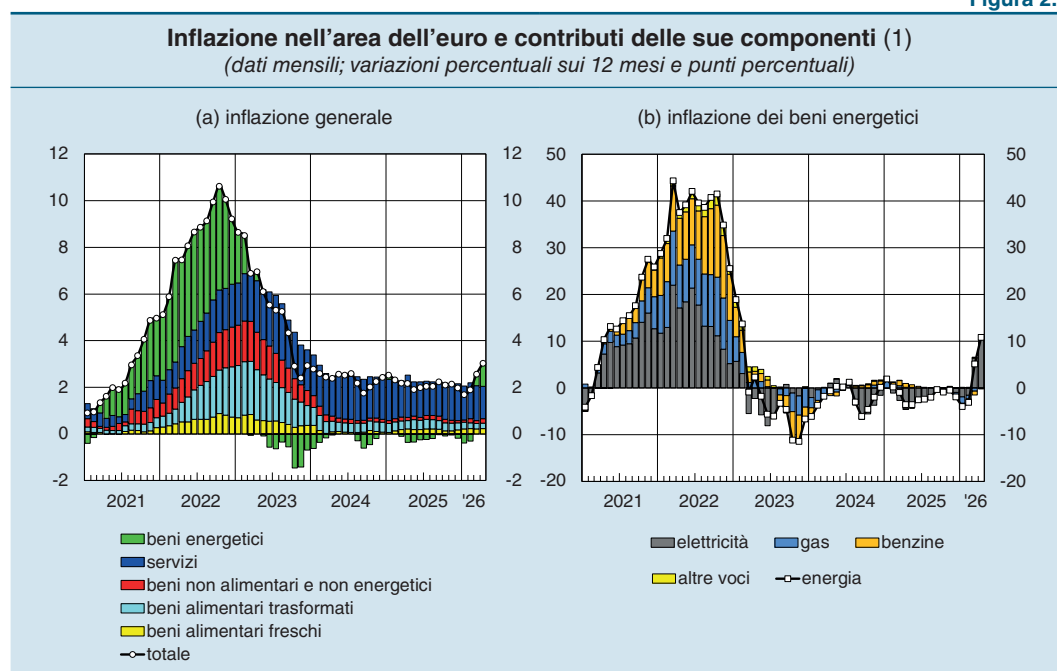
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) L'incidenza dei posti vacanti è calcolata come percentuale sulle forze di lavoro. – (2) Scala di destra.

¹ O. Arce e D. Sondermann, *Low unemployment, plenty of labour: what does it imply for wage pressures?*, "The ECB Blog", 9 marzo 2026.

all'Unione dell'energia. Con la comunicazione dello scorso 22 aprile², la Commissione ha indicato varie linee di intervento per proteggere famiglie e imprese dai picchi dei prezzi dell'energia e velocizzare la transizione verso fonti di energia "pulite"³. Il piano prevede, tra l'altro, un maggiore coordinamento a livello europeo nella gestione degli stoccaggi di gas naturale e nell'utilizzo delle riserve strategiche di petrolio, nonché la definizione futura di un obiettivo di elettrificazione dei consumi⁴.

Figura 2.3



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, aggiornati con i dati definitivi del 20 maggio 2026.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Nel 2025 la dinamica delle retribuzioni nell'area dell'euro è rimasta sostenuta, pur se in attenuazione rispetto al 2024: hanno rallentato sia le retribuzioni contrattuali⁵ (al 2,8 per cento, dal 4,5) sia quelle orarie effettive (al 3,8, dal 4,2). In entrambi i casi la crescita è stata superiore all'inflazione, contribuendo ulteriormente al recupero del potere d'acquisto perso nel biennio 2021-22 (cfr. il riquadro: *La dinamica recente della quota del lavoro sul valore aggiunto in Italia e nell'area dell'euro* del capitolo 8). La decelerazione è stata particolarmente pronunciata in Germania per il venire meno delle componenti una tantum erogate durante il picco inflativo, e nei Paesi Bassi. Grazie anche alla crescita della produttività, il costo del lavoro per unità di prodotto ha rallentato nettamente (al 3,1 per cento, dal 4,5 nel 2024).

² Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. AccelerateEU - Unione dell'energia. Energia sicura e a prezzi accessibili grazie a un'azione accelerata*, COM(2026) 370 final, 22 aprile 2026.

³ Inoltre il 29 aprile la Commissione ha adottato un quadro temporaneo per gli aiuti di Stato, operativo fino al 31 dicembre 2026, per consentire agli Stati membri di mitigare gli effetti della crisi in Medio Oriente su alcuni dei settori più esposti dell'economia: agricoltura, pesca, trasporti e industrie ad alta intensità energetica.

⁴ Con elettrificazione dei consumi si intende il processo di sostituzione delle fonti energetiche fossili con l'energia elettrica prodotta da fonti rinnovabili.

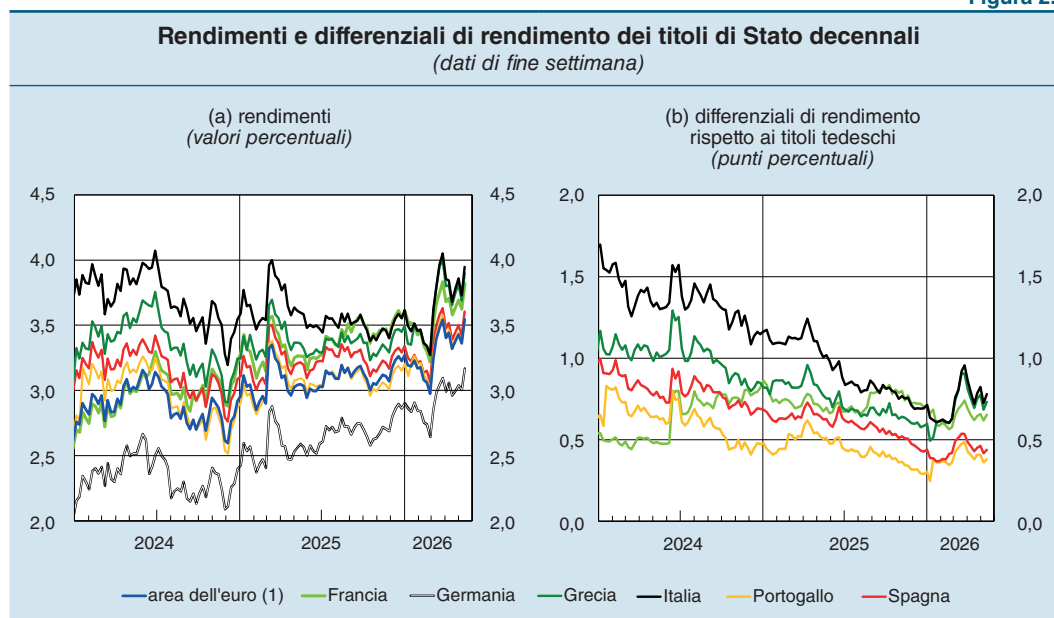
⁵ Il dato include i pagamenti una tantum.

Nei primi mesi del 2026 la dinamica delle retribuzioni contrattuali ha continuato a indebolirsi. Il *wage tracker* della BCE – indicatore che misura gli incrementi salariali dei soli contratti attivi – segnala una crescita del 2,6 per cento nella media dell'anno (al netto delle componenti una tantum), con un rallentamento diffuso tra paesi e settori⁶. Nonostante l'elevata incertezza associata all'acuirsi delle tensioni geopolitiche, i rischi di trasmissione dell'attuale shock energetico alle dinamiche salariali nel breve periodo appaiono contenuti. Ciò riflette sia l'assetto istituzionale della contrattazione collettiva nei principali paesi sia la quota limitata di contratti in scadenza nei prossimi mesi.

I mercati finanziari

Nel 2025 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono saliti (fig. 2.4.a) in misura eterogenea tra paesi. Il rialzo è stato particolarmente marcato in Germania (49 punti base), dove gli annunci di ampi piani di espansione della spesa pubblica per la difesa e per le infrastrutture hanno determinato un aumento delle attese di offerta di titoli. In Francia l'incremento (37 punti) ha riflesso in larga parte la persistente incertezza politica e il deterioramento delle prospettive di risanamento delle finanze pubbliche. Il rendimento decennale italiano è rimasto sostanzialmente invariato. I differenziali di rendimento rispetto ai titoli decennali tedeschi si sono ridotti nei principali paesi dell'area (fig. 2.4.b); la contrazione è stata più ampia in Italia, favorita dal miglioramento del merito di credito sovrano (cfr. il capitolo 13).

Figura 2.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, greci, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi, ponderata con il PIL.

⁶ BCE, *New data release: ECB wage tracker indicates negotiated wage pressures stable in 2026*, comunicato stampa del 6 maggio 2026.

In un contesto di elevata propensione al rischio sui mercati globali, i corsi azionari dell'area sono saliti del 20 per cento⁷, sospinti anche da una crescita economica maggiore del previsto. L'annuncio di nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense all'inizio di aprile ha innescato una significativa ma temporanea flessione delle quotazioni; nella seconda metà dell'anno i listini sono cresciuti in misura sostenuta, trainati dal comparto finanziario e industriale.

I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie si sono ridotti sia nel segmento *investment grade* (22 punti base) sia in quello *high yield* (13 punti base), sebbene le emissioni si siano mantenute su livelli elevati. Al calo ha contribuito la forte domanda degli investitori, in presenza di volatilità contenuta.

Dopo lo scoppio del conflitto nel Golfo Persico i rendimenti dei titoli di Stato dei principali paesi dell'area sono saliti marcatamente, spinti da timori di aumento dell'inflazione e di un deterioramento delle prospettive di crescita; per i titoli italiani il rendimento decennale si è portato brevemente al di sopra del 4 per cento e il differenziale rispetto al titolo tedesco è tornato a toccare 95 punti base (cfr. il capitolo 13). I corsi azionari dell'area hanno subito un'ampia correzione, più pronunciata che negli Stati Uniti, in ragione della maggiore esposizione dell'economia europea allo shock energetico. L'annuncio di una tregua, all'inizio di aprile, ha favorito un recupero dei corsi azionari e una parziale riduzione dei rendimenti.

Le politiche di bilancio

Dopo il calo di quasi mezzo punto percentuale registrato nel 2024, lo scorso anno l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro⁸ è ancora lievemente diminuito (di 0,1 punti percentuali, al 2,9 per cento del PIL). La spesa per interessi è risultata stabile all'1,9 per cento del prodotto, mentre il moderato aumento delle spese primarie (0,3 punti, al 47,8 per cento del prodotto) è stato più che compensato da maggiori entrate (0,5 punti, al 46,8 per cento).

La dinamica aggregata sottende una significativa eterogeneità. A fronte di una sostanziale invarianza in Germania, il disavanzo è diminuito in Francia, in Italia (cfr. il capitolo 10) e in Spagna. Come nel 2024, l'Italia è stata l'unica tra le principali economie europee a conseguire un avanzo primario (0,8 per cento del PIL).

Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto nei paesi dell'area è aumentato di 0,8 punti percentuali (all'88,7 per cento del PIL)⁹: il disavanzo primario e l'aggiustamento stock-flussi (ossia l'insieme dei fattori che influenzano diversamente il debito e l'indebitamento netto) hanno più che compensato l'effetto ancora favorevole

⁷ La variazione si riferisce all'indice generale azionario Datastream per l'area.

⁸ I dati relativi all'indebitamento netto e al debito pubblico nella media dell'area dell'euro in rapporto al prodotto includono la Bulgaria, che ha adottato l'euro dal 1° gennaio del 2026.

⁹ Il valore non include quello dei titoli in circolazione emessi dalla Commissione europea per finanziare le sovvenzioni erogate mediante il Dispositivo per la ripresa e la resilienza. Per il complesso dei paesi della UE, tali trasferimenti ammontavano all'1,3 per cento del PIL alla fine del 2025 (1,1 alla fine del 2024).

del differenziale tra la crescita del prodotto nominale e l'onere medio del debito. L'incidenza del debito sul PIL è scesa in Spagna (di 1 punto percentuale del PIL) ed è salita in Francia (di 2,9), in Italia (di 2,4) e in Germania (di 1,3).

Nelle più recenti stime della Commissione europea, diffuse lo scorso 21 maggio, per quest'anno l'indebitamento netto nell'area dell'euro in rapporto al prodotto aumenterebbe (al 3,3 per cento), riflettendo soprattutto l'espansione di bilancio attesa in Germania; anche il debito crescerebbe ancora, di 1,5 punti percentuali.

A fronte di uno scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (*output gap*) leggermente negativo (0,4 punti percentuali in media nel biennio), la politica di bilancio nell'area dell'euro risulterebbe sostanzialmente neutrale sia nel 2025 sia nell'anno in corso. Lo scorso novembre la Commissione riteneva tale orientamento appropriato¹⁰; suggeriva di rispettare le traiettorie di spesa netta delineate nei piani strutturali di medio termine e di sfruttare la flessibilità offerta dalla clausola di salvaguardia relativa alle spese per la difesa riconosciuta con il piano *ReArm Europe/Readiness 2030*¹¹. All'interno dell'area, 13 paesi¹², fra cui la Germania, hanno richiesto l'attivazione della clausola; inoltre 14 paesi¹³, tra i quali Francia, Italia e Spagna, hanno richiesto e ottenuto l'accesso ai prestiti dello strumento europeo SAFE, per un ammontare complessivo di circa 68 miliardi¹⁴.

Tra la fine del 2025 e lo scorso aprile le istituzioni europee hanno definito e approvato un pacchetto di aiuti a favore dell'Ucraina¹⁵ a fronte delle esigenze del paese per il biennio 2026-27; è incluso un prestito di 90 miliardi finanziato attraverso il ricorso al mercato da parte della Commissione (cfr. il capitolo 1).

Nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, principale strumento del programma *Next Generation EU* (NGEU), è stato finora erogato ai paesi della UE circa il 70 per cento delle risorse previste (405 miliardi, di cui 248 sotto forma di sovvenzioni; tav. 2.2). Tra le principali economie dell'area, la Francia – che ha definito un piano di entità relativamente contenuta – è il paese che ha ricevuto più fondi rispetto a quelli assegnati (circa l'85 per cento), seguita dalla Germania (80), dall'Italia (79; cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR nelle sue fasi conclusive* del capitolo 4) e dalla Spagna (70). Alla fine dello scorso anno, a fronte dei 393 miliardi versati ai paesi membri dell'Unione, la spesa

¹⁰ Commissione europea, *Raccomandazione di raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro*, COM(2025) 957 final, 25 novembre 2025. All'inizio del 2026 il Consiglio ha condiviso queste valutazioni.

¹¹ Commissione europea e Alto rappresentante dell'Unione europea per gli affari esteri e la politica di sicurezza, *Libro bianco congiunto sulla prontezza alla difesa europea per il 2030*, JOIN(2025) 120 final, 19 marzo 2025. Il piano della Commissione mira a mobilitare fino a 800 miliardi per rafforzare la capacità di difesa europea, sia consentendo ai paesi di attivare la già citata clausola di salvaguardia, sia mediante i prestiti di SAFE (cfr. il riquadro: *La spesa per la difesa nei paesi della UE* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2024).

¹² Si tratta di Austria, Belgio, Bulgaria, Croazia, Estonia, Finlandia, Germania, Grecia, Lettonia, Lituania, Portogallo, Slovacchia e Slovenia.

¹³ I paesi dell'area che hanno ottenuto l'accesso ai fondi di SAFE sono Belgio, Bulgaria, Cipro, Croazia, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Lettonia, Lituania, Portogallo, Slovacchia e Spagna.

¹⁴ Il totale sale a 130 miliardi se si considerano tutti i paesi della UE, soprattutto per effetto delle richieste della Polonia (44 miliardi).

¹⁵ Commissione europea, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'attuazione di una cooperazione rafforzata sull'istituzione del prestito a sostegno dell'Ucraina per il 2026 e il 2027*, COM(2026) 20 final, 14 gennaio 2026.

effettivamente realizzata dall'avvio del programma ammontava complessivamente a 310 miliardi; nel 2025 tale spesa ha accelerato, raggiungendo quasi 95 miliardi, dai circa 69 dell'anno precedente.

Tavola 2.2

Fondi erogati ai paesi mediante il Dispositivo di ripresa e resilienza (1) (miliardi di euro e valori percentuali)									
PAESI	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Totale fondi erogati	di cui: sovvenzioni	Fondi erogati in percentuale di quanto assegnato
Italia	24,9	42,0	35,0	20,2	31,0	–	153,2	54,1	78,8
Spagna	19,0	12,0	6,0	11,3	23,1	–	71,4	55,1	69,6
Francia	5,1	7,4	10,9	7,5	3,3	–	34,1	34,1	84,8
Grecia	4,0	3,6	7,2	3,5	5,2	1,2	24,6	12,9	68,5
Germania	2,3	–	4,0	13,5	–	4,6	24,4	24,4	80,3
Portogallo	2,2	1,2	4,5	3,6	2,4	1,1	14,9	11,2	68,1
Altri paesi area euro (2)	4,0	3,7	4,5	6,8	11,3	4,2	34,5	30,4	67,9
Altri paesi UE (non area euro)	3,0	4,5	10,0	19,0	11,0	0,8	48,3	25,5	48,1
Totale	64,3	74,4	82,1	85,3	87,3	11,9	405,3	247,7	70,3

Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea aggiornati al 20 maggio 2026.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Include la Bulgaria, che ha adottato l'euro dal 1° gennaio 2026.

In vista della scadenza per l'attuazione delle riforme e degli investimenti, prevista per il 31 agosto del 2026, nel giugno del 2025 la Commissione ha pubblicato una serie di suggerimenti per una revisione dei piani nazionali, volta a garantire che le risorse messe a disposizione dal Dispositivo siano interamente utilizzate¹⁶.

Nel 2025 la Commissione ha emesso titoli per 222 miliardi, in larga parte destinati al finanziamento del programma NGEU; tali titoli sono caratterizzati da una durata media di circa 8,5 anni, da un rendimento medio all'emissione del 2,8 per cento e da un merito di credito elevato¹⁷. Nel complesso, i titoli in circolazione emessi dalla Commissione ammontano, al 20 maggio dell'anno in corso, a quasi 809 miliardi, corrispondenti al 4,3 per cento del prodotto dell'Unione nel 2025.

Tra lo scorso novembre e febbraio del 2026 la Commissione europea ha valutato i documenti programmatici di bilancio degli Stati membri¹⁸. Per i paesi non soggetti

¹⁶ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio. NextGenerationEU - La strada verso il 2026*, COM(2025) 310 final, 4 giugno 2025.

¹⁷ Il merito di credito a lungo termine dei titoli dell'Unione europea è valutato AAA da quasi tutte le principali agenzie.

¹⁸ Commissione europea, *Comunicazione dalla Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Banca centrale europea. Rispecchiare il quadro di governance economica nella politica di bilancio nazionale*, COM(2025) 951 final, 25 novembre 2025. Due paesi dell'area dell'euro, Bulgaria e Spagna, non hanno presentato il loro documento programmatico di bilancio per il 2026. La Commissione, solo sulla base delle sue previsioni, ha valutato che la crescita della spesa netta è a rischio di non essere conforme a quella massima raccomandata.

a Procedura per i disavanzi eccessivi, la Commissione si è concentrata in particolare sulla conformità delle traiettorie della spesa netta¹⁹ a quelle dei piani strutturali di bilancio di medio termine (cfr. il riquadro: *La nuova governance di bilancio europea* del capitolo 2 nella *Relazione annuale sul 2023*); per gli altri, ha posto attenzione al percorso di correzione dei conti²⁰. I documenti programmatici di bilancio presentati da 14 Stati membri dell'area (tra i quali Francia, Germania e Italia) sono in linea con le regole, mentre a Croazia, Lituania, Slovenia, Malta e Paesi Bassi è stato rivolto l'invito ad adottare misure per ridurre i rischi di non conformità, che per gli ultimi due Stati risultano rilevanti.

¹⁹ La spesa netta, il principale indicatore di riferimento per la condotta della politica di bilancio secondo le regole europee, è costituita dalle uscite delle Amministrazioni pubbliche al netto delle seguenti voci: (a) la spesa per interessi; (b) le misure discrezionali riguardanti le entrate; (c) la spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziata dai fondi europei; (d) la spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dalla UE; (e) la componente ciclica delle uscite per le indennità di disoccupazione (che in Italia includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni); (f) le misure una tantum; (g) altre misure temporanee.

²⁰ Alla fine del 2025 i paesi dell'area per i quali era stata avviata la Procedura erano sei: Austria, Belgio, Francia, Italia, Malta e Slovacchia. Lo scorso gennaio il Consiglio ha deciso di avviare una Procedura anche nei confronti della Finlandia. La Procedura per i disavanzi eccessivi è stata attivata anche per altri tre Stati membri che non fanno parte dell'area dell'euro: Polonia, Romania e Ungheria.

3. LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2025 nell'area dell'euro è proseguita l'azione di progressivo allentamento del grado di restrizione della politica monetaria. Nella prima metà dell'anno, in un contesto di graduale rientro dell'inflazione verso l'obiettivo del 2 per cento e di deterioramento delle prospettive di crescita legato all'intensificarsi delle tensioni commerciali, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha ridotto i tassi di interesse ufficiali per un totale di 100 punti base, portando quello sui depositi presso l'Eurosistema al 2 per cento in giugno. Nella seconda metà del 2025 il Consiglio ha mantenuto invariati i tassi ufficiali, in una fase caratterizzata da prospettive di inflazione coerenti con l'obiettivo di medio termine e da una capacità di tenuta dell'economia dell'area superiore alle attese, nonostante la particolare incertezza del quadro internazionale.

L'allentamento monetario ha favorito una progressiva discesa del costo del credito bancario e un graduale recupero dei prestiti. Nel corso dell'anno i tassi di interesse a lungo termine sono aumentati, sostenuti dalla solidità dell'attività economica, e l'euro si è rafforzato rispetto al dollaro a seguito degli annunci di un rilevante incremento della spesa pubblica in Germania e di nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense.

Dopo lo scoppio del conflitto nel Golfo Persico, il Consiglio ha sottolineato che seguirà attentamente l'evolversi della situazione, valutandone le conseguenze sulle prospettive di inflazione; ha inoltre ribadito che continuerà ad adottare le decisioni di politica monetaria di volta in volta, senza vincolarsi a un percorso dei tassi prestabilito.

Nell'estate dello scorso anno il Consiglio ha concluso il riesame della strategia di politica monetaria, confermando l'obiettivo simmetrico di inflazione del 2 per cento nel medio termine e stabilendo che scostamenti ampi e duraturi dall'obiettivo, sia verso il basso sia verso l'alto, richiedono un'azione di politica monetaria adeguatamente incisiva o persistente.

L'azione di politica monetaria

Nella prima metà del 2025 il Consiglio direttivo della BCE ha proseguito la fase di allentamento monetario avviata a giugno dell'anno precedente, riducendo i tassi di interesse ufficiali di 25 punti base in ciascuna delle riunioni svoltesi da gennaio a giugno (fig. 3.1). Le decisioni sono state adottate in un contesto caratterizzato da un processo di disinflazione già avanzato, esteso anche alla componente di fondo, e da un progressivo deterioramento delle prospettive di crescita a fronte dell'inasprimento delle politiche commerciali a livello globale. Alla fine di giugno

il tasso sui depositi presso l'Eurosistema si collocava al 2 per cento, dopo una riduzione complessiva di 200 punti base dall'avvio del ciclo di allentamento.

Nel seguito dell'anno il Consiglio ha mantenuto invariati i tassi ufficiali, valutando che il loro livello fosse adeguato a garantire una convergenza duratura dell'inflazione verso l'obiettivo, in una fase in cui l'economia dell'area mostrava una capacità di tenuta superiore alle attese, seppure nell'ambito di un quadro internazionale particolarmente incerto.

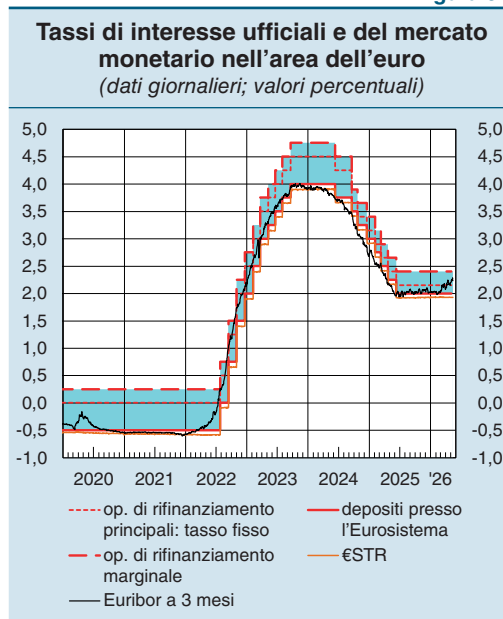
Anche nelle prime tre riunioni del 2026 il Consiglio non ha modificato i tassi di riferimento. A marzo l'intensificarsi del conflitto in Medio Oriente ha comportato un significativo deterioramento delle prospettive economiche dell'area; l'incertezza è aumentata e si sono rafforzati i rischi di maggiori pressioni inflazionistiche e di una crescita più debole. In tale contesto il Consiglio ha sottolineato che seguirà attentamente l'evolversi della situazione, valutandone le conseguenze sulle prospettive di inflazione; ha inoltre ribadito che le decisioni di politica monetaria continueranno a essere guidate dai dati e definite di volta in volta, senza vincolarsi a un percorso prestabilito dei tassi di interesse.

A giugno del 2025 il Consiglio ha concluso il riesame della strategia di politica monetaria, stabilendo che scostamenti ampi e duraturi dell'inflazione dall'obiettivo simmetrico del 2 per cento nel medio termine richiedono risposte di politica monetaria adeguatamente incisive o persistenti, al fine di prevenire un disancoraggio delle aspettative di inflazione. Da un lato, tali scostamenti possono riflettere pressioni deflazionistiche che richiedono un intervento tempestivo e deciso, per mitigare il rischio che la banca centrale si trovi a operare per un periodo prolungato al limite inferiore effettivo dei tassi di interesse nominali. Dall'altro, possono rispecchiare spinte inflazionistiche in grado di innescare effetti non lineari nei meccanismi di formazione di prezzi e salari. In un quadro macroeconomico segnato da incertezza e volatilità elevate, il Consiglio ha inoltre sottolineato che le decisioni di politica monetaria non si basano esclusivamente sullo scenario macroeconomico ritenuto più probabile, ma tengono conto in modo sistematico dei rischi che lo accompagnano, attraverso il ricorso a scenari alternativi e ad analisi di sensitività.

Le operazioni di politica monetaria

Nel corso dello scorso anno è proseguito il processo di riduzione delle attività detenute dall'Eurosistema per finalità di politica monetaria, riconducibile in larga

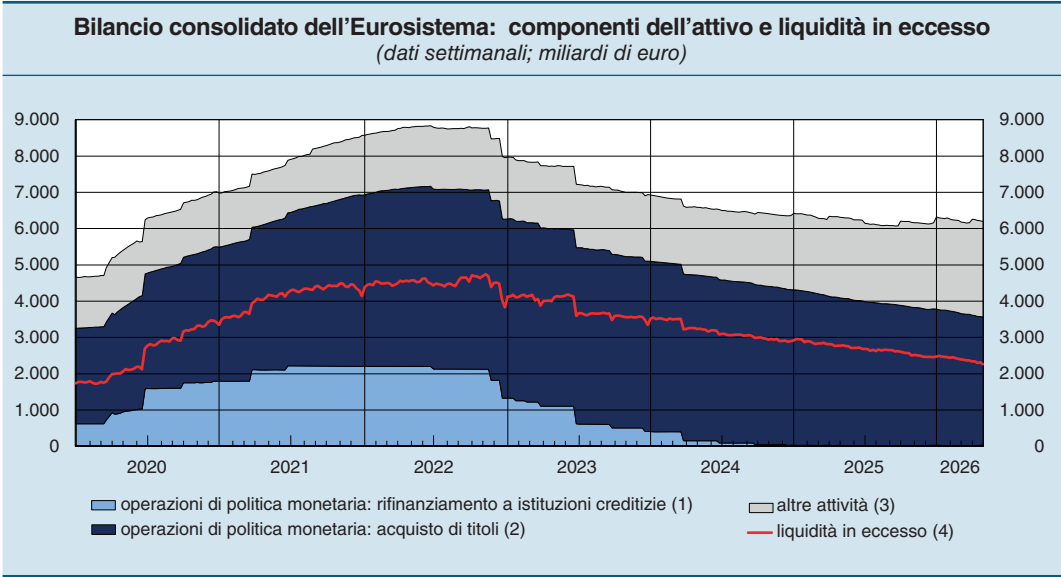
Figura 3.1



Fonte: BCE e LSEG.

misura al mancato reinvestimento dei titoli giunti a scadenza. Questa evoluzione si è riflessa in un ridimensionamento del bilancio consolidato e in una significativa contrazione della liquidità in eccesso detenuta dal sistema bancario (fig. 3.2). Tale liquidità, che ad aprile di quest'anno ammontava a 2.254 miliardi di euro, 573 in meno rispetto alla fine del 2024, rimane concentrata presso i sistemi bancari di alcune economie dell'area dell'euro, come Germania e Francia; in Italia si attestava a 72 miliardi di euro, in diminuzione di 32 miliardi rispetto alla fine del 2024.

Figura 3.2



Fonte: BCE.
(1) Rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativo a operazioni di politica monetaria. – (2) Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro detenuti per finalità di politica monetaria. – (3) Oro e altre attività denominate in euro e in valuta estera. – (4) La liquidità in eccesso è calcolata come somma del saldo sui conti di riserva delle banche e del ricorso ai depositi presso l'Eurosistema, al netto dell'obbligo di riserva.

L'ammontare dei fondi erogati alle banche attraverso le operazioni di rifinanziamento principali con scadenza settimanale (*Main Refinancing Operations*, MRO) e quelle a più lungo termine di durata trimestrale (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) è rimasto su livelli modesti nel confronto storico (32 miliardi ad aprile del 2026; tav. 3.1).

Tavola 3.1

Operazioni di rifinanziamento (1) (miliardi di euro)						
	Area dell'euro			Italia		
	31.12.2024	31.12.2025	30.04.2026	31.12.2024	31.12.2025	30.04.2026
Totale	34	37	32	23	21	19
di cui: LTRO	17,2	11,7	12,7	11,5	7,3	7,5
MRO	17,0	25,0	19,7	11,4	14,2	11,6

Fonte: Banca d'Italia e BCE.
(1) Consistenze alle date indicate nella tavola.

L'importo totale dei titoli detenuti dall'Eurosistema nell'ambito dei programmi di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP; *Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), pari a 3.522 miliardi ad aprile di quest'anno, è diminuito rispetto alla fine del 2024 di 760 miliardi (di cui 497 relativi all'APP e 263 al PEPP; tav. 3.2).

Tavola 3.2

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (1) (miliardi di euro)				
VOCI	Totale (2)	di cui: titoli pubblici (2)	di cui: titoli pubblici italiani (3)	di cui: titoli pubblici italiani acquistati dalla Banca d'Italia (3)
APP				
Dicembre 2024	2.673	2.125	358	326
Dicembre 2025	2.322	1.860	312	285
Aprile 2026	2.176	1.746	296	271
PEPP				
Dicembre 2024	1.609	1.558	278	250
Dicembre 2025	1.423	1.377	247	223
Aprile 2026	1.346	1.302	231	209

Fonte: Banca d'Italia e BCE.
 (1) Consistenze all'ultimo giorno del mese. – (2) Valori di bilancio al costo ammortizzato. – (3) Differenza tra i valori al prezzo di acquisto e gli importi nominali dei titoli giunti a scadenza.

I tassi di interesse, le aspettative di inflazione e il cambio dell'euro

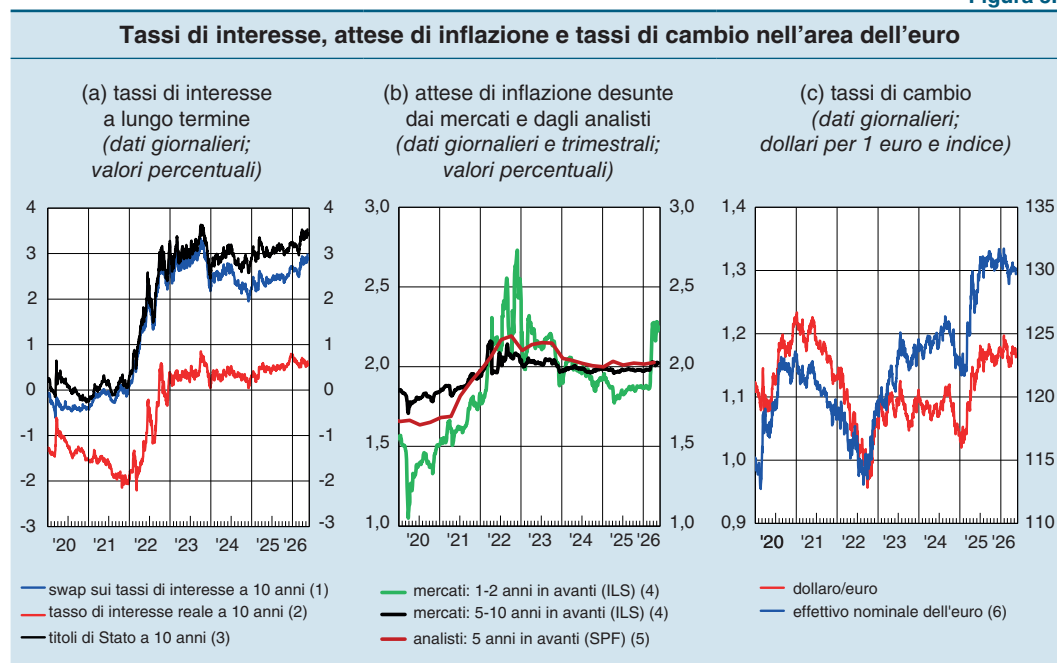
Le decisioni sui tassi di interesse ufficiali si sono trasmesse in modo ordinato al mercato monetario. Nella prima metà del 2025 i tassi a brevissimo termine sono diminuiti in misura analoga al tasso sui depositi presso l'Eurosistema, per poi mantenersi intorno al 2 per cento.

I tassi di interesse privi di rischio a lungo termine, misurati sulla base dei contratti *overnight indexed swaps* (OIS), hanno segnato un rialzo nel corso del 2025. Sulla scadenza decennale sono aumentati di circa 45 punti base, portandosi al 2,7 per cento alla fine di dicembre (fig. 3.3.a). Nei primi mesi dell'anno i tassi avevano mostrato un'elevata volatilità, in un contesto caratterizzato dall'annuncio di un significativo ampliamento della spesa pubblica in Germania e dall'accresciuta incertezza legata all'introduzione di nuovi dazi da parte degli Stati Uniti; dalla primavera l'incremento era stato più graduale ed era riconducibile soprattutto alla componente reale dei tassi, a fronte di una crescita dell'area dell'euro più solida delle attese. A marzo del 2026 l'intensificarsi del conflitto in Medio Oriente ha esercitato nuove pressioni al rialzo sui tassi di interesse privi di rischio a lungo termine, che a maggio si collocavano al 3 per cento sulla scadenza a dieci anni.

Nel 2025 i rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro sono aumentati di circa 30 punti base, in misura minore nel confronto con i corrispondenti tassi di interesse privi di rischio (fig. 3.3.a); la conseguente compressione del differenziale di rendimento rispetto ai tassi privi di rischio si è accompagnata a un calo della dispersione dei rendimenti sovrani, scesa ai minimi storici. L'aggravarsi della crisi in Medio Oriente ha parzialmente

invertito tali tendenze, determinando a marzo del 2026 un lieve ampliamento sia del differenziale di rendimento sia della dispersione dei rendimenti sovrani.

Figura 3.3



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Bloomberg, LSEG e SPF.

(1) Tasso fisso nei contratti swap indicizzati al tasso overnight (€STR) con scadenza a 10 anni, disponibile a partire da settembre 2019. – (2) Tasso fisso nei contratti swap indicizzati al tasso overnight (€STR) con scadenza a 10 anni, deflazionato con il tasso fisso nei contratti swap indicizzati all'inflazione di pari scadenza. – (3) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, greci, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi, ponderata con il PIL. – (4) Tassi di inflazione attesi, impliciti nei contratti *inflation-linked swap* (ILS), tra 1 e 2 anni in avanti e 5 e 10 anni in avanti, al netto del premio per il rischio. Per dettagli sulla metodologia adottata, cfr. F. Lilla e G. Zinna, *Survey-based daily estimates of inflation expectations and risk premia in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 991, 2025. – (5) Aspettative di inflazione sull'orizzonte a 5 anni in avanti desunte dall'indagine trimestrale presso i previsori professionali (*Survey of Professional Forecasters*, SPF). L'ultimo dato si riferisce al secondo trimestre del 2026. – (6) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro. Scala di destra.

Nel complesso del 2025 le attese di inflazione a medio e a lungo termine desunte dai mercati sono rimaste in prossimità dell'obiettivo del 2 per cento (fig. 3.3.b). Sull'orizzonte compreso tra uno e due anni in avanti sono diminuite fino all'1,8 per cento nei primi mesi dell'anno, per poi stabilizzarsi intorno all'1,9. Sugli orizzonti più lontani le aspettative sono rimaste saldamente ancorate al 2 per cento, analogamente a quanto rilevato nelle indagini presso gli analisti. A marzo di quest'anno, in seguito all'avvio del conflitto nel Golfo Persico, le attese di inflazione a medio termine hanno registrato un rapido aumento, mentre quelle a più lungo termine sono rimaste ancorate all'obiettivo; a maggio quelle sull'orizzonte compreso tra uno e due anni in avanti si collocavano al 2,3 per cento.

Il cambio dell'euro si è rafforzato in misura significativa nel 2025, apprezzandosi di circa il 13 per cento nei confronti del dollaro e del 7 per cento in termini effettivi nominali (fig. 3.3.c). L'apprezzamento si è registrato prevalentemente nella prima metà dell'anno, in un contesto segnato dall'annuncio di un rilevante ampliamento della spesa pubblica in Germania e dalle tensioni commerciali (cfr. il riquadro: *Lindebolimento del dollaro rispetto all'euro nel 2025: una valutazione delle principali determinanti*). Nei primi mesi del 2026, a fronte di un quadro di accresciuta incertezza legata alla crisi in Medio Oriente, il cambio dell'euro ha mostrato un andamento altalenante. A metà maggio risultava in lieve deprezzamento rispetto alla fine del 2025, sia in termini effettivi nominali sia nei confronti del dollaro.

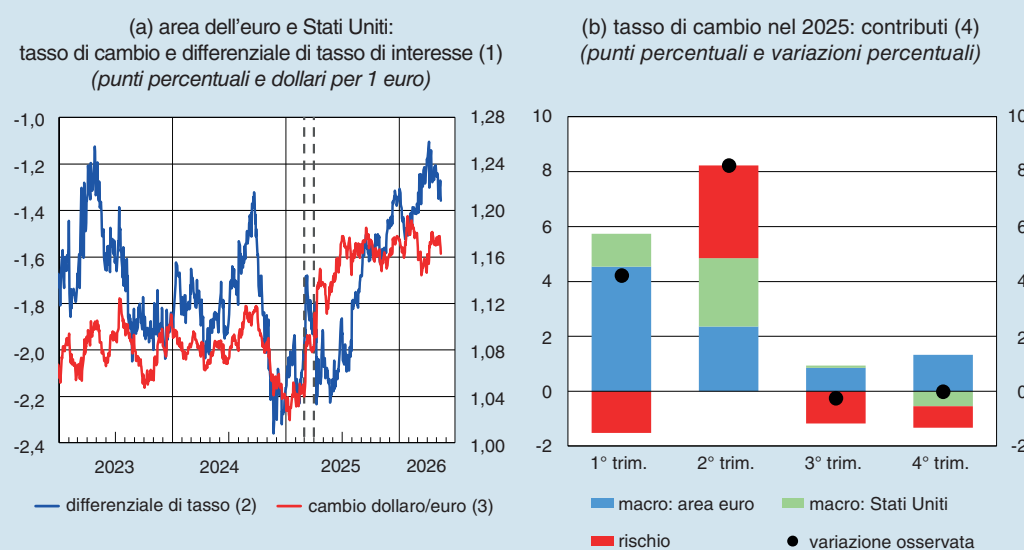
L'INDEBOLIMENTO DEL DOLLARO RISPETTO ALL'EURO NEL 2025: UNA VALUTAZIONE DELLE PRINCIPALI DETERMINANTI

Tra l'inizio di marzo e la fine di giugno del 2025 il dollaro statunitense si è indebolito di circa il 12 per cento rispetto all'euro, in uno scenario segnato dall'annuncio di un rilevante aumento della spesa pubblica in Germania e dall'intensificarsi delle tensioni commerciali a seguito della comunicazione, il 2 aprile 2025, dell'applicazione dei nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense. Nella seconda metà dell'anno il tasso di cambio si è poi stabilizzato intorno a 1,18 dollari per euro; si è mantenuto su livelli analoghi nella prima parte del 2026, pur in presenza di elevata volatilità.

L'andamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro è stato in parte anomalo rispetto alle consuete regolarità storiche. Nelle precedenti fasi di tensione finanziaria globale, il dollaro si è infatti apprezzato, svolgendo frequentemente la funzione di valuta rifugio¹; nel 2025, al contrario, si è indebolito proprio in concomitanza con un marcato incremento dell'incertezza e della volatilità sui mercati finanziari. Un ulteriore fattore legato a tale anomalia emerge dal confronto dell'andamento del cambio con quello del differenziale di tasso di interesse tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro: storicamente il dollaro tende ad apprezzarsi quando il differenziale di rendimento a medio termine diventa più favorevole alla valuta statunitense, ma tra il 2 aprile e la seconda metà del 2025 questa relazione si è interrotta (figura A, pannello a).

Figura A

Tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro: dinamica e determinanti (dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e LSEG.

(1) Le linee tratteggiate verticali corrispondono rispettivamente all'annuncio del piano fiscale tedesco di aumento della spesa pubblica (4 marzo 2025) e alla comunicazione relativa ai dazi statunitensi (2 aprile 2025). — (2) Differenziale tra i tassi a medio termine (a 2 anni) dell'area dell'euro (approssimati da quelli tedeschi) e quelli degli Stati Uniti. — (3) Scala di destra. — (4) Contributi cumulati giornalieri alle variazioni del tasso di cambio, determinati dalle variabili macroeconomiche dell'area dell'euro e degli Stati Uniti e dalla componente legata a fattori di rischio; le componenti sono state individuate facendo ricorso a modelli vettoriali autoregressivi bayesiani (*Bayesian vector autoregression*, BVAR) a frequenza giornaliera.

¹ Durante la crisi finanziaria globale del 2008, ad esempio, il dollaro si apprezzò significativamente nei confronti dell'euro – passando da poco più di 1,60 dollari per euro nell'estate del 2008 a circa 1,25 alla fine dell'anno – coerentemente con la sua funzione di valuta rifugio.

Al fine di analizzare queste anomalie e identificare le determinanti del deprezzamento del dollaro si è fatto ricorso a modelli che consentono di scomporre le variazioni del cambio in tre componenti²: due legate ai fondamentali macroeconomici che influenzano la domanda di beni e servizi rispettivamente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e una legata a fattori di rischio (figura A, pannello b).

Secondo le regolarità storiche le due componenti macroeconomiche si muovono nella stessa direzione del differenziale di rendimento: ad esempio, un miglioramento delle prospettive dell'area rispetto a quelle degli Stati Uniti tende ad ampliare i rendimenti europei rispetto a quelli statunitensi, favorendo un apprezzamento dell'euro.

La componente di rischio si muove invece in direzione opposta a quella del differenziale di rendimento: nelle fasi di tensione finanziaria e di elevata incertezza le scelte degli investitori sono guidate dalla ricerca di protezione piuttosto che dai fondamentali macroeconomici. Tale componente sintetizza due distinte dinamiche. La prima corrisponde alla risposta tipica del tasso di cambio a episodi di ricomposizione dei portafogli verso attività finanziarie con un minore profilo di rischio (*flight to safety*), consistente in una compressione dei rendimenti degli attivi statunitensi rispetto a quelli dell'area dell'euro e in un rafforzamento del dollaro; i titoli del Tesoro statunitense e la valuta americana rappresentano storicamente, sui mercati finanziari globali, i principali beni rifugio verso cui gli investitori si spostano nelle fasi di tensione. La seconda dinamica, di natura atipica, è invece associata ad andamenti simmetrici rispetto a quelli appena descritti e osservati ad esempio nel periodo successivo al 2 aprile, quando il rischio percepito si è concentrato specificamente sulle attività denominate in dollari³.

I risultati della scomposizione mostrano che nel primo trimestre del 2025 l'apprezzamento dell'euro, di circa 4 punti percentuali, è stato determinato principalmente dal miglioramento delle prospettive macroeconomiche nell'area (figura A, pannello b). Nel secondo trimestre, a seguito dell'annuncio dei dazi del 2 aprile, la componente di rischio ha invece prevalso sulle altre, spiegando oltre 3 dei circa 8 punti di apprezzamento. Nella seconda metà dell'anno il tasso di cambio si è stabilizzato, a fronte dei contributi positivi legati alle prospettive macroeconomiche dell'area, compensati da quelli negativi associati ai fattori di rischio (figura A, pannello b).

Il contributo della componente di rischio all'apprezzamento dell'euro nel secondo trimestre del 2025 riflette verosimilmente un sostanziale incremento della domanda di protezione valutaria sulle posizioni denominate in dollari da parte degli

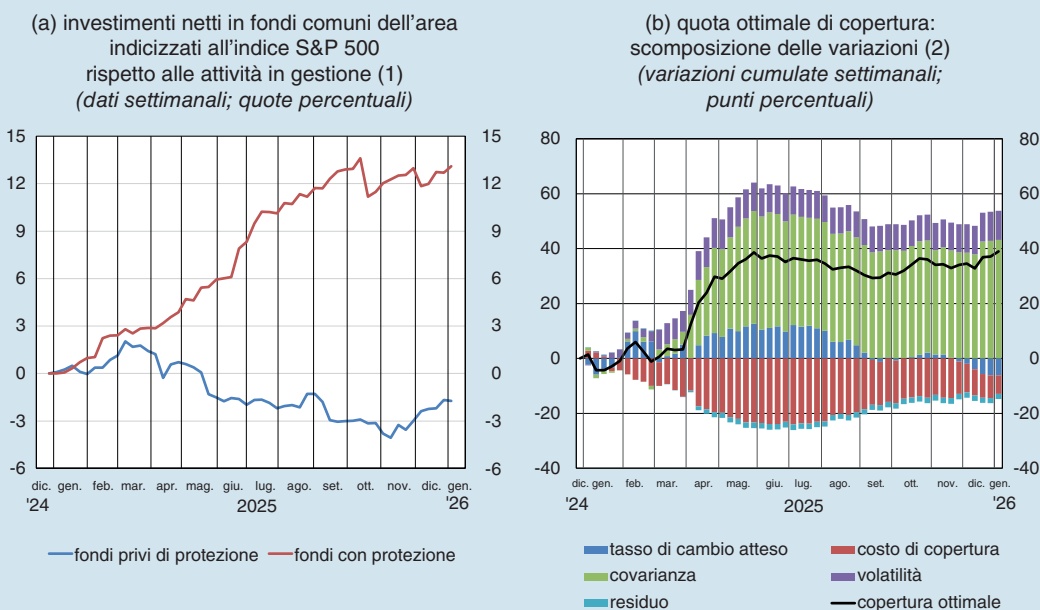
² Si tratta di modelli basati su quello illustrato in L. Brandt, A. Saint Guilhem, M. Schröder e I. Van Robays, *What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk*, European Central Bank, Working Paper Series, 2560, 2021.

³ La distinzione tra le due componenti di shock di rischio (tipico e atipico) deriva dall'estensione del modello descritto in L. Brandt et al., 2021, op. cit.; il modello è stato ampliato introducendo come variabile di identificazione aggiuntiva il VIX, un indice della volatilità implicita del mercato azionario calcolato sulla base dei prezzi delle opzioni a un mese. I modelli che non incorporano tale estensione tendono a sovrastimare il contributo all'apprezzamento dell'euro degli shock macroeconomici, attribuendo a questi ultimi una quota del movimento riconducibile invece a shock di rischio atipico.

investitori globali⁴. L'analisi dei flussi di investimento in un paniere rappresentativo di fondi comuni denominati in euro e indicizzati all'indice Standard & Poor's 500 (S&P 500) indica infatti la presenza di afflussi netti verso i fondi protetti dal rischio di cambio e di deflussi da quelli privi di protezione (figura B, pannello a).

Figura B

Domanda di copertura valutaria degli investitori dell'area dell'euro



Fonte: Bloomberg.

(1) Flussi cumulati netti in un paniere di fondi comuni denominati in euro, con e senza copertura del rischio di cambio, indicizzati all'indice S&P 500, espressi in percentuale delle attività in gestione al 30 giugno 2024. – (2) Scomposizione per fattori della variazione cumulata della quota ottimale di copertura dal rischio di cambio per un portafoglio di un investitore europeo denominato in dollari statunitensi e composto al 60 per cento dall'indice S&P 500 e al 40 dall'indice ICE US Treasury.

Sebbene sia difficile documentare con precisione l'effettiva attività di copertura a causa della natura bilaterale dei contratti sottostanti, l'aumento della domanda di protezione successivamente al 2 aprile è avvalorato anche dalla stima di un modello della quota ottimale di copertura di un portafoglio di attività in dollari per un investitore europeo (figura B, pannello b)⁵. L'incremento sarebbe stato principalmente determinato dall'atipico e contemporaneo indebolimento sia delle valutazioni delle attività denominate in dollari sia della valuta statunitense (covarianza). La maggiore volatilità del cambio e le attese di ulteriore deprezzamento del dollaro avrebbero invece contribuito in misura minore, mentre l'aumento del costo della copertura avrebbe frenato la domanda di protezione.

⁴ Un investitore può proteggersi dal rischio di un deprezzamento del dollaro statunitense attraverso un contratto derivato (ad esempio di tipo forward o swap) stipulato con un intermediario, il quale a sua volta neutralizza il rischio di cambio assunto al posto della controparte scambiando dollari per euro sul mercato a pronti. Pertanto, l'attività di copertura valutaria esercita una pressione al rialzo sull'euro. Per la descrizione di tale meccanismo, cfr. G.Y. Liao e T. Zhang, *The hedging channel of exchange rate determination*, "The Review of Financial Studies", 38, 1, pp. 1-38, mentre per maggiori informazioni sul suo impatto sui tassi di cambio nell'aprile 2025, cfr. H.S. Shin, P. Wooldridge e D. Xia, *US dollar's slide in April 2025: the role of FX hedging*, in *BIS Bulletin*, 105, 2025.

⁵ M. Massa, R. Poli e G.C. Venturi, *Currency hedging demand and exchange rate dynamics*, Banca d'Italia, di prossima pubblicazione.

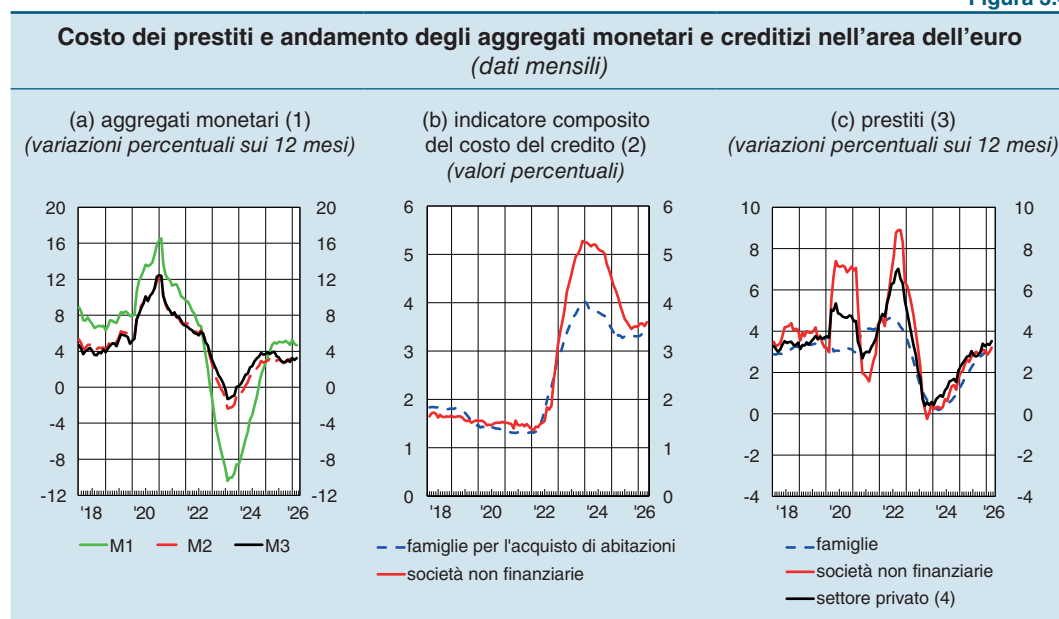
La moneta e il credito

Nella prima metà del 2025 è proseguita la trasmissione dell'allentamento monetario ai tassi sui prestiti bancari in linea con le regolarità storiche, favorendo la ripresa del credito al settore privato non finanziario; successivamente gli effetti dell'inasprimento delle politiche commerciali e il conseguente aumento dell'incertezza hanno inciso negativamente sulla dinamica dei finanziamenti alle imprese.

Nel corso dell'anno il costo marginale della raccolta bancaria¹ si è ridotto di circa 60 punti base, trainato dal calo dei tassi di interesse sia sui mercati monetari sia sui nuovi depositi con durata prestabilita. La flessione dei rendimenti dei depositi a vista e delle obbligazioni bancarie è risultata più contenuta. Nei primi tre mesi del 2026 il costo marginale della raccolta è rimasto sostanzialmente invariato.

La diminuzione dei rendimenti sui nuovi depositi con durata prestabilita si è accompagnata a una contrazione delle relative consistenze, contribuendo alla moderazione della crescita dell'aggregato monetario M3 (fig. 3.4.a). Dal lato delle contropartite, il rallentamento dell'aggregato ha rispecchiato principalmente l'analogo andamento delle attività nette sull'estero e delle altre passività a medio e lungo termine.

Figura 3.4



Fonte: BCE.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tenere conto degli effetti di calendario. — (2) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni, leggermente modificati per i prestiti a breve termine per considerare i conti correnti. Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *Cost-of-borrowing indicators. Methodological note*. — (3) Variazioni dei prestiti concessi dalle istituzioni finanziarie e monetarie (IFM), corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. — (4) Il settore privato è costituito da famiglie, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, società non finanziarie, imprese di assicurazione e fondi pensione, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie.

¹ Il costo marginale della raccolta è calcolato come la media ponderata del costo delle varie fonti di provvista delle banche, utilizzando come pesi le rispettive consistenze. Si tratta del costo che la banca sosterebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento.

L'indicatore composito del costo del credito alle società non finanziarie si è ridotto di circa 80 punti base nella prima metà del 2025 ed è poi rimasto stabile, in linea con l'andamento dell'Euribor a tre mesi (fig. 3.4.b). Il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie, che sono prevalentemente a tasso fisso, si è mantenuto sostanzialmente invariato, nonostante l'aumento dei rendimenti di mercato a lungo termine².

La dinamica dei prestiti alle società non finanziarie e di quelli alle famiglie si è rafforzata nel corso dello scorso anno, per poi stabilizzarsi. A marzo di quest'anno i rispettivi tassi di crescita sui dodici mesi si sono attestati al 3,2 e al 3,0 per cento (fig. 3.4.c), restando entrambi al di sotto delle relative medie di lungo periodo.

Secondo i risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS) per il 2025, l'andamento dei prestiti alle imprese ha beneficiato della ripresa della domanda di credito dovuta al calo dei tassi di interesse e, limitatamente all'ultimo trimestre, alle maggiori necessità di scorte e di capitale circolante. I criteri di offerta applicati dalle banche si sono nel complesso lievemente irrigiditi a seguito dell'aumento dei rischi percepiti e della minore tolleranza verso i rischi stessi. Vi ha contribuito anche l'impatto delle tensioni commerciali e della conseguente elevata incertezza (cfr. il riquadro: *Le tensioni commerciali e la domanda di credito delle imprese dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 4, 2025). Nel primo trimestre dell'anno in corso, i criteri di concessione del credito si sono ulteriormente inaspriti, risentendo degli effetti dei recenti sviluppi geopolitici, anche sui mercati energetici. Nel corso del 2025 la domanda di mutui da parte delle famiglie è stata solida, sostenuta dalle migliori prospettive del mercato immobiliare e da tassi di interesse più contenuti.

² Il tasso *interest rate swap* (IRS) a 10 anni è aumentato di circa 70 punti base tra dicembre del 2024 e marzo del 2026.

L'ECONOMIA ITALIANA

4. IL QUADRO DI INSIEME

Gli andamenti nel 2025

Nel 2025 il PIL italiano è cresciuto dello 0,5 per cento in termini reali (0,8 nel 2024; tav. 4.1). L'espansione dell'attività è stata trainata dalla domanda interna; vi hanno contribuito in misura pressoché uguale gli investimenti fissi lordi, in netto rialzo dopo il calo del 2024, e i consumi delle famiglie, aumentati in linea con i redditi lasciando stabile il tasso di risparmio. L'apporto della domanda estera netta è stato invece negativo, per effetto di un incremento delle importazioni superiore a quello delle esportazioni.

Tavola 4.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia (valori percentuali, se non diversamente specificato)							
VOCI	Peso sul PIL nel 2025 (1)	2024			2025		
		Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)	Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)
		Volumi (2)	Deflatori		Volumi (2)	Deflatori	
Risorse							
PIL	–	0,8	2,0	–	0,5	2,0	–
Importazioni di beni e servizi (4)	31,2	-1,0	-1,1	0,3	3,6	-0,9	-1,1
di cui: beni	24,1	-2,3	-2,5	0,6	3,2	-0,8	-0,7
Impieghi							
Domanda nazionale	98,6	0,6	1,6	0,6	1,3	1,4	1,2
Spesa delle famiglie residenti (5)	57,9	1,2	1,7	0,7	1,1	1,4	0,6
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	18,1	1,5	2,2	0,3	0,6	2,9	0,1
Investimenti fissi lordi	22,1	-3,1	0,7	-0,7	3,5	0,6	0,7
impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	7,6	-1,6	1,9	-0,1	3,5	0,2	0,3
prodotti di proprietà intellettuale	3,0	4,3	0,8	0,1	4,0	0,8	0,1
costruzioni	11,5	-5,7	-0,1	-0,7	3,3	0,8	0,4
Variazione delle scorte (6)	–	–	–	0,3	–	–	-0,2
Esportazioni di beni e servizi (7)	32,6	-0,4	0,2	-0,1	1,2	1,0	0,4
di cui: beni	26,0	-1,0	-0,4	-0,3	0,7	0,8	0,2
Domanda estera netta	–	–	–	0,2	–	–	-0,7
Fonte: Istat, <i>Conti economici nazionali</i> ; cfr. nella sezione <i>Note metodologiche</i> dell'Appendice la voce <i>Conti nazionali: valori concatenati</i> . (1) Valori a prezzi dell'anno precedente. – (2) Valori concatenati. – (3) Valori concatenati. Punti percentuali. – (4) Includono la spesa all'estero dei residenti. – (5) Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (6) Include gli oggetti di valore. – (7) Includono la spesa in Italia dei non residenti.							

Corretto per gli effetti di calendario, il prodotto è salito dello 0,7 per cento, poco meno di quanto prefigurato nelle proiezioni della Banca d'Italia (fig. 4.1)¹. La domanda mondiale ha sostenuto l'attività più delle attese, mentre hanno agito in senso opposto il peggioramento della competitività delle esportazioni italiane – legato anche all'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro (cfr. il riquadro: *L'indebolimento del dollaro rispetto all'euro nel 2025: una valutazione delle principali determinanti* del capitolo 3) – e il maggiore pessimismo da parte delle imprese².

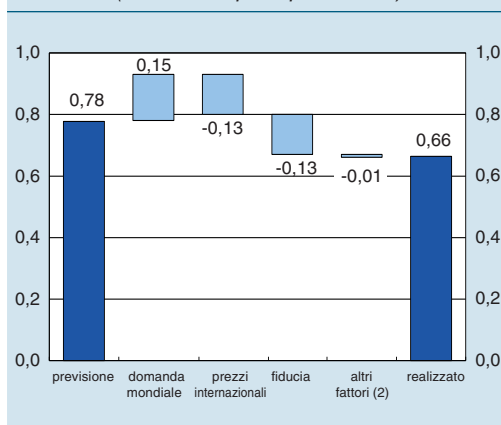
Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto è salito dello 0,4 per cento. L'attività è tornata a espandersi nelle costruzioni, sospinta dall'allentamento della politica monetaria e dagli interventi del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR); nell'industria in senso stretto l'incremento è riconducibile al comparto energetico, mentre si registra un lieve calo nella manifattura. Nel terziario la crescita del valore aggiunto è stata alimentata dai settori del commercio e dei trasporti, dei servizi di informazione e comunicazione, nonché dei servizi professionali e scientifici, coinvolgendo molti comparti funzionali alle transizioni digitale ed ecologica.

La domanda interna. – Rispetto al 2024 i consumi delle famiglie residenti hanno continuato ad aumentare (1,1 per cento), sostenuti dall'incremento del reddito reale e da condizioni macroeconomiche nel complesso favorevoli. Anche la spesa delle Amministrazioni pubbliche è cresciuta, sebbene a un ritmo più contenuto (0,6 per cento), fornendo un apporto limitato all'espansione dell'attività economica.

Gli investimenti fissi lordi sono tornati a salire (3,5 per cento) dopo la forte flessione dell'anno precedente (-3,1 per cento). Il recupero, diffuso tra le principali componenti, è stato sospinto dagli incentivi fiscali alle transizioni digitale ed ecologica, dagli interventi del PNRR e dal progressivo allentamento della politica monetaria.

Figura 4.1

Crescita del PIL nel 2025: determinanti dello scostamento tra valori previsti e realizzati (1)
(variazioni e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati del PIL; tassi di crescita calcolati sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. I contributi alle revisioni del PIL sono ricavati stimando gli effetti delle variazioni negli andamenti di ciascun fattore rispetto a quanto ipotizzato in Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 13 dicembre 2024. – (2) Include le condizioni iniziali, i salari e la componente dell'errore di previsione non spiegata dagli andamenti delle principali determinanti incluse nel modello econometrico.

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

² Per una descrizione delle caratteristiche generali e delle principali equazioni del modello trimestrale dell'economia italiana, cfr. G. Bulligan, F. Busetti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017.

La spesa per macchinari e attrezzature è aumentata, anche per i maggiori investimenti in energie rinnovabili, così come gli acquisti in mezzi di trasporto. La spesa in proprietà intellettuale ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti (4,0 per cento; 4,3 nel 2024). Gli investimenti in costruzioni sono cresciuti del 3,3 per cento: come nell'anno precedente si sono ridotti nel comparto residenziale e sono saliti in quello non residenziale, trainati dall'avanzamento dei progetti di investimento pubblico (cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR nelle sue fasi conclusive*).

L'ATTUAZIONE DEL PNRR NELLE SUE FASI CONCLUSIVE

I progetti finanziati dal PNRR dovranno essere conclusi prima del 30 giugno 2026 in modo da garantirne entro agosto la rendicontazione, che sarà alla base dell'esame della Commissione europea. Se l'esito della valutazione risulterà favorevole, sarà versata all'Italia la decima e ultima rata del finanziamento, pari a 28,4 miliardi di euro.

Finora è stato approvato il trasferimento al nostro paese di circa 166 miliardi, di cui poco più di 60 per sovvenzioni¹. Le rate delle quali è stato ottenuto il versamento corrispondono al completamento di 261 traguardi e 155 obiettivi²; sono stati conseguiti quasi tutti i risultati legati alle riforme e oltre il 60 per cento di quelli relativi agli investimenti.

I traguardi e gli obiettivi, così come l'allocazione dei fondi, sono stati oggetto di diverse revisioni, in parte dovute al mutamento delle condizioni di contesto (ad esempio l'aumento dei costi di costruzione) e in parte rese necessarie da alcuni limiti del disegno iniziale del Piano. La revisione approvata a novembre del 2025 non ha inciso sulla dotazione finanziaria complessiva, ma ha previsto una riduzione degli stanziamenti destinati ad alcuni interventi, con il conseguente utilizzo delle risorse così liberate per il finanziamento di nuove iniziative e di misure già avviate (in precedenza coperte dal bilancio nazionale). A seguito della revisione, quasi 24 miliardi sono stati allocati a fondi per i quali è richiesta la sola attivazione entro la scadenza del Piano, permettendone così l'impiego su un più esteso orizzonte temporale (fino al 2029).

Alla fine del 2025, le revisioni succedutesi nel tempo hanno comportato un aumento dei risultati complessivi da realizzare rispetto al disegno iniziale, ma una riduzione degli obiettivi di natura quantitativa³. Inoltre, la verifica del raggiungimento degli obiettivi, per

¹ Per lo stato di avanzamento del PNRR a maggio del 2025, cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2024.

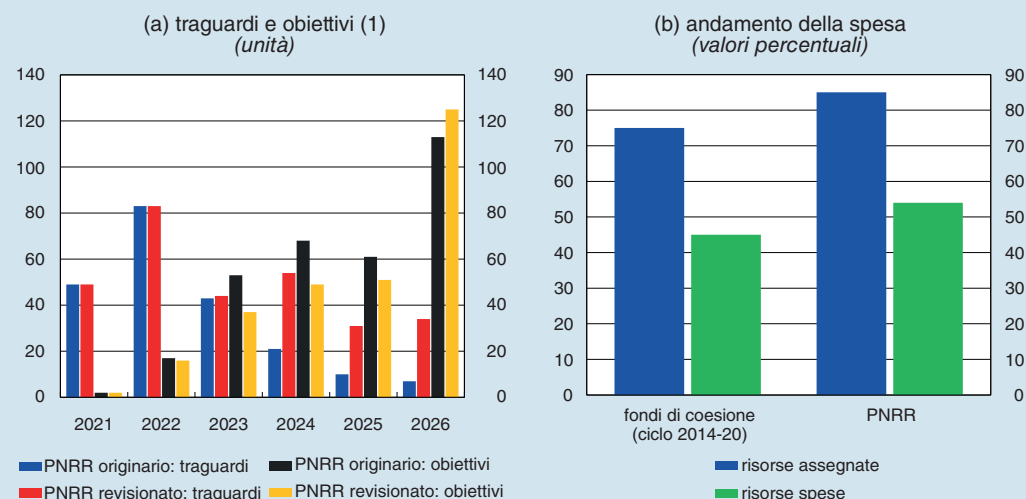
² I traguardi (o *milestones*) sono risultati di natura qualitativa e consistono ad esempio nell'approvazione di un provvedimento di legge o nella pubblicazione di un bando. Gli obiettivi (o *targets*) hanno natura quantitativa e prevedono la verifica del raggiungimento di alcuni risultati connessi con le riforme approvate nell'ambito del Piano (ad esempio la riduzione dell'arretrato nella giustizia civile) o della realizzazione di opere pubbliche (ad esempio in termini di chilometri di rete ad alta velocità realizzati). Dalla valutazione del raggiungimento di *milestones* e *targets* dipende l'erogazione delle rate semestrali.

³ Il ridimensionamento degli obiettivi quantitativi relativi ad alcune opere pubbliche è stato motivato dall'aumento dei costi e da difficoltà attuative. Nell'ambito delle riforme, per gli appalti pubblici l'obiettivo di riduzione dei tempi della fase esecutiva è stato sostituito dalla predisposizione di linee guida utili a raggiungere tale scopo. Nella giustizia civile, il raggiungimento dell'obiettivo di abbattimento dell'arretrato è stato reso più agevole escludendo dal calcolo gli arretrati accumulati dopo una data stabilita.

lo più legati a investimenti, è stata nella gran parte dei casi posticipata alla parte finale del Piano (figura, pannello a).

Figura

Piano nazionale di ripresa e resilienza: stato di avanzamento



Nel 2025 sono stati raggiunti 32 traguardi e 50 obiettivi. Tra questi ultimi i principali hanno riguardato i tempi di pagamento e la digitalizzazione delle Amministrazioni pubbliche, la riduzione dell'evasione fiscale, l'ampliamento e l'ammodernamento delle linee ferroviarie ad alta velocità, le politiche attive del lavoro. Sono stati inoltre approvati interventi legislativi di semplificazione normativa – in particolare nel campo della produzione di energia da fonti rinnovabili (cfr. il riquadro: *La produzione di elettricità da fonti energetiche rinnovabili in Italia* del capitolo 14) – e la quarta e ultima legge annuale per il mercato e la concorrenza⁴.

Il pagamento dell'ultima rata del Piano è condizionato al raggiungimento di un numero elevato di traguardi (34) e obiettivi (125) nel primo semestre del 2026. Per quanto riguarda le riforme, dovranno essere verificati i miglioramenti nella giustizia civile e nei tempi di pagamento delle Pubbliche amministrazioni e andranno conclusi gli interventi di semplificazione amministrativa. Gli investimenti si riferiscono a tutti gli ambiti interessati dal Piano, tra cui la digitalizzazione e la realizzazione delle reti internet veloci, il potenziamento della rete elettrica e il completamento di grandi elettrodotti, nonché gli interventi relativi al ciclo idrico, alla sicurezza del territorio, al trasporto ferroviario, al sistema scolastico, ai centri per l'impiego e alle strutture sanitarie di prossimità.

Una valutazione complessiva degli effetti del PNRR sarà possibile solo al suo completamento e, per alcuni aspetti, negli anni successivi. In attesa di analisi più approfondite, è comunque già possibile osservare dei risultati raggiunti dal Piano.

⁴ Presidenza del Consiglio dei ministri, *Settima relazione sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza*, 22 dicembre 2025.

In primo luogo, il PNRR ha contribuito in misura significativa alla ripresa degli investimenti pubblici: nell'ultimo quinquennio l'importo dei bandi per lavori ha rappresentato in media il 3,6 per cento del PIL, oltre il doppio del decennio precedente, di cui circa un quinto finanziato o cofinanziato con le risorse del Piano. È invece ancora prematura una valutazione dell'impatto sul potenziale di crescita degli investimenti pubblici realizzati e degli incentivi agli investimenti privati.

In secondo luogo, nonostante i limiti ancora esistenti nella capacità amministrativa e nella dotazione di personale di alcuni enti pubblici (cfr. il capitolo 11), vi sono indicazioni di un miglioramento nell'efficienza delle procedure di spesa e nella gestione degli appalti pubblici. Alla fine del 2025 era stato assegnato l'85 per cento delle risorse del PNRR e ne era stato speso il 54, quasi 10 punti percentuali in più rispetto a quanto si era registrato per i fondi di coesione del ciclo 2014-20 allo stesso stadio di attuazione (figura, pannello b). Anche i tempi di realizzazione delle opere pubbliche si sono ridotti, soprattutto nelle fasi ricadenti sotto il controllo diretto delle Amministrazioni, come quella di affidamento (cfr. il riquadro: *L'impatto del PNRR sulla performance degli appalti pubblici* del capitolo 11).

Per consolidare questi progressi, sarà cruciale rafforzare l'orientamento ai risultati anche al di là dell'orizzonte del Piano, oltre a rivedere i processi di lavoro e assicurare l'adeguatezza del personale coerentemente con la digitalizzazione in atto.

La domanda estera netta. – Le esportazioni di beni e servizi sono tornate ad aumentare (1,2 per cento) principalmente per il contributo dei servizi alle imprese e del settore turistico; quest'ultimo, in particolare, ha beneficiato degli effetti del Giubileo. L'evoluzione nella componente dei beni (0,7 per cento) è stata eterogenea: l'incremento si è concentrato nei mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli (grazie alla cantieristica navale), nella farmaceutica e nell'industria metallurgica (trainata dai metalli preziosi), mentre le vendite sono rimaste deboli per gli autoveicoli e per la moda. Le importazioni hanno avuto un'espansione più marcata (3,6 per cento): l'ampliamento di quelle di beni (3,2 per cento) è riconducibile agli acquisti dai paesi dell'area dell'euro, in particolare Francia e Germania; la crescita relativa ai servizi (5,2 per cento) ha interessato soprattutto quelli professionali alle imprese e quelli di informazione e comunicazione. Il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti è risultato in avanzo (1,1 per cento del PIL) e in linea con il 2024.

I conti pubblici. – L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si è ulteriormente ridotto, al 3,1 per cento del PIL. Vi ha contribuito l'ampliamento dell'avanzo primario, che ha raggiunto lo 0,8 per cento del prodotto; secondo le stime della Commissione europea, al netto della componente ciclica tale saldo sarebbe cresciuto di poco più di mezzo punto percentuale. Nonostante l'aumento dell'avanzo primario, il rapporto tra debito pubblico e PIL è salito di 2,4 punti percentuali, al 137,1 per cento a fine anno. Il peggioramento ha risentito soprattutto del consistente valore positivo della componente stock-flussi, dovuto agli effetti di cassa dei crediti di imposta per le ristrutturazioni edilizie già contabilizzati per competenza negli anni precedenti, e a un sensibile incremento delle disponibilità liquide del Tesoro al termine dell'anno.

Il risparmio e gli investimenti lordi. – Il risparmio nazionale è rimasto stabile per il terzo anno consecutivo, al 23,6 per cento, a fronte di un'ulteriore crescita di quello delle Amministrazioni pubbliche e di una nuova diminuzione di quello privato (tav. 4.2), l'apporto del quale risulta comunque largamente prevalente. Nel complesso anche gli investimenti lordi si sono mantenuti pressoché invariati in rapporto al reddito nazionale, restando su valori decisamente superiori al periodo precedente la pandemia.

Tavola 4.2

Risparmio e investimenti lordi in Italia (1) (quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)								
VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 2001-2010	Media 2011-2020	2022	2023	2024	2025
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche (A) (2)	-6,6	-3,3	0,7	0,1	-0,9	0,9	1,7	2,2
Risparmio del settore privato (B)	28,8	24,6	19,9	19,5	23,7	22,7	21,9	21,4
di cui: famiglie consumatrici (3)	20,0	14,0	8,5	5,8	5,4	5,3	5,2	5,1
Risparmio nazionale lordo (C=A+B)	22,3	21,3	20,6	19,6	22,9	23,6	23,6	23,6
Investimenti lordi (D)	23,2	20,5	21,8	18,5	24,6	23,4	22,5	22,4
<i>per memoria:</i>								
saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo (E=C-D) (4)	-0,9	0,9	-1,2	1,1	-1,7	0,2	1,0	1,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
 (1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Saldo di bilancio di parte corrente del conto delle Amministrazioni pubbliche; si differenzia dall'indebitamento netto poiché non considera né le entrate in conto capitale, né gli investimenti e le altre spese in conto capitale. – (3) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Calcolato sulla base dei dati di contabilità nazionale aggiornati a marzo del 2026, che non incorporano successive revisioni dei dati della bilancia dei pagamenti.

Il mercato del lavoro e la produttività. – Il numero di occupati e le ore lavorate sono ulteriormente cresciuti, sebbene a un ritmo più contenuto dell'anno precedente. È proseguita la ricomposizione dell'occupazione verso le classi di età più avanzata, anche a causa delle tendenze demografiche. L'incremento del numero di lavoratori si è concentrato nei servizi e nelle costruzioni, mentre nell'industria si è registrato un lieve calo.

La partecipazione al mercato del lavoro è rimasta stabile per il secondo anno consecutivo, al 66,7 per cento, 9 punti percentuali al di sotto della media degli altri paesi europei; per le donne il divario è stato di 13,3 punti. All'aumento del tasso di attività nella fascia d'età 50-64 anni si è contrapposta una riduzione tra i più giovani. Il tasso di disoccupazione è sceso al valore medio annuo minimo dal 2007 (6,1 per cento), principalmente per effetto di un minore flusso dall'occupazione alla disoccupazione.

Nel settore privato, escludendo il comparto agricolo e i servizi immobiliari e finanziari, la produttività oraria del lavoro ha ripreso a crescere leggermente dopo un biennio di forte calo. All'incremento ha contribuito l'industria in senso stretto, in continuità con la tendenza osservata già nel corso del 2024; nei servizi la produttività ha ristagnato, dopo una marcata diminuzione nei due anni precedenti. Il livello della produttività del settore privato rimane superiore dell'1,4 per cento a quello del 2019.

Il costo del lavoro nel settore privato non agricolo ha continuato a salire (3,6 per cento), favorendo un recupero del potere d'acquisto delle retribuzioni, ancora parziale, dopo l'erosione subita nella fase di elevata inflazione del periodo 2021-23. La dinamica retributiva si è lievemente indebolita nella manifattura, mentre si è rafforzata nei servizi, dove si erano accumulati ritardi più ampi negli adeguamenti salariali.

I prezzi. – L'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è aumentata all'1,6 per cento in media d'anno, dall'1,1 nel 2024, riflettendo la dinamica delle componenti volatili. I prezzi energetici sono scesi meno che nell'anno precedente (-2,3 per cento, contro -10,1); la flessione è stata favorita da alcune misure adottate dal Governo all'inizio del 2025 per contenere la spesa energetica delle famiglie a basso reddito. I prezzi dei beni alimentari hanno lievemente accelerato, risentendo dei rincari di alcune materie prime agroalimentari e di condizioni climatiche meno favorevoli in estate. L'inflazione di fondo si è marginalmente ridotta nel confronto con il 2024 (1,9 per cento, da 2,2), grazie al rallentamento dei prezzi sia dei beni industriali non energetici, connesso con il calo di quelli all'importazione, sia dei servizi, in particolare nel comparto turistico.

L'attività bancaria. – I prestiti alle imprese non finanziarie sono tornati a crescere (1,4 per cento, da -2,6 nel 2024) per effetto di un rafforzamento della domanda, sostenuto dalla riduzione dei tassi di interesse e da una maggiore propensione a investire. Il credito alle famiglie ha accelerato (3,1 per cento, da 1,2), guidato principalmente dai mutui per l'acquisto di abitazioni. È proseguito il graduale ridimensionamento dell'incidenza dei prestiti con garanzie pubbliche alle imprese, che resta consistente.

La solidità patrimoniale delle banche si mantiene elevata. La redditività è ulteriormente migliorata, raggiungendo il livello più alto dal 2008 per effetto dell'incremento delle commissioni e dei ricavi da negoziazione, nonché della riduzione dei costi operativi, che hanno più che compensato la contrazione del margine di interesse.

La transizione digitale. – Secondo la Rilevazione sulle tecnologie dell'informazione e della comunicazione nelle imprese dell'Istat, quasi l'80 per cento delle aziende con almeno dieci addetti possiede una digitalizzazione di base, una quota superiore a quella osservata negli altri principali paesi dell'area dell'euro. L'impiego dell'intelligenza artificiale (IA) è cresciuto ancora, continuando a essere più ampio tra le imprese più grandi. Non si riscontrano finora effetti significativi dell'adozione dell'IA su produttività, investimenti e occupazione, anche se le aziende si attendono un impatto più consistente nel prossimo triennio.

Nel settore finanziario si intensifica il ricorso ai canali digitali e prosegue l'aumento degli investimenti in tecnologie innovative, trainati dalle banche di maggiore dimensione. L'utilizzo dell'IA è diffuso e sono in espansione i progetti di IA generativa, prevalentemente orientati al miglioramento della produttività. L'adozione di questi strumenti accresce tuttavia l'esposizione ai rischi cibernetici.

La transizione verde. – In linea con le tendenze in atto, la capacità installata per la produzione di energia da fonti rinnovabili ha continuato ad aumentare, sebbene a un ritmo ancora insufficiente a raggiungere gli obiettivi del Piano nazionale integrato per l'energia e il clima. Nonostante alcuni progressi, i prezzi dell'elettricità in Italia restano superiori alla media europea, soprattutto per la forte incidenza del gas naturale sulla produzione; l'azzeramento di tale divario ridurrebbe i costi complessivi della manifattura dell'1 per cento.

È proseguita l'espansione dei mutui verdi alle famiglie, destinati all'acquisto di abitazioni ad alta efficienza energetica e alla realizzazione di interventi di riqualificazione (16 per cento delle nuove erogazioni, da 12 nel 2022). Tali finanziamenti presentano tassi di interesse mediamente più favorevoli.

I primi mesi del 2026

Nel primo trimestre del 2026 il PIL è aumentato a un ritmo moderato, sospinto dai servizi, in particolare quelli rivolti alle imprese. I consumi sono saliti in misura molto contenuta. L'espansione degli investimenti legati alle transizioni digitale ed ecologica ha compensato l'andamento della componente residenziale, che ha ripiegato dopo il forte rialzo della fine del 2025. Il conflitto in Medio Oriente ha determinato un netto peggioramento del quadro congiunturale e considerevoli rischi al ribasso per la crescita nel resto dell'anno se le ostilità dovessero prolungarsi e intensificarsi.

Il forte aumento dei corsi delle materie prime energetiche si è trasmesso rapidamente ai prezzi dei carburanti al dettaglio, cui è seguito un rincaro delle utenze domestiche e, attraverso i costi di trasporto, di alcuni beni alimentari freschi, portando l'inflazione in prossimità del 3 per cento in aprile.

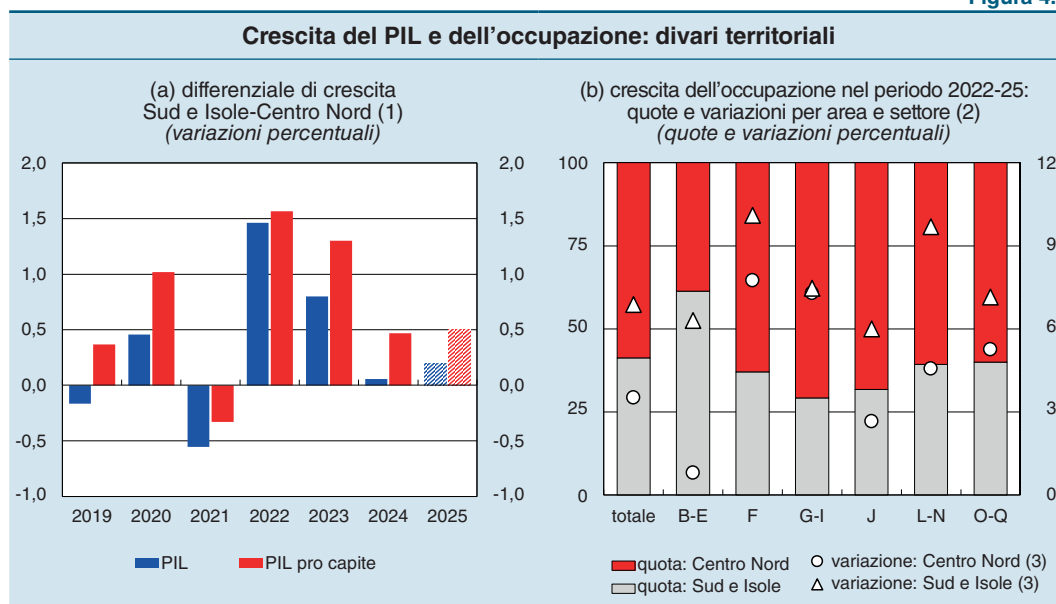
Gli andamenti territoriali

Negli ultimi anni gli andamenti macroeconomici sono stati migliori nel Mezzogiorno che nel resto del Paese, sostenuti anche dall'intervento pubblico. Nonostante i progressi, i segnali di miglioramento strutturale dei divari territoriali appaiono ancora contenuti.

Secondo gli ultimi dati disponibili, nel 2024 l'espansione del PIL è stata solo lievemente maggiore nel Mezzogiorno rispetto al Centro Nord (0,7 e 0,6 per cento, rispettivamente), a fronte di un differenziale di crescita decisamente più marcato nei due anni precedenti (fig. 4.2.a). Nel 2025, secondo l'indicatore trimestrale dell'economia regionale (ITER)³, la dinamica dell'attività sarebbe rimasta leggermente superiore per il Sud e le Isole (0,7 per cento contro 0,5).

³ V. Di Giacinto, L. Monteforte, A. Filippone, F. Montaruli e T. Ropele, *ITER: a quarterly indicator of regional economic activity in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 489, 2019.

Figura 4.2



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat, *Conti economici territoriali* (fino al 2024) e stime ITER (per il 2025); per il pannello (b), elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.

(1) PIL a valori concatenati. Valori positivi (negativi) indicano tassi di crescita superiori per Sud e Isole (Centro Nord). Gli istogrammi tratteggiati corrispondono a stime ITER. – (2) I settori si riferiscono alle sezioni della classificazione Ateco 2007: totale (totale economia, sezioni A-U), B-E (industria in senso stretto), F (costruzioni), G-I (commercio, logistica, alloggi e ristorazione), J (servizi di informazione e comunicazione), L-N (servizi alle imprese), O-Q (Amministrazione pubblica e difesa, istruzione e sanità). – (3) Scala di destra.

Nel 2024 il prodotto pro capite del Mezzogiorno si collocava al 57,4 per cento di quello del Centro Nord, un rapporto in costante aumento dal 2022. Tale andamento riflette principalmente la più elevata crescita dell'occupazione nel Mezzogiorno, sostenuta dagli incentivi per la riqualificazione edilizia e dall'allentamento dei vincoli di bilancio per l'assunzione di nuovo personale nell'istruzione e nella sanità⁴.

Nel periodo 2022-25 la crescita dell'occupazione è stata doppia nel Mezzogiorno rispetto al Centro Nord (6,9 e 3,5 per cento, rispettivamente), contribuendo per oltre due quinti all'espansione a livello nazionale; il maggiore incremento ha interessato tutti i settori, esclusi il commercio e la ristorazione (fig. 4.2.b).

Nel 2023, ultimo anno per il quale sono disponibili i dati, la tendenza all'aumento della dimensione media delle imprese, in atto da almeno un decennio, è proseguita in entrambe le aree. La quota di addetti nelle microimprese⁵ si è ridotta più marcatamente nel Sud e nelle Isole che nel Centro Nord (-1,6 e -1,0 punti percentuali, rispettivamente). La ricomposizione dell'occupazione è avvenuta soprattutto a favore delle piccole imprese nella prima area, mentre è stata più omogenea nella seconda. Resta invariato l'ampio scarto nella quota di addetti alle imprese medio-grandi tra Centro Nord e Mezzogiorno (32,6 per cento contro 20,7).

⁴ A. Accetturo, E. Ciani, S. Mocetti e A. Petrella, *Le prospettive di sviluppo dell'economia meridionale*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 951, 2025.

⁵ Le microimprese impiegano meno di 10 addetti, le piccole imprese tra 10 e 49, le medie tra 50 e 249 e le grandi almeno 250.

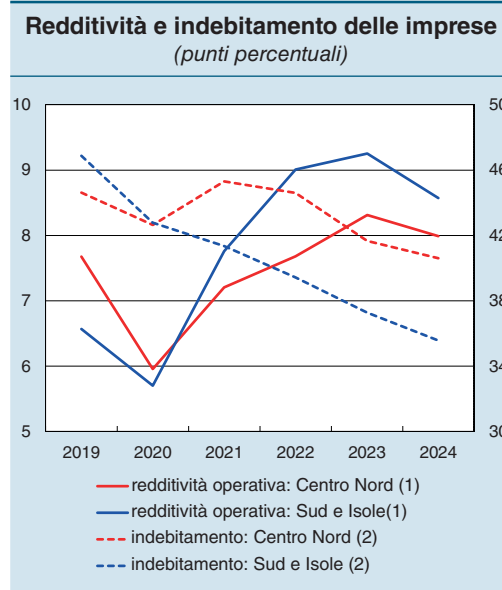
Tra il 2022 e il 2025, a fronte di una sostanziale stabilità nel resto del Paese, le esportazioni di beni dalle regioni meridionali sono leggermente diminuite, ma sono aumentate al netto dei prodotti petroliferi (che rappresentano quasi un quarto del totale), soprattutto grazie alle vendite del comparto farmaceutico (salite a un ritmo corrispondente a circa tre volte quello osservato nel Centro Nord).

Nel 2024, dopo tre anni di crescita, la redditività delle società di capitali italiane si è lievemente contratta: il calo è stato più pronunciato nelle regioni meridionali, dove tuttavia si mantiene dal 2021 su livelli superiori a quelli del resto del Paese (fig. 4.3)⁶. Il grado di indebitamento si è ridotto in entrambe le aree; è sceso più rapidamente nel Sud e nelle Isole, al 35,6 per cento (40,6 nel Centro Nord).

Durante il 2024 gli investimenti delle imprese hanno continuato a espandersi sia nel Mezzogiorno sia nel Centro Nord, ma in rapporto al totale dell'attivo dell'anno precedente sono aumentati di più nella prima area (0,2 contro 0,1 punti percentuali). L'accumulazione di capitale è stata sostenuta da numerosi incentivi fiscali: nel Sud e nelle Isole questi si sono cumulati con ulteriori interventi di ambito territoriale che hanno contribuito a ridurre in misura molto significativa il costo effettivo degli investimenti⁷.

Rimane ampio il divario territoriale nella spesa in ricerca e sviluppo. Nel 2023 questa rappresentava l'1,5 per cento del PIL al Centro Nord e l'1,0 nel Mezzogiorno. Lo scarto è sostanzialmente stabile dalla metà dello scorso decennio ed è interamente riconducibile alla componente privata: le imprese meridionali destinano alle attività di ricerca e sviluppo poco più di un terzo di quanto investono quelle nel resto del Paese. Il marcato distacco nella capacità innovativa dei rispettivi sistemi produttivi continua a rappresentare un elemento strutturale di differenziazione territoriale (cfr. il riquadro: *Le politiche pubbliche a sostegno di ricerca, sviluppo tecnologico e innovazione* del capitolo 6).

Figura 4.3



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Rapporto tra margine operativo lordo e attivo. – (2) Rapporto tra i debiti finanziari e la somma di questi e del patrimonio netto. Scala di destra.

⁶ Sull'impatto delle misure di decontribuzione sul costo del lavoro rivolte alle imprese con dipendenti nel Mezzogiorno (decontribuzione Sud) nel favorire la redditività delle aziende dell'area, cfr. G. Albanese, E. Ciani, G. Macci, G. Mendicino e A. Petrella, *The effects of a large place-based reduction of employer's contributions: the case of decontribuzione Sud*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁷ Ad esempio, nel 2021 le agevolazioni per le piccole imprese del Mezzogiorno che acquistavano beni tangibili ad alto contenuto tecnologico potevano raggiungere un ammontare pari al 95 per cento dell'investimento. La complementarità tra il credito d'imposta per l'acquisto di beni tangibili previsto dal piano Transizione 4.0 e quello introdotto dal Bonus Sud, ora confluiti nel quadro normativo della Zona economica speciale per il Mezzogiorno (ZES unica), è analizzata nel rapporto a cura della Banca d'Italia e del Ministero dell'Economia e delle finanze, con la collaborazione del Ministero delle Imprese e del made in Italy, *Transition 4.0 Plan: an assessment of investment, employment and productivity effects*, maggio 2026.

5. LE FAMIGLIE

Nel 2025 in Italia il reddito disponibile delle famiglie è aumentato dello 0,9 per cento in termini reali. I consumi sono cresciuti in linea con i redditi, lasciando invariato il tasso di risparmio. Su quest'ultimo hanno influito al rialzo gli alti tassi di interesse reali, l'elevata incertezza e i cambiamenti demografici e del mercato del lavoro; l'effetto di tali fattori è stato in parte compensato da un deterioramento della capacità di risparmiare, soprattutto tra i nuclei a più basso reddito.

La ricchezza netta delle famiglie, pari al valore delle attività finanziarie e di quelle reali al netto delle passività, si è espansa a un ritmo sostenuto. La ricchezza immobiliare è cresciuta, in linea con l'incremento dei prezzi delle abitazioni; anche la componente finanziaria lorda è salita, soprattutto grazie alla rivalutazione delle attività. Nei prossimi anni, per via del cospicuo patrimonio accumulato dalla fascia più anziana della popolazione, sono attesi rilevanti trasferimenti intergenerazionali, con effetti sui comportamenti economici e sulla distribuzione della ricchezza. È proseguita la ricomposizione delle attività in favore del risparmio gestito e dei titoli pubblici italiani: per questi ultimi, un contributo è venuto dalle emissioni dedicate alle famiglie.

Il rapporto fra il debito e il reddito disponibile è ulteriormente diminuito, collocandosi sul livello più basso dalla crisi finanziaria globale. I mutui hanno ripreso a salire; i prestiti per finalità di consumo hanno rallentato.

Il reddito e la sua distribuzione

Nel 2025 il reddito disponibile a prezzi correnti delle famiglie consumatrici ha decelerato (2,4 per cento, da 2,9 nel 2024; tav. 5.1), anche per il rallentamento dei redditi da lavoro dipendente a seguito dell'indebolimento della crescita dell'occupazione. Hanno invece accelerato i redditi da proprietà e, per effetto dell'aumento degli occupati indipendenti, quelli da lavoro autonomo. I contributi sociali sono cresciuti del 9,5 per cento, riflettendo anche il venire meno degli sgravi contributivi in vigore fino al 2024. Con la manovra per il 2025, tali sgravi sono stati sostituiti da maggiori trasferimenti ai lavoratori dipendenti e da più elevate detrazioni Irpef (cfr. il capitolo 10), che hanno contribuito rispettivamente all'incremento delle prestazioni sociali e alla riduzione delle imposte. Il reddito disponibile in termini reali ha continuato a salire (0,9 per cento), anche tenendo conto dell'erosione del valore delle attività finanziarie nette dovuta all'inflazione.

Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, nel 2025 tra le famiglie con persona di riferimento tra 15 e 74 anni e in cui non sono presenti componenti pensionati vi è stato un calo della quota di nuclei senza occupati (al 14,0 per cento, 0,8 punti percentuali in meno rispetto al 2019). Anche l'incidenza dei nuclei con

almeno due occupati è lievemente diminuita (al 39,2 per cento, circa 1,5 punti oltre il valore del 2019).

Tavola 5.1

Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio delle famiglie (1) <i>(a prezzi correnti, se non diversamente specificato)</i>				
VOCI	Peso in percentuale del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2025	2023	2024	2025
Variazioni percentuali				
Redditi da lavoro dipendente	64,9	5,1	5,3	3,8
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	–	1,7	2,8	2,7
Redditi da lavoro autonomo (2)	22,4	6,1	0,4	1,6
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	–	4,8	-1,2	-0,2
Redditi netti da proprietà (3)	23,2	9,7	2,3	2,9
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	34,4	4,5	4,3	3,2
<i>di cui:</i> prestazioni sociali nette	–	4,3	5,3	3,3
Contributi sociali netti (-)	25,1	3,0	4,0	9,5
<i>di cui:</i> a carico del datore di lavoro	–	4,3	5,3	4,3
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	19,8	11,8	7,9	-0,3
Reddito lordo disponibile	100,0	5,4	2,9	2,4
in termini reali (4)	–	0,4	1,2	0,9
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	8,0	1,2	1,2
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	6,6	1,3	0,8
Rapporti percentuali				
Propensione media al risparmio (7)	–	8,3	8,3	8,2

Fonte: elaborazioni e stime su dati Banca d'Italia e Istat.
 (1) I dati si riferiscono al settore delle famiglie consumatrici. – (2) Redditi misti e redditi prelevati dai membri delle quasi-società. – (3) Risultato lordo di gestione (prevalentemente redditi da locazione), rendite nette dei terreni e dei beni immateriali, interessi netti, dividendi e altri utili distribuiti dalle società. – (4) Deflazionato col deflatore dei consumi delle famiglie consumatrici. – (5) Reddito lordo disponibile in termini reali, al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate sulla base dell'inflazione attesa rilevata da Consensus Economics. – (6) Reddito lordo disponibile in termini reali al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate sulla base dell'inflazione realizzata. – (7) Rapporto tra il risparmio lordo e il reddito lordo disponibile rettificato per la variazione dei diritti pensionistici.

Sempre considerando le stesse famiglie, in base ai dati dell'indagine dell'Eurostat sul reddito e le condizioni di vita¹, tra il 2019 e il 2023 (ultimo anno per cui sono disponibili le informazioni) in Italia la disuguaglianza del reddito da lavoro equivalente si è ampliata, trainata dalla maggiore dispersione di quest'ultimo tra i nuclei che hanno almeno un percettore. L'intervento pubblico ha sostenuto le famiglie con redditi medi e bassi, sia attraverso sgravi fiscali sia attraverso l'aumento dei trasferimenti destinati ai nuclei con figli minori², che sono più presenti nei quinti inferiori della distribuzione del reddito equivalente. L'indice di Gini del reddito disponibile equivalente è sceso dal 32,9 per cento nel 2019 al 32,3 nel 2023.

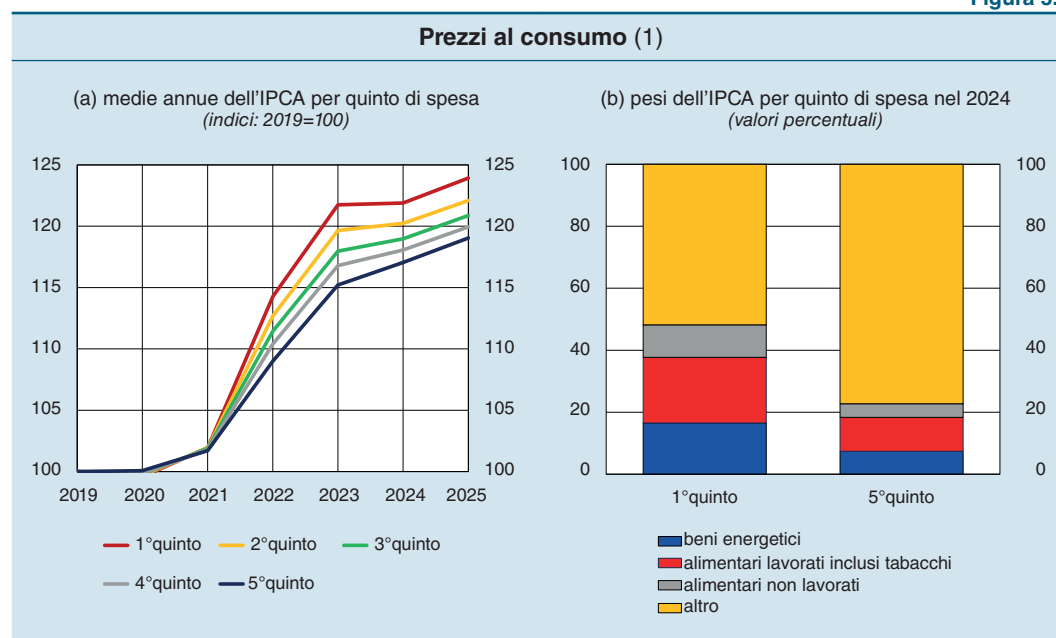
¹ *European Union statistics on income and living conditions*, EU-SILC. Il reddito da lavoro equivalente è ottenuto dividendo il reddito da lavoro familiare per la scala di equivalenza dell'OCSE modificata, che assegna valore pari a 1 al primo componente adulto della famiglia, 0,5 a ogni altra persona con almeno 14 anni, 0,3 ai componenti con meno di 14 anni.

² N. Curci e A. Tomasi, *Fiscal drag, discretionary policy measures and the purchasing power of Italian households in 2022-2025*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 998, 2026.

Secondo i dati più recenti, l'indice di Gini del reddito disponibile equivalente per l'intera popolazione (e non solo per le persone che vivono nelle famiglie selezionate) è sceso nel 2024 al 31,0 per cento, dal 32,2 nel 2023; era pari al 32,5 nel 2019.

L'incidenza della povertà assoluta, misurata sui consumi, è invece rimasta invariata all'8,4 per cento nel 2024, dopo essere cresciuta tra il 2019 e il 2023. Al deterioramento della capacità di spesa di una parte delle famiglie ha contribuito la loro maggiore esposizione allo shock inflazionistico³ (fig. 5.1.a): i nuclei a più basso reddito destinano tipicamente una quota più consistente della loro spesa ai beni e servizi essenziali, come alimentari ed energia, i cui rincari sono stati più intensi tra il 2021 e il 2023. Sebbene negli anni successivi l'inflazione di queste componenti si sia attenuata, risultando peraltro negativa per l'energia, i livelli dei loro prezzi si sono mantenuti elevati, continuando a comprimere il potere d'acquisto delle famiglie più vulnerabili (fig. 5.1.b).

Figura 5.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Nel 2025 le famiglie meno abbienti hanno beneficiato dell'incremento dei trasferimenti pubblici. Il Governo ha rivisto i requisiti per l'accesso e i parametri di calcolo dell'Assegno di inclusione (AdI) e del Supporto per la formazione e il lavoro (SFL)⁴, le principali misure a sostegno dei nuclei in condizioni di disagio economico: la revisione ha contribuito ad ampliare la platea dei beneficiari (cresciuta rispettivamente

³ F. Corsello e M. Riggi, *Inflation is not equal for all: the heterogeneous effects of energy shocks*, "European Economic Review", di prossima pubblicazione; cfr. inoltre N. Curci, M. Savegnago, G. Zevi e R. Zizza, *The redistributive effects of inflation: a microsimulation analysis for Italy*, "International Journal of Microsimulation", 18, 3, 2025, pp. 87-100.

⁴ L'AdI è rivolto alle famiglie con componenti minorenni, disabili, di età superiore a 59 anni o inseriti in programmi di cura e assistenza dei servizi socio-sanitari territoriali certificati dalla Pubblica amministrazione. L'SFL è destinato alle persone in età da lavoro e non in possesso dei requisiti per accedere all'AdI.

dell'8,5 e del 32,7 per cento) e a innalzare gli importi del sussidio. L'Assegno unico e universale (AUU), introdotto nel 2022 per i nuclei con figli a carico sotto i 21 anni, è stato percepito da circa 6,3 milioni di famiglie (6,4 nel 2024), per un totale di circa 10 milioni di figli; il 45,1 per cento di questi ultimi risiede nel Nord, il 36,0 nel Sud e il 18,9 nel Centro. Gli importi, sostanzialmente stabili in termini reali rispetto al 2024, sono risultati pari in media a 173 euro al mese per figlio (187 per i minorenni, che rappresentano circa l'86 per cento dei destinatari della misura).

Il consumo e il risparmio

Nel 2025 la spesa per consumi delle famiglie residenti ha continuato a crescere in termini reali (1,0 per cento; tav. 5.2 e fig. 5.2), sostenuta dall'aumento del reddito e, in misura più limitata, dall'espansione della ricchezza. La fiducia dei consumatori ha gradualmente recuperato nel corso dell'anno il deciso calo di aprile, a seguito dell'annuncio dell'inasprimento dei dazi da parte degli Stati Uniti. Vi hanno contribuito le attese più favorevoli sul quadro economico dell'Italia, specialmente tra i nuclei più abbienti, e sulla disoccupazione, in particolare tra le famiglie a minore reddito.

Tavola 5.2

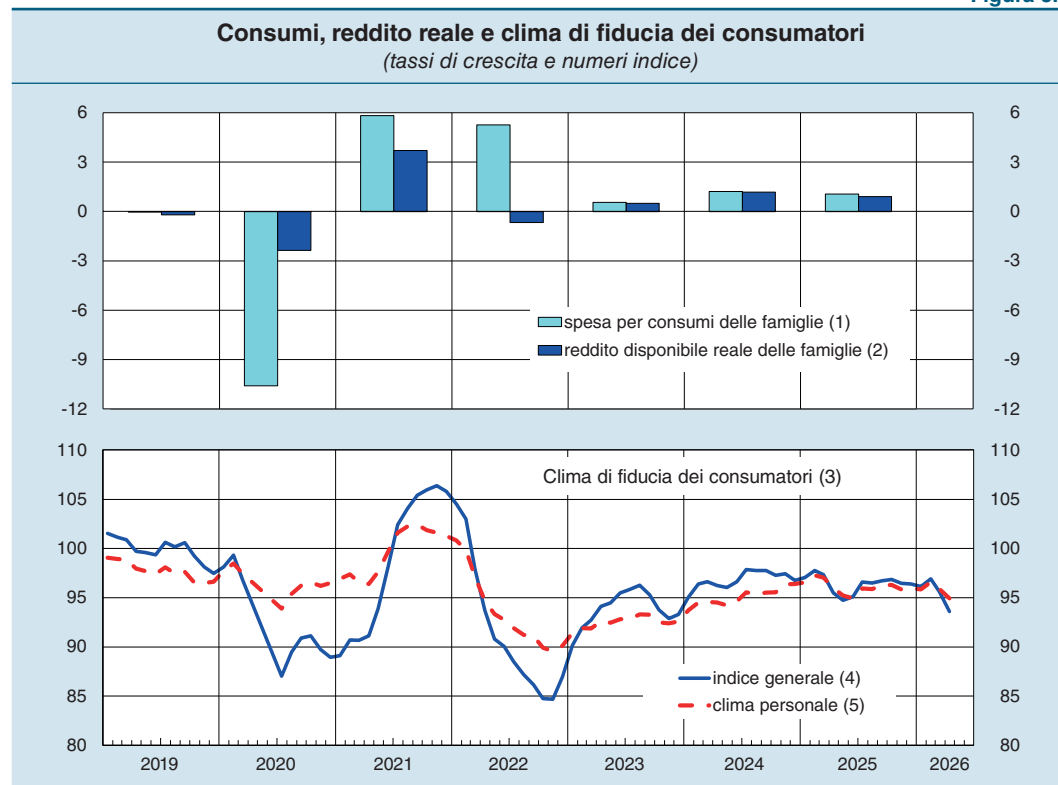
Spesa delle famiglie (variazioni percentuali di valori concatenati)					
VOCI	Peso percentuale nel 2025 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2022	2023	2024	2025
Beni	47,9	4,1	-1,7	0,9	0,9
Beni non durevoli	31,0	0,6	-3,9	0,6	0,7
<i>di cui:</i> alimentari e bevande non alcoliche	14,5	-2,5	-1,4	0,6	0,2
Beni semidurevoli	8,6	20,4	-1,7	-1,7	1,9
<i>di cui:</i> vestiario e calzature	5,3	20,1	0,1	-3,3	1,8
Beni durevoli	8,4	1,7	7,7	4,9	0,8
Servizi	52,1	8,3	2,8	1,6	1,0
<i>di cui:</i> alberghi e ristoranti	10,3	24,5	5,8	1,9	1,0
istruzione	0,8	3,0	2,3	4,6	-3,7
Totale spesa interna	100,0	6,2	0,6	1,3	1,0
Spesa all'estero dei residenti in Italia (1)		105,4	16,2	4,1	6,5
Spesa in Italia dei non residenti (1)		92,5	10,5	3,8	3,0
Totale spesa nazionale (2)		5,3	0,5	1,2	1,0
<i>per memoria:</i>					
deflatore della spesa nazionale		6,8	5,0	1,7	1,5

Fonte: Istat, Conti economici nazionali; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
 (1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2025, rispettivamente, al 2,2 e al 4,3 per cento della spesa interna complessiva. – (2) La spesa nazionale è quella effettuata dai residenti in Italia, sia all'interno del territorio italiano sia all'estero; è definita come la spesa interna cui viene sommata quella all'estero dei residenti in Italia e sottratta quella in Italia dei non residenti.

La spesa per beni è aumentata dello 0,9 per cento, come nel 2024. Sono cresciuti ancora in misura moderata i consumi dei beni non durevoli, a causa della fiacca ripresa di quelli alimentari, che restano inferiori di circa l'1,5 per cento rispetto alla media del triennio precedente la pandemia. La debolezza della spesa in beni alimentari dipende sia dai rialzi dei loro prezzi relativi, sia da dinamiche demografiche di più lungo periodo legate al calo della quota delle famiglie con figli, che hanno un livello di spesa

più elevato per tali beni⁵. Gli acquisti dei beni semidurevoli sono tornati a salire, inclusi quelli di vestiario e calzature. I consumi di beni durevoli hanno continuato a espandersi, seppur rallentando rispetto al precedente biennio; sono aumentati per il secondo anno consecutivo gli acquisti di beni legati all'abitazione (come mobili ed elettrodomestici), la cui quota nel paniere di spesa delle famiglie si è ampliata nel periodo successivo alla pandemia⁶. Hanno decelerato i consumi dei servizi, inclusi quelli nel comparto dell'alloggio e della ristorazione.

Figura 5.2



Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.

(1) Spesa delle famiglie consumatrici e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (Isp); valori concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Reddito disponibile delle famiglie consumatrici e delle Isp, deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Indici: 2021=100; dati mensili destagionalizzati; medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento. – (4) L'indicatore è ottenuto come media dei saldi tra le risposte di miglioramento e peggioramento relative ai seguenti quesiti: situazione economica generale (a) negli scorsi 12 mesi e (b) nei prossimi 12 mesi; situazione economica personale (c) negli scorsi 12 mesi e (d) nei prossimi 12 mesi; (e) convenienza all'acquisto di beni durevoli; (f) tendenza della disoccupazione; (g) possibilità e (h) convenienza a risparmiare; (i) bilancio finanziario della famiglia. – (5) Media dei saldi relativi ai quesiti (c), (d), (e), (g), (h) e (i) elencati nella nota 4.

La propensione al risparmio delle famiglie consumatrici è rimasta pressoché stabile all'8,2 per cento (tav. 5.1 e fig. 5.3), riflettendo la crescita simile dei redditi e dei consumi; rispetto alla media del triennio precedente la pandemia è salita di 0,5 punti percentuali. Negli ultimi anni il risparmio è stato favorito dai livelli più alti dei tassi di interesse reali (cfr. il capitolo 3), dall'elevata incertezza connessa con il contesto internazionale, nonché dai cambiamenti demografici e del mercato del lavoro che hanno comportato una progressiva ricomposizione delle famiglie verso

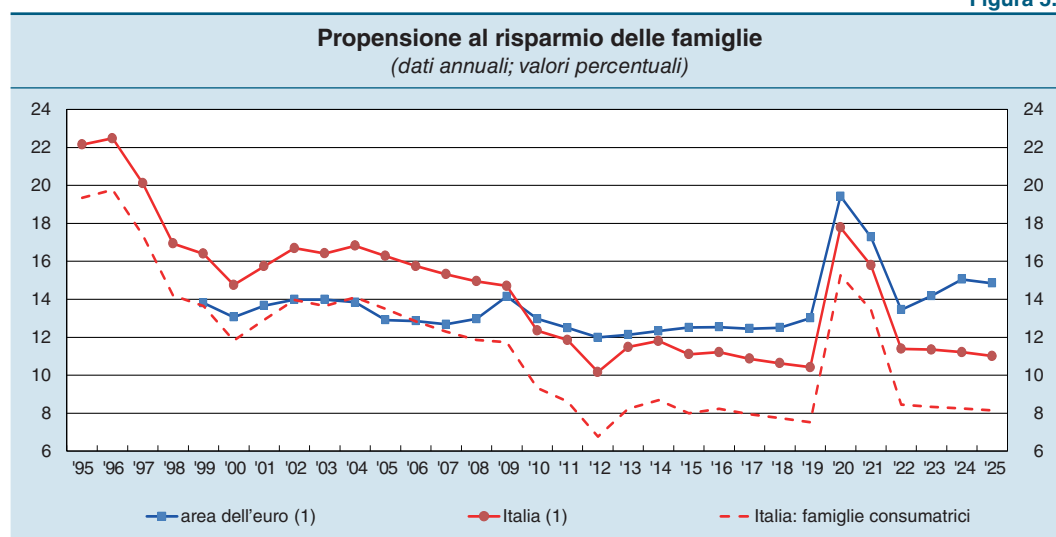
⁵ C. Rondinelli, F. Tullio e F. Zanichelli, *Demografia e consumi: evoluzione e composizione della spesa in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁶ D. Ceci, F. Corsello, M. Fruzzetti e M. Izzo, *Anatomia dell'inflazione e scelte di consumo in Italia dopo la pandemia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

quelle caratterizzate da una minore propensione al consumo (cfr. il riquadro: *La crescita dell'occupazione e la debolezza dei consumi dopo la pandemia*). Di recente, tali effetti sarebbero stati compensati in aggregato da un indebolimento della capacità di risparmiare, soprattutto tra i nuclei a più basso reddito, come indicato dalle indagini qualitative dell'Istat.

Secondo le stime della Banca d'Italia, nei primi mesi di quest'anno i consumi delle famiglie avrebbero rallentato. La fiducia dei consumatori ha registrato un nuovo, brusco peggioramento da marzo, in particolare nella componente relativa alle attese sul quadro economico generale, risentendo delle ripercussioni del conflitto nel Golfo Persico. Tali ricadute frenerebbero le decisioni di spesa, soprattutto quelle relative a beni e servizi non essenziali, che risultano più reattivi alla fase del ciclo economico⁷.

Figura 5.3



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat.

(1) Oltre alle famiglie consumatrici, include anche quelle produttrici (imprese individuali, società semplici e di fatto che impiegano fino a 5 addetti, produttrici di beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita nonché unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari dell'intermediazione finanziaria) e le Isp.

LA CRESCITA DELL'OCCUPAZIONE E LA DEBOLEZZA DEI CONSUMI DOPO LA PANDEMIA

In Italia, così come nel resto dell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *Il consumo e il risparmio nell'area dell'euro* del capitolo 2), la ripresa dei consumi delle famiglie nel periodo successivo alla pandemia è stata più contenuta rispetto a quella del reddito disponibile, che è stata trainata dalla marcata espansione dell'occupazione (figura A). Tra il 2019 e il 2025 in termini reali la spesa per consumi è aumentata del 2,4 per cento, mentre il reddito disponibile è salito del 3,1 per cento. Questi andamenti suggeriscono un indebolimento della relazione tra la spesa delle famiglie

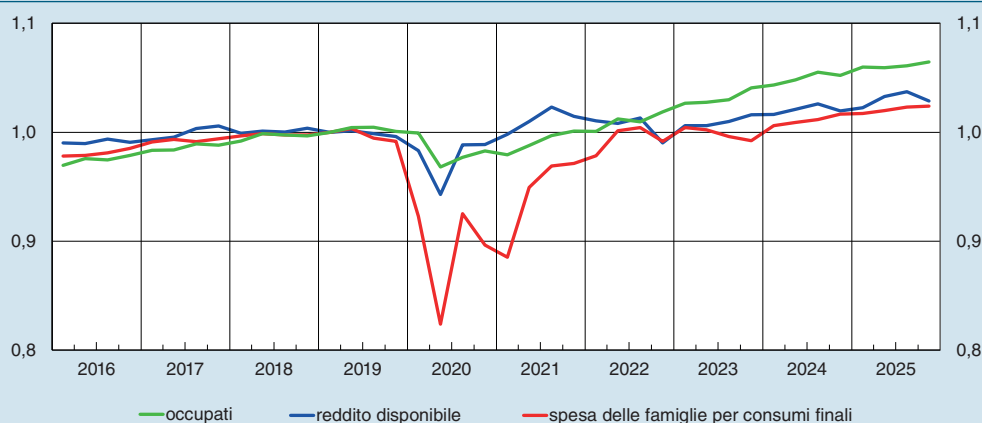
⁷

Secondo nostre stime, i beni e servizi di tipo “discrezionale” – ad esempio l'acquisto di autoveicoli – sono la componente dei consumi più reattiva al ciclo economico, sia quando la fase ciclica è innescata da fattori di domanda, sia a fronte di shock di offerta. Per ulteriori dettagli, cfr. F. Corsello, A. Foschi, M. Fruzzetti e M. Riggi, *Consumi in Italia: evoluzione del paniere e reattività agli shock*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

e il reddito disponibile, ossia un calo della propensione marginale al consumo (PMC) aggregata, anche a fronte della crescita di entrambi.

Figura A

Numero di occupati, reddito disponibile e consumi delle famiglie (1)
(dati trimestrali; numeri indice: 2019=1)



Fonte: Istat, Conti economici trimestrali (CET).

(1) Reddito disponibile e consumi in termini reali, ottenuti utilizzando per entrambi il deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie (valori concatenati con anno di riferimento 2020).

La flessione della PMC aggregata può essere spiegata sia da cambiamenti nelle scelte di consumo delle famiglie (effetto comportamentale), sia da dinamiche occupazionali e demografiche che implicano una ricomposizione dei redditi a favore dei nuclei con una minore PMC (effetto di composizione).

Il contributo di questi canali è stato quantificato dapprima mediante la stima delle PMC per diverse tipologie familiari¹, sulla base dei dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) della Banca d'Italia e dell'*Indagine sulle spese delle famiglie* dell'Istat. Le stime sono state quindi ponderate considerando la numerosità dei nuclei e la loro quota sul reddito totale. L'esercizio è stato condotto per il 2016 e per il 2022, gli ultimi anni – rispettivamente prima e dopo la pandemia – per i quali sono disponibili i dati dell'IBF.

A seguito della crisi pandemica la PMC si è ridotta per tutte le tipologie familiari (figura B, pannello a). Questo effetto comportamentale può spiegare tra il 50 e l'80 per cento² della diminuzione a livello aggregato osservata tra il 2016 e il 2022 e potrebbe riflettere motivazioni precauzionali a fronte della maggiore incertezza sul futuro³. Almeno il 30 per cento del calo della PMC aggregata discende invece

¹ Si considerano i nuclei con persona di riferimento tra 18 e 74 anni suddivisi in base all'età della persona di riferimento stessa, al titolo di studio dei componenti e al numero di occupati; cfr. G. Basso, F. Carta, C. Rondinelli, F. Tullio e F. Zanichelli, *An assessment of the marginal propensity to consume in Italy in the post-Covid recovery*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

² Sono stati esaminati due scenari ipotetici relativi alla distribuzione di un incremento marginale del reddito tra le diverse tipologie familiari.

³ E. Guglielminetti e C. Rondinelli, *Macro and micro consumption drivers in the wake of the Covid-19 pandemic*, "International Journal of Central Banking", 20, 1, 2024, pp. 181-237.

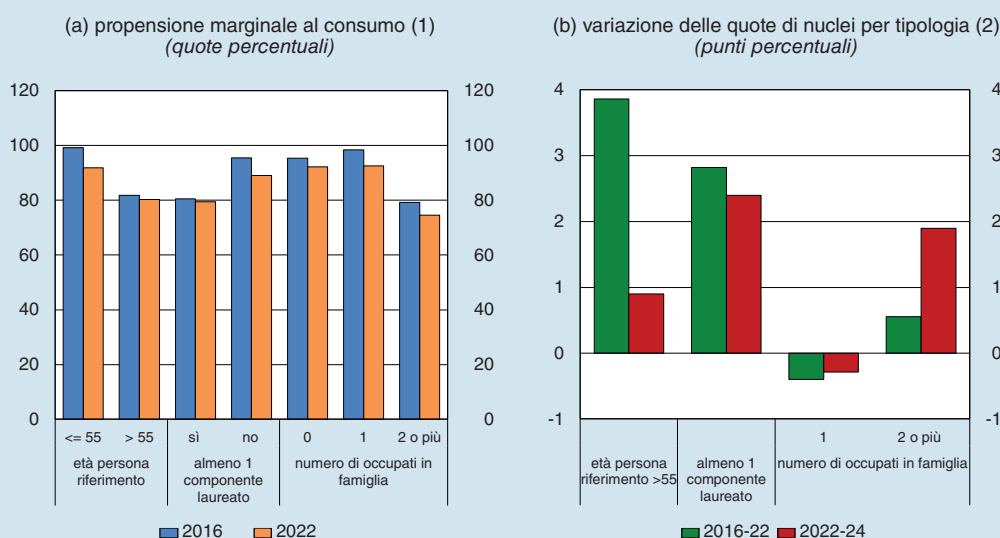
dall'effetto di composizione a favore delle famiglie con PMC inferiori alla media, ossia quelle con una persona di riferimento più anziana, con un elevato grado di istruzione e con più di un occupato (figura B, pannello b)⁴.

I cambiamenti occupazionali e demografici hanno avuto ripercussioni anche sulla struttura dei consumi: nei nuclei con più occupati la spesa tende a concentrarsi maggiormente su voci discrezionali, come quelle per ristorazione e alberghi. L'aumento della quota di famiglie con più componenti che lavorano potrebbe quindi avere contribuito a sostenere alcune categorie di servizi nel periodo post-pandemico⁵.

Secondo nostre stime, nel triennio 2022-24⁶ l'effetto di composizione avrebbe continuato a frenare la PMC aggregata (figura B, pannello b), in misura relativamente maggiore che nei sei anni precedenti, implicando una più debole risposta dei consumi alle variazioni del reddito disponibile. Nonostante questo effetto di composizione, il livello complessivo della spesa sarebbe stato sostenuto dal fatto che le famiglie con bassa PMC detengono redditi in media più elevati.

Figura B

Propensione marginale al consumo e quote di famiglie per tipologia



Fonte: elaborazioni sui dati Banca d'Italia, *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*; Istat, *Indagine sulle spese delle famiglie e Rilevazione sulle forze di lavoro*.

(1) Le propensioni marginali al consumo indicano le quote percentuali degli incrementi di reddito destinate al consumo: per ciascun gruppo, sono stimate sulla base di un modello lineare della propensione al consumo familiare come funzione della ricchezza e di altre caratteristiche socio-demografiche. – (2) I restanti nuclei, non raffigurati, sono quelli con persona di riferimento di età inferiore a 55 anni, senza laureati e senza occupati in famiglia. Poiché le variazioni delle quote sommano complessivamente a zero, quelle dei nuclei non riportati si ottengono per differenza.

⁴ Un terzo effetto di tipo residuale (cosiddetto termine di interazione) tiene conto della simultaneità delle variazioni delle quote e delle propensioni al consumo. Questo termine agisce in senso opposto ai due effetti principali e può valere non oltre il 10 per cento.

⁵ C. Rondinelli, F. Tullio e F. Zanichelli, *Demografia e consumi: evoluzione e composizione della spesa in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁶ L'esercizio è stato condotto mantenendo costante la PMC di ciascuna tipologia familiare ai valori del 2022; cfr. G. Basso, F. Carta, C. Rondinelli, F. Tullio e F. Zanichelli, di prossima pubblicazione, op. cit.

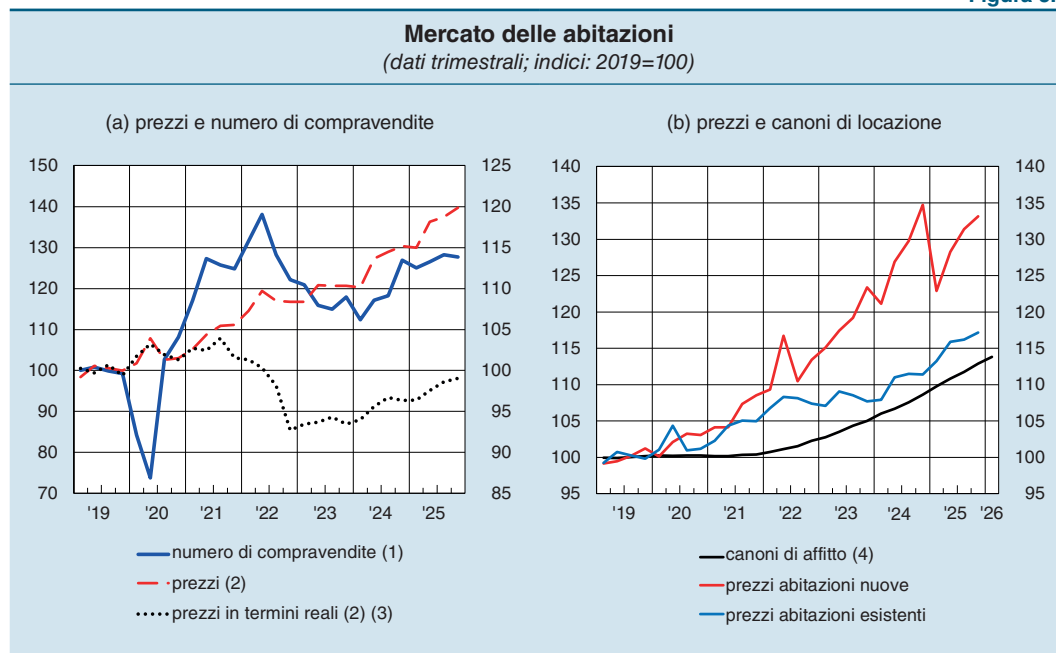
La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni

Il mercato immobiliare ha continuato a espandersi nel 2025, sostenuto dal calo dei tassi nominali sui mutui (cfr. il paragrafo: *L'indebitamento*). Il numero delle compravendite di abitazioni è nuovamente aumentato (del 6,6 per cento) ed è cresciuta la domanda di prestiti per l'acquisto di un immobile. I prezzi delle abitazioni hanno lievemente accelerato (al 4,0 per cento, dal 3,2 nel 2024), salendo più dell'inflazione al consumo (fig. 5.4.a; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2026). Il rialzo delle quotazioni è stato diffuso sul territorio nazionale e ha riguardato soprattutto le abitazioni esistenti, a fronte di una dinamica dei prezzi di quelle di nuova costruzione che ha risentito del forte calo osservato nei primi mesi dell'anno (fig. 5.4.b).

Secondo nostre stime, l'incremento della ricchezza delle famiglie detenuta sotto forma di attività reali (prevalentemente abitazioni) è stato pari al 2,1 per cento in termini nominali (1,9 nel 2024).

In base ai sondaggi condotti dalla Banca d'Italia, gli operatori immobiliari hanno confermato per il primo trimestre del 2026 la crescita, già osservata nello scorso quadriennio, sia dei prezzi degli immobili sia dei canoni di locazione (fig. 5.4.b)⁸. Secondo nostre elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, all'inizio di quest'anno la domanda di abitazioni si è mantenuta solida.

Figura 5.4



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia e Istat.

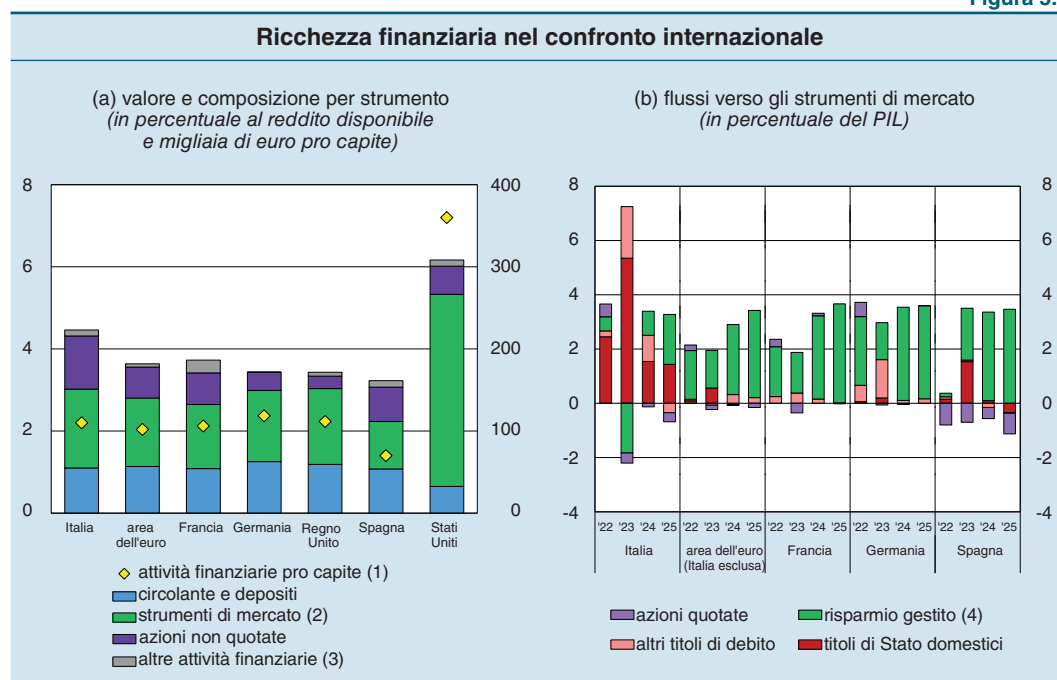
(1) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario. – (2) Scala di destra. – (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (4) Componente affitti dell'IPCA.

⁸ L'analisi si basa sui dati del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* del primo trimestre del 2026, rilevati nel mese di aprile di quest'anno (cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia).

La ricchezza e gli investimenti finanziari

Alla fine del 2025 la ricchezza netta delle famiglie, definita come il valore delle attività finanziarie e reali al netto delle passività, si è collocata a 12.326 miliardi, pari a 8,5 volte il reddito disponibile (8,3 nel 2024). La ricchezza finanziaria lorda è cresciuta del 7,4 per cento (a quasi 6.500 miliardi; tav. 5.3), sostenuta soprattutto dalla forte rivalutazione delle azioni e delle partecipazioni in imprese residenti in Italia. Il rapporto tra attività finanziarie e reddito disponibile si è portato a 4,5, un valore elevato sia nel confronto internazionale sia in prospettiva storica (fig. 5.5.a). Il rilevante patrimonio detenuto dalle famiglie con componenti più anziani sarà oggetto nei prossimi anni di un significativo trasferimento intergenerazionale, con effetti sui comportamenti economici e sulla distribuzione della ricchezza (cfr. il riquadro: *Demografia, eredità e scelte economiche e finanziarie delle famiglie*).

Figura 5.5



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari), BCE, Federal Reserve, Istat e Office of National Statistics: cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: confronto internazionale di attività e passività finanziarie*.

(1) Per il Regno Unito e gli Stati Uniti la conversione è stata effettuata utilizzando i rispettivi tassi di cambio con l'euro al 31 dicembre 2025. Scala di destra. – (2) Includono azioni quotate, titoli di debito (pubblici e privati), assicurazioni e riserve tecniche, quote di fondi comuni di investimento. I titoli acquistati nell'ambito di gestioni patrimoniali sono presenti nelle categorie di attività finanziarie di pertinenza, essendo questo servizio escluso dal risparmio gestito. – (3) Comprendono crediti commerciali, derivati e stock option di dipendenti e altre partite minori. – (4) Il risparmio gestito include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, fondi pensione e pensioni integrative; è escluso il TFR.

Gli strumenti di mercato⁹ continuano a rappresentare una componente minoritaria del portafoglio delle famiglie italiane (40,4 per cento; tav. 5.3), come nell'area dell'euro ma a differenza degli Stati Uniti (fig. 5.5.a).

⁹ Includono le azioni quotate, i titoli di debito – pubblici e privati – le assicurazioni e le riserve tecniche e le quote dei fondi comuni di investimento. Sono escluse le partecipazioni non quotate in quanto non hanno un valore trasparente di valutazione di mercato e tendenzialmente non sono disponibili all'acquisto per la generalità delle famiglie italiane.

Tavola 5.3

Tabella 3.

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)					
(milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2025	Composizione percentuale		2024	2025
		2024	2025		
ATTIVITÀ (2)					
Biglietti e circolante	204.319	3,4	3,1	-1.081	852
Depositi (3)	1.398.848	22,8	21,6	17.135	17.948
in Italia	1.374.965	22,3	21,2	286	26.170
depositi a vista	944.562	15,0	14,6	-3.457	37.539
altri depositi	430.403	7,3	6,6	3.742	-11.370
all'estero	23.883	0,5	0,4	16.849	-8.221
Titoli obbligazionari	523.611	8,2	8,1	55.182	24.489
italiani	410.550	6,3	6,3	45.256	23.479
di cui: pubblici	343.165	5,1	5,3	33.927	32.367
bancari	58.303	0,9	0,9	9.623	1.465
esteri	113.061	1,9	1,7	9.926	1.010
Quote di fondi comuni	901.938	14,0	13,9	24.262	30.616
italiani	286.148	4,3	4,4	9.989	14.207
esteri	615.790	9,7	9,5	14.273	16.409
Azioni e partecipazioni	2.077.232	29,5	32,0	-22.804	-14.554
italiane	1.933.597	27,2	29,8	-15.042	-15.684
estere	143.634	2,3	2,2	-7.762	1.131
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	1.174.437	18,7	18,1	-4.734	10.952
di cui: riserve ramo vita	809.162	12,9	12,5	-10.253	4.325
Altre attività emesse dai residenti (4)	207.275	3,5	3,2	-19.624	-2.955
Totale attività	6.487.661	100,0	100,0	48.336	67.349
per memoria: risparmio gestito (5)		29,8	29,4	19.392	40.626
strumenti di mercato (6)		40,8	40,4	71.780	57.611
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (7)	42.861	4,1	4,0	-2.287	568
di cui: bancari	40.717	3,9	3,8	-1.345	182
Debiti a medio e a lungo termine (8)	768.510	72,2	72,4	7.713	21.015
di cui: bancari	643.226	60,4	60,6	806	17.586
Altre passività (9)	250.707	23,8	23,6	3.756	3.537
Totale passività	1.062.078	100,0	100,0	9.183	25.119
SALDO	5.425.583			39.153	42.229

Fonte: Banca d'Italia (Conti finanziari).

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e Isp. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Le attività oggetto di investimento attraverso le gestioni patrimoniali sono incluse nei singoli strumenti. – (3) Include i conti correnti Bancoposta e le passività di Cassa depositi e prestiti. – (4) Crediti commerciali, derivati e stock option di dipendenti e altre partite minori. – (5) Include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, fondi pensione e pensioni integrative; è escluso il TFR. I titoli acquistati nell'ambito di gestioni patrimoniali sono presenti nelle categorie di attività finanziarie di pertinenza, essendo questo servizio escluso dal risparmio gestito. – (6) Includono le azioni quotate, i titoli di debito – pubblici e privati – le assicurazioni e le riserve tecniche e le quote dei fondi comuni di investimento. – (7) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (8) Includono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e prestiti da altri residenti. – (9) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

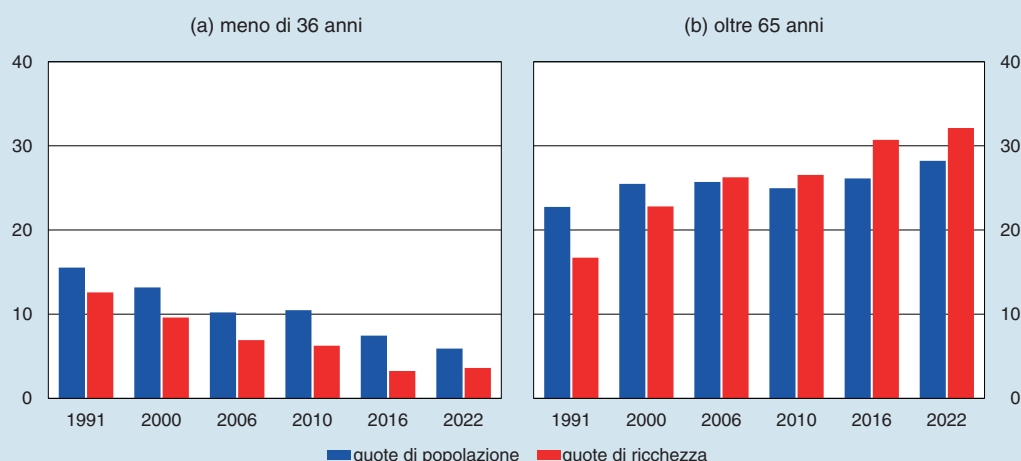
DEMOGRAFIA, EREDITÀ E SCELTE ECONOMICHE E FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE

Negli ultimi decenni la popolazione italiana ha subito trasformazioni profonde. Come in molte economie avanzate, il calo della fecondità e l'aumento della longevità hanno accresciuto il peso relativo delle generazioni più anziane.

Secondo i risultati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF), tra il 1991 e il 2022, ultimo anno per il quale sono disponibili i dati, la quota di famiglie in cui la persona di riferimento ha meno di 36 anni si è ridotta dal 16 al 6 per cento (figura A, pannello a), mentre quella in cui ha più di 65 anni è aumentata di circa 5 punti percentuali, al 28 per cento (figura A, pannello b); allo stesso tempo, la quota della ricchezza detenuta dalle famiglie più anziane è quasi raddoppiata, raggiungendo il 32 per cento, mentre quella delle famiglie più giovani è scesa dal 13 al 4 per cento.

Figura A

Distribuzione delle famiglie e della ricchezza per classi di età (1) (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (IBF); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).

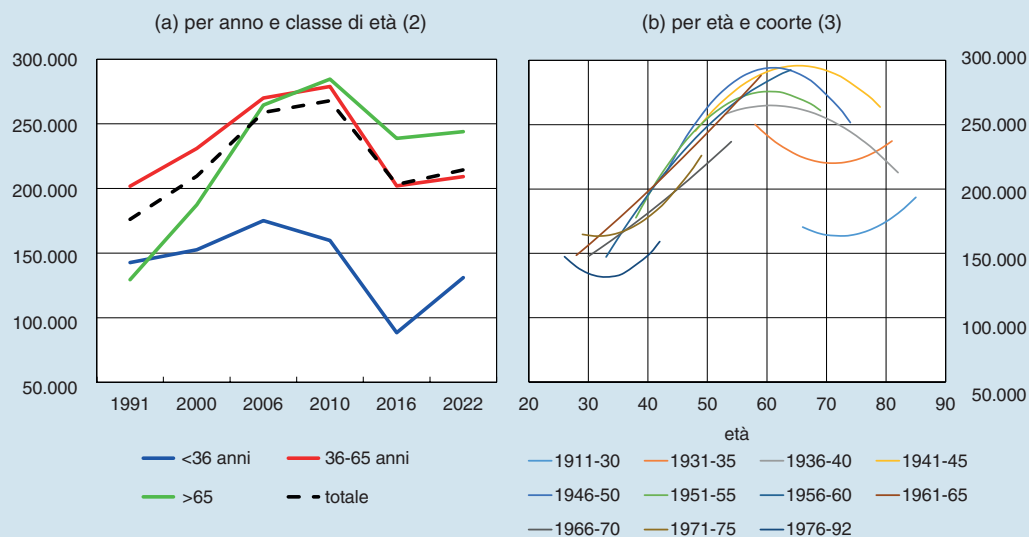
(1) La classe di età si riferisce a quella della persona di riferimento, definita come il principale percettore di reddito.

Nostre analisi indicano che l'incremento del peso della ricchezza delle famiglie più anziane riflette principalmente l'andamento positivo della loro ricchezza media rispetto a quella complessiva (figura B, pannello a), mentre il contributo della maggiore incidenza di questa classe di età sulla popolazione appare secondario. Le famiglie oggi più anziane hanno beneficiato di un contesto macroeconomico complessivamente più favorevole, rispetto a quelle più giovani, in termini di crescita dei redditi e dinamica dei prezzi degli immobili. Queste condizioni hanno interessato soprattutto le coorti nate dal 1941 al 1950, che presentano profili di ricchezza lungo il ciclo di vita superiori a quelli sia delle generazioni precedenti, sia di quelle successive (figura B, pannello b)¹.

¹ G.M. Mariani, E. Porreca e C. Rondinelli, *Nati al momento giusto? Ricchezza, eredità e divari generazionali in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura B

Ricchezza netta media familiare (1) (euro)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (IBF).

(1) I valori della ricchezza, deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo, sono espressi ai prezzi del 2015. – (2) La classe di età si riferisce a quella della persona di riferimento. – (3) Le stime sono ottenute a livello di cella età-coorte-anno secondo la metodologia descritta da A.S. Deaton e C.H. Paxson, *Saving, growth, and aging in Taiwan*, in D.A. Wise (a cura di), *Studies in the economics of aging*, Chicago, University of Chicago Press, 1994, pp. 331-362.

Queste coorti appartengono attualmente alle fasce più anziane della popolazione e pertanto nei prossimi anni i loro patrimoni saranno plausibilmente oggetto di trasferimenti intergenerazionali. Secondo nostre stime – che utilizzano le informazioni sull'età media della madre al parto – i beneficiari di tali trasferimenti farebbero parte in prevalenza delle coorti nate tra il 1966 e il 1975, numericamente più esigue di quelle immediatamente precedenti a causa della minore fecondità. La ricchezza trasferita a queste coorti costituirebbe una quota del loro patrimonio superiore a quella ricevuta in eredità dalle generazioni venute prima (circa il 40 per cento, contro il 30 per le coorti nate tra il 1951 e il 1965). Essa consisterebbe in larga misura di attività reali, soprattutto immobiliari: nel 2022 le famiglie con persona di riferimento nata tra il 1941 e il 1950 detenevano in media circa il 62 per cento della propria ricchezza in abitazioni, il 28 in attività finanziarie e quasi il 10 in partecipazioni in attività di impresa².

Per cogliere le implicazioni distributive di questi trasferimenti, si può utilizzare il titolo di studio come indicatore dello status economico-sociale e distinguere tra le famiglie in cui sia i genitori (nati tra il 1941 e il 1950) sia i figli (nati tra il 1966

² R. Giordano, L. Infante, A. Neri, G.A. Prete e M. Spuri, *Invecchiamento della popolazione e scelte di portafoglio nei principali paesi UE*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. La composizione della ricchezza varia notevolmente lungo la sua distribuzione. Nel 2022, considerando le famiglie italiane con persona di riferimento nata tra il 1941 e il 1950, la quota immobiliare superava l'80 per cento per quelle sotto la mediana della distribuzione della ricchezza, mentre era circa il 45 per cento per il decimo più ricco, che possedeva poco più della metà della ricchezza complessiva di queste famiglie. Rispetto ai principali paesi europei la composizione della ricchezza delle famiglie italiane, anche di quelle anziane, si caratterizza per una più elevata quota di partecipazioni in attività di impresa e una minore esposizione in strumenti finanziari, soprattutto nella componente azionaria.

e il 1975) hanno un livello di istruzione elevato, quelle in cui hanno entrambi un livello basso e quelle in cui i figli possiedono un livello alto e i genitori uno basso³. Si stima che i figli con titolo di studio elevato provenienti da famiglie istruite beneficerebbero di un aumento maggiore del proprio patrimonio rispetto agli altri due gruppi, amplificando così i divari di ricchezza preesistenti.

I trasferimenti intergenerazionali incidono sulle scelte economiche e finanziarie delle famiglie anche prima della loro realizzazione. A parità di caratteristiche, i nuclei che si attendono di ricevere un'eredità presentano in media livelli di consumo superiori del 7 per cento e un risparmio inferiore di circa il 17 rispetto a quelli che non hanno tale aspettativa⁴. All'aumentare dell'età della persona di riferimento, approssimandosi il momento in cui si realizzerà il trasferimento, si rafforzano l'effetto positivo dell'eredità attesa sui consumi e quello negativo sull'offerta di lavoro complessiva della famiglia. I nuclei che si attendono di ricevere un'eredità hanno inoltre una maggiore probabilità di essere indebitati per finalità di consumo, plausibilmente per mantenere un profilo di spesa regolare nel tempo in vista del trasferimento futuro, e detengono più attività finanziarie, soprattutto a medio-lungo termine.

Con il progressivo invecchiamento della popolazione, i trasferimenti intergenerazionali, sia quelli già ricevuti sia quelli attesi, assumeranno un peso crescente anche a livello aggregato; se da un lato potranno sostenere i consumi delle famiglie, dall'altro contribuiranno a ridefinire la distribuzione della ricchezza.

³ Per stimare con maggiore precisione gli effetti distributivi dei trasferimenti sarebbe necessario disporre di informazioni congiunte sulla ricchezza dei figli e dei loro genitori. Poiché l'ITBF non raccoglie dati di questo tipo, si utilizza il titolo di studio dei genitori della persona di riferimento, disponibile in ciascuna edizione dell'indagine. Per i genitori, il livello di istruzione è definito elevato se entrambi hanno almeno la licenza media; per i figli, se la persona di riferimento ha almeno il diploma di scuola secondaria di secondo grado. Questi titoli di studio sono superiori a quello mediano per le rispettive generazioni. Nell'analisi non si considera il gruppo dei figli non istruiti con genitori istruiti poiché rappresenta una quota marginale della popolazione, corrispondente a circa il 3 per cento.

⁴ D. Loschiavo, M. Moscatelli, E. Porreca e F. Zanichelli, *La ricchezza che deve ancora arrivare: effetti delle attese di eredità sulle decisioni economiche delle famiglie*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Negli ultimi quindici anni in Italia si è ridotta la quota di obbligazioni bancarie¹⁰ ed è aumentata quella dei prodotti del risparmio gestito¹¹. Tra questi ultimi, i fondi comuni di investimento – i cui impieghi sono soprattutto in attività finanziarie di entità residenti all'estero (oltre la metà al di fuori dell'area dell'euro) – costituiscono ancora lo strumento più diffuso. Al contrario, le attività quotate detenute direttamente sono investite

¹⁰ La diminuzione è avvenuta anche in seguito all'innalzamento dell'aliquota fiscale sui rendimenti delle obbligazioni bancarie dal 12,5 al 20,0 per cento nel 2011 e al 26,0 per cento nel 2014, nonché all'introduzione nel 2014 della direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD). Tali provvedimenti hanno disincentivato, rispettivamente, investimenti ed emissioni di obbligazioni bancarie (cfr. F. Apicella, A. Colabella, A. Nunnari e F. Pipitone, *La composizione del portafoglio delle famiglie nel periodo 2010-23: evidenze dai Conti finanziari e dall'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 910, 2025).

¹¹ Include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, fondi pensione e pensioni integrative; è escluso il TFR. I titoli acquistati nell'ambito di gestioni patrimoniali sono presenti nelle categorie di attività finanziarie di pertinenza, essendo questo servizio escluso dal risparmio gestito.

in prevalenza in strumenti di emittenti domestici (per circa due terzi). Negli ultimi cinque anni sono più che raddoppiati gli investimenti in *exchange traded funds* (ETF; a dicembre del 2025 erano oltre 39 miliardi); la loro quota sul totale degli investimenti in fondi comuni rimane comunque appena superiore al 4 per cento, un valore contenuto nel confronto internazionale. Secondo elaborazioni su dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, sono i giovani e coloro che gestiscono il proprio risparmio usando canali a distanza a mostrare maggiore propensione ad acquistare ETF.

I fondi pensione rappresentano una quota marginale della ricchezza finanziaria (5,3 per cento), frenati dall'elevata contribuzione al pilastro pubblico, dai vincoli di bilancio delle famiglie e dalla scarsa informazione previdenziale¹² (cfr. il capitolo 12). Le iniziative a livello nazionale¹³ ed europeo¹⁴ mirano a incrementare la partecipazione delle famiglie al mercato di questi strumenti.

Il valore dei titoli di Stato nel portafoglio delle famiglie è cresciuto di circa 30 miliardi; vi hanno contribuito le emissioni dedicate agli investitori al dettaglio¹⁵, che rappresentano quasi il 35 per cento del complesso dei titoli di Stato posseduti dai nuclei familiari¹⁶. Nel resto dell'area dell'euro dal rialzo dei tassi del 2022 non si è osservato un andamento paragonabile (fig. 5.5.b).

La porzione di ricchezza finanziaria detenuta in depositi è scesa al livello più basso dal 2007 (21,6 per cento), pur in presenza di afflussi netti nell'ultimo anno. È invece aumentata la componente in titoli di capitale, in particolare azioni non quotate e partecipazioni. Questa componente è quella con la maggiore incidenza nel portafoglio delle famiglie e una delle più importanti determinanti della disuguaglianza di ricchezza¹⁷. Secondo i dati di InfoCamere, le partecipazioni non quotate possedute dalle persone fisiche che le detengono in misura maggiore (decimo superiore della distribuzione delle partecipazioni)¹⁸ riguardano prevalentemente

¹² Per approfondimenti, cfr. sul sito dell'EIOPA: *Eurobarometer 2024: consumer trends in insurance and pension services* e la seconda rilevazione del 2025 dell'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane*.

¹³ La legge di bilancio per il 2026 (L. 199/2025) ha previsto la modifica della disciplina sull'adesione tacita ai fondi pensione al momento dell'assunzione (ridefinita "adesione automatica"), riducendo da 6 mesi a 60 giorni il termine entro il quale il lavoratore può rinunciare o scegliere un'altra tipologia; ha inoltre aumentato la soglia erogabile sotto forma di capitale e il limite di deducibilità dei contributi versati dal lavoratore e dal datore di lavoro.

¹⁴ Le misure proposte dalla Commissione europea lo scorso novembre nell'ambito della strategia sull'Unione del risparmio e degli investimenti intendono incentivare l'adesione alla previdenza complementare attraverso lo sviluppo di sistemi di tracciamento dei piani pensionistici e l'adesione automatica (pur riconoscendo la possibilità di rinuncia), il rafforzamento degli obblighi informativi e dei meccanismi di governance, il riconoscimento di una maggiore flessibilità nella scelta degli investimenti e il potenziamento dell'attività di vigilanza.

¹⁵ Il Tesoro ha aggiunto il BTP Più alla varietà dei titoli offerti agli investitori al dettaglio.

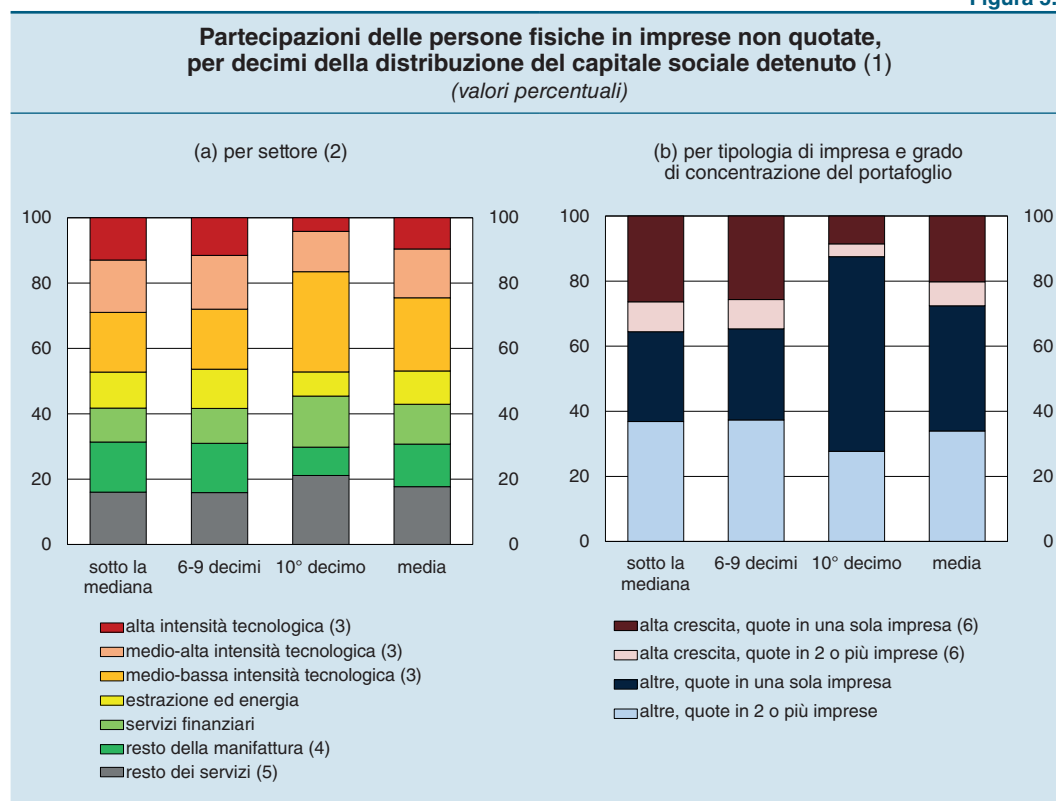
¹⁶ A. Colabella, A. Nunnari e S. Spadafora, *Gli investimenti delle famiglie italiane in titoli di stato nel periodo successivo alla pandemia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 987, 2025.

¹⁷ L. Bach, L.E. Calvet e P. Sodini, *Rich pickings? Risk, return, and skill in household wealth*, "American Economic Review", 110, 9, 2020, pp. 2703-2747; cfr. inoltre M. Smith, O. Zidar ed E. Zwick, *Top wealth in America: new estimates under heterogeneous returns*, "The Quarterly Journal of Economics", 138, 1, 2023, pp. 515-573.

¹⁸ Si considerano sia le detenzioni dirette sia quelle indirette attraverso altre imprese italiane di qualsiasi tipo. Gli individui che detengono questo tipo di attività finanziaria sono poco più di 4 milioni e tendono a collocarsi in segmenti più elevati della distribuzione della ricchezza complessiva, rispetto alla posizione che occupano nella distribuzione del capitale sociale.

imprese operanti in settori a bassa o a medio-bassa intensità tecnologica e di conoscenza (fig. 5.6.a); per questi soggetti la quota di valore investita in imprese “ad alta crescita” è relativamente contenuta (fig. 5.6.b); quasi due terzi del portafoglio è concentrato in una sola azienda.

Figura 5.6



Fonte: InfoCamere, Registro Imprese.

(1) Le quote di proprietà sono calcolate per ciascun socio persona fisica che, nel 2024, deteneva almeno una partecipazione in un'impresa italiana non quotata. Le partecipazioni includono sia quelle dirette sia quelle indirette, ricostruite lungo catene di detenzione con un massimo di due entità intermedie (fino a due “passaggi”). Il valore complessivo delle partecipazioni di ogni socio è aggregato a livello individuale per ottenere una misura sintetica della dimensione del portafoglio partecipativo e per collocare ciascun socio nella distribuzione del valore totale del capitale sociale detenuto (decimi). Per ciascun gruppo (decimo o aggregazione di decimi), la composizione è calcolata come quota del valore complessivo delle partecipazioni detenute dal gruppo. – (2) Classificazione Eurostat per intensità tecnologica e di conoscenza. – (3) La categoria contiene sia la manifattura sia i servizi afferenti al livello di intensità tecnologica esposto: alta intensità tecnologica (*high-intensity of technology*); servizi tecnologici ad alto contenuto di conoscenza (*high technology services*); medio-alta (*medium-high technology*); medio-bassa (*medium-low technology*). – (4) Contiene anche la manifattura a bassa intensità tecnologica (*low technology*). – (5) Comprende anche i servizi di mercato ad alto contenuto di intensità di conoscenza (*knowledge intensive business services*) che non sono connessi con l'innovazione tecnologica. – (6) Un'impresa è definita ad “alta crescita” (*high-growth firm*, HGF) se, per almeno un periodo di 4 anni nel decennio 2014-23, si colloca nel quarto superiore della distribuzione della crescita media dell'occupazione di impresa all'interno della propria divisione Ateco. La composizione è calcolata aggregando, per ciascun decimo, il valore delle quote detenute in imprese HGF e non HGF, distinguendo inoltre tra soci che detengono una sola impresa e soci che possiedono più imprese.

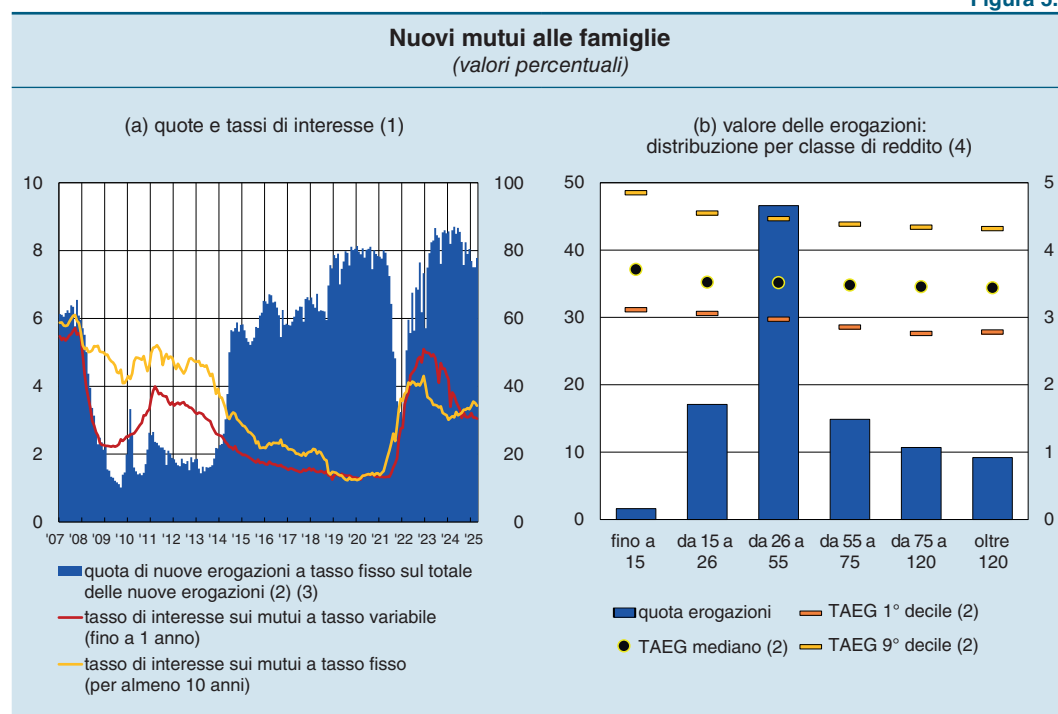
L'indebitamento

Nel 2025 il debito delle famiglie contratto con banche e società finanziarie è aumentato, sospinto dall'accelerazione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il rapporto tra debiti finanziari e reddito disponibile è ulteriormente diminuito, collocandosi al 55,8 per cento, il valore più basso dalla crisi finanziaria globale (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2026). Le erogazioni di prestiti per l'acquisto di abitazioni sono state superiori a quelle dell'anno precedente di oltre il 25 per cento, sostenute soprattutto dal calo dei tassi di interesse (fig. 5.7.a).

Secondo i dati della Concessionaria servizi assicurativi pubblici (Consap), circa un sesto del totale delle erogazioni del 2025 ha riguardato mutui con garanzia a valere sul Fondo prima casa¹⁹ (9 miliardi, da 6 nel 2024; cfr. il riquadro: *I prestiti bancari a imprese e famiglie assistiti da garanzie pubbliche* del capitolo 12). Anche grazie a questi prestiti garantiti, i mutuatari con meno di 36 anni continuano a costituire la fascia di popolazione a cui vengono concessi più finanziamenti per l'acquisto di abitazioni.

Le nuove erogazioni concesse a intestatari con reddito lordo annuale inferiore a 26.000 euro²⁰ sono poco meno del 20 per cento, mentre quasi la metà è stata destinata a individui con reddito compreso tra 26.000 e 55.000 euro²¹ (fig. 5.7.b). All'interno di ciascuna classe, tra l'ultimo decimo della distribuzione dei tassi di interesse (più rischioso) e il primo (meno rischioso) si osserva una differenza media di circa 150 punti base.

Figura 5.7



(1) Dati riferiti alle nuove erogazioni rivolte al totale delle famiglie. – (2) Scala di destra. – (3) Tasso fisso per almeno 10 anni. – (4) Dati riferiti a prestiti per l'acquisto di abitazioni alle famiglie consumatrici erogati nel 2025 con valore dell'accordato o dell'utilizzato pari o superiore a 30.000 euro. Sono esclusi i finanziamenti non coperti da garanzia immobiliare residenziale o frutto di un'operazione di surroga, sostituzione o rinegoziazione. Tasso annuo effettivo globale (TAEG). Classi di reddito in migliaia di euro.

¹⁹ Per ulteriori dettagli, cfr. nell'Appendice la sezione *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*.

²⁰ Il reddito annuale lordo qui utilizzato è ricavato dal rapporto tra il finanziamento concesso e il reddito del debitore (*loan-to-income ratio*), un indicatore che è oggetto di segnalazione nella Rilevazione analitica dei tassi di interesse attivi.

²¹ Il contribuente mediano si trova nella fascia di reddito imponibile Irpef compresa tra 15.000 e 26.000 euro; in tale fascia il reddito medio corrisponde a poco più di 20.000 euro. Ne consegue che quasi l'80 per cento dei prestiti per l'acquisto di abitazioni viene erogato a intestatari con un reddito superiore al valore mediano.

I contratti a tasso fisso rappresentano quasi tre quarti dei mutui in essere a dicembre del 2025. Lo scorso anno l'incidenza delle nuove erogazioni a tasso variabile è stata di poco superiore al 10 per cento; nei primi mesi del 2026 è salita, riflettendo l'aumento del differenziale di costo tra i mutui a tasso fisso e quelli a tasso variabile (corrispondente a circa 40 punti base a marzo).

La crescita del credito al consumo si è ridotta nel 2025, ma è rimasta sostenuta (5,1 per cento; tav. 5.4). L'espansione è proseguita anche nei primi mesi del 2026, nonostante il deterioramento del clima di fiducia delle famiglie osservato in marzo a seguito del conflitto in Medio Oriente. I finanziamenti continuano a essere erogati quasi esclusivamente a tasso predeterminato per almeno un anno. Il costo complessivo dei nuovi prestiti per finalità di consumo ha risentito marginalmente del calo dei tassi di riferimento; si mantiene su valori elevati (10,3 per cento a marzo), superiori di oltre 2 punti percentuali rispetto alla media dell'area dell'euro.

Tavola 5.4

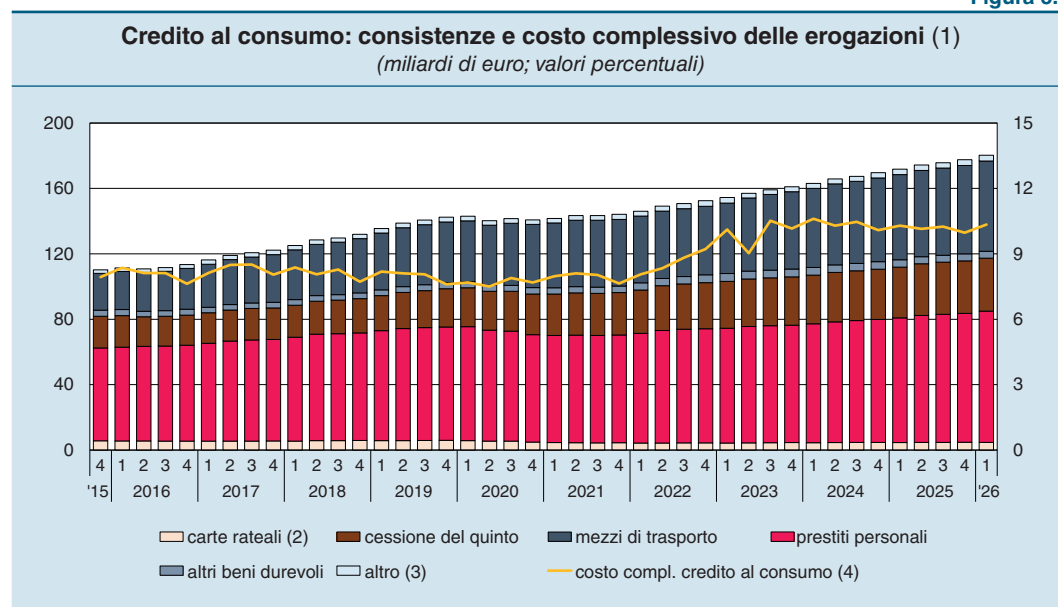
Credito alle famiglie consumatrici (1)						
(dati di fine periodo; valori percentuali e milioni di euro)						
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze a marzo 2026 (2)
	2022	2023	2024	2025	marzo 2026	
Prestiti per l'acquisto di abitazioni						
Banche	4,8	0,0	1,4	3,5	3,5	436.259
Credito al consumo						
Totale banche e società finanziarie	5,4	5,5	5,6	5,1	5,2	190.336
banche	2,9	3,5	4,4	4,5	4,7	135.563
società finanziarie	12,8	11,3	8,9	6,6	6,4	54.773
Altri prestiti (3)						
Banche	1,8	-9,1	-5,6	-1,9	-1,3	88.150
Totale						
Totale banche e società finanziarie	4,5	0,2	1,7	3,3	3,5	714.745
Fonte: segnalazioni di vigilanza.						
(1) I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Per le definizioni delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce Credito alle famiglie. – (2) Compresi i prestiti cartolarizzati. – (3) Altre forme di finanziamento; le più rilevanti sono le aperture di credito in conto corrente e i mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo.						

Nel corso degli ultimi dieci anni la composizione del credito al consumo è cambiata in misura rilevante (fig. 5.8), in particolare per il maggiore ricorso delle famiglie ai prestiti finalizzati all'acquisto di mezzi di trasporto (la cui quota è cresciuta di quasi 10 punti percentuali), connesso anche con l'aumento dei prezzi dei veicoli²².

²² Secondo i dati Istat, dal 2015 al 2025 l'IPCA relativo alla voce "automobili" è cresciuto più della componente di fondo (21,4 e 16,7 per cento, rispettivamente).

Il credito non finalizzato è sceso da quasi tre quarti a circa due terzi del totale, per effetto di una riduzione sia della quota dei prestiti personali (dal 51,8 al 44,5 per cento), sia di quella delle carte rateali (dal 5,1 al 2,6).

Figura 5.8



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Dati riferiti ai prestiti erogati da banche e società finanziarie. Sono incluse anche le sofferenze, sono escluse le cartolarizzazioni cancellate dal bilancio del soggetto emittente. – (2) Le carte rateali comprendono le carte di credito a rimborso rateale. – (3) Prestiti finalizzati per l'acquisto di servizi e beni diversi da mezzi di trasporto e durevoli in generale. – (4) Costo complessivo (TAEG) dei nuovi prestiti per finalità di consumo erogati nel periodo di riferimento. Scala di destra.

6. LE IMPRESE

Nel 2025 il valore aggiunto in Italia ha continuato a crescere in misura moderata, riflettendo sia l'espansione marcata dell'attività nelle costruzioni e nel comparto energetico sia quella più contenuta nei servizi; si è contrapposta la lieve contrazione nella manifattura, con l'eccezione di alcuni settori tra cui la difesa. È ripresa l'accumulazione di capitale, sostenuta dagli incentivi alle transizioni digitale ed ecologica e dal progressivo allentamento della politica monetaria.

La produttività del lavoro nel settore privato non agricolo e al netto dei servizi finanziari e immobiliari è tornata a salire dopo due anni di calo; nel totale dell'economia è invece ancora diminuita. Il rapporto tra capitale e ore lavorate è cresciuto per la prima volta in oltre un decennio.

La digitalizzazione di base delle imprese risulta ormai consolidata, più che negli altri principali paesi europei. L'adozione dell'intelligenza artificiale ha registrato progressi ma resta limitata, soprattutto tra le aziende più piccole.

La spesa totale in ricerca e sviluppo in rapporto al PIL è rimasta costante, molto al di sotto della media europea. L'intervento pubblico a sostegno dell'innovazione risulta inoltre frammentato tra misure nazionali e locali. I brevetti si concentrano in settori tradizionali e tendono a generare un minore valore economico rispetto alla media globale.

L'incremento del valore aggiunto e la riduzione del costo dei finanziamenti hanno sostenuto la redditività. La liquidità si è confermata su livelli storicamente elevati, la leva finanziaria ha continuato a ridursi e il credito è tornato a espandersi, guidato dai prestiti alle imprese più solide, incluse quelle più piccole. Nell'ultimo triennio, inoltre, il ricorso a strumenti di copertura del rischio di tasso ha concorso a contenere il costo dell'indebitamento.

Gli investimenti in capitale di rischio da parte di fondi di venture capital sono aumentati; quelli di private equity sono rimasti pressoché invariati, interrompendo la tendenza positiva dell'ultimo decennio. Questi intermediari possono contribuire in maniera significativa all'attività innovativa e alla crescita delle imprese. Il mercato italiano rimane tuttavia sottodimensionato rispetto ai principali paesi europei.

Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo

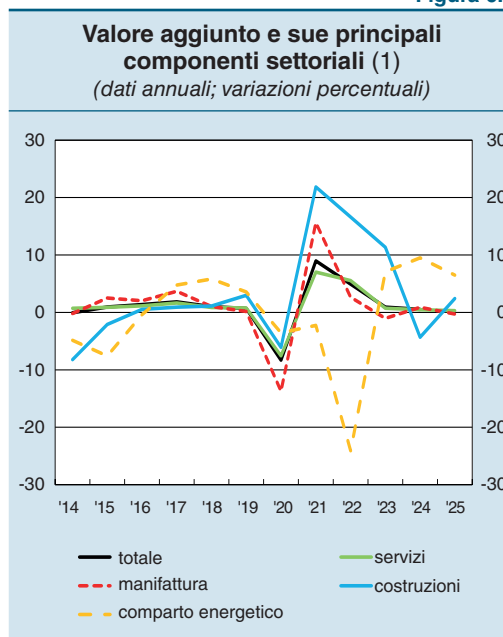
Il valore aggiunto e la produzione. – Nel 2025 il valore aggiunto dell'economia italiana è aumentato dello 0,4 per cento (0,5 nel 2024). La dinamica è risultata eterogenea tra settori

(fig. 6.1): la crescita è stata pari al 6,5 per cento nel comparto energetico, al 2,4 nelle costruzioni (recuperando solo parzialmente la flessione del 4,3 dell'anno precedente) e ad appena lo 0,3 nei servizi; l'attività è invece diminuita nella manifattura.

L'espansione nei servizi si è concentrata nei settori di informazione e comunicazione e in quelli di consulenza professionale e scientifica alle imprese, stimolati dai processi di transizione digitale ed ecologica. Il valore aggiunto ha ripreso a crescere nel comparto del commercio, trasporto e alloggio, dopo due anni consecutivi di calo. Si è attenuato il contributo delle attività finanziarie, assicurative e immobiliari.

Alla riduzione nella manifattura si associa la valutazione pessimistica delle imprese sulla propria posizione concorrenziale sia nella UE sia sui mercati extra UE, come rilevato dalle indagini dell'Istat. Si è osservata un'ampia contrazione nella chimica, un settore energivoro i cui prodotti costituiscono input rilevanti per molte filiere del comparto; i livelli di produzione restano significativamente inferiori a quelli del 2021, risentendo del rialzo dei costi dell'energia. Il valore aggiunto ha invece segnato un incremento nei settori farmaceutico, delle apparecchiature elettriche ed energetico, in costante recupero dopo la flessione del 2022. Un contributo positivo sarebbe stato fornito anche dalle imprese del settore della difesa e della relativa filiera, che nell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) hanno registrato vendite più favorevoli rispetto alla media del comparto manifatturiero (cfr. il riquadro: *La difesa in Italia: struttura della filiera e impatti macroeconomici di un incremento della spesa*).

Figura 6.1



LA DIFESA IN ITALIA: STRUTTURA DELLA FILIERA E IMPATTI MACROECONOMICI DI UN INCREMENTO DELLA SPESA

Il deterioramento del contesto geopolitico ha indotto i paesi europei aderenti alla NATO a programmare un aumento della spesa per la difesa, con l'obiettivo di portarla al 3,5 per cento del PIL entro il 2035¹. Per l'Italia, a ottobre il Governo ha valutato che sia realistico incrementare la spesa per questa finalità di un importo che potrebbe raggiungere complessivamente 0,5 punti percentuali del prodotto nel

¹ Al vertice NATO tenutosi a L'Aia il 25 giugno 2025 i paesi alleati si sono impegnati a destinare il 3,5 per cento del PIL alla difesa entro il 2035; un ulteriore 1,5 per cento è previsto per spese connesse con la sicurezza. Per maggiori dettagli, cfr. NATO, *The Hague Summit Declaration issued by the NATO Heads of State and Government participating in the meeting of the North Atlantic Council in The Hague 25 June 2025*, giugno 2025; cfr. anche il riquadro: *La spesa per la difesa nei paesi della UE* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2024.

2028 (circa 12,2 miliardi di euro in più rispetto al 2025)².

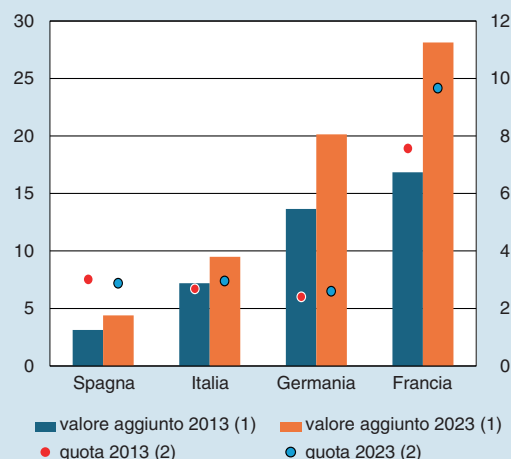
Nel 2023, ultimo anno per il quale sono disponibili i dati, il comparto della difesa³ in Italia rappresentava l'1 per cento del valore aggiunto del settore privato non finanziario e non immobiliare⁴ e il 3 per cento di quello manifatturiero, in linea con quanto osservato in Germania e in Spagna; in Francia l'incidenza sulla manifattura è circa tre volte superiore (figura A). Dal 2013 nel nostro paese l'attività del settore è cresciuta del 32 per cento in termini reali, un ritmo inferiore rispetto a Francia e Germania (67 e 47 per cento, rispettivamente).

Nel 2023 il comparto contava oltre 3.300 aziende e circa 97.000 addetti; la dimensione media di impresa e la produttività del lavoro erano superiori a quelle dell'intera manifattura (28 addetti contro 10; 102.000 euro per addetto contro 91.000, rispettivamente), con una marcata propensione agli investimenti immateriali (2,2 per cento dei ricavi, a fronte dell'1 nel complesso della manifattura). L'attività brevettuale risultava comparabile con quella media della manifattura e l'intensità della spesa in ricerca e sviluppo (R&S) delle principali imprese italiane era in linea con quella dei maggiori concorrenti europei e statunitensi.

I fornitori del comparto della difesa, a parità di altre caratteristiche, presentano livelli più elevati in termini di produttività del lavoro, ricavi, occupazione e investimenti rispetto alle altre aziende del settore privato. Le vendite alle imprese della difesa costituiscono in media solo il 5 per cento del fatturato; per i fornitori più

Figura A

Valore aggiunto nel settore privato della difesa e quota del settore sul totale della manifattura
(miliardi di euro e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Structural Business Statistics.

(1) Il valore aggiunto è espresso a prezzi del 2023. – (2) La quota è data dal rapporto tra il valore aggiunto del settore privato della difesa e quello della manifattura a prezzi correnti. Scala di destra.

² Nel 2024, ultimo anno per il quale sono disponibili dati aggiornati, secondo lo Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI) la spesa per la difesa è stata pari all'1,6 per cento del PIL. Sulla base dei criteri NATO, che includono anche voci di spesa relative a cybersecurity, Guardia di finanza, capitanerie di porto e sistemi spaziali, nel 2025 l'Italia avrebbe già raggiunto l'obiettivo del 2 per cento del prodotto.

³ La definizione del perimetro del settore privato della difesa è resa complessa dall'assenza, nelle statistiche ufficiali, di una classificazione univoca basata su codici settoriali, nonché dalla presenza di produzioni impiegate in ambito sia civile sia militare. La classificazione adottata include i seguenti settori NACE: fabbricazione di armi e munizioni; fabbricazione di apparecchiature per le comunicazioni; costruzione di navi e strutture galleggianti; fabbricazione di aeromobili, veicoli spaziali e relativi equipaggiamenti; fabbricazione di veicoli militari da combattimento; fabbricazione di altri mezzi di trasporto; riparazione e manutenzione di prodotti in metallo; cfr. F. Bertolotti, M. Bottone, G. Bulligan, R. De Luca, A. Linarello, L.D. Nota e F. Scoccianti, *Il settore della difesa in Italia: analisi e prospettive*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁴ Il settore privato non finanziario e non immobiliare comprende le attività NACE dalla sezione B alla N, escluse la K e la L (cfr. regolamento UE/2023/137).

esposti tale quota supera il 30 per cento (figura B).

Il settore privato della difesa è caratterizzato da una forte propensione all'export (58 per cento delle vendite), prevalentemente verso paesi extraeuropei, a fronte di acquisti in larga parte nazionali (72 per cento, equamente distribuiti tra beni manifatturieri e servizi)⁵. Circa un terzo del fabbisogno di equipaggiamenti militari del Paese è tuttavia soddisfatto attraverso le importazioni⁶.

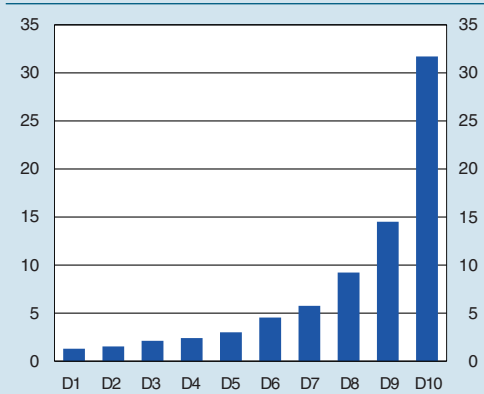
Negli ultimi anni le aziende del comparto hanno finanziato l'accumulazione con un maggiore ricorso al capitale proprio, diminuendo la leva finanziaria. Il credito bancario, pur aumentando in termini assoluti, ha ridotto il suo peso sul finanziamento dell'attivo; dal 2021 è calato il ricorso all'emissione di obbligazioni. Il profilo di rischio finanziario è in linea con quello medio della manifattura.

Sulla base dell'indagine Invind⁷, nel 2025 la dinamica delle vendite delle imprese della difesa e della filiera è stata positiva (5 per cento), a fronte di un lieve calo per le altre aziende manifatturiere. La capacità produttiva, prossima ai massimi storici di utilizzo, beneficerebbe del forte incremento degli investimenti realizzati lo scorso anno (11 per cento, contro il 5 per il resto del manifatturiero) e di quello atteso per il 2026.

Le stime degli effetti macroeconomici di un aumento della spesa per la difesa sono soggette ad ampia variabilità (cfr. il riquadro: *La spesa per la difesa nei paesi della UE* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2024). Secondo recenti analisi dell'FMI, il moltiplicatore di bilancio relativo a tale spesa si collocherebbe in media intorno all'unità⁸. Nel lungo periodo, l'impatto di un incremento della spesa per la difesa sulle prospettive di crescita economica dipenderà dagli effetti sulla produttività totale dei fattori (PTF), attraverso lo stimolo all'attività privata di R&S. Secondo nostre stime, mantenendo l'attuale composizione della spesa, tale impatto sarebbe contenuto, in linea con quanto prefigurato ultimamente dall'FMI⁹.

Figura B

Esposizione dei fornitori alla domanda della difesa (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati relativi alle transazioni tra aziende (business-to-business) per il 2023.

(1) Quota di fatturato dei fornitori della difesa attribuibile al settore; distribuzione per decimi sugli importi venduti al comparto.

⁵ Le forniture importate provengono per il 42 per cento da paesi della UE e per il 58 da paesi extraeuropei. Nel 2023 i primi tre paesi fornitori di beni intermedi sono stati gli Stati Uniti (34 per cento degli acquisti dall'estero), la Romania (10) e la Germania (9).

⁶ L'Italia acquista da fornitori esteri (Stati Uniti in particolare) circa il 30 per cento degli equipaggiamenti militari (cfr. M. Centrone e M. Fernandes, *Improving the quality of European defence spending. Cost of non-Europe report*, European Parliament, European Parliamentary Research Service, 2024).

⁷ L'indagine relativa al 2025, condotta nella primavera del 2026, copre poco più del 10 per cento delle imprese della difesa con almeno 20 addetti; queste rappresentano tuttavia oltre un terzo del fatturato e degli investimenti del settore.

⁸ Per maggiori dettagli, cfr. il capitolo 2: *Defence spending: macroeconomic consequences and trade-offs*, in FMI, *World Economic Outlook. Global Economy in the Shadow of War*, aprile 2026.

⁹ D. Furceri, P. Juarros, S. Mishra, A.D.M. Nguyen, A.S. Pessoa e A. Sollaci, *Macroeconomic impacts of EU defense spending*, IMF Working Papers, 53, 2026.

In uno scenario di base si assume un incremento permanente della spesa per la difesa pari allo 0,5 per cento del PIL, rivolto ai produttori nazionali¹⁰, con approvvigionamento di beni intermedi anche sul mercato estero e con l'attuale ripartizione paritaria tra spese per il personale e per gli armamenti. In tale contesto gli investimenti in R&S nell'intera economia aumenterebbero dello 0,6 per cento e il prodotto potenziale di 0,01 punti percentuali nell'arco di dieci anni¹¹, a fronte di un tasso di variazione annuale dell'output potenziale che, secondo le stime del *Documento programmatico di finanza pubblica 2025*, è in media di poco superiore a mezzo punto percentuale nel prossimo quinquennio.

In uno scenario alternativo si considera un incremento permanente della spesa pari all'1,5 per cento del PIL, in linea con gli obiettivi NATO. Si ipotizza inoltre che solo un terzo delle risorse aggiuntive sia assorbito dal personale¹². In questo caso, gli investimenti in R&S delle imprese salirebbero di quasi quattro volte rispetto allo scenario di base e così anche il prodotto potenziale.

Effetti più rilevanti emergerebbero se l'approvvigionamento fosse orientato verso imprese ad alta intensità di R&S o accompagnato da un aumento della spesa pubblica diretta in R&S che, anche se realizzata per applicazioni militari, può avere esternalità positive sul settore privato e sulla crescita potenziale¹³.

¹⁰ Come evidenziato, una quota degli acquisti di nuovi armamenti avviene mediante fornitori esteri, mentre l'analisi ipotizza che l'aumento della spesa avvenga ricorrendo esclusivamente a imprese nazionali. Al contempo, non si considerano i possibili incrementi delle esportazioni italiane di armamenti verso paesi impegnati in programmi di espansione della spesa militare. Questi due fattori generano effetti opposti.

¹¹ L'elasticità della PTF rispetto alla spesa in R&S, stimata per le imprese del settore privato non finanziario sulla base dei dati dell'indagine Invind, è pari a 0,016 nel lungo periodo (cfr. F. Bertolotti, L. Citino, A. Linarello, F. Lotti, E. Padovani, E. Pisano, M. Romanelli, A. Sanelli, F. Scoccianti, E. Sette ed E. Zangari, *Innovazione e politiche di sostegno pubblico: un'analisi comparata*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 898, 2024). Si ipotizza che l'incremento dell'output potenziale coincida con quello della PTF.

¹² Come nello scenario di base, si ipotizza che i maggiori acquisti siano soddisfatti da produttori nazionali.

¹³ J. Antolin-Diaz e P. Surico, *The long-run effects of government spending*, "American Economic Review", 115, 7, 2025, pp. 2376-2413; cfr. anche E. Moretti, C. Steinwender e J. Van Reenen, *The intellectual spoils of war? Defense R&D, productivity, and international spillovers*, "The Review of Economics and Statistics", 107, 1, 2025, pp. 14-27.

Nelle costruzioni il valore aggiunto è aumentato dopo il calo del 2024 connesso con la riduzione delle agevolazioni fiscali per l'edilizia. Gli investimenti sono cresciuti in misura più accentuata nella componente non residenziale (cfr. il paragrafo: *Gli investimenti*), anche grazie ai finanziamenti del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR; cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR nelle sue fasi conclusive* del capitolo 4). Sulla base dell'indagine Invind, condotta tra febbraio e maggio di quest'anno, il 47 per cento delle imprese con almeno dieci addetti prevede di ricevere nel 2026 ordini legati ai bandi del PNRR (dal 51 nel secondo semestre del 2025).

L'indice della produzione industriale si è ridotto per il quarto anno consecutivo, dell'1,0 per cento (-3,0 nel 2024), con un'attenuazione del disallineamento con l'andamento del valore aggiunto rispetto al 2024 (cfr. *Relazione annuale* sul 2024).

Le dinamiche settoriali sono state estremamente eterogenee: il 40 per cento dei settori che compongono l'indice ha subito cali di oltre il 5 per cento e una quota simile ha segnato invece aumenti superiori al 5 per cento (fig. 6.2).

La demografia di impresa e la struttura del sistema produttivo. – Sulla base dei dati Istat, disponibili fino al 2023, il saldo demografico delle imprese, ossia la differenza fra imprese create e cessate, è positivo dal 2021, dopo essere stato negativo nei precedenti quindici anni. Esso è stato sostenuto dai settori delle costruzioni e, soprattutto, dei servizi ad alto contenuto di conoscenza¹, a fronte di un contributo negativo della manifattura e dei servizi più tradizionali. In tutti i comparti il tasso di sopravvivenza al primo anno delle coorti di imprese nate nel periodo 2020-22 è salito di oltre 3 punti percentuali rispetto alle coorti nate nel triennio 2017-19. Miglioramenti si sono registrati anche nei tassi di sopravvivenza a più lungo termine.

La dimensione media delle imprese è aumentata; nostre analisi² mostrano che tale fenomeno riflette prevalentemente un effetto di composizione demografica, legato all'invecchiamento delle imprese (fig. 6.3), in quanto il loro ciclo di vita tipico è caratterizzato da una fase iniziale in cui la dimensione è contenuta e da una successiva in cui cresce progressivamente. Inoltre, un ristretto gruppo di imprese (circa il 7 per cento di quelle con dipendenti, a cui fa capo però quasi il 20 per cento dei lavoratori) ha avuto nel periodo 2014-23 almeno un episodio significativo in termini di crescita

Figura 6.2

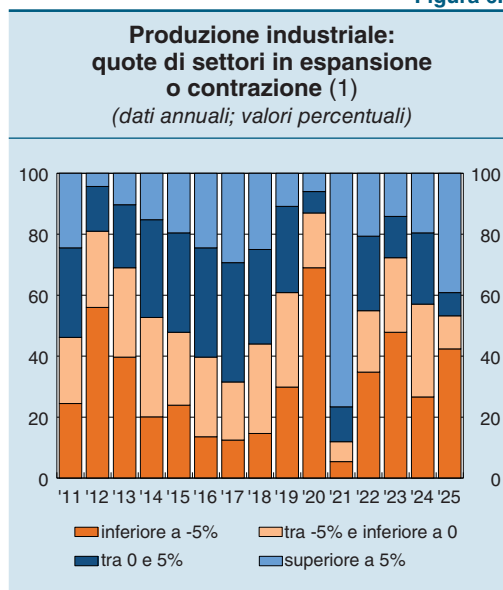
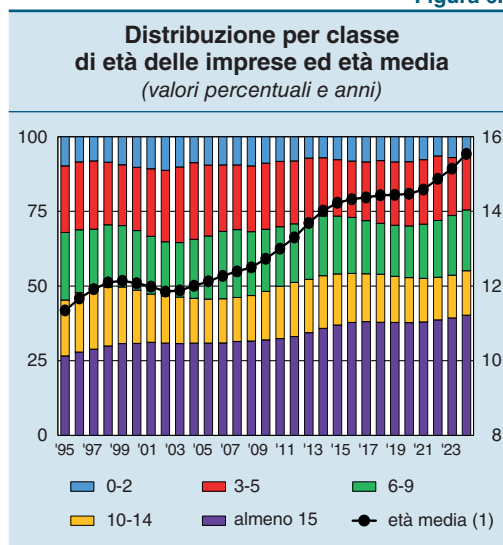


Figura 6.3



¹ I servizi ad alto contenuto di conoscenza comprendono i servizi postali, quelli di informazione e comunicazione, di ricerca scientifica e sviluppo, i servizi di trasporto marittimo e aereo, le attività immobiliari, quelle professionali e di consulenza, le ricerche di mercato e i servizi di supporto alle imprese.

² S. Garbin, A. Linarello, A. Locatelli, B. Mottironi, G. Papini, P. Recchia, A. Sechi e G. Viggiano, *Dimensione, dinamica e crescita delle imprese italiane: evidenze dai microdati*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

dimensionale³; rispetto alle altre, queste imprese mostravano, già prima di tale episodio, un'efficienza produttiva (produttività totale dei fattori) superiore e, soprattutto, una più intensa attività di investimento⁴. La probabilità di osservare una consistente espansione dimensionale è più elevata tra le aziende di più recente costituzione, con minore leva finanziaria e con una più alta incidenza di attività immateriali. A parità di altre condizioni, crescono maggiormente le imprese che hanno amministratori più giovani, sono coinvolte in operazioni di fusione e acquisizione, esportano parte della produzione e hanno ottenuto finanziamenti di private equity.

La struttura del settore privato non agricolo e non finanziario, al netto dei servizi immobiliari, ha continuato a muoversi verso un assetto meno frammentato. Secondo i dati dell'Archivio statistico delle imprese attive (ASIA) dell'Istat, tra il 2019 e il 2024 sono proseguiti la riduzione della quota degli addetti impiegati dalle microimprese (quelle con 0-9 addetti) e l'aumento di quella delle aziende con almeno 50 addetti.

Gli investimenti

Nel 2025 è ripresa l'accumulazione lorda di capitale dell'economia italiana (3,5 per cento, da -3,1 nel 2024; tav. 6.1), innalzando la quota di investimenti sul PIL. Tale dinamica è stata sostenuta da incentivi fiscali, come il piano Transizione 5.0, e dal PNRR, che hanno trainato in particolare gli investimenti in costruzioni non residenziali e quelli in macchinari e attrezzature, inclusi i mezzi di trasporto. All'aumento della spesa per beni strumentali avrebbero contribuito anche i maggiori investimenti in energie rinnovabili (cfr. il riquadro: *La produzione di elettricità da fonti energetiche rinnovabili in Italia* del capitolo 14). La spesa per immobili residenziali è invece ancora diminuita, dopo la forte contrazione dell'anno precedente connessa con il netto ridimensionamento del Superbonus. È infine proseguita la crescita degli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale, in linea con una tendenza di lungo periodo⁵.

Secondo l'indagine Invind, nel 2025 l'aumento degli investimenti è stato diffuso a tutte le classi dimensionali e ai principali comparti; incrementi marcati si sono osservati fra le grandi imprese dell'industria in senso stretto (tav. 6.2). In media la spesa effettiva è risultata lievemente superiore ai piani formulati in precedenza. Le imprese edili indicano un rialzo delle opere pubbliche realizzate che, secondo le attese, si interromperebbe nel 2026. I programmi delle aziende per quest'anno prefigurano nel complesso un indebolimento della spesa in capitale, con una flessione maggiore nelle imprese con un numero di addetti compreso tra 20 e 49.

³ Un'impresa ha un episodio di forte crescita dimensionale se il numero dei suoi occupati è aumentato a un tasso superiore al 75° percentile della distribuzione ottenuta considerando i tassi di crescita massimi osservati per ogni impresa. Questi tassi sono calcolati su finestre mobili quadriennali nel periodo 2014-23. Nel caso in cui una stessa impresa abbia registrato più di un episodio di forte espansione dimensionale nel periodo analizzato, si considera solo il primo in ordine cronologico.

⁴ Le dinamiche degli investimenti celano una marcata eterogeneità a livello di impresa. Dal 2011 si è assistito a un aumento della dispersione delle decisioni di investimento delle imprese; cfr. A. Accetturo, A. Baltrunaite, E. Ciani, F. Cingano, F. Daniele, R. De Luca, I. Di Marzio, R. Greco, A. Linarello, F. Manaresi e S. Mocetti, *Le recenti dinamiche della produttività e le trasformazioni del sistema produttivo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 953, 2025.

⁵ T. Ropele e G. Zevi, *Investment dynamics in the euro area: drivers, composition, and cross-country differences*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Tavola 6.1

Investimenti fissi lordi (valori percentuali e variazioni percentuali di valori concatenati)						
VOCI	Composizione % nel 2025 (1)	Variazioni			Quote del PIL (1)	
		2023	2024	2025	2019	2025
Costruzioni	52,0	17,7	-5,7	3,3	7,9	11,5
Abitazioni (2)	20,1	24,0	-36,8	-4,2	4,0	4,4
Altre costruzioni (2)	31,9	8,9	44,5	8,7	4,0	7,1
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	34,5	3,4	-1,6	3,5	7,2	7,6
di cui: mezzi di trasporto	6,7	20,0	2,3	9,1	1,3	1,5
Prodotti di proprietà intellettuale	13,5	-0,7	4,3	4,0	3,0	3,0
di cui: ricerca e sviluppo	6,4	1,7	1,9	5,1	1,5	1,4
software e basi di dati	6,8	-2,9	6,5	3,0	1,5	1,5
Totale investimenti fissi lordi	100,0	10,1	-3,1	3,5	18,2	22,1
Totale escluse le abitazioni	–	4,3	13,8	5,6	14,2	17,7
Totale escluse le costruzioni	–	2,3	0,0	3,6	10,2	10,6

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Valori ai prezzi dell'anno precedente. Eventuali mancate quadrature sono dovute ad arrotondamenti. – (2) Inclusi i costi per trasferimento di proprietà.

Tavola 6.2

Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato (1) (variazioni percentuali a prezzi del 2025, se non diversamente specificato)									
VOCI	Totale	Numero di addetti				Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
		da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	basso	alto	bassa	alta
Industria in senso stretto									
Consuntivo per il 2025	7,6	6,4	8,1	4,9	8,6	3,5	9,3	4,4	9,8
Tasso di realizzo (4)	101,9	105,8	102,2	96,2	102,2	98,4	103,2	101,7	102,0
Programmi per il 2026	-7,8	-18,2	-11,7	-2,9	-4,1	-13,1	-5,9	-8,5	-7,1
di cui: manifattura									
consuntivo per il 2025	5,4	4,9	7,7	5,5	3,9	2,2	7,1	3,7	7,2
tasso di realizzo (4)	103,0	106,2	103,5	99,1	102,4	98,9	105,2	102,3	103,8
programmi per il 2026	-9,2	-17,4	-12,2	-7,1	-2,9	-13,1	-7,1	-14,4	-6,1
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2025	2,1	3,8	2,3	-0,1	2,0	....	....	-2,3	3,9
Tasso di realizzo (4)	104,2	105,8	107,6	94,7	105,2	....	....	101,1	105,3
Programmi per il 2026	-2,5	-7,1	-5,0	-5,6	1,5	....	....	-3,3	-2,1
Totale									
Consuntivo per il 2025	4,6	4,9	4,8	2,2	5,0	....	....	1,2	6,3
Programmi per il 2026	-4,9	-11,8	-7,7	-4,2	-1,2	....	....	-6,3	-4,0

Fonte: Banca d'Italia, Invind; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (*Invind*).

(1) Medie robuste, ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) della distribuzione della spesa per investimenti. Il deflatore degli investimenti è stimato sulla base di quelli forniti dalle singole imprese. – (2) Le imprese sono ripartite a seconda che si trovino al di sotto (basso/bassa) o al di sopra (alto/alta) del valore mediano calcolato separatamente per industria e servizi. Il valore mediano è calcolato sul 2025 per i dati di consuntivo e per il tasso di realizzo, sul 2026 per i programmi. – (3) Dati riferiti alle sole imprese industriali. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati (come riportati nell'indagine dello scorso anno) per il 2025. – (5) Servizi privati non finanziari.

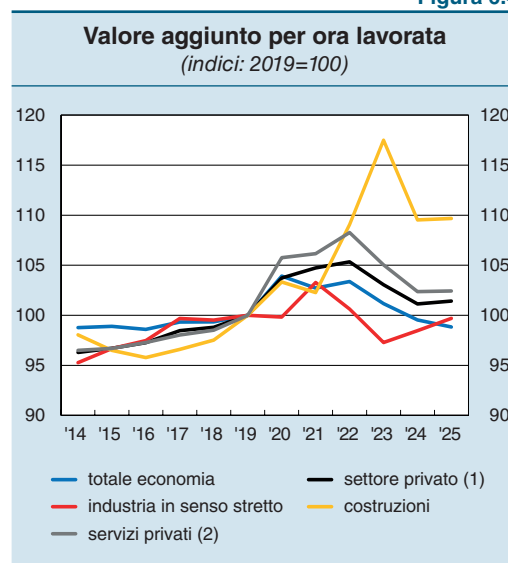
Gli investimenti nel lungo periodo. – Negli ultimi decenni gli investimenti in Italia hanno avuto una dinamica caratterizzata da ampie fluttuazioni. Dalla crisi finanziaria globale del 2008 e fino al 2014, si è assistito a un loro pronunciato ridimensionamento in un contesto di persistente perdita di competitività e debolezza della domanda⁶. Il graduale recupero successivo, temporaneamente interrotto dalla pandemia, è risultato insufficiente a compensare gli ammortamenti. Di conseguenza lo stock di capitale si è ridotto, soprattutto nella componente di macchinari e attrezzature⁷.

Nel periodo post-pandemico gli investimenti hanno subito un'accelerazione e lo stock di capitale ha ripreso a crescere. Persistono tuttavia alcuni elementi di debolezza: il peso ancora limitato degli investimenti in attività immateriali⁸; il ritardo nella diffusione di tecnologie avanzate, tra cui l'intelligenza artificiale (cfr. il riquadro: *Intelligenza artificiale: adozione ed effetti sulle imprese*); i divari territoriali marcati, con un recupero nel Mezzogiorno che rimane comunque parziale (cfr. il paragrafo: *Gli andamenti territoriali* del capitolo 4). Un ulteriore fattore di compressione degli investimenti è dato dall'invecchiamento delle imprese, poiché il profilo del tasso di investimento è generalmente decrescente lungo il loro ciclo di vita⁹.

La produttività e l'innovazione

La produttività. – Nel 2025 la produttività del lavoro del settore privato non agricolo, non finanziario e non immobiliare è salita dello 0,3 per cento, per effetto di una contestuale accelerazione del valore aggiunto (a 0,9 per cento, da 0,1 nel 2024) e decelerazione delle ore lavorate (a 0,6 da 2,0); queste ultime erano cresciute dal 2021 a tassi di gran lunga superiori a quelli osservati nell'ultimo trentennio. All'incremento della produttività ha contribuito principalmente l'industria in senso stretto, a fronte di una sostanziale stabilità nei servizi privati e nelle costruzioni (fig. 6.4). Nella manifattura il prodotto per ora lavorata è aumentato nonostante la riduzione del valore aggiunto, a seguito del calo più che proporzionale dell'input di lavoro; la produttività oraria del comparto è ritornata ai livelli del 2019 dopo la contrazione del biennio 2023-24.

Figura 6.4



⁶ L. Mori e T. Ropele, *Shock di domanda e di offerta, persistenza e dinamica degli investimenti: evidenza per l'economia italiana*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁷ R. Greco e R. Torrini, *The anatomy of capital accumulation in Italy and the main Euro area countries*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁸ R. De Luca e R. Greco, *La rilevanza economica del capitale e degli investimenti intangibili: un'analisi comparata tra paesi avanzati*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁹ L. Gazzano, F. Manaresi, M. Mariani, L. Mirenda, G. Rodano, F. Scoccianti e P. Zoi, *Firm aging and the aggregate investment rate*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Fra il 2019 e il 2025 la riallocazione delle risorse da settori a produttività relativamente alta (come quelli della manifattura) verso settori con livelli di produttività più bassi (quali le costruzioni e i servizi di alloggio e ristorazione) ha fornito un apporto negativo, seppure lieve, alla crescita della produttività del settore privato¹⁰.

Nel totale dell'economia la produttività del lavoro è diminuita per il terzo anno consecutivo, dello 0,7 per cento – per il calo osservato nel settore pubblico e in quello dei servizi immobiliari – nonostante il contributo positivo della crescita dell'intensità di capitale¹¹. Per la prima volta in oltre un decennio il capitale per ora lavorata è aumentato, riflettendo il recente incremento dello stock (cfr. il paragrafo: *Gli investimenti nel lungo periodo*).

L'innovazione. – Secondo i dati dell'Eurostat, l'incidenza della spesa in R&S sul PIL nel 2024 (ultimo anno per il quale sono disponibili i dati) è rimasta pressoché stabile, all'1,4 per cento, tra le più basse dell'Unione europea (0,9 punti percentuali al di sotto della media). Il divario riflette soprattutto la debolezza della componente privata: la spesa in R&S delle imprese è poco più della metà della media europea. Secondo la Rilevazione statistica sulla ricerca e sviluppo nelle imprese dell'Istat, nel 2023 la spesa è stata sostenuta in prevalenza dalle imprese di grande dimensione (a cui è riconducibile il 73 per cento della spesa complessiva), mentre quella delle piccole aziende si è ridotta. Con riferimento agli assetti societari, emerge il ruolo preponderante dei gruppi multinazionali (a controllo nazionale o estero), a cui fa capo l'83 per cento della spesa totale. Le istituzioni pubbliche contribuiscono per meno del 5 per cento al finanziamento della spesa in R&S delle imprese. L'intervento pubblico a sostegno dell'innovazione risulta inoltre frammentato tra misure nazionali e locali (cfr. il riquadro: *Le politiche pubbliche a sostegno di ricerca, sviluppo tecnologico e innovazione*).

LE POLITICHE PUBBLICHE A SOSTEGNO DI RICERCA, SVILUPPO TECNOLOGICO E INNOVAZIONE

L'efficacia della filiera dell'innovazione dipende non solo dall'entità delle risorse mobilitate, ma anche dalla capacità del sistema di indirizzarle in modo coordinato e coerente. L'analisi delle politiche pubbliche evidenzia significative frammentazioni e sovrapposizioni sia tra gli strumenti sia tra le responsabilità dei diversi livelli di governo.

*Le risorse mobilitate*¹. – Al netto dei finanziamenti ordinari a università ed enti di ricerca, le risorse pubbliche – nazionali ed europee – stanziare per interventi a sostegno di ricerca, sviluppo tecnologico e innovazione, coordinati da Amministrazioni

¹ I finanziamenti presi in considerazione nell'analisi escludono i crediti di imposta e fanno riferimento a interventi a valere su risorse pubbliche dotati di un Codice unico di progetto ossia riconducibili a progetti di sviluppo volti ad apportare miglioramenti alla capacità di produrre servizi del soggetto titolare, nonché ad aumentarne o riqualificarne il patrimonio; rientrano in tale categoria anche le spese finanziate con risorse comunitarie.

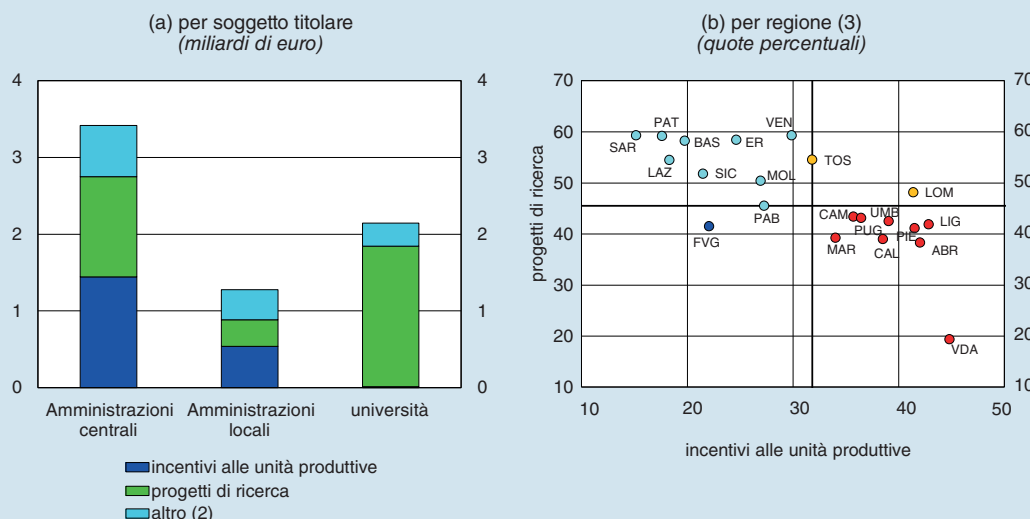
¹⁰ Per maggiori dettagli, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: composizione within-between settoriale della crescita della produttività del lavoro*.

¹¹ Per approfondimenti, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: contabilità della crescita della produttività del lavoro*.

centrali e locali e da università, sono state in media pari a 6,8 miliardi all'anno dal 2019 al 2025: circa la metà di esse è stata gestita dalle Amministrazioni centrali, poco meno di un terzo dagli atenei e circa un quinto dalle Amministrazioni locali (figura, pannello a).

Figura

Finanziamenti relativi a interventi pubblici in ricerca, sviluppo tecnologico e innovazione secondo la tipologia di intervento (1)



Fonte: elaborazioni su dati OpenCUP, OpenCoesione, Italia Domani, Monitoraggio delle opere pubbliche (MOP), Registro nazionale degli aiuti di Stato (RNA), CORDIS, EU Funding & Tenders Portal e Banca dati Amministrazioni pubbliche (BDAP); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Politiche pubbliche a sostegno di ricerca, sviluppo tecnologico e innovazione*.

(1) Media annua del periodo 2019-25. Progetti classificati in OpenCUP come afferenti al settore di intervento "Ricerca, sviluppo tecnologico ed innovazione". – (2) Comprende gli interventi classificati come acquisto di beni e servizi, formazione, lavori pubblici e contributi per calamità. – (3) Finanziamenti per progetti di ricerca e incentivi alle unità produttive gestiti da Amministrazioni centrali e locali e da università per localizzazione del progetto. La linea orizzontale e quella verticale rappresentano la mediana nazionale della quota di risorse destinata rispettivamente a progetti di ricerca e a incentivi alle unità produttive. Per le regioni indicate in corrispondenza dei cerchi: ABR=Abruzzo; BAS=Basilicata; CAL=Calabria; CAM=Campania; ER=Emilia-Romagna; FVG=Friuli Venezia Giulia; LAZ=Lazio; LIG=Liguria; LOM=Lombardia; MAR=Marche; MOL=Molise; PAB=Provincia autonoma di Bolzano; PAT=Provincia autonoma di Trento; PIE=Piemonte; PUG=Puglia; SAR=Sardegna; SIC=Sicilia; TOS=Toscana; UMB=Umbria; VDA=Valle d'Aosta; VEN=Veneto.

Gli interventi riguardano in larga parte progetti di ricerca e incentivi alle imprese (rispettivamente il 45 e il 36 per cento degli stanziamenti complessivi)². Le università si concentrano quasi esclusivamente sui primi, mentre a livello locale prevalgono i secondi; le Amministrazioni centrali destinano i finanziamenti in misura analoga alle due categorie. Le regioni si collocano in due principali raggruppamenti in base alla rilevanza relativa dei progetti di ricerca e degli incentivi alle unità produttive, senza un chiaro gradiente Nord Sud (figura, pannello b).

Nel periodo in esame i progetti di ricerca gestiti centralmente, per lo più da istituti di ricerca nazionali, sono stati caratterizzati da finanziamenti più elevati, pari in media a 600.000 euro per intervento, e hanno riguardato soprattutto i settori ingegneristico, agrario e delle scienze naturali. Quelli universitari, quattro volte

² Le restanti tipologie di intervento si riferiscono ad acquisti di beni e servizi, formazione, lavori pubblici e contributi per calamità.

più numerosi, hanno ricevuto in media 210.000 euro e sono stati concentrati nei comparti ingegneristico, sanitario e delle scienze sociali. A livello locale gli enti sanitari sono stati responsabili della maggior parte dei progetti, con finanziamenti di importo medio pari a 416.000 euro. Nel complesso hanno prevalso i progetti relativi alla ricerca applicata.

Gli interventi a sostegno delle imprese effettuati dalle Amministrazioni locali sono di entità media inferiore a quella delle corrispondenti misure nazionali (0,1 e 2,2 milioni di euro, rispettivamente). Emerge un ambito di sovrapposizione tra le misure: quasi il 10 per cento dei beneficiari è destinatario di finanziamenti sia statali sia locali e circa il 15 per cento è assegnatario di più contributi dallo stesso livello di governo. Le imprese aggiudicatrici sono principalmente società di capitali³; quelle che ottengono incentivi locali sono in media più piccole, più giovani e poco meno redditizie di quelle che ricevono aiuti erogati centralmente. Le linee di intervento gestite a livello decentrato destinano alle start-up innovative una quota relativamente più alta delle risorse. La sovrapposizione tra i diversi strumenti nelle finalità perseguite suggerisce come il raccordo fra i livelli di governo sia parziale.

Il quadro normativo e la governance delle politiche regionali. – Le Regioni hanno ampi margini di autonomia normativa sul tema del sostegno alla ricerca e all'innovazione riguardo al quale alla fine del 2025 erano vigenti oltre 100 leggi regionali. Generalmente le norme identificano gli obiettivi generali e delineano i sistemi di governance dell'innovazione, mentre le misure attuative sono definite nei documenti di programmazione, in particolare in quelli connessi con l'utilizzo di fondi europei.

Dal 2014 la Strategia di specializzazione intelligente (S3)⁴ richiede alle Amministrazioni regionali la predisposizione di un documento di programmazione nel quale vengono individuate le aree tecnologiche di intervento prioritarie: per il ciclo di programmazione 2021-27 le Regioni hanno definito in media sei ambiti tecnologici, che risultano generalmente ampi e trasversali. Rispetto al ciclo precedente, metà di esse ha aumentato il numero di aree selezionate, mentre solo due le hanno ridotte. L'adozione della S3 ha reso necessaria la riorganizzazione del sistema di governance e la creazione di strumenti specifici. Tutte le Regioni sono dotate di soggetti intermedi per la pianificazione e l'attuazione delle politiche nonché di diverse forme di aggregazione tra gli operatori (imprese, centri di ricerca, università) e di strutture facilitatrici. Negli anni si è ampliato anche il ricorso a tali organismi, spesso caratterizzati da un elevato grado di sovrapposizione funzionale: sono attualmente attivi 44 soggetti intermedi, 139 aggregazioni – identificate da denominazioni eterogenee e non sempre chiaramente distinguibili (distretti tecnologici, poli di innovazione,

³ L'analisi delle caratteristiche delle società di capitali beneficiarie è riferita alle sole imprese presenti nella banca dati Cerved.

⁴ Si tratta dell'approccio alle politiche per la ricerca e l'innovazione introdotto dalla Commissione europea (regolamento UE/2013/1303).

cluster tecnologici regionali e reti) – 38 parchi tecnologici e 37 incubatori per le imprese⁵.

L'esigenza di razionalizzazione della struttura degli incentivi nazionali e regionali alle imprese è stata affrontata dal legislatore con la legge delega in materia di revisione del sistema di incentivi alle imprese (L. 160/2023)⁶, a cui il Governo ha dato parziale attuazione con l'emanazione del D.lgs. 184/2025 (Codice degli incentivi).

⁵ Sono inclusi solo parchi tecnologici e incubatori con partecipazioni dirette o indirette da parte degli enti locali.

⁶ *Disegno di legge “Delega al Governo in materia di revisione del sistema degli incentivi alle imprese, nonché disposizioni di semplificazione delle relative procedure” AS571*, memoria della Banca d'Italia, 9ª Commissione del Senato della Repubblica (Industria, commercio, turismo, agricoltura e produzione agroalimentare), Roma, 9 giugno 2023.

Così come negli altri principali paesi europei, nel 2025 il numero di domande di brevetto presentate è diminuito (-2,0 per cento), a fronte di tassi di crescita elevati per i richiedenti di Cina e Corea del Sud. L'Italia si è confermata al decimo posto nella graduatoria mondiale dell'Ufficio europeo dei brevetti (European patent office, EPO) con una quota del 2,4 per cento del totale delle domande, nettamente al di sotto di Germania (12,1) e Francia (5,4).

L'analisi della specializzazione tecnologica dei brevetti EPO¹² evidenzia un profilo concentrato nelle tecnologie tradizionali (movimentazione e logistica, ingegneria civile, macchine utensili) e un marcato svantaggio in quelle digitali e avanzate (comunicazioni digitali, telecomunicazioni, tecnologia informatica e semiconduttori). Questa tendenza si è rafforzata nell'ultimo triennio. Fra le tecnologie avanzate, fanno eccezione quelle chimiche di base e macromolecolari, quelle farmaceutiche e di analisi biologica e le tecnologie legate all'ambiente, per le quali – negli anni più recenti – è in atto un rafforzamento della posizione relativa.

Al ritardo quantitativo e di specializzazione si affianca un divario qualitativo. L'impatto medio dei brevetti italiani, misurato dal numero di citazioni a cinque anni dal deposito, risulta inferiore a quello medio dei brevetti concessi dall'EPO¹³. Con riferimento alle domande di brevetto presentate nel periodo 2014-19, la media delle citazioni a cinque anni si attesta intorno a 3, a fronte di una media globale di 8. Anche il valore economico medio dei brevetti italiani si colloca su livelli più bassi.

¹² L'analisi si riferisce al periodo di disponibilità dei dati 2016-25 ed è condotta attraverso l'indice di vantaggio comparato, che è definito come il rapporto tra la quota di una classe tecnologica sul totale dei brevetti nazionali e la corrispondente quota a livello mondiale; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: indice di vantaggio comparato nell'attività brevettuale*.

¹³ F. Bertolotti, G.B. Carnevali, A. Linarello e M. Sartori, *Analisi della qualità dei brevetti italiani nel confronto internazionale*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

La transizione digitale. – La digitalizzazione di base delle imprese risulta ormai consolidata¹⁴: nel 2025, secondo i dati della Rilevazione sulle tecnologie dell'informazione e della comunicazione nelle imprese dell'Istat, nel settore privato non finanziario¹⁵ è stata raggiunta da quasi l'80 per cento delle imprese con almeno dieci addetti (71 nell'anno precedente), un valore superiore a quello degli altri principali paesi dell'area dell'euro. I progressi hanno riguardato anche l'analisi dei dati (svolta dal 43 per cento delle imprese nel 2025, contro il 27 nel 2023, ultima osservazione precedente disponibile) e l'intelligenza artificiale, nonostante rimangano marcati i differenziali di adozione in favore delle aziende di grande dimensione (cfr. il riquadro: *Intelligenza artificiale: adozione ed effetti sulle imprese*).

INTELLIGENZA ARTIFICIALE: ADOZIONE ED EFFETTI SULLE IMPRESE

Le applicazioni dell'intelligenza artificiale (IA) possono generare guadagni di efficienza significativi nello svolgimento di singole mansioni¹. L'effetto sui risultati aziendali dipende tuttavia dal grado di utilizzo e dalla presenza di investimenti complementari, in particolare in capitale umano, in infrastrutture digitali e nella riorganizzazione dei processi. I costi di introduzione inoltre possono temporaneamente attenuarne i benefici, che tendono a emergere solo gradualmente e a diventare rilevanti nel medio termine. Stime basate su un modello macroeconomico input-output per il totale dell'economia italiana segnalano che la diffusione dell'IA, modellata esclusivamente come shock di produttività settoriali, potrebbe determinare un incremento del valore aggiunto compreso tra 2 decimi e oltre 1 punto percentuale all'anno su un orizzonte decennale, in funzione della velocità di adozione².

Secondo i dati dell'Eurostat, nel 2025 il 16 per cento delle imprese private italiane dell'industria e dei servizi non finanziari con almeno 10 addetti utilizzava l'IA, 4 punti percentuali in meno della media della UE³.

¹ S. Noy e W. Zhang, *Experimental evidence on the productivity effects of generative artificial intelligence*, "Science", 381, 6654, 2023, pp. 187-192; cfr. anche E. Brynjolfsson, D. Li e L. Raymond, *Generative AI at work*, "The Quarterly Journal of Economics", 140, 2, 2025, pp. 889-942.

² F. Bertolotti, A. Linarello e P. Zoi, *Shock propagation and economic policies in the Italian production network*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ Per approfondimenti, cfr. l'articolo: *Artificial intelligence in enterprises*, Eurostat, Statistics Explained, 2025.

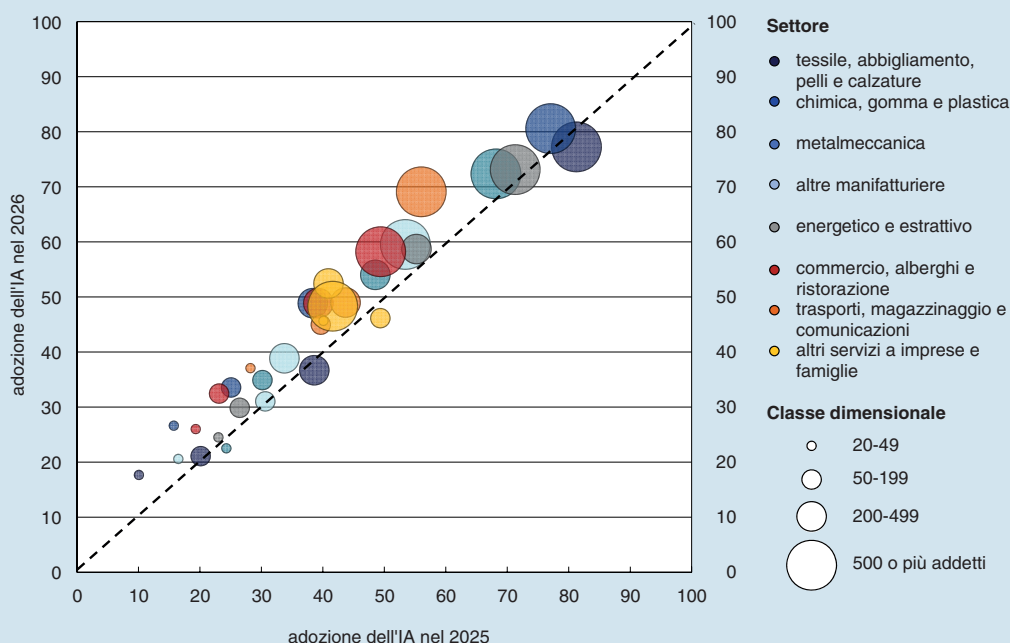
¹⁴ Un'impresa è definita con un grado di digitalizzazione di base in presenza di almeno quattro delle seguenti dodici caratteristiche o attività che costituiscono gli indicatori del *digital intensity index*: (a) addetti connessi in misura superiore al 50 per cento; (b) utilizzo di tecnologie di intelligenza artificiale; (c) connessione a internet in banda larga fissa a velocità di download almeno pari a 30 Mbits; (d) analisi dei dati all'interno o all'esterno dell'impresa; (e) acquisto di servizi di cloud computing di qualsiasi tipo; (f) acquisto di servizi di cloud computing sofisticati o intermedi; (g) utilizzo di social media; (h) utilizzo di software per la pianificazione delle risorse aziendali (*enterprise resource planning*, ERP); (i) utilizzo di software per la gestione dei clienti (*customer relationship management*, CRM); (l) presenza di un sito web; (m) valore del commercio elettronico (via web e/o sistemi di scambio elettronico di dati come l'*electronic data interchange*, EDI) pari almeno all'1 per cento dei ricavi totali; (n) vendite via web superiori all'1 per cento dei ricavi e vendite via web verso consumatori privati (*business-to-consumer*, B2C) superiori al 10 per cento del totale delle vendite via web.

¹⁵ Ateco 2007: sezioni C-N, inclusa classe 951, esclusa sezione K.

Limitatamente alle imprese con almeno 20 addetti, le informazioni derivanti dall'indagine Invind condotta dalla Banca d'Italia consentono di caratterizzare il ricorso all'IA all'inizio del 2026 e di analizzarne la relazione con alcuni indicatori di performance. Dopo essere raddoppiata nel 2025, al 27 per cento, la quota di imprese che utilizzano strumenti di IA è salita ulteriormente nel 2026, al 32 per cento⁴. L'adozione si conferma più diffusa tra le imprese di maggiore dimensione (figura A), con una quota che raggiunge il 63 per cento tra quelle con almeno 500 addetti, a fronte del 28 nella classe 20-49 addetti. A livello settoriale l'impiego rimane mediamente più contenuto nella manifattura (27 per cento) che nei servizi (36). Il comparto "altri servizi", che include le attività professionali, scientifiche e tecniche, mantiene il tasso di adozione medio più elevato, grazie anche a una diffusione della tecnologia più omogenea tra le diverse classi dimensionali.

Figura A

Adozione dell'IA nelle imprese nell'ultimo biennio (1)
(quote percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Invind; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (*Invind*).

(1) Ogni bolla corrisponde a una cella definita dall'intersezione tra settore di attività economica e classe dimensionale di impresa. Sull'asse delle ascisse è riportata la quota di imprese della cella che dichiarano di adottare tecnologie dell'IA nel 2025; sull'asse delle ordinate è indicata la corrispondente quota nel 2026. Le statistiche sono ponderate per il numero di imprese nell'universo. Un'impresa è classificata come adottante se dichiara un utilizzo estensivo, limitato o sperimentale dell'IA. L'intensità di adozione è rilevata sulla base di un quesito dell'indagine con cui si chiede alle imprese di indicare il livello di utilizzo dell'IA nel processo produttivo e/o nelle attività di supporto. Le modalità di risposta distinguono tra un utilizzo estensivo, limitato, sperimentale o assente. La linea tratteggiata individua la bisettrice, lungo la quale l'incidenza dell'adozione risulta invariata nei due anni.

⁴ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *L'utilizzo dell'intelligenza artificiale nelle imprese italiane* del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2024.

I dati permettono di distinguere tra intensità di adozione, funzioni aziendali interessate e tipologie di strumenti impiegati. La quota di imprese che dichiara un'integrazione estensiva dell'IA nei processi aziendali è rimasta contenuta (5 per cento)⁵. Le attività in cui risulta più frequentemente impiegata l'IA sono quelle commerciali, seguite dalla produzione di beni e servizi e dalla gestione degli adempimenti amministrativi. Tra le aziende che utilizzano applicazioni di IA generativa (30 per cento circa), una percentuale largamente maggioritaria riporta di farne uso per la generazione di testi, ma oltre la metà indica il ricorso anche ad applicazioni più avanzate, come chatbot per l'interazione con clienti o dipendenti, agenti di IA o strumenti per la generazione di codici informatici.

Tra le imprese che fanno uso dell'IA, una quota predominante riporta che l'adozione non ha finora influenzato la produttività del lavoro (70 per cento; figura B). Restringendo l'analisi a quelle che utilizzano la tecnologia in modo estensivo, questa quota, pur rimanendo elevata, si riduce al 59 per cento. Nei casi in cui vengono invece segnalati effetti non trascurabili dell'adozione, prevale l'indicazione di un impatto positivo sulla produttività, seppure generalmente di intensità limitata. Inoltre, per l'84 per cento delle imprese l'IA non ha inciso sul numero di occupati⁶, in linea con i risultati di precedenti indagini in cui, tra le principali motivazioni per l'adozione, le imprese riportavano il miglioramento dei processi aziendali con effetti attesi in termini di ricomposizione delle mansioni più che di sostituzione dei lavoratori⁷.

Un'analisi econometrica sul periodo 2022-26 confronta le imprese che adottano l'IA con altre con caratteristiche analoghe⁸ ma che non la utilizzano. Osservando le stesse aziende nel tempo è possibile isolare gli effetti dell'IA su alcune variabili di impresa nel breve periodo. Le stime hanno un'ampia dispersione statistica; nel complesso non emergono risultati significativi su produttività e occupazione. Questo può dipendere sia da un impiego dell'IA ancora contenuto nei processi aziendali, sia dal limitato orizzonte temporale considerato successivamente all'adozione.

In linea con questa interpretazione, secondo i giudizi delle imprese, l'IA potrebbe avere effetti più marcati nel prossimo triennio. La metà anticipa un impatto

⁵ Secondo l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia all'inizio dell'anno presso le imprese con almeno 50 addetti, circa un terzo delle imprese che non impiegano l'IA o ne fanno un utilizzo limitato ha dichiarato di non riscontrare particolari ostacoli all'adozione. Tra le restanti, la scarsa applicabilità di queste tecnologie alle proprie attività è stata indicata come il principale motivo alla base del mancato utilizzo, mentre la carenza di competenze adeguate costituisce per le imprese che ne fanno un uso limitato il maggiore ostacolo a un impiego più ampio: cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2026; cfr. anche nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita.

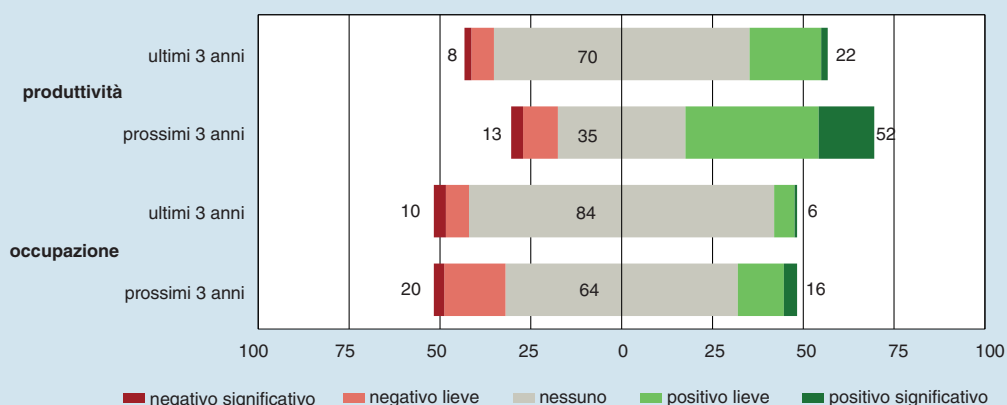
⁶ Uno studio basato su dati confrontabili per Australia, Germania, Regno Unito e Stati Uniti riporta che in media circa il 90 per cento delle imprese non ha riscontrato effetti sulla produttività e sull'occupazione (cfr. I. Yotzov et al., *Firm data on AI*, NBER Working Paper Series, 34836, 2026).

⁷ L. Bencivelli, S. Formai, E. Mattevi e T. Padellini, *Embracing the digital transition: the adoption of cloud computing and AI by Italian firms*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 946, 2025.

⁸ Le imprese sono confrontate a parità di settore, classe dimensionale, area geografica e quota di investimenti in tecnologie avanzate.

Figura B

Effetti osservati e attesi dell'adozione dell'IA sulle variabili di impresa (1) (quote percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Invind; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (*Invind*).

(1) La figura mostra le quote di giudizi negativi (aree rosse), nulli e positivi (aree verdi) espressi dalle imprese che dichiarano di utilizzare l'IA, con riferimento agli effetti osservati e attesi – dopo la sua adozione – su produttività del lavoro e numero di occupati. I valori sull'asse delle ascisse indicano quote percentuali di imprese; la somma delle quote per ciascuna variabile e in ogni orizzonte temporale è pari a 100. Le statistiche sono ponderate per il numero di imprese nell'universo.

positivo sulla produttività, a fronte del 35 per cento che non si attende variazioni. Resta invece preponderante la quota di imprese che non prefigurano conseguenze sull'occupazione (64 per cento). Le aspettative di aumento e di riduzione sono nel complesso sostanzialmente bilanciate; tuttavia, tra le imprese con almeno 500 addetti e tra quelle che utilizzano l'IA in modo estensivo, prevalgono le attese di una lieve diminuzione dell'occupazione.

La redditività e il saldo finanziario

Nel 2025 il margine operativo lordo (MOL) è lievemente aumentato in termini nominali, dopo la flessione osservata nell'anno precedente seguita a un triennio di forte crescita. In rapporto all'attivo, la redditività operativa è rimasta sostanzialmente stabile su livelli elevati nel confronto storico (fig. 6.5.a). Secondo l'indagine Invind la quota di aziende che dichiara di avere chiuso il bilancio in utile, pur diminuita per il secondo anno consecutivo, si mantiene su valori relativamente alti (75,2 per cento); il calo è stato più accentuato nei servizi di alloggio e ristorazione.

L'espansione dei profitti è stata sostenuta dall'andamento positivo del valore aggiunto e dalla riduzione degli oneri finanziari, diminuiti di circa 1 punto percentuale in rapporto al MOL (7,8 per cento) a seguito del calo dei tassi di mercato. La domanda di finanziamenti esterni è aumentata, in linea con l'incremento della spesa per investimenti e a fronte di un autofinanziamento nel complesso invariato. Il saldo finanziario, ancora positivo e pari allo 0,2 per cento del PIL, si è associato a un ampliamento delle scorte di liquidità (tav. 6.3), che rimangono su valori storicamente elevati (10,2 per cento delle passività).

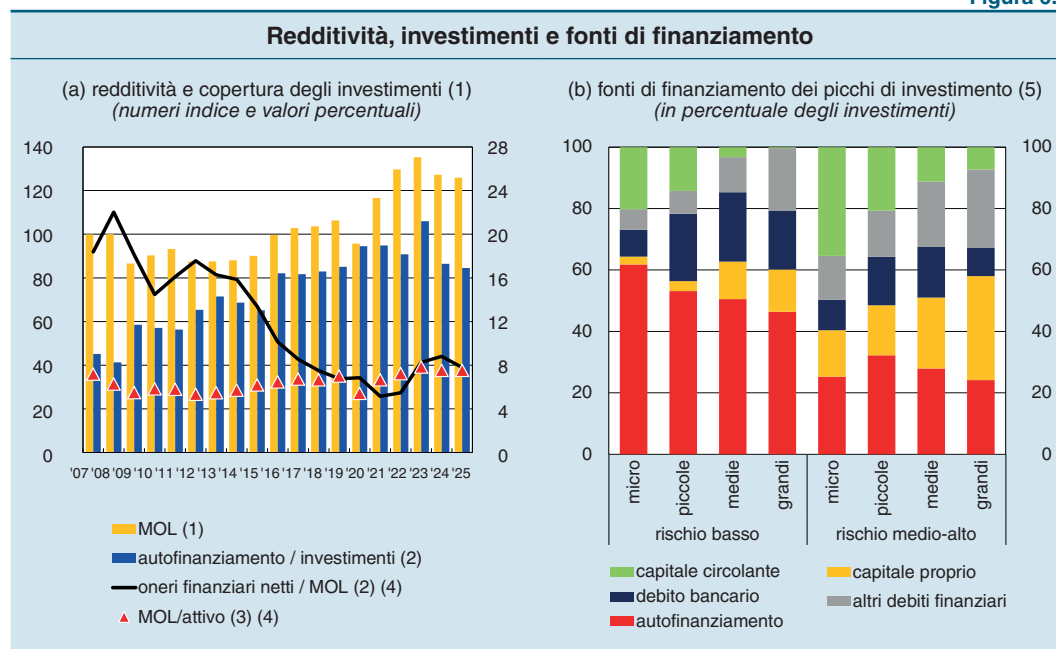
Tavola 6.3

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2025	Composizione percentuale		2024	2025
		2024	2025		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi	548.338	21,4	20,4	19.508	6.744
Titoli	120.021	4,1	4,5	15.613	14.424
di cui: pubblici italiani	67.317	2,3	2,5	8.402	7.327
Azioni e partecipazioni	1.007.808	35,3	37,5	-32.911	22.004
Crediti commerciali	727.921	27,7	27,1	-43.470	26.920
Altre attività (2)	281.606	11,4	10,5	5.073	-3.799
Totale attività	2.685.694	100,0	100,0	-36.188	66.292
di cui: sull'estero	752.218	29,3	28,0	48.610	25.973
PASSIVITÀ					
Debiti finanziari	1.318.121	26,3	24,6	-22.963	18.910
Prestiti bancari	606.040	12,2	11,3	-16.247	9.901
Altri prestiti (3)	493.172	10,2	9,2	-12.135	-5.401
Titoli	218.909	4,0	4,1	5.418	14.410
Azioni e partecipazioni	3.143.129	55,8	58,6	12.609	15.307
Debiti commerciali	663.073	13,1	12,4	-31.715	20.565
Altre passività (4)	242.351	4,8	4,5	-938	7.484
Totale passività	5.366.674	100,0	100,0	-43.007	62.266
di cui: sull'estero	1.044.182	19,4	19,5	38.432	38.633
SALDO	-2.680.980			6.819	4.026
Fonte: Banca d'Italia (Conti finanziari).					
(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. A seguito della trasformazione in società per azioni, completata nel 1998, Poste Italiane è inclusa in questo settore: sebbene la società svolga in maniera rilevante attività finanziaria, quella prevalente resta infatti legata alla produzione di servizi non finanziari. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce Attività e passività finanziarie dell'Italia. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Fondi comuni, crediti infragruppo, riserve tecniche di assicurazione, derivati e altre partite minori. – (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di leasing e di factoring, i prestiti cartolarizzati e i debiti infragruppo. – (4) Conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati e altre partite minori.					

Analisi basate su un campione di società di capitali italiane indicano che nel periodo 2019-24 le imprese che hanno realizzato investimenti di entità rilevante – superiori, in un dato anno, al 20 per cento dell'attivo dell'anno precedente – hanno fatto ricorso soprattutto all'autofinanziamento (fig. 6.5.b). Vi è tuttavia una significativa eterogeneità: tra le aziende classificate a rischio medio-alto, il ricorso all'autofinanziamento è stato in media inferiore al 30 per cento, contro oltre il 50 tra quelle meno rischiose. Inoltre, nel primo gruppo di imprese, quelle più piccole hanno finanziato l'accumulazione principalmente attraverso variazioni del capitale

circolante, mentre le società di media e grande dimensione si sono finanziate in misura maggiore con debiti non bancari (in prevalenza attraverso emissioni nette di obbligazioni) e capitale di rischio esterno.

Figura 6.5



Le fonti di finanziamento

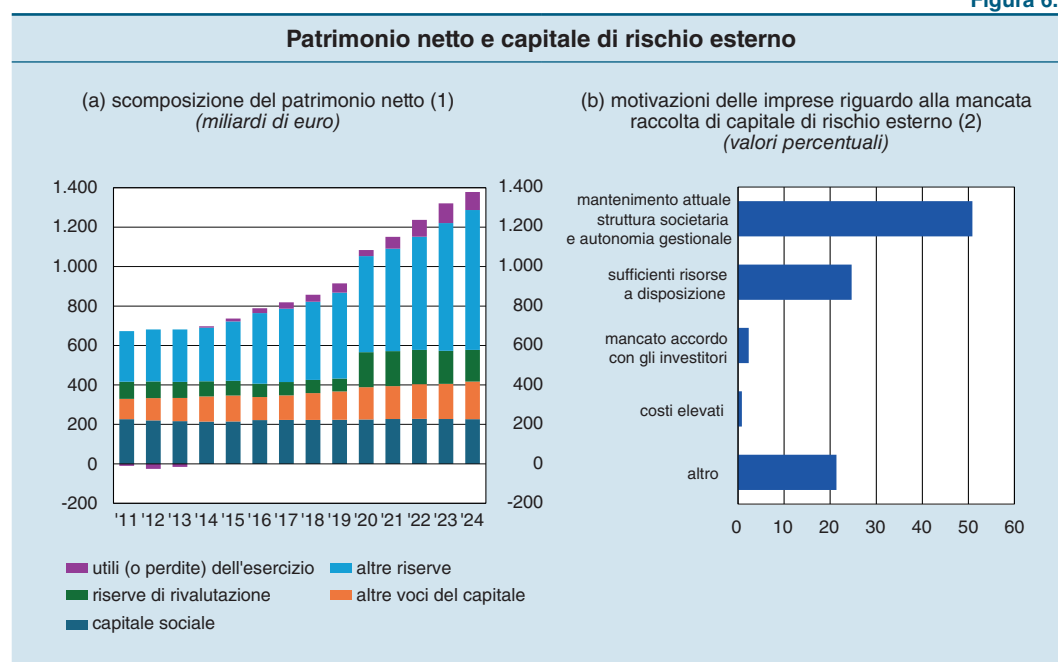
La struttura finanziaria. – Dopo la riduzione osservata nel biennio precedente, nel 2025 i debiti finanziari sono tornati ad aumentare, sospinti sia dalla ripresa dei prestiti bancari sia dall'emissione di titoli obbligazionari. In rapporto al PIL sono però nuovamente diminuiti, raggiungendo il valore più basso degli ultimi 20 anni (58,4 per cento) e collocandosi su livelli ampiamente inferiori alla media dell'area dell'euro (103,5 per cento).

La leva finanziaria – misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato – si è ulteriormente ridotta, al 29,5 per cento. Uno studio condotto sui dati di bilancio individuali suggerisce che quasi la metà della flessione osservata tra il 2011 e il 2024, pari a oltre 15 punti percentuali, è riconducibile alla crescita del patrimonio netto. Il contributo di quest'ultimo risulta relativamente più contenuto tra le microimprese

e tra le aziende con merito di credito peggiore, per le quali il calo della leva è dipeso in misura rilevante dall'uscita dal mercato delle imprese più indebitate. L'aumento del patrimonio netto è imputabile prevalentemente alla dinamica delle riserve¹⁶ (fig. 6.6.a), che sono cresciute – anche escludendo la rivalutazione dei beni prevista dal DL 104/2020¹⁷ – grazie all'accantonamento degli utili.

Secondo l'indagine Invind, tra il 2021 e il 2025 solo il 6 per cento delle imprese ha considerato la possibilità di ottenere nuovo capitale di rischio da investitori esterni. Per quelle che poi effettivamente non hanno raccolto capitale esterno, la principale motivazione – citata da circa la metà delle imprese – è stata l'intenzione di mantenere invariata la struttura societaria e di preservare l'autonomia gestionale; un quarto delle aziende ha inoltre indicato di avere già risorse sufficienti per l'attività aziendale (fig. 6.6.b).

Figura 6.6



Il credito. – Dopo tre anni di contrazione, dalla metà dello scorso anno il credito complessivo alle imprese è tornato a crescere; l'espansione è proseguita nel 2026 (2,2 per cento sui dodici mesi terminanti a marzo; tav. 6.4); l'aumento è stato trainato dalle aziende con merito di credito più elevato e ha riguardato tutti i principali

¹⁶ V. Cuciniello e T. Orlando, *Dinamica del patrimonio netto e del capitale sociale: un'analisi aggregata*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

¹⁷ Il DL 104/2020 ha introdotto la facoltà di rivalutare le immobilizzazioni iscritte in bilancio in termini particolarmente vantaggiosi attraverso l'immediato riconoscimento fiscale del valore del bene rivalutato a un'imposta sostitutiva più contenuta rispetto al passato.

settori di attività. Le evidenze dalle indagini condotte presso le imprese indicano un incremento della domanda di credito per operazioni di investimento in misura più marcata tra le aziende con oltre 100 addetti. Secondo i dati dell'Istat le condizioni di offerta da parte degli intermediari sono lievemente peggiorate nel primo trimestre, in particolare tra le imprese manifatturiere di piccola e media dimensione.

Tavola 6.4

Credito alle imprese (1) (dati di fine periodo)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale marzo 2026
	2023	2024	2025	marzo 2026	
Banche					
Attività economica					
Manifattura	-6,1	-4,5	-0,4	1,5	23,7
Costruzioni	-3,0	-5,7	0,6	0,8	9,4
Servizi	-1,9	-1,1	3,0	3,3	41,3
Attività immobiliari	-7,1	-5,1	-2,1	-3,0	8,5
Altro	-5,6	0,9	2,0	4,5	8,8
Dimensione					
Imprese piccole (2)	-7,6	-6,7	-4,3	-4,3	13,8
Imprese medio-grandi	-3,2	-1,8	2,4	3,4	77,9
Totale	-4,0	-2,6	1,4	2,2	91,7
Società finanziarie					
Leasing	-2,9	-3,3	-1,5	-1,4	4,7
Factoring	-2,3	1,2	2,9	6,4	2,7
Altri finanziamenti	11,9	12,4	6,7	5,4	0,9
Totale	-1,7	-0,5	0,9	1,9	8,3
Banche e società finanziarie					
Totale	-3,8	-2,4	1,3	2,2	100,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati si riferiscono alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici; quelli relativi a marzo del 2026 sono provvisori. Per la definizione delle serie, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle imprese*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

La quota dei prestiti bancari alle imprese assistiti da garanzie del Fondo centrale di garanzia e della SACE, aumentata notevolmente nel biennio 2020-21 a seguito delle misure introdotte durante la pandemia, rimane elevata (cfr. il riquadro: *I prestiti bancari a imprese e famiglie assistiti da garanzie pubbliche* del capitolo 12). Il regime transitorio delle garanzie del Fondo, introdotto dal DL 145/2023 e successivamente modificato, è stato prorogato anche per il 2026, confermando alcune condizioni più favorevoli rispetto a quelle vigenti prima della pandemia (in particolare l'ammontare massimo garantito), seppure meno vantaggiose di quelle adottate dopo lo scoppio del conflitto in Ucraina.

Il costo del credito bancario è ulteriormente diminuito nella prima metà del 2025, rimanendo sostanzialmente stabile nella parte restante dell'anno. A marzo del 2026

il tasso medio sui nuovi finanziamenti era pari al 3,5 per cento. Nel triennio 2023-25 il ricorso a strumenti di copertura del rischio di tasso ha contribuito a contenere il costo dell'indebitamento (cfr. il riquadro: *Il ricorso delle imprese italiane ai derivati per la copertura del rischio di tasso di interesse*).

IL RICORSO DELLE IMPRESE ITALIANE AI DERIVATI PER LA COPERTURA DEL RISCHIO DI TASSO DI INTERESSE

Nella fase di restrizione monetaria avviata nel 2022 dalla Banca centrale europea, le imprese non finanziarie hanno attenuato gli effetti del marcato aumento dei tassi di interesse adottando strategie di copertura attraverso i derivati, principalmente *interest rate swap* (IRS)¹.

Sulla base delle informazioni raccolte ai sensi del regolamento EMIR², alla fine del 2021, prima dell'avvio dell'inasprimento monetario, circa 26.600 imprese italiane avevano in essere contratti IRS per un valore nozionale netto di 102 miliardi. Si trattava di aziende mediamente più grandi (in termini sia di fatturato sia di attivo) e con una leva finanziaria più elevata di quelle senza IRS; a queste imprese era riconducibile il 44 per cento dell'indebitamento del settore.

Tra il 2021 e il 2025 le aziende con contratti IRS hanno mantenuto in prevalenza posizioni lunghe, utili a proteggersi da potenziali rialzi dei tassi (figura A, pannello a)³; il rapporto tra il valore nozionale netto in IRS, definito come la differenza tra posizioni lunghe e corte, e la somma dei finanziamenti esposti al rialzo dei tassi di interesse (prestiti a medio-lungo termine a tasso variabile o misto) è stato in media pari a due terzi.

L'andamento del *fair value* dei contratti IRS conferma che le posizioni detenute erano finalizzate a coprire il rischio di un aumento dei tassi. Fino alla fine del 2021 il *fair value* era infatti negativo per le imprese, in quanto i flussi attesi in entrata (gamba variabile) erano inferiori a quelli prefissati in uscita (gamba fissa)⁴.

¹ L'IRS è un contratto derivato che prevede lo scambio di flussi di pagamento periodici tra due controparti, determinati applicando rispettivamente un tasso di interesse fisso e uno variabile a un medesimo capitale nozionale. Per convenzione, la controparte che corrisponde il tasso fisso è considerata acquirente dello swap, e assume una "posizione lunga", ossia è protetta da un aumento dei tassi di interesse, mentre la controparte che corrisponde il tasso variabile (venditrice) assume una "posizione corta" ed è protetta da una riduzione dei tassi. Per maggiori dettagli sull'argomento trattato nel presente riquadro, cfr. V. Bado, M.L. Bianchi, M. Graziano e D. Ruzzi, *Il ricorso delle imprese italiane ai derivati per la copertura del rischio di tasso di interesse*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 51, 2026.

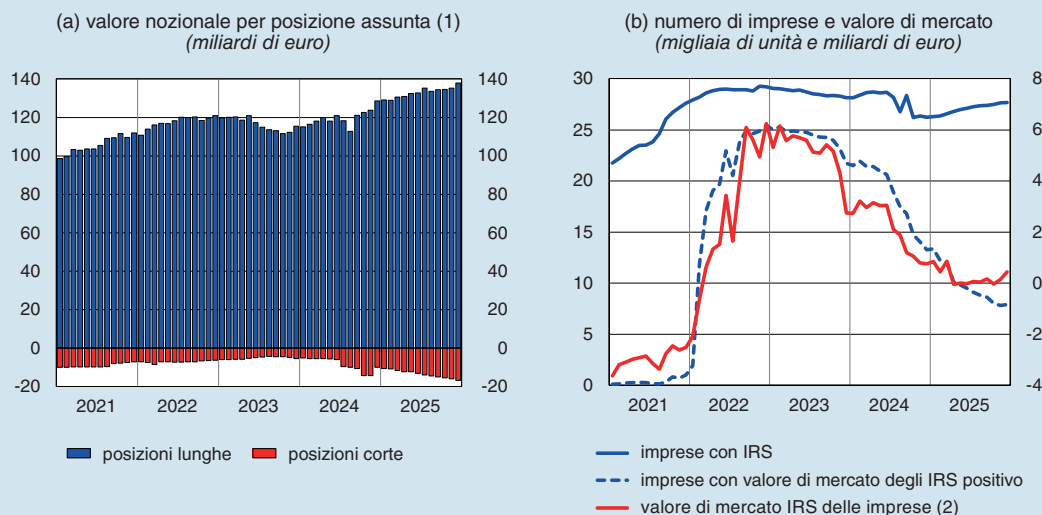
² Con l'entrata in vigore del regolamento UE/2012/648 (European Market Infrastructure Regulation, EMIR), dal 2014 vengono raccolte informazioni dettagliate sui contratti derivati detenuti da soggetti residenti nell'Unione europea.

³ Se il tasso variabile aumenta, superando quello fisso, la posizione lunga in un IRS beneficia di un flusso finanziario netto positivo.

⁴ Il *fair value* o valore di mercato di un IRS è pari alla differenza tra il valore attuale dei flussi futuri attesi dalle due gambe (fissa e variabile). Un valore positivo indica un beneficio potenziale per l'impresa, uno negativo una perdita potenziale in caso di chiusura anticipata.

Figura A

IRS delle imprese non finanziarie (dati di fine mese)



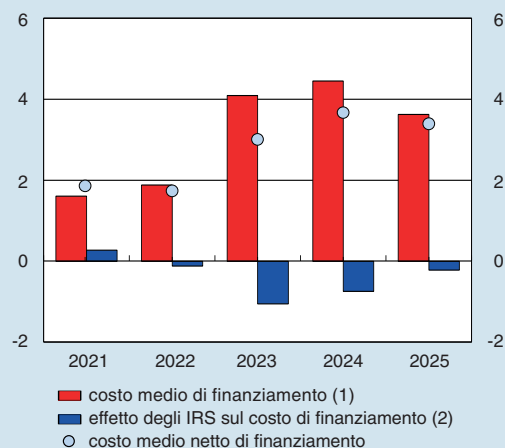
Fonte: stime su dati EMIR; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: impatto dei derivati sul costo del debito*.
(1) Cfr. la nota 1 di questo riquadro. – (2) Scala di destra.

Dal 2022 il progressivo aumento dei tassi di interesse ha determinato un rapido incremento sia del *fair value* delle posizioni in IRS sia del numero di imprese con IRS aventi *fair value* positivo (figura A, pannello b). Questi indicatori sono rimasti elevati nel corso del 2023, per poi diminuire nel momento in cui i tassi hanno cominciato a incorporare le aspettative di un allentamento monetario.

Si stima che gli IRS abbiano generato, complessivamente, flussi di cassa netti (ottenuti dalla differenza tra la gamba variabile ricevuta e la gamba fissa pagata) positivi a partire dal 2022. I flussi sono stati significativi soprattutto nel biennio 2023-24, permettendo alle imprese dotate di copertura mediante IRS di ridurre i costi annui di finanziamento di quasi 1 punto percentuale (figura B). Nel 2025 i flussi netti, sebbene in diminuzione, sono rimasti positivi, con un beneficio di circa 20 punti base sul costo dei finanziamenti.

Figura B

Impatto degli IRS sui costi di finanziamento (valori percentuali)



Fonte: stime su dati EMIR, AnaCredit e Anagrafe titoli; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: impatto dei derivati sul costo del debito*.

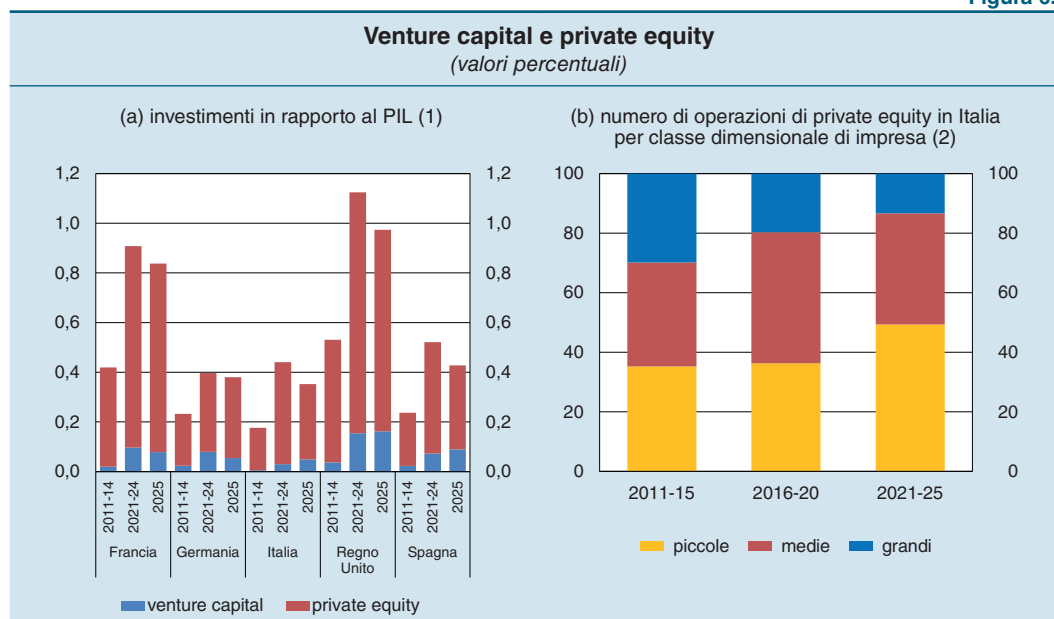
(1) Gli oneri sui prestiti bancari sono calcolati sulla base delle informazioni contenute in AnaCredit considerando l'indebitamento medio nell'anno e il tasso di interesse applicato per ciascuna linea di credito, con l'esclusione delle sofferenze e degli strumenti fiduciari. Gli oneri sulle obbligazioni sono calcolati sulla base delle remunerazioni previste per ciascuna emissione registrata nell'Anagrafe titoli. – (2) L'impatto degli IRS è stimato attraverso i flussi finanziari generati dai contratti IRS secondo i termini contrattuali registrati in EMIR per singolo contratto. L'ammontare dei flussi netti è poi rapportato all'indebitamento medio nell'anno.

I canali di finanziamento alternativi al credito. – Le imprese hanno continuato a diversificare le fonti di finanziamento. Nel 2025 le emissioni lorde di titoli obbligazionari, effettuate in Italia o all'estero da società e gruppi italiani, hanno superato 90 miliardi, con quasi 300 emittenti; anche le emissioni nette sono state positive, per circa 15 miliardi. Sebbene le dinamiche aggregate siano guidate da poche grandi imprese, il numero di aziende di piccola e media dimensione che accedono per la prima volta al mercato obbligazionario ha continuato ad aumentare (cfr. il riquadro: *Recenti tendenze nel finanziamento obbligazionario delle imprese italiane* del capitolo 13).

Il ricorso al mercato azionario delle società non finanziarie è rimasto invece contenuto: anche nel 2025 il numero di nuove ammissioni è stato inferiore a quello delle revoche. Le nuove quotazioni sono state 21 (32 in media nel quadriennio precedente), tutte nel segmento Euronext Growth Milan (EGM), dedicato alle piccole e medie imprese, mentre sono uscite dal mercato 26 società (di cui quasi due terzi appartenevano al comparto EGM), prevalentemente per operazioni di fusione o acquisizione (per il complesso del mercato azionario, cfr. il capitolo 13).

I finanziamenti da parte delle società di venture capital sono aumentati; quelli di private equity sono rimasti pressoché invariati, interrompendo una tendenza espansiva in atto da circa dieci anni. Secondo i dati diffusi da Invest Europe (EDC), nella media del quinquennio 2021-25 in rapporto al PIL gli investimenti di queste categorie di intermediari del capitale di rischio sono stati pari, rispettivamente, a 6,6 e 2,3 volte quelli del quadriennio 2011-14 (fig. 6.7.a). La crescita del venture capital è stata in particolare sostenuta dai fondi di trasferimento tecnologico (*tech-transfer*), i cui investimenti lo scorso anno sono triplicati, concentrandosi su un numero inferiore di operazioni. Nel private equity la maggior parte dei volumi si è indirizzata verso operazioni di *buy-out*, in cui l'investitore ottiene solitamente una partecipazione di controllo nelle grandi aziende. Nel complesso è aumentata la quota delle iniziative

Figura 6.7



Fonte: elaborazioni su dati Invest Europe (European Data Cooperative, EDC), PitchBook e Cerved.

(1) Per i periodi pluriennali, valori medi dell'indicatore. – (2) Per la classificazione dimensionale, cfr. la nota 5 della figura 6.5; le microimprese sono incluse tra le piccole.

rivolte alle piccole imprese, salita a circa la metà nell'ultimo quinquennio (fig. 6.7.b); gran parte di queste operazioni è avvenuta nell'ambito di strategie di acquisizione di più aziende da integrare in una società già presente nel portafoglio del fondo.

La dimensione di questi due comparti rimane limitata nel confronto con i principali paesi europei. I finanziamenti di venture capital e di private equity in Italia (quasi 8 miliardi nel 2025 verso oltre 400 società) in rapporto al PIL sono meno della metà di quelli di Francia e Regno Unito. Il loro sviluppo è cruciale per finanziare gli investimenti più innovativi, caratterizzati da elevata incertezza, orizzonti temporali lunghi e scarsità di garanzie reali. La selezione delle imprese destinatarie, soprattutto nel venture capital, è orientata verso settori con notevole potenziale di crescita (cfr. il capitolo 12). Dal 2024 i finanziamenti rivolti a start up specializzate in intelligenza artificiale sono aumentati, in linea con quanto osservato nel resto dell'Europa e negli Stati Uniti; sono cresciuti inoltre, sebbene in misura minore, quelli diretti al settore della difesa. Studi empirici mostrano che anche in Italia le aziende che hanno ricevuto finanziamenti da intermediari del capitale di rischio hanno successivamente conseguito una maggiore espansione dimensionale e svolto una più intensa attività innovativa rispetto alle altre imprese¹⁸.

Per sostenere lo sviluppo dei mercati dei capitali e l'avvio di progetti innovativi, sono state adottate iniziative a livello europeo e nazionale, in parte volte ad ampliare la partecipazione degli investitori istituzionali nei mercati dei capitali privati (cfr. il capitolo 12). Nella UE sono in corso di definizione le misure previste dalle strategie per l'Unione del risparmio e degli investimenti nonché per lo sviluppo delle imprese innovative¹⁹: tra queste, la proposta di una nuova forma societaria europea (EU Inc.; cfr. il capitolo 11) e alcuni progetti per mobilitare maggiori risorse, anche pubbliche, per la crescita delle aziende che stanno sviluppando tecnologie strategiche.

In Italia il D.lgs. 47/2026 (decreto di attuazione della L. 21/2024) ha modificato il Testo unico della finanza per favorire l'accesso e la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali regolamentati, semplificando oneri informativi e procedurali e rafforzando l'autonomia statutaria. È prevista, tra l'altro, la possibilità di adottare una governance semplificata in fase di quotazione e, per le società già quotate, il trasferimento – a determinate condizioni – della negoziazione sui segmenti di mercato con minori oneri di compliance e organizzativi.

¹⁸ M.G. Cassinis, A. Cintolesi, S. Formai, A. Locatelli, F. Manaresi, E. Manzoli, G. Papini, F. Parlapiano, P. Recchia e S. Zuccolà, *Innovative firms unveiled: economic and financial insights from Italian start-ups*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 967, 2025. Per il private equity, nostre analisi confermano che nei tre anni successivi all'operazione le imprese beneficiarie crescono in media più delle altre in termini di dimensione, investimenti (soprattutto immateriali) e occupazione.

¹⁹ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Unione del risparmio e degli investimenti. Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE*, COM(2025) 124 final, 19 marzo 2025; Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. La strategia dell'UE per le start-up e le scale-up. Scegliere l'Europa per muovere i primi passi e crescere*, COM(2025) 270 final, 28 maggio 2025.

7. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2025 l'occupazione ha rallentato, in linea con l'indebolimento dell'attività economica, crescendo nei comparti delle costruzioni e dei servizi, mentre nell'industria in senso stretto è diminuita. Il lavoro autonomo, tornato su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia, è aumentato più di quello alle dipendenze. La robusta domanda di lavoro dell'ultimo quinquennio è stata soddisfatta, più che in passato, dall'incremento delle ore lavorate per addetto, generato da una ricomposizione verso i contratti a tempo indeterminato e da una contrazione della quota di impieghi a tempo parziale. L'espansione è stata maggiore nel Mezzogiorno che nel resto del Paese, proseguendo la tendenza osservata nel periodo successivo alla pandemia.

È aumentata l'occupazione tra le classi di età più avanzata ed è scesa quella delle persone con meno di 50 anni. La permanenza nell'impiego dei lavoratori più maturi, a cui si associa la maggiore incidenza delle posizioni a tempo indeterminato, e il contesto congiunturale meno favorevole hanno ridotto la mobilità nel mercato del lavoro, incluse le transizioni da un'impresa all'altra.

Il numero delle persone attive è rimasto sostanzialmente stabile per il secondo anno consecutivo. Il calo del numero di giovani attivi ha contribuito a migliorarne le retribuzioni rispetto a quelle dei lavoratori più maturi. Nei prossimi anni l'invecchiamento della popolazione continuerà a frenare l'offerta di lavoro, ma il suo impatto potrà essere compensato dagli incrementi nei tassi di partecipazione, se dovessero confermarsi le dinamiche recenti.

Il tasso di disoccupazione è ulteriormente diminuito, portandosi al valore medio annuo più basso dal 2007. Come nel 2024, la flessione non è dovuta a una più alta probabilità di impiego per chi cerca lavoro, ma a minori flussi dall'occupazione alla disoccupazione. Le difficoltà nell'incontro tra domanda e offerta di lavoro rimangono elevate.

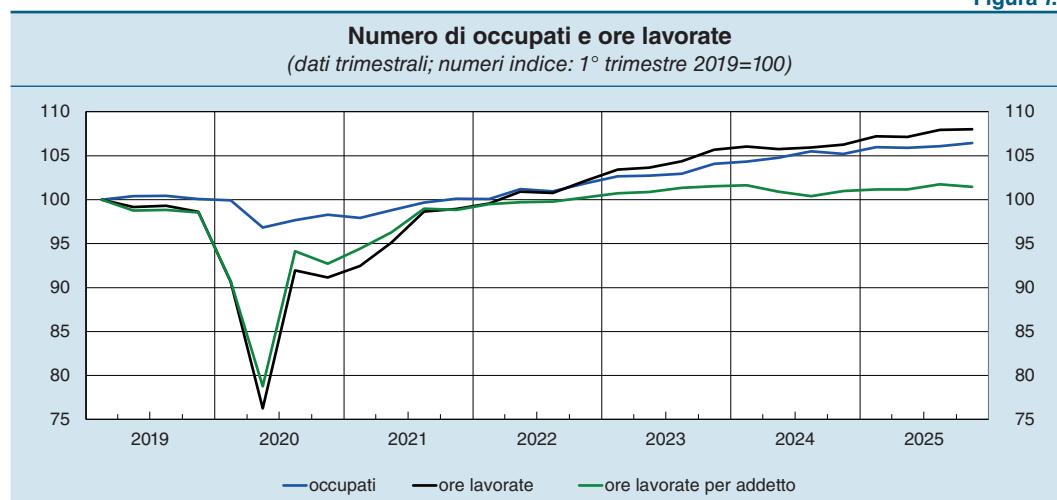
L'occupazione

In un contesto di indebolimento dell'attività economica, nel 2025 la dinamica dell'occupazione si è attenuata, riavvicinandosi a quella del prodotto, dopo due anni in cui l'aveva ampiamente superata anche grazie alla forte moderazione salariale. Il numero di occupati e le ore lavorate sono saliti entrambi dell'1,1 per cento (fig. 7.1 e tav. 7.1), contro rispettivamente l'1,8 e il 2,2 nell'anno precedente. L'andamento dell'occupazione ha riflesso esclusivamente la crescita della domanda di lavoro; l'apporto dell'offerta, più rilevante tra il 2021 e il 2023, è stato contenuto (cfr. il paragrafo: *L'offerta di lavoro*).

Il lavoro autonomo, tornato su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia, è aumentato più di quello alle dipendenze. La sua espansione, in atto dal 2022, potrebbe

essere stata favorita dalla progressiva estensione del regime fiscale forfetario per le partite IVA. L'incremento del lavoro dipendente, molto più contenuto rispetto al 2024, è stato sostenuto, per il terzo anno consecutivo, dai contratti a tempo indeterminato, mentre quelli a termine, più sensibili al ciclo economico, sono diminuiti.

Figura 7.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*, dati destagionalizzati; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.

Tavola 7.1

Principali indicatori del mercato del lavoro (variazioni percentuali sul periodo precedente, migliaia di occupati e milioni di ore)						
VOCI	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	var. 2025 sul 2024	Consistenza media nel 2025
Occupati totali	0,7	-0,1	0,2	0,3	1,1	26.835
Dipendenti	0,7	-0,5	0,1	0,4	0,8	20.617
Indipendenti	0,8	1,5	0,4	0,1	1,9	6.218
Agricoltura, silvicoltura e pesca	-0,5	0,1	1,0	0,5	0,6	951
Industria in senso stretto	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,6	4.287
di cui: attività manifatturiere	-0,3	-0,1	-0,4	0,0	-0,8	3.923
Costruzioni	0,9	-0,3	1,9	0,8	3,1	1.898
Servizi	1,0	-0,1	0,1	0,3	1,3	19.699
di cui: commercio, turismo e trasp.	0,0	0,2	0,1	0,4	1,1	6.968
ICT	0,4	-0,5	0,0	0,0	-0,5	683
servizi alle imprese (1)	2,2	-0,2	-0,3	0,8	1,3	4.388
prevalentemente pubblici (2)	0,6	0,4	0,1	-0,3	1,6	5.194
Ore lavorate totali	0,9	-0,1	0,8	0,0	1,1	46.042
Dipendenti	1,0	-0,3	0,3	0,2	1,0	33.617
Indipendenti	0,6	0,5	1,9	-0,6	1,5	12.425

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Include attività finanziarie, immobiliari e professionali, e i servizi di supporto alle imprese. – (2) Include difesa e assicurazione sociale obbligatoria, istruzione, sanità e assistenza sociale.

Il rallentamento dell'occupazione si è associato a una riduzione sia dei flussi in entrata e in uscita sia delle transizioni da un'impresa all'altra, su cui hanno inciso le dinamiche demografiche (cfr. il paragrafo: *L'offerta di lavoro*). Il numero dei lavoratori con più di 50 anni, che hanno in media una minore probabilità di perdere o lasciare volontariamente l'impiego,

ha continuato a crescere a tassi elevati. È inoltre proseguito il ridimensionamento per le altre fasce di età, a cui si sono associate anche maggiori difficoltà per le aziende a reperire personale. La contrazione dell'offerta di lavoro dei più giovani ha rappresentato una delle determinanti che negli ultimi anni hanno contribuito al miglioramento delle loro condizioni occupazionali rispetto a quelle dei lavoratori più maturi (cfr. il riquadro: *L'evoluzione recente dei divari generazionali nel mercato del lavoro*).

L'EVOLUZIONE RECENTE DEI DIVARI GENERAZIONALI NEL MERCATO DEL LAVORO

Nell'ultimo decennio si è ridotto lo svantaggio retributivo delle generazioni più giovani rispetto a quelle più anziane, dopo essersi progressivamente ampliato dall'inizio degli anni novanta¹. Tra il 2015 e il 2024, nel settore privato non agricolo, il divario tra le retribuzioni medie dei dipendenti di età compresa tra i 18 e i 29 anni e quelle dei lavoratori con oltre 50 anni è sceso dal 36,7 al 33,5 per cento². In media la posizione relativa dei giovani nella distribuzione complessiva dei redditi da lavoro è migliorata, passando dal 33° al 35° percentile negli ultimi dieci anni (figura, pannello a). L'avanzamento ha interessato sia gli uomini sia le donne ed è stato molto più pronunciato per i giovani in possesso almeno di una laurea (figura, pannello b), risultato che potrebbe indicare un aumento dei rendimenti dell'istruzione, in Italia ancora relativamente modesti. Il gruppo in cui i progressi sono stati più contenuti è quello delle donne non laureate, la cui incidenza nelle coorti più giovani è tuttavia in calo³.

Alla riduzione del divario generazionale ha concorso anche il miglioramento della qualità del primo impiego dei giovani, soprattutto tra i laureati. In questo gruppo, la quota di assunzioni presso imprese operanti nei servizi ad alta intensità di conoscenza – caratterizzate da livelli retributivi mediamente più elevati – è salita dal 22,4 per cento nel 2015 al 29,0 nel 2024; si sono inoltre ridotti sia i primi impieghi a tempo parziale sia quelli a tempo determinato⁴. Anche tra chi possiede al più un diploma di scuola secondaria superiore l'incidenza dei rapporti di lavoro a orario ridotto è scesa, seppure in misura più contenuta; la crescita della quota di contratti a termine si è attenuata.

In prospettiva, il calo della popolazione e il suo progressivo invecchiamento potrebbero contribuire a garantire migliori condizioni occupazionali e retributive ai giovani, che diventeranno meno numerosi e mediamente più istruiti. Tra il 1990 e il 2025 la quota delle persone di età compresa tra i 18 e i 29 anni è diminuita dal 19,1 al 12,2 per cento, una flessione che – secondo lo scenario mediano delle proiezioni

¹ G. Bovini, S. Lattanzio ed E. Viviano, *Closing the age gap: recent trends in wages across generations*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Per un'analisi dell'andamento dei divari generazionali tra il 1976 e il 2004, cfr. A. Rosolia e R. Torrini, *The generation gap: relative earnings of young and old workers in Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 639, 2007. Per un'estensione dell'analisi fino al 2014, cfr. A. Rosolia e R. Torrini, *The generation gap: a cohort analysis of earning levels, dispersion and initial labor market conditions in Italy, 1974-2014*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 366, 2016.

² L'analisi è condotta su un campione rappresentativo di denunce UNIAMENS, disponibili fino al 2024, trasmesse obbligatoriamente dai datori di lavoro all'INPS; tali documenti contengono informazioni su tutti i rapporti di lavoro dipendente nel settore privato non agricolo a livello di individuo. La retribuzione presa in considerazione è quella settimanale equivalente a tempo pieno.

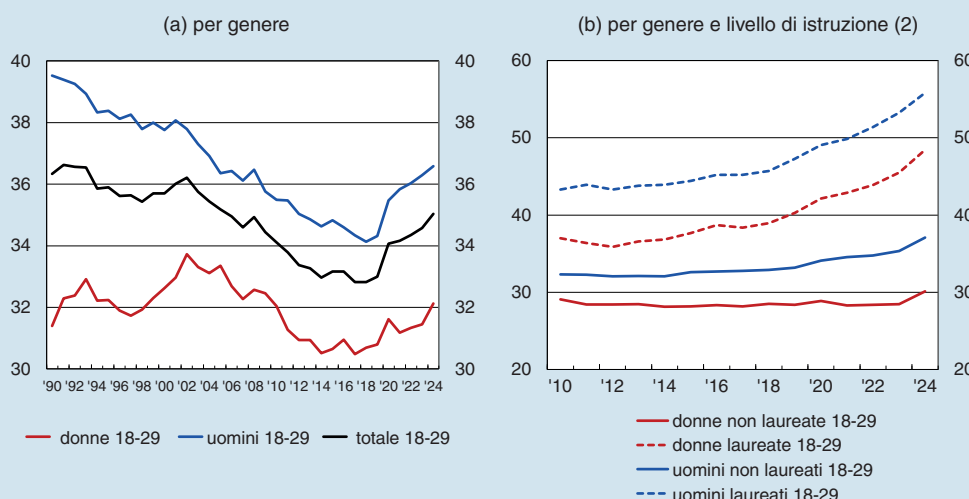
³ Nel 2024 il 39,1 per cento delle donne di età compresa tra i 25 e i 29 anni possedeva un titolo di studio terziario, a fronte del 30,5 nel 2014.

⁴ Le caratteristiche del contratto (tempo pieno o parziale; tempo indeterminato o determinato) fanno riferimento al rapporto di lavoro nell'anno di ingresso associato alla retribuzione più elevata.

dell'Istat – proseguirebbe nei prossimi decenni, seppure in misura più contenuta. Le prospettive lavorative dei giovani dipenderanno anche dal grado di complementarità tra le loro competenze e le innovazioni tecnologiche, incluse quelle legate alla diffusione dell'intelligenza artificiale, con effetti potenzialmente differenziati per livello di istruzione.

Figura

Posizione relativa dei giovani nella distribuzione delle retribuzioni settimanali equivalenti a tempo pieno (1)
(dati annuali; valore medio dei percentili dei componenti dei gruppi indicati)

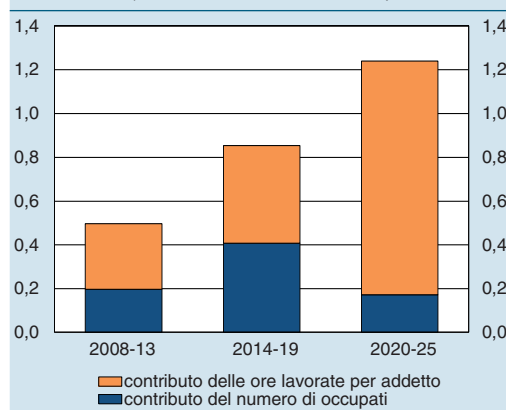


Fonte: elaborazioni su un campione rappresentativo di denunce UNIEMENS trasmesse dai datori di lavoro all'INPS e su un campione rappresentativo delle comunicazioni obbligatorie inviate dai datori di lavoro al Ministero del Lavoro e delle politiche sociali.
(1) Per ciascun lavoratore di età compresa tra i 18 e i 74 anni, la retribuzione settimanale equivalente a tempo pieno percepita in un determinato anno è tratta dalle denunce UNIEMENS ed è calcolata come somma delle retribuzioni riferite a tutti i rapporti di lavoro intercorsi durante l'anno tra il dipendente e datori di lavoro operanti nel settore privato non agricolo, divisa per il totale delle settimane lavorate nell'anno equivalenti a tempo pieno. – (2) L'informazione sul livello di istruzione più elevato è disponibile dal 2010 ed è tratta dalle comunicazioni obbligatorie.

La robusta domanda di lavoro degli ultimi sei anni è stata soddisfatta, più che in passato, dal margine intensivo. In risposta a un aumento del prodotto, l'input di lavoro è cresciuto più attraverso un incremento delle ore per addetto che del numero di occupati, diversamente da quanto osservato prima del 2020, quando il contributo delle due componenti era stato più equilibrato (fig. 7.2). Nel lavoro subordinato l'aumento delle ore per dipendente si è associato sia alla ricomposizione a favore delle posizioni a tempo indeterminato, i cui orari di lavoro sono in media più lunghi, sia a un calo delle posizioni a tempo parziale. L'incidenza di queste ultime è scesa, secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL) dell'Istat, al 16,4 per cento nel 2025, dal 20,4 nel 2019. Si è

Figura 7.2

Elasticità dell'input di lavoro al PIL (1)
(media dei valori trimestrali)



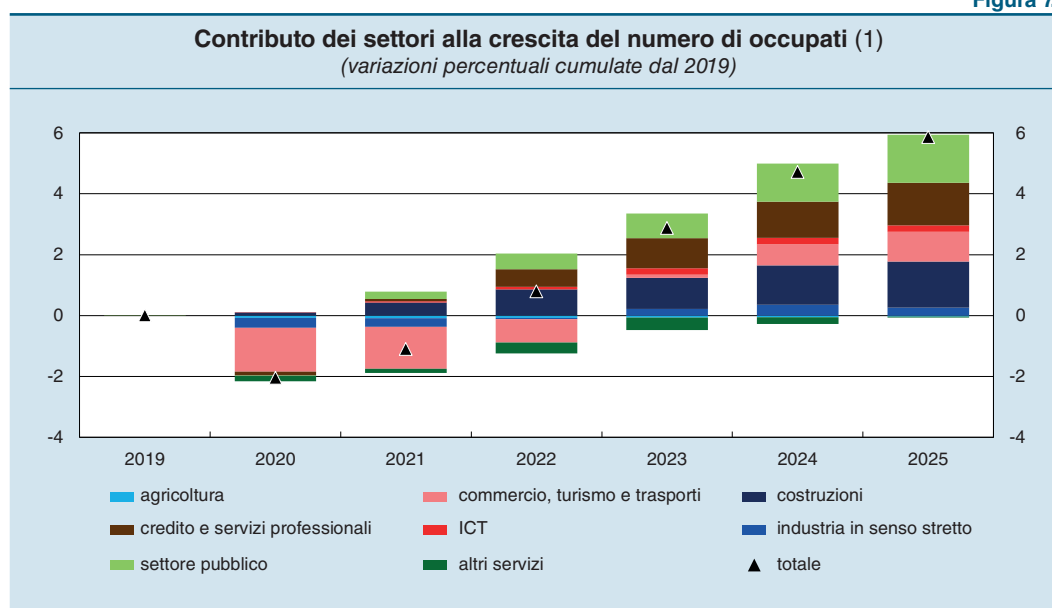
Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*, dati destagionalizzati; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.

(1) La figura mostra, per 3 sottoperiodi, l'elasticità media del numero di occupati e delle ore lavorate per addetto al PIL, calcolata come il rapporto osservato, nei dati trimestrali, tra la variazione tendenziale dell'input di lavoro e quella del prodotto. Valori più elevati indicano una maggiore reattività al ciclo economico.

inoltre fortemente contratta la quota degli occupati alle dipendenze con orario ridotto che dichiarano di volere un lavoro a tempo pieno (51,7 per cento, 15 punti in meno del 2019). Non avrebbero invece contribuito all'incremento del margine intensivo né la variazione del numero di ore totali da parte degli autonomi, né quella delle ore di straordinario dei dipendenti.

Secondo i *Conti economici nazionali* dell'Istat, la crescita dell'occupazione ha interessato i comparti delle costruzioni e dei servizi; nell'industria in senso stretto si è avuta invece una contrazione, dovuta soprattutto alla debolezza della manifattura (cfr. tav. 7.1). Nel settore edile la dinamica è stata ancora sostenuta dagli investimenti in opere pubbliche e, tra questi, dagli interventi finanziati dal Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR; cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR nelle sue fasi conclusive* del capitolo 4). Nei servizi hanno continuato a rafforzarsi il commercio e il turismo, il pubblico impiego e le attività scientifiche, professionali, amministrative e di supporto alle imprese. Il numero di occupati nel settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (*information and communication technology*, ICT) è invece diminuito dopo anni di crescita marcata, ma rimane ancora su livelli superiori a quelli del 2019 (fig. 7.3).

Figura 7.3



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.

(1) Il triangolo indica la variazione percentuale degli occupati nel totale dell'economia rispetto al 2019. Le barre rappresentano i contributi dei singoli comparti alla variazione complessiva. I gruppi si riferiscono alle sezioni della classificazione Ateco 2007 così aggregate: A (agricoltura), B-E (industria in senso stretto), F (costruzioni), G-I e H (commercio, turismo e trasporti), J (ICT), K-N (credito e servizi professionali, incluse le attività immobiliari, scientifiche, tecniche e i servizi di supporto alle imprese), O-Q (sette pubblico, che include amministrazione pubblica, istruzione e sanità), R-U (altri servizi).

La modalità di lavoro agile, che aveva favorito la partecipazione e l'occupazione nel periodo successivo alla pandemia¹, è risultata meno diffusa rispetto al 2024: la quota dei lavoratori dipendenti che hanno dichiarato di lavorare da remoto almeno

¹ R. Crescenzi, D. Dottori e D. Rigo, *Work from home, labour market participation and employment*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 958, 2025.

una volta a settimana è scesa nel 2025 al 7 per cento (2 punti percentuali in meno in confronto all'anno precedente), anche se rimane nettamente superiore al valore del 2019 (1,7 per cento).

Proseguendo la tendenza in atto dalla fine della pandemia, l'occupazione è aumentata più nel Mezzogiorno che nel resto del Paese (cfr. il capitolo 4). Nel Sud e nelle Isole l'andamento è stato particolarmente favorevole nei servizi (1,3 per cento; 0,6 nel Centro Nord), ma è risultato positivo anche nell'industria in senso stretto (0,5 per cento), in controtendenza rispetto al calo nelle regioni settentrionali. In queste ultime si è avuta una netta accelerazione nelle costruzioni (6,2 per cento), che invece hanno rallentato nel resto del Paese (1,4 per cento; cfr. il riquadro: *Le recenti evoluzioni dei divari tra Centro Nord e Mezzogiorno* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2024).

Secondo i dati preliminari della RFL, nel primo trimestre del 2026 l'occupazione è salita lievemente, sostenuta ancora dal lavoro autonomo, a fronte di un calo della componente a tempo determinato del lavoro alle dipendenze. Nonostante le tensioni geopolitiche internazionali, non vi sono finora evidenze di effetti negativi nei comparti dei trasporti e del turismo, potenzialmente più esposti ai rincari dei prodotti energetici, né negli altri settori.

L'offerta di lavoro

Come nel 2024, il numero di persone attive è cresciuto a tassi moderati (0,4 per cento; circa 97.000 persone), inferiori a quelli degli anni immediatamente successivi alla pandemia. Il tasso di partecipazione è rimasto sostanzialmente stabile, pur con dinamiche eterogenee tra classi di età (tav. 7.2). Per effetto dell'invecchiamento della popolazione e dell'allungamento della vita lavorativa, determinato anche dalle riforme pensionistiche², è salito soprattutto il numero di attivi con oltre 50 anni (3,8 per cento; circa 380.000 persone). Il tasso di attività si è stabilizzato nelle fasce di età intermedie, mentre nella popolazione tra i 15 e i 29 anni è sceso al 38,6 per cento, 3 punti percentuali in meno del picco raggiunto nel 2023. Questo calo è ascrivibile a una maggiore partecipazione ai corsi di studio e formazione: la quota di giovani che abbandonano precocemente la scuola si è ridotta³, mentre è aumentata quella di coloro che non entrano nel mercato del lavoro per motivi di studio. La percentuale di individui che, nella stessa fascia di età, non sono né occupati né inseriti in percorsi di istruzione o formazione (*not in education, employment or training*, NEET) è ulteriormente diminuita, al 13,3 per cento (1,9 punti in meno che nel 2024), di cui oltre un terzo è rappresentato da giovani in cerca di lavoro.

Nell'ultimo biennio la distanza dagli altri paesi europei nei livelli di partecipazione si è lievemente ampliata: nel 2025 il tasso di attività è risultato inferiore di 9 punti percentuali rispetto alla media della UE, contro gli 8,3 punti del 2023. La differenza

² F. Carta e M. De Philippis, *The forward-looking effect of increasing the full retirement age*, "The Economic Journal", 134, 657, 2024, pp. 165-192, pubblicato anche in [Banca d'Italia, Temi di discussione, 1314, 2021](#).

³ Invalsi, *Rapporto nazionale*, 2025.

è più marcata per le donne (13,3 punti, da 12,5 nel 2023) e per i giovani iscritti a programmi di studio, per i quali in Italia, diversamente che negli altri paesi europei, il tasso di occupazione è estremamente basso.

Tavola 7.2

Tassi di partecipazione e disoccupazione per genere ed età (valori percentuali)										
VOCI	Tasso di partecipazione (1)					Tasso di disoccupazione (2)				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
Totale	64,5	65,5	66,7	66,6	66,7	9,5	8,1	7,7	6,5	6,1
Donne	55,4	56,4	57,7	57,6	57,8	10,6	9,4	8,8	7,3	6,8
Uomini	73,6	74,6	75,7	75,6	75,6	8,7	7,1	6,8	5,9	5,7
15-34	49,9	51,1	51,9	50,9	49,6	17,9	14,4	13,4	11,8	11,6
35-49	79,7	80,8	82,0	81,9	82,0	7,9	7,0	6,9	5,7	5,5
50-64	63,9	64,9	66,7	67,6	69,1	6,0	5,3	5,0	4,2	3,8
50-74	45,4	46,2	47,7	48,6	50,1	5,8	5,1	4,8	4,1	3,6

Fonte: elaborazioni su dati Istat, RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.
(1) I tassi per la popolazione totale, per le donne e per gli uomini sono calcolati sulle persone tra i 15 e i 64 anni. – (2) I tassi per la popolazione totale, per le donne e per gli uomini sono calcolati sulle persone tra i 15 e i 74 anni.

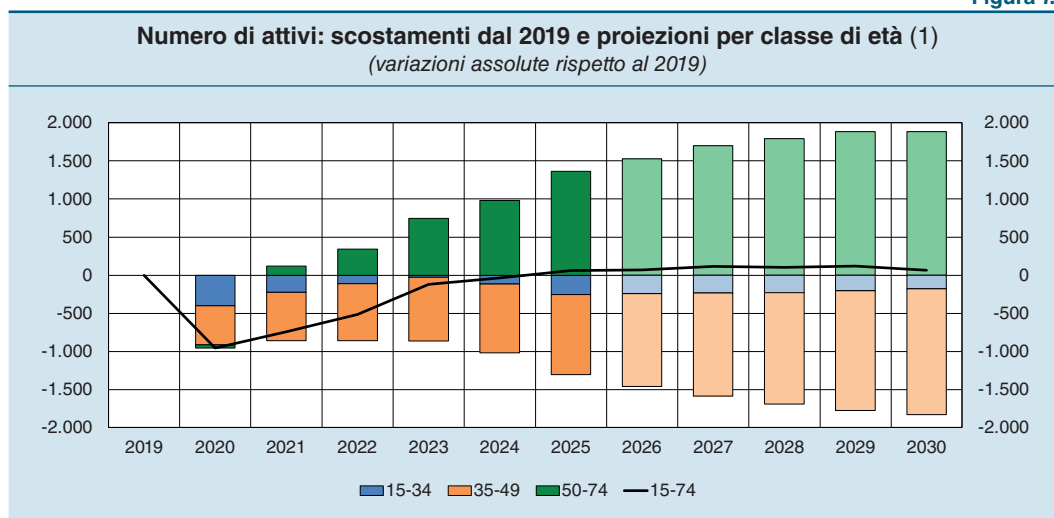
La popolazione è rimasta pressoché invariata nel 2025; per la prima volta in 12 anni, il saldo migratorio netto dall'estero (circa 296.000 persone) ha controbilanciato il saldo naturale. Poiché gli ingressi nel nostro paese riguardano prevalentemente persone in età da lavoro⁴, è aumentato il numero dei residenti tra i 15 e i 74 anni (0,1 per cento). A fronte di un nuovo incremento dell'afflusso netto di stranieri regolari (348.000 persone, 3.000 in più che nel 2024), le stime più recenti indicano una sostanziale stabilità del numero di irregolari presenti sul territorio⁵. È proseguita l'emigrazione dei cittadini italiani (poco meno di 53.000 persone, al netto degli ingressi), anche se le cancellazioni di residenza per trasferimento all'estero sono diminuite (circa 109.000 nel 2025, da 134.000 dell'anno precedente).

Nei prossimi anni l'andamento dell'offerta di lavoro seguirà a riflettere due forze contrapposte: mentre le dinamiche demografiche tenderanno a ridurla, la maggiore partecipazione – cresciuta marcatamente negli ultimi quindici anni tra le fasce di età più avanzata, nonché tra le persone più istruite e le donne – dovrebbe continuare a sostenerla. Ipotizzando che i tassi di attività seguano le tendenze recenti e che si allunghi ulteriormente l'età lavorativa, in linea con l'innalzamento di quella di pensionamento previsto dalla legislazione vigente, le forze di lavoro tra i 15 e i 74 anni rimarrebbero sostanzialmente stabili fino al 2030 (fig. 7.4). L'aumento del numero delle persone attive di 50 e più anni compenserebbe il calo nelle fasce più giovani, soprattutto in quella tra i 35 e i 49 anni.

⁴ G. Basso, E. Gentili, S. Lattanzio e G. Roma, *Flussi e politiche migratorie in Italia e in altri paesi europei*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 923, 2025.

⁵ Fondazione ISMU, *31° Rapporto sulle migrazioni 2025*, 2026.

Figura 7.4



Fonte: elaborazioni su dati Istat, RFL e *Previsioni della popolazione residente e delle famiglie*. Base 1/1/2024, Statistiche report, 28 luglio 2025; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice le voci *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro e Mercato del lavoro: Previsioni della popolazione residente e delle famiglie*. Base 1/1/2024.

(1) La linea nera mostra gli scostamenti del numero di attivi rispetto al 2019 per il totale degli individui tra i 15 e i 74 anni; le barre ne illustrano la composizione per classe di età. I dati sono osservati fino al 2025 (barre di colore più intenso) e stimati per gli anni successivi (barre di colore più tenue). Le stime incorporano l'evoluzione demografica e le ipotesi sui tassi di partecipazione per sesso e classe di età, costruite estrapolando le tendenze degli ultimi anni e tenendo conto, per le fasce più anziane, degli effetti dell'innalzamento dell'età di pensionamento. Per garantire continuità con i dati osservati, i valori stimati sono raccordati ai livelli del 2025.

Il tasso di disoccupazione ha raggiunto nel 2025 il livello medio annuo più basso dal 2007 (6,1 per cento; tav. 7.2). La riduzione è marcata anche se si includono le forze di lavoro potenziali⁶, che comprendono coloro che non cercano un impiego ma sarebbero disponibili a lavorare o che ne cercano uno ma non sono immediatamente disponibili. Secondo questa definizione più ampia, il tasso di disoccupazione sarebbe stato lo scorso anno pari al 13,0 per cento, 6,2 punti percentuali sotto il livello del 2019. Il rapido calo osservato negli ultimi anni non è stato determinato né da una più favorevole composizione socio-demografica⁷, né da una più alta probabilità di trovare un impiego per i disoccupati (*job finding rate*), che anzi è scesa al 17,4 per cento (il valore più basso da quando è possibile calcolarla; fig. 7.5.a). Al contrario, vi hanno contribuito i minori flussi dall'occupazione alla disoccupazione (*job separation rate*; fig. 7.5.b)⁸, riconducibili a una riduzione sia delle dimissioni, sia delle cessazioni promosse dal datore di lavoro. Ne è derivata una forte flessione della mobilità nel mercato del lavoro.

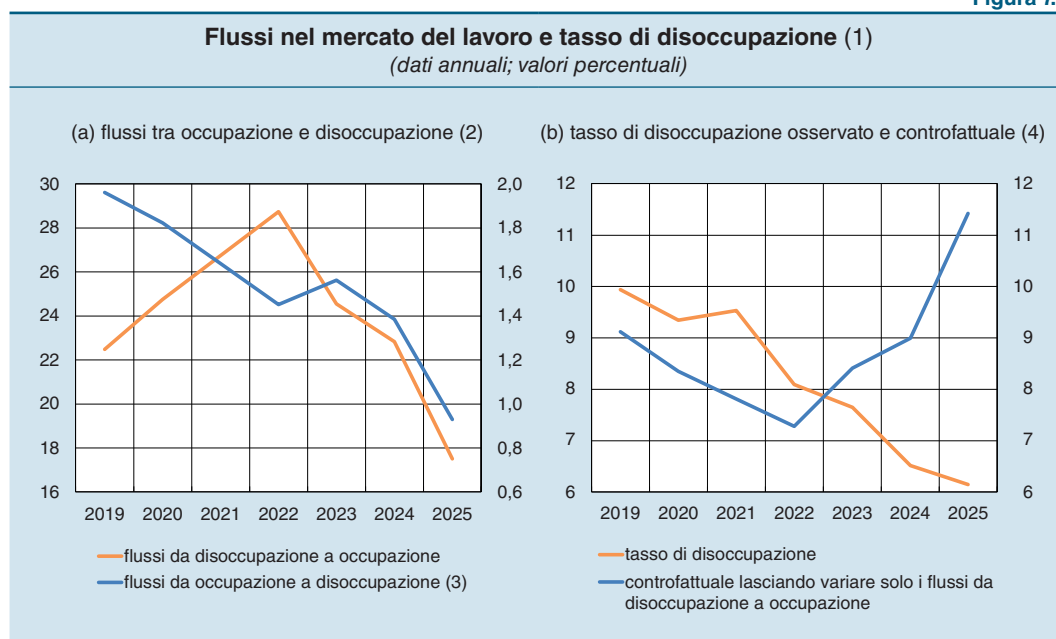
Nella media dei primi tre mesi del 2026 il tasso di disoccupazione si è ulteriormente ridotto (al 5,3 per cento) a fronte della contrazione del tasso di attività pari a tre decimi rispetto al periodo precedente, concentrata ancora tra i più giovani (0,7 punti percentuali in meno nella fascia tra i 15 e i 34 anni).

⁶ A. Brandolini, P. Cipollone ed E. Viviano, *Does the ILO definition capture all unemployment?*, "Journal of the European Economic Association", 4, 1, 2006, pp. 153-179, pubblicato anche in *Banca d'Italia, Temi di discussione*, 529, 2004.

⁷ Tra le caratteristiche considerate sono inclusi il genere, il paese di nascita, l'età, il livello di istruzione, la presenza di precedenti esperienze lavorative, la durata della disoccupazione.

⁸ Tendenze analoghe a quelle del *job finding rate* e del *job separation rate* si osservano, rispettivamente, per i flussi dall'inattività all'occupazione e per quelli dall'occupazione all'inattività.

Figura 7.5



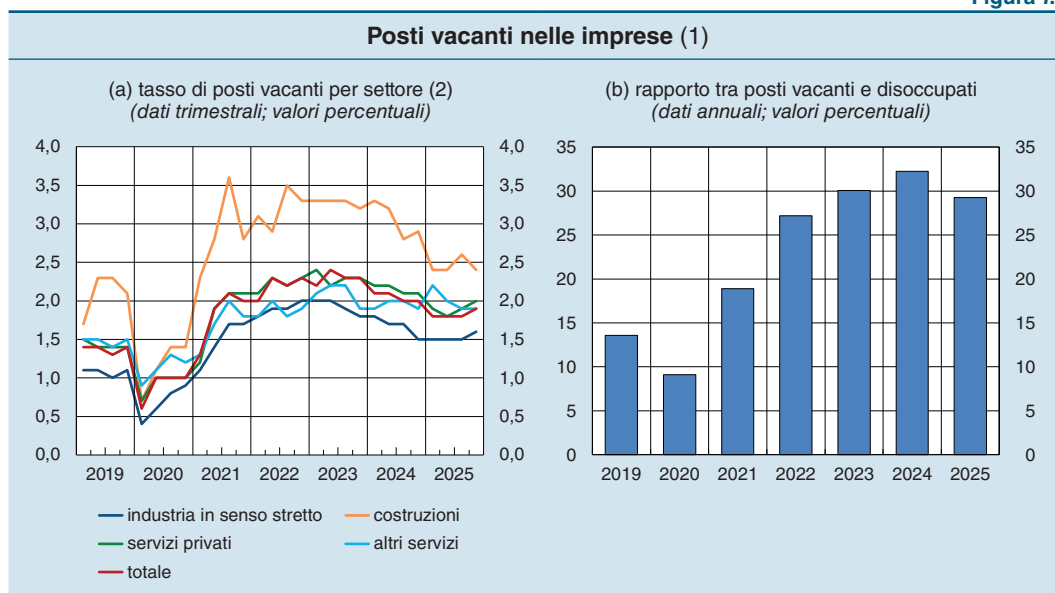
La domanda di lavoro

La domanda di lavoro è stata robusta anche nel 2025, ma il tasso di posti vacanti è sceso nel settore privato non agricolo di 0,3 punti percentuali rispetto all'anno precedente (all'1,8 per cento del totale delle posizioni disponibili; fig. 7.6.a). In molti comparti, in particolare in quelli legati al turismo dove l'attività nel corso dell'anno è stata sostenuta (cfr. il capitolo 9), i livelli dell'indicatore sono rimasti elevati. Anche il rapporto tra il numero delle posizioni aperte e non occupate e quello delle persone in cerca di lavoro si mantiene alto, seppure in riduzione nel confronto con il 2024 (fig. 7.6.b). Questo calo non riflette una maggiore efficienza nell'incontro tra domanda e offerta di lavoro poiché la probabilità di transizione dalla disoccupazione all'occupazione si è ridotta.

La diffusione dell'intelligenza artificiale è ancora limitata in Italia (cfr. il riquadro: *Intelligenza artificiale: adozione ed effetti sulle imprese* del capitolo 6). Secondo i dati del portale *Indeed Hiring Lab* la quota di posizioni lavorative aperte online che menzionano l'intelligenza artificiale è però in forte crescita rispetto all'anno precedente. La tendenza è comune agli altri principali paesi dell'area dell'euro, ma è meno marcata che in Irlanda, Regno Unito e Stati Uniti.

Dopo un andamento favorevole nei primi due mesi del 2026, i dati più recenti provenienti dal portale *Indeed Hiring Lab* indicano un indebolimento della domanda di lavoro a partire da marzo.

Figura 7.6



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Posti vacanti nelle imprese dell'industria e dei servizi* e RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice le voci *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro* e *Mercato del lavoro: Posti vacanti nelle imprese dell'industria e dei servizi*.

(1) Dati destagionalizzati che includono tutte le imprese di industria e servizi con almeno 1 addetto. – (2) Media mobile su 3 periodi; il tasso di posti vacanti è il rapporto tra il numero di posti vacanti e la loro somma con le posizioni lavorative occupate. I posti vacanti sono misurati dalle ricerche di personale che nell'ultimo giorno del trimestre indicato sono iniziate e non ancora concluse.

8. I PREZZI E I COSTI

Nel 2025 in Italia l'inflazione al consumo è aumentata all'1,6 per cento, guidata dall'andamento delle componenti più volatili (beni energetici e alimentari). L'inflazione di fondo si è invece lievemente ridotta, per la decelerazione dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici. Nel primo trimestre del 2026 l'inflazione si è collocata all'1,4 per cento: i prezzi dei servizi hanno risentito dell'effetto dei Giochi olimpici invernali in febbraio, mentre quelli dei carburanti hanno riflesso da marzo il rialzo delle quotazioni delle materie prime energetiche innescato dal conflitto in Medio Oriente. Tali rincari hanno portato l'inflazione al 2,8 per cento in aprile.

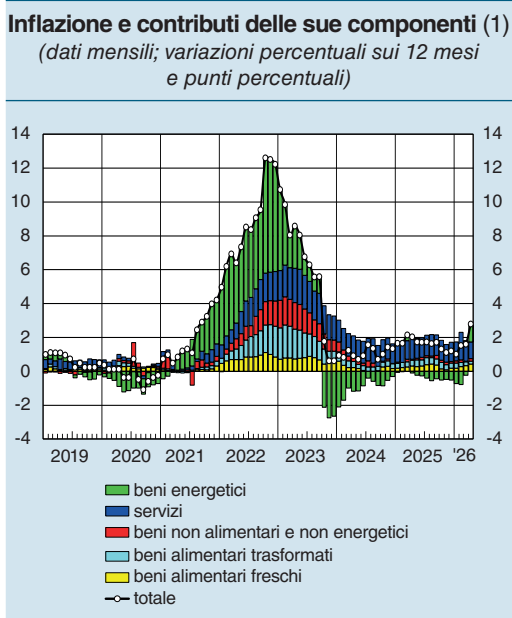
Nel 2025 il costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo ha accelerato, continuando a contribuire al recupero, ancora parziale, sia del potere d'acquisto delle famiglie sia della quota del lavoro sul valore aggiunto rispetto al 2019. Nel 2026 i contratti collettivi in vigore implicano una graduale decelerazione delle retribuzioni contrattuali; il numero limitato di quelli di cui è previsto il rinnovo rende poco probabile che una ripresa dell'inflazione possa innescare forti pressioni salariali.

I prezzi al consumo e alla produzione nel 2025

L'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è salita all'1,6 per cento nella media del 2025 (dall'1,1 nel 2024; fig. 8.1 e tav. 8.1). Dopo aver oscillato su valori prossimi al 2 per cento, è diminuita nell'ultimo trimestre dell'anno.

I prezzi dei beni energetici sono scesi in media del 2,3 per cento (-10,1 nel 2024). Il calo è stato favorito dalle misure adottate dal governo con il DL 19/2025 ("decreto bollette"), che ha previsto un contributo straordinario per contenere la spesa per l'energia elettrica delle famiglie a basso reddito; tale intervento ha ridotto la componente energetica dell'inflazione per poco più di 1 punto percentuale. I prezzi dei beni alimentari hanno accelerato (al 2,9 per

Figura 8.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indici dei prezzi al consumo: Italia*.
(1) IPCA.

cento, dal 2,4 nel 2024), risentendo dei rincari di alcune voci (come carne, latticini, caffè e cacao) e dei rialzi dovuti alle temperature più elevate.

L'inflazione di fondo è scesa all'1,9 per cento, dal 2,2 nell'anno precedente. Hanno rallentato i prezzi dei servizi – in particolare nel settore del turismo – e dei beni industriali non energetici. Questi ultimi hanno beneficiato dell'apprezzamento del tasso di cambio euro-dollaro (di circa il 13 per cento; cfr. il riquadro: *L'indebolimento del dollaro rispetto all'euro nel 2025: una valutazione delle principali determinanti* del capitolo 3) e del calo dei prezzi delle importazioni (-1,7 per cento), dovuto sia alla componente energetica (-7,7 per cento) sia a quella dei beni di consumo (-2,0). La diminuzione dei prezzi dei beni di consumo importati ha riflesso le politiche di prezzo più aggressive adottate dagli esportatori cinesi per incrementare le vendite nei mercati europei, in risposta ai nuovi dazi statunitensi¹.

Le pressioni all'origine sono rimaste contenute. I prezzi alla produzione dei beni di consumo e di investimento sono cresciuti a tassi modesti (rispettivamente 1,5 e 0,8 per cento); quelli dei beni alimentari e intermedi sono tornati a salire (rispettivamente 1,2 e 0,5 per cento).

Tavola 8.1

Prezzi al consumo			
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2024	2025	2025
IPCA	1,1	1,6	100,0
Alimentari freschi	2,5	3,6	6,3
Alimentari trasformati	2,4	2,5	15,0
Energetici	-10,1	-2,3	11,3
Beni non alimentari e non energetici	0,6	0,4	26,5
Servizi	3,1	2,9	40,9
Beni e servizi a prezzo amministrato	-1,1	1,1	7,5
Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi	2,2	1,9	67,4
Deflatore del PIL	2,0	2,0	
Indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno	-5,7	-2,7	

Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indici dei prezzi al consumo: Italia*.

Il costo del lavoro nel 2025

Le retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo hanno rallentato (3,2 per cento, da 4,0 nel 2024; fig. 8.2.a), pur continuando a crescere in termini

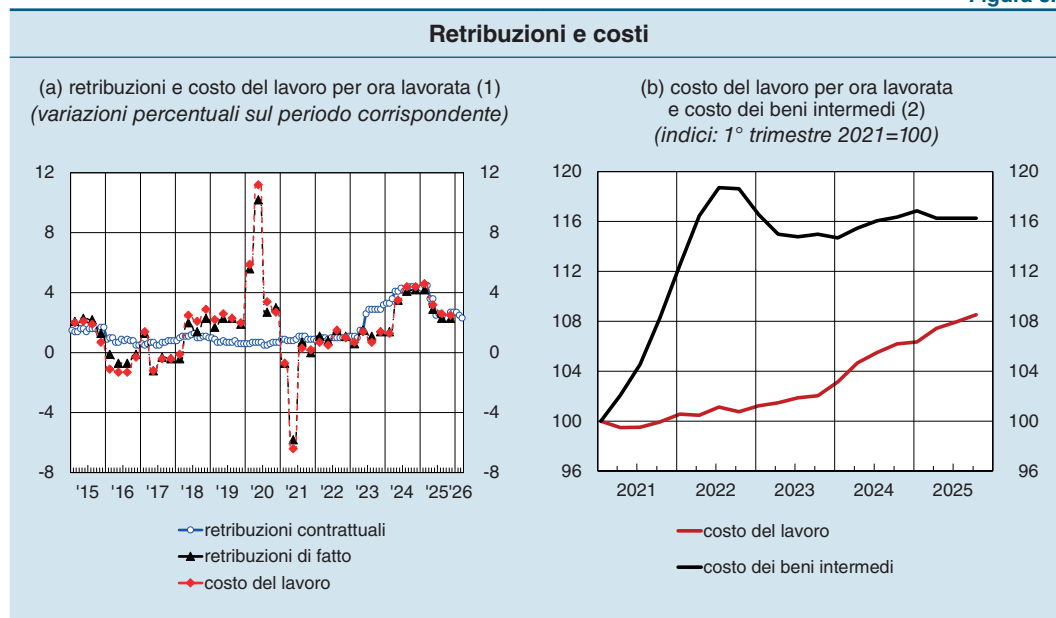
¹ Si stima che l'effetto sia più marcato per i beni tecnologici e per quelli relativi alla casa; per un'analisi sull'area dell'euro, cfr. F. Corsello, S. Pica e F. Venditti, *The Great Wall of Chinese goods: the effect of tariff-induced re-rerouting on euro area consumer prices*, "VoxEU CEPR", 12 giugno 2025.

reali. Sono stati rinnovati i contratti collettivi nazionali di lavoro (CCNL) per oltre 4 milioni di lavoratori, in alcuni casi dopo negoziazioni che si protraevano da diversi mesi. Tra questi, il contratto dell'industria metalmeccanica privata e dell'installazione di impianti e quello delle telecomunicazioni sono stati firmati a novembre con oltre un anno di ritardo, prevedendo un incremento delle retribuzioni nominali di poco superiore all'inflazione attesa nei rispettivi periodi di vigenza.

Anche la crescita delle retribuzioni orarie di fatto – che includono le componenti aggiuntive rispetto ai minimi tabellari come straordinari, premi di produttività e una tantum – si è mantenuta nel settore privato non agricolo al di sopra dell'inflazione al consumo (3,3 per cento). È quindi proseguito, ma non è stato completato, il recupero della perdita del potere d'acquisto subita nel periodo 2021-23 (cfr. il riquadro: *La dinamica recente della quota del lavoro sul valore aggiunto in Italia e nell'area dell'euro*). La dinamica retributiva si è indebolita nella manifattura, dove le remunerazioni avevano reagito più tempestivamente all'alta inflazione, mentre si è rafforzata nei servizi, dove gli adeguamenti erano stati meno rapidi. Il costo del lavoro, che comprende gli oneri sociali a carico del datore di lavoro, è salito del 3,6 per cento; in rapporto al prezzo dei beni intermedi, rimasto invariato, esso è ancora inferiore a quello dell'inizio del 2021, prima dell'accelerazione dei prezzi al consumo (fig. 8.2.b).

La produttività oraria del lavoro nel settore privato non agricolo è tornata, seppur lievemente, a crescere: è aumentata nella manifattura e si è mantenuta sostanzialmente stabile nelle costruzioni e nei servizi privati (cfr. il paragrafo: *La produttività e l'innovazione* del capitolo 6). Ciò ha frenato il costo del lavoro per unità di prodotto (al 3,5 per cento, dal 4,5 del 2024).

Figura 8.2



Fonte: Istat, Conti economici trimestrali (CET) e indagine sulle retribuzioni contrattuali per tipo di contratto.

(1) Settore privato non agricolo. Nel comparto sono inclusi l'industria (sezioni dalla B alla F della classificazione Ateco 2007) e i servizi privati (dalla G alla N). Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per le retribuzioni orarie lorde e il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati. – (2) Il costo dei beni intermedi è misurato dal deflatore implicito dell'input ai prezzi d'acquisto, ottenuto come rapporto tra i costi intermedi ai prezzi d'acquisto correnti e i costi intermedi ai prezzi d'acquisto concatenati, con anno di riferimento 2020; dati trimestrali destagionalizzati.

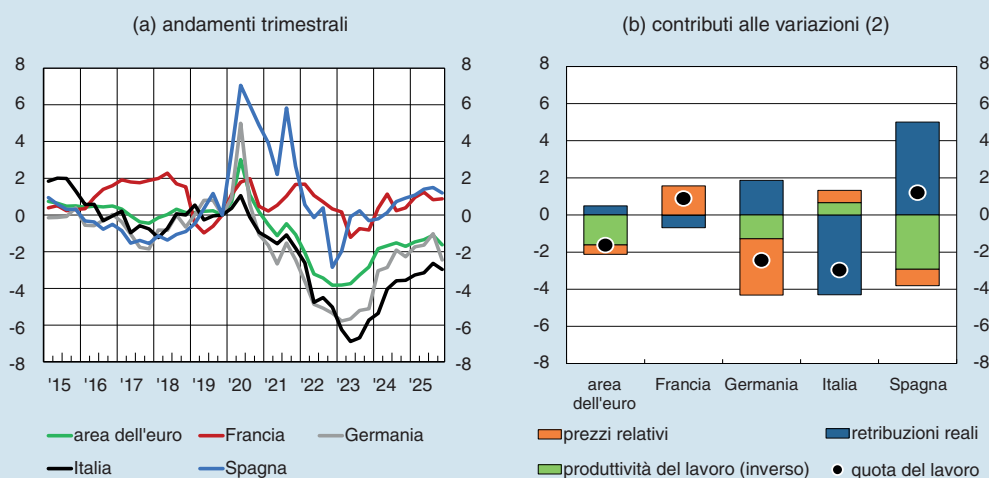
LA DINAMICA RECENTE DELLA QUOTA DEL LAVORO SUL VALORE AGGIUNTO IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO

La quota del lavoro, definita come il rapporto fra redditi da lavoro e valore aggiunto¹, rappresenta un indicatore della distribuzione del reddito tra capitale e lavoro. Il suo andamento negli ultimi anni ha risentito della crisi pandemica, successivamente di una ripresa dell'attività economica più rapida delle attese e infine del repentino aumento dei prezzi al consumo dopo lo shock energetico connesso con l'invasione russa dell'Ucraina. Nonostante il recupero dello scorso biennio, alla fine del 2025 la quota del lavoro era di oltre 2 punti percentuali al di sotto dei livelli dell'ultimo trimestre del 2019 sia in Italia sia in Germania (figura A, pannello a); risultava invece superiore di circa 1 punto in Spagna e, dopo oscillazioni più contenute, in Francia.

L'andamento della quota del lavoro può essere scomposto in tre fattori: la variazione delle retribuzioni orarie reali (calcolate in base ai prezzi dei beni di consumo), quella della produttività e quella dei prezzi relativi (definiti dal rapporto tra prezzi al consumo e alla produzione; figura A, pannello b). In altri termini, la

Figura A

Evoluzione della quota del lavoro e sue determinanti (1) (variazioni rispetto al 4° trimestre del 2019; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Conti economici nazionali.

(1) La quota del lavoro include una stima della remunerazione del contributo del lavoro autonomo; il settore privato esclude agricoltura, attività immobiliari, salute, istruzione, e servizi non di mercato (sezioni NACE rev. 2 R-U). – (2) Le retribuzioni reali sono date dalle retribuzioni orarie, deflazionate per l'indice dei prezzi al consumo. La produttività del lavoro è misurata dal rapporto tra il valore aggiunto a prezzi base a valori concatenati e il totale delle ore lavorate. I prezzi relativi sono definiti come il rapporto tra l'indice dei prezzi al consumo e il deflatore del valore aggiunto.

¹ La quota del lavoro è calcolata per il settore privato non agricolo, al netto delle attività immobiliari. In quest'ultimo comparto la remunerazione del capitale rilevata nei conti nazionali include anche i canoni di locazione, che affluiscono principalmente al settore delle famiglie e la cui evoluzione non riflette la ripartizione del valore aggiunto nelle imprese tra redditi da lavoro e profitti. Seguendo inoltre una prassi consolidata nella letteratura, si attribuisce ai lavoratori autonomi – la cui remunerazione non è inclusa nel monte salari misurato dalla contabilità nazionale – il reddito da lavoro orario medio di un dipendente occupato nello stesso settore.

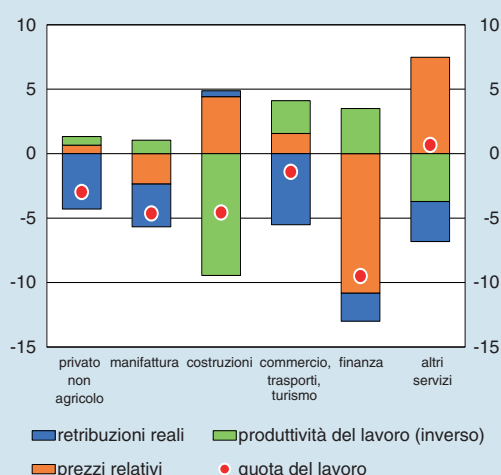
quota del lavoro tende a contrarsi non solo quando la crescita delle retribuzioni orarie reali è inferiore a quella del prodotto per ora lavorata, ma anche quando i prezzi alla produzione aumentano più velocemente di quelli al consumo.

In Italia e in Spagna l'andamento della quota del lavoro ha risentito, in direzioni opposte, soprattutto della dinamica delle retribuzioni reali: nel nostro paese si sono ridotte, mentre in Spagna sono cresciute in misura significativa, più della produttività, sostenute da una domanda di lavoro molto vivace. In Francia e in Germania, a fronte di variazioni delle retribuzioni reali complessivamente più contenute, hanno inciso maggiormente i prezzi alla produzione. Il loro forte rialzo ha sospinto il valore aggiunto nominale in Germania, favorendo il calo della quota del lavoro, mentre la dinamica più contenuta in Francia, probabilmente per la minore incidenza dell'energia e del gas tra gli input di produzione, ha impedito che la quota diminuisse.

In Italia gli andamenti aggregati celano differenze significative tra comparti produttivi (figura B). Nella manifattura il calo della quota del lavoro riflette retribuzioni orarie reali ancora a livelli molto inferiori a quelli precedenti la pandemia, oltre che una crescita dei prezzi alla produzione maggiore dell'inflazione al consumo. Nel macrosettore del commercio, trasporti e dell'alloggio e della ristorazione, che include le attività legate al turismo, la quota del lavoro è diminuita soprattutto per la flessione significativa del peso dell'occupazione autonoma sul totale²: la quota attribuibile al solo lavoro dipendente è rimasta sostanzialmente stabile. Rispetto agli altri comparti, le retribuzioni reali hanno avuto dinamiche meno sfavorevoli nel settore delle costruzioni e in quello dei servizi finanziari; non hanno però beneficiato dei guadagni di produttività nel primo e del rialzo dei prezzi relativi nel secondo.

Figura B

**Variazioni della quota del lavoro
nei diversi settori in Italia (1)**
(contributi alle variazioni rispetto al 4° trimestre
del 2019; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Conti economici nazionali. (1) La quota del lavoro del settore privato è corretta per tenere conto del lavoro autonomo ed esclude agricoltura, attività immobiliari, salute, istruzione, e servizi non di mercato (sezioni NACE rev. 2 R-U). Le retribuzioni reali sono date dalle retribuzioni orarie, deflazionate per l'indice dei prezzi al consumo. La produttività del lavoro è misurata dal rapporto tra il valore aggiunto a valori concatenati e il totale delle ore lavorate. I prezzi relativi sono definiti come il rapporto tra l'indice dei prezzi al consumo e il deflatore del settore di riferimento.

² Il meccanismo di imputazione del reddito da lavoro autonomo, posto pari a quello dipendente, ignora le differenze nelle caratteristiche dei due gruppi di lavoratori e la diversa capacità di autonomi e dipendenti di adeguare la remunerazione del lavoro a fronte di shock reali e monetari. La letteratura empirica ha mostrato che, sia in Italia sia negli Stati Uniti, la ricomposizione dell'occupazione verso il lavoro alle dipendenze ha determinato variazioni della quota del lavoro che non hanno alcun legame con i cambiamenti nel potere contrattuale dei lavoratori dipendenti. Per approfondimenti, cfr. M.W.L. Elsby, B. Hobijn e A. Şahin, *The decline of the U.S. labor share*, Brookings Papers on Economic Activity, 2, 2013 e R. Torrini, *Labour, profit and housing rent shares in Italian GDP: long-run trends and recent patterns*, "Politica economica", 31, 3, 2015, pp. 275-314.

Le prospettive dei costi e dell'inflazione nel 2026

Nella prima parte del 2026, a seguito dello scoppio del conflitto nel Golfo Persico alla fine di febbraio, le quotazioni del petrolio e del gas hanno registrato incrementi significativi. Le tendenze più recenti riflettono le strozzature nella fornitura di materie prime – legate all'evoluzione delle ostilità – e l'elevata incertezza geopolitica (cfr. il capitolo 1).

Il prezzo del gas, sceso su valori ridotti all'inizio dell'anno, è aumentato di oltre il 50 per cento alla metà di maggio; le quotazioni del greggio sono cresciute in misura ancora più accentuata, da circa 60 a oltre 100 dollari al barile, i massimi da novembre del 2022. Tali rialzi si sono trasmessi rapidamente ai prezzi dei carburanti al dettaglio, pur calmierati dalla diminuzione temporanea delle accise prevista dal DL 33/2026 (“decreto carburanti”) del 18 marzo, dal DL 42/2026 (“decreto carburanti-bis”) del 3 aprile e dal DL 63/2026 (“decreto carburanti-ter”) del 30 aprile². Questi interventi hanno contenuto l'inflazione complessiva per circa 0,4 punti percentuali nella media di marzo e aprile; in quest'ultimo mese l'inflazione si è portata al 2,8 per cento. L'adeguamento delle tariffe di elettricità e gas è stato invece meno immediato, con aumenti relativamente modesti in aprile rispettivamente nell'ordine del 2 e del 9 per cento su base mensile per i nuovi contratti nel mercato libero.

Fino a marzo i rialzi delle quotazioni delle materie prime non si erano trasmessi integralmente ai prezzi alla produzione, anche se l'aggravio dei costi degli input, soprattutto nella manifattura, è stato segnalato dai responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI) pure nelle rilevazioni di aprile; le pressioni sui prezzi di vendita sono invece rimaste più limitate. Secondo l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*³ condotta dalla Banca d'Italia a marzo, le imprese si attendono un incremento moderato dei propri listini, maggiori costi di produzione e una conseguente riduzione dei margini.

Nel primo trimestre del 2026 le retribuzioni contrattuali hanno rallentato in media, al 2,5 per cento; sulla base dei contratti vigenti tale tendenza dovrebbe proseguire nel resto dell'anno. La possibilità che i rincari energetici e l'aumento dell'inflazione al consumo provochino nel breve periodo un rialzo delle pressioni salariali è limitata. I contratti del settore privato in attesa di rinnovo, da cui potrebbe derivare un'accelerazione delle retribuzioni, interessano solo il 20 per cento dei lavoratori; inoltre, pochi contratti collettivi prevedono clausole automatiche di indicizzazione all'inflazione, che peraltro sono solitamente basate su un indice dei prezzi che esclude i beni energetici importati (cfr. il riquadro: *La contrattazione collettiva in Italia nel periodo 2000-25*).

LA CONTRATTAZIONE COLLETTIVA IN ITALIA NEL PERIODO 2000-25

In Italia la contrattazione collettiva si articola su due livelli: i contratti collettivi nazionali di lavoro (CCNL) per comparto di attività economica e la contrattazione decentrata territoriale o aziendale. I CCNL disciplinano gli aspetti normativi del rapporto

² Il DL 89/2026 del 22 maggio ha ulteriormente prorogato le misure di riduzione delle accise fino al 6 giugno 2026.

³ Per maggiori dettagli, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita.

di lavoro e fissano i minimi retributivi nazionali, che rappresentano la componente principale del costo del lavoro. La contrattazione decentrata può determinare incrementi ulteriori concorrendo così alla formazione delle retribuzioni di fatto¹.

L'attuale assetto della contrattazione collettiva nazionale, definito a livello interconfederale², lascia ampi margini di autonomia alle parti sociali. Di norma i CCNL hanno durata triennale e gli aumenti retributivi sono ancorati alle previsioni dell'inflazione al netto dei beni energetici importati (IPCA-NEI) per il triennio di riferimento pubblicate dall'Istat. Le parti possono tuttavia concordare durate diverse, prendere come riferimento differenti indicatori di inflazione e definire clausole di adeguamento per gli eventuali scostamenti tra l'inflazione prevista e quella realizzata. Lungo il periodo di vigenza l'erogazione degli incrementi retributivi avviene solitamente in più tranche. A parità di durata del CCNL e di aumento complessivo, un profilo di pagamento delle tranche anticipato determina retribuzioni medie mensili più elevate.

Alla scadenza del contratto non è previsto un termine entro cui debba avvenire il rinnovo. L'accordo di norma resta in vigore fino alla sigla di un nuovo testo in base al principio giuridico di ultra-attività; durante il periodo di vacanza contrattuale le retribuzioni tabellari non vengono aggiornate, con conseguente erosione del loro potere d'acquisto³. A compensazione di ritardi prolungati o in caso di scostamenti tra inflazione attesa e realizzata, le parti sociali possono concordare di corrispondere importi una tantum, che tuttavia innalzano la retribuzione solo nel mese di erogazione senza effetti permanenti sul trattamento economico.

Le evidenze tratte dall'archivio della contrattazione collettiva della Banca d'Italia⁴ confermano che le parti sociali del settore privato non agricolo, pur operando entro regole relativamente omogenee, hanno ampiamente utilizzato negli ultimi venticinque anni i margini di flessibilità previsti dall'attuale assetto della contrattazione.

¹ Le retribuzioni di fatto si discostano dalle retribuzioni minime tabellari per il livello di inquadramento del lavoratore, per le voci retributive aggiuntive previste dalla contrattazione di secondo livello o da accordi individuali (tra cui i premi di produttività), nonché per straordinari e una tantum.

² Ossia tra le confederazioni dei sindacati dei lavoratori e quelle dei datori di lavoro. L'attuale assetto delle relazioni industriali è stabilito, oltre che dal Protocollo tra Governo e parti sociali del 1993, dagli accordi interconfederali del 2009 e del 2018 ("Patto per la fabbrica").

³ L'indennità di vacanza contrattuale – un importo corrisposto regolarmente a partire da tre mesi dopo la scadenza del contratto e in parte indicizzato alla variazione dei prezzi – è attualmente prevista per legge esclusivamente per i CCNL del pubblico impiego. Nel comparto privato, il Protocollo del 1993 l'aveva introdotta per tutti i CCNL; l'accordo interconfederale del 2009 ne ha abolito l'obbligatorietà, demandando la disciplina dell'istituto ai singoli contratti. Il DL 62/2026 (decreto "1° maggio") ha introdotto un nuovo meccanismo di recupero automatico nella misura del 30 per cento dell'IPCA in caso di ritardi nei rinnovi superiori a 12 mesi.

⁴ L'archivio, che integra fonti diverse e contiene i 50 principali accordi del settore privato non agricolo, comprende sia la sequenza degli adeguamenti dei minimi tabellari, sia il contenuto dei testi di rinnovo incluse le date di stipula, decorrenza e scadenza, gli importi delle tranche ed eventuali una tantum. I CCNL presi in esame si applicano a oltre il 70 per cento dei lavoratori dipendenti, con tassi di copertura più alti nei servizi rispetto all'industria. Per ulteriori dettagli, cfr. G. Bovini, R. Nizzi e G. Basso, *La contrattazione collettiva in Italia negli ultimi venticinque anni: evidenze dall'archivio di Banca d'Italia sui CCNL maggiormente rappresentativi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Le clausole di recupero degli scostamenti tra la dinamica retributiva e l'andamento realizzato dell'inflazione si applicano attualmente a un lavoratore su cinque⁵. Inoltre, in mancanza di prescrizioni rigide, i ritardi nei rinnovi – che tra il 2000 e il 2025 hanno riguardato l'86 per cento degli accordi – sono gradualmente cresciuti, con un'elevata eterogeneità tra settori: tra il 2000 e il 2025 la vacanza contrattuale nell'industria è stata, in media, di circa sei mesi, mentre nei servizi ha superato i 20 (figura A).

Per quanto riguarda le tranches, la loro articolazione varia in misura rilevante a seconda degli accordi: il 61 per cento dei rinnovi ha previsto una prima tranche di importo superiore all'ultima, mentre nei restanti l'ultima è risultata di importo più consistente. La quota di contratti che corrispondono incrementi retributivi più alti all'inizio è diminuita nel tempo⁶. In media, considerando l'insieme degli accordi, la prima tranche ha rappresentato il 39 per cento dell'aumento complessivo, contro il 31 dell'ultima.

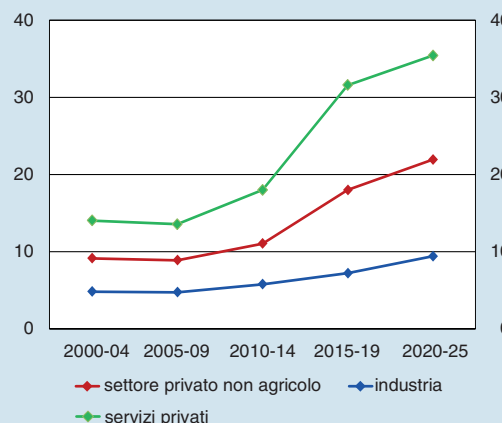
Infine, oltre metà dei rinnovi firmati tra il 2000 e il 2025 ha incluso almeno un pagamento una tantum. La probabilità di farvi ricorso sale al crescere del ritardo nel rinnovo; nei servizi, dove questo è mediamente più lungo, l'incidenza delle una tantum supera il 60 per cento.

Tali elementi forniscono alle parti sociali, nel quadro di un modello unitario, margini di flessibilità per fare fronte a shock aggregati e tendenze della produttività differenziate tra comparti; ne consegue una marcata dispersione settoriale dei minimi tabellari reali, che si è gradualmente accentuata nel corso degli ultimi venticinque anni (figura B).

La contrattazione decentrata, che secondo i dati dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) relativa alle imprese con almeno 20 addetti ha interessato un'azienda su quattro nel 2023⁷, può svolgere un ruolo di compensazione

Figura A

Ritardo nei rinnovi degli accordi per periodo di stipula (1)
(mesi)



Fonte: elaborazioni sull'archivio della contrattazione collettiva della Banca d'Italia.

(1) La suddivisione dei contratti tra industria e servizi privati segue la classificazione adottata dall'Istat nell'ambito dell'indagine Contratti collettivi e retribuzioni contrattuali.

⁵ Tra i principali contratti sono previste clausole di indicizzazione nei comparti metalmeccanico, della produzione di energia elettrica, chimico-farmaceutico, assicurativo, del legno e dell'arredo.

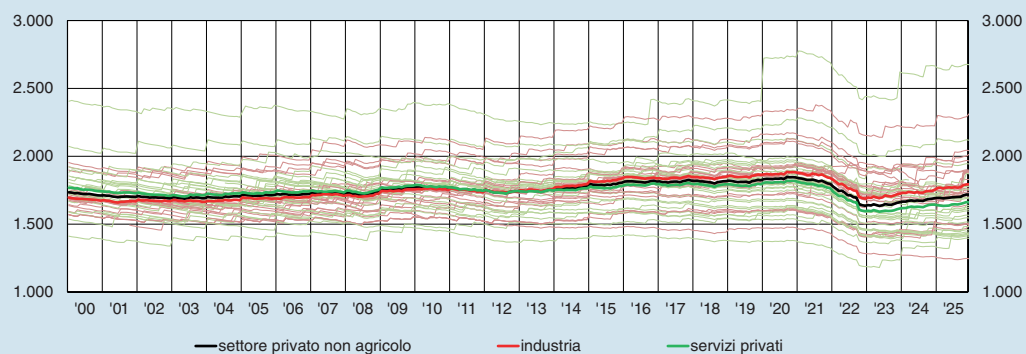
⁶ Negli ultimi venticinque anni si è anche ridotta la quota di accordi che erogano la prima tranche entro tre mesi dalla data di stipula (da oltre il 90 per cento tra il 2000 e il 2005 al 76 nell'ultimo sessennio).

⁷ I dati dell'indagine Invind sono gli ultimi disponibili. Il Ministero del Lavoro e delle politiche sociali raccoglie i contratti di secondo livello aziendali e territoriali, depositati dalle imprese su base volontaria, a cui sono legati premi di produttività oggetto di tassazione agevolata, e pubblica mensilmente il *Report Deposito Contratti*. Secondo l'ultima edizione, i contratti attivi al 15 aprile scorso interessano oltre 3 milioni di dipendenti; il premio medio annuo ammonterebbe a poco meno di 1.800 euro, in crescita del 13 per cento rispetto al valore rilevato ad aprile del 2025.

nelle fasi di vacanza contrattuale, attenuando la perdita di potere d'acquisto delle retribuzioni. La sua diffusione – più ampia nelle imprese di maggiore dimensione e più produttive – implica che gli effetti di questo meccanismo di compensazione siano distribuiti in modo molto diseguale tra i lavoratori dipendenti, anche all'interno dello stesso settore.

Figura B

Minimi tabellari per CCNL e settore in termini reali (1)
(euro)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e sull'archivio della contrattazione collettiva della Banca d'Italia.

(1) Ogni linea rappresenta un diverso CCNL. I dati sono deflazionati con la serie dell'IPCA. La suddivisione dei contratti tra industria e servizi privati segue la classificazione adottata dall'Istat nell'ambito dell'indagine *Contratti collettivi e retribuzioni contrattuali*.

9. L'INTERSCAMBIO CON L'ESTERO, LA COMPETITIVITÀ E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel 2025 le esportazioni e le importazioni italiane in volume sono tornate a crescere, dopo la flessione del biennio precedente. L'incremento delle vendite di beni è stato modesto e inferiore a quello della domanda proveniente dai principali mercati di sbocco, risentendo della limitata specializzazione dell'Italia nei prodotti legati all'intelligenza artificiale, dell'apprezzamento del tasso di cambio e dell'inasprimento della politica commerciale da parte degli Stati Uniti. Le esportazioni di servizi hanno accelerato, contribuendo per oltre la metà alla dinamica positiva di quelle complessive, grazie alla componente dei servizi alle imprese e alle cospicue entrate turistiche legate al Giubileo. L'aumento delle importazioni è stato significativo, a fronte della ripresa degli investimenti fissi lordi e delle esportazioni. La domanda estera netta ha fornito un contributo negativo alla dinamica del PIL.

L'avanzo di conto corrente è rimasto stabile, all'1,1 per cento del prodotto. Al miglioramento del saldo dei redditi primari, tornato in avanzo grazie alla riduzione dei tassi di interesse, si è contrapposto un lieve peggioramento dei saldi delle altre voci.

Gli investimenti di portafoglio all'estero da parte dei residenti hanno continuato a crescere, sospinti dagli acquisti di obbligazioni da parte di banche e assicurazioni, e dalla ripresa degli investimenti in quote di fondi comuni. La domanda estera di titoli pubblici italiani si è mantenuta elevata, in un contesto di riduzione dei differenziali di interesse rispetto agli altri titoli sovrani dell'area dell'euro. Il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET è ancora diminuito.

Alla fine del 2025 la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 348 miliardi di euro (15,4 per cento del PIL); dalla fine del 2013 il miglioramento è stato di 39 punti percentuali del prodotto ed è riconducibile per oltre la metà ai persistenti avanzi di conto corrente e conto capitale.

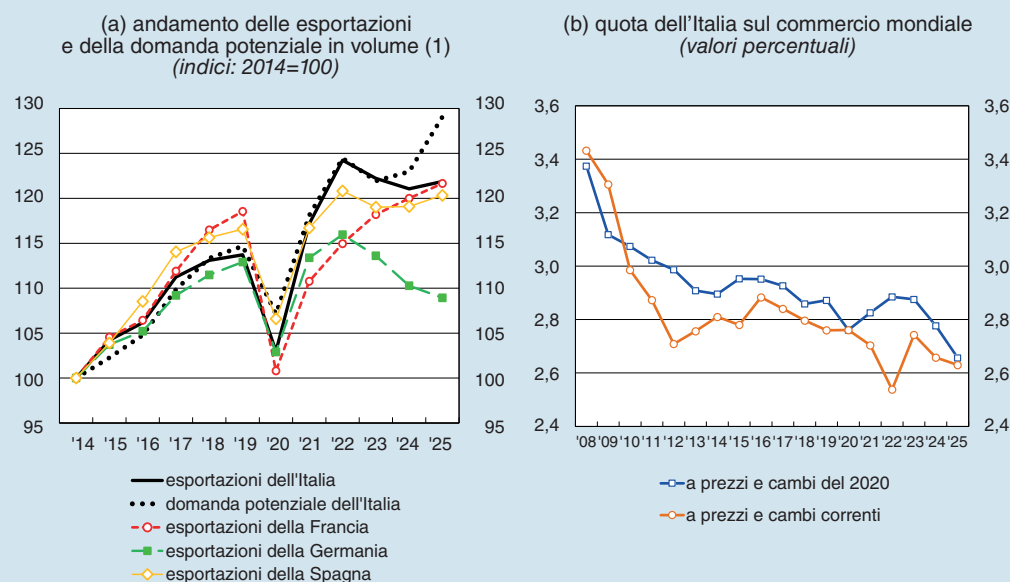
Le esportazioni e le importazioni

Nel 2025 le esportazioni in volume sono cresciute dell'1,2 per cento e le importazioni del 3,6. La domanda estera netta ha pertanto fornito un contributo negativo alla dinamica del PIL, pari a -0,7 punti percentuali.

Le esportazioni. – Le esportazioni di beni sono aumentate dello 0,7 per cento, interrompendo il calo in atto dal 2023. La crescita è stata tuttavia significativamente inferiore a quella della domanda proveniente dai principali mercati di sbocco (fig. 9.1.a); di conseguenza la quota dell'Italia sul commercio mondiale di beni è lievemente scesa (fig. 9.1.b).

Figura 9.1

Esportazioni di beni, domanda potenziale e quota sul commercio mondiale di beni (dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, FMI e Istat.

(1) Esportazioni di beni di contabilità nazionale a valori concatenati. La domanda potenziale è calcolata come media ponderata delle importazioni di beni in volume dei partner commerciali dell'Italia, pesate per le rispettive quote sulle esportazioni italiane in valore.

Al divario rispetto alla domanda potenziale hanno concorso diversi fattori, tra cui la scarsa specializzazione dell'Italia nei prodotti legati all'intelligenza artificiale, che hanno invece sostenuto gli scambi mondiali nel corso del 2025 (cfr. il capitolo 1); vi ha contribuito anche l'apprezzamento del tasso di cambio nominale dell'euro (cfr. il riquadro: *L'indebolimento del dollaro rispetto all'euro nel 2025: una valutazione delle principali determinanti* del capitolo 3), che ha penalizzato soprattutto le esportazioni verso i paesi esterni all'area, rimaste stabili nonostante l'espansione significativa della domanda potenziale proveniente da tali mercati. La performance sui mercati esterni all'area è stata comunque eterogenea: le vendite negli Stati Uniti sono nel complesso cresciute, trainate da quelle della farmaceutica e della cantieristica, che hanno più che compensato il calo generalizzato negli altri comparti merceologici colpiti dai dazi (cfr. il riquadro: *Le esportazioni verso gli Stati Uniti: l'impatto dei dazi nel breve periodo*). Un contributo positivo di rilievo è venuto anche dalle vendite in Svizzera, mentre quelle in Turchia, Cina e Regno Unito hanno fornito un apporto negativo (fig. 9.2.a).

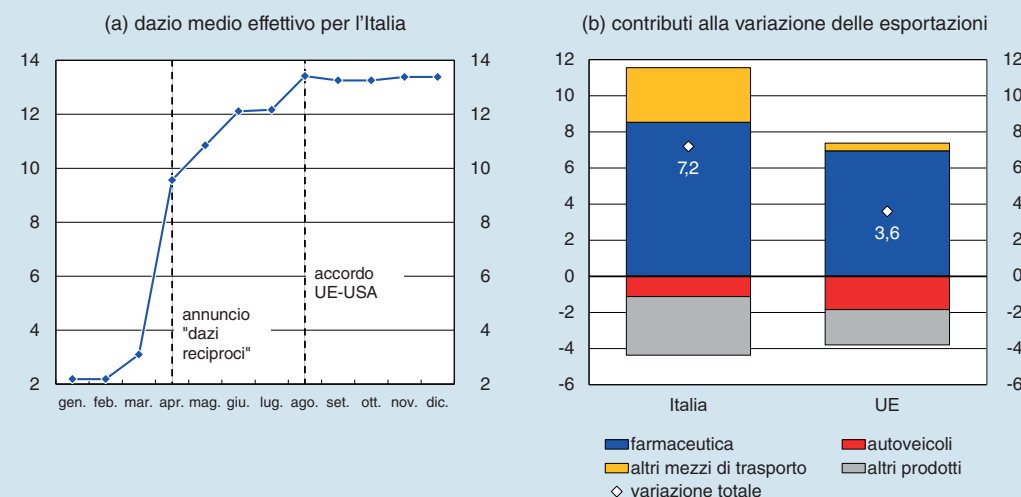
LE ESPORTAZIONI VERSO GLI STATI UNITI: L'IMPATTO DEI DAZI NEL BREVE PERIODO

Le esportazioni di beni dell'Unione europea verso gli Stati Uniti hanno risentito dell'inasprimento della politica commerciale statunitense nel 2025: dopo una prima fase di aumento dei dazi iniziata ad aprile, l'intesa raggiunta a luglio ha fissato al 15 per cento l'aliquota applicata alla maggior parte dei beni esportati dalla UE, con alcuni prodotti esentati (tra cui gli aerei, i semiconduttori e, temporaneamente, i farmaci) e altri con aliquote più elevate (l'acciaio e l'alluminio). Per l'Italia il dazio

medio effettivo nel 2025 è salito di quasi 12 punti percentuali, raggiungendo il 14 per cento (figura A, pannello a)¹.

Figura A

Dazio medio effettivo sui prodotti italiani e variazione delle esportazioni di beni negli Stati Uniti nel 2025 (1)
(punti percentuali)



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati WTO e F.P. Conteduca, M. Mancini e A. Borin, *Roaring tariffs: the global impact of the 2025 US trade war*, "VoxEU CEPR", 6 maggio 2025 e successivi aggiornamenti; per il pannello (b), elaborazioni su dati Eurostat di commercio estero in valore.

(1) Dazi stabiliti per legge, ponderati in base alla composizione delle importazioni degli Stati Uniti dall'Italia nel 2024.

Nel 2025 le esportazioni italiane di beni verso gli Stati Uniti sono cresciute del 7,2 per cento in valore. Vi hanno contribuito le vendite di prodotti farmaceutici, il cui eccezionale aumento è stato sostenuto, come per il complesso della UE², anche dall'anticipazione degli acquisti in vista dell'entrata in vigore dei dazi (*front-loading*)³, e, in misura minore, quelle di mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli (in prevalenza navi; figura A, pannello b). Al netto di questi due settori, entrambi largamente esenti dai dazi, le esportazioni sono diminuite di oltre il 5 per cento; la flessione è stata più pronunciata nel comparto automobilistico.

¹ Per ulteriori dettagli, cfr. il capitolo 14 nella *Relazione annuale* sul 2024 e il riquadro: *I dazi statunitensi e i primi effetti sugli scambi globali*, in *Bollettino economico*, 4, 2025. Con riferimento ai prodotti farmaceutici, secondo il *Joint Statement* tra UE e Stati Uniti del 21 agosto 2025, ai farmaci generici della UE e ai relativi input si applicava il solo dazio preferenziale (clausola della nazione più favorita), mentre per gli altri prodotti farmaceutici della UE l'aliquota complessiva non avrebbe ecceduto il 15 per cento. La decisione della Corte Suprema del 20 febbraio 2026 sull'illegittimità dei dazi introdotti nel 2025 sulla base dell'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) ha determinato una situazione di incertezza nell'Unione europea, in quanto non è chiaro se e quando l'amministrazione statunitense ripristinerà le condizioni previste dall'accordo raggiunto a luglio del 2025 (cfr. il riquadro: *I dazi statunitensi dopo la decisione della Corte Suprema*, in *Bollettino economico*, 2, 2026).

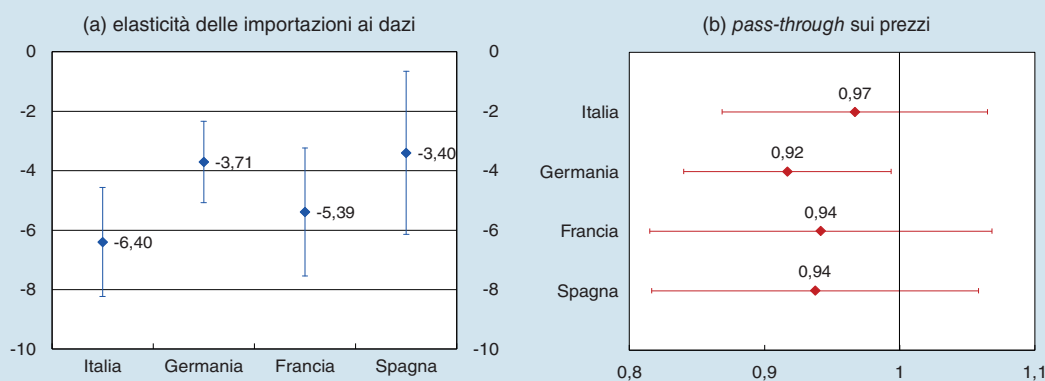
² Nel complesso del 2025, secondo i dati dell'Eurostat le esportazioni della UE verso gli Stati Uniti sono cresciute del 3,6 per cento, principalmente per effetto delle vendite di prodotti farmaceutici dell'Irlanda, oltre che, in misura minore, dell'Italia. Le importazioni mondiali di beni degli Stati Uniti sono aumentate del 4,2 per cento, sulla base dei dati dello United States Census Bureau.

³ Il fenomeno è stato diffuso nei paesi dell'area dell'euro (cfr. BCE, *Bollettino economico*, 6, 2025 e BCE, *Rapporto annuale*, 2025).

Gli andamenti delle esportazioni italiane verso gli Stati Uniti sono nel complesso coerenti con i risultati di nostre analisi sull'impatto dei dazi. Stime basate su dati disaggregati, relativi a circa 8.000 prodotti esportati dai quattro principali paesi dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti, mostrano che un aumento dei dazi di 10 punti percentuali su un determinato prodotto si associa, in media, a una riduzione tra il 3 e il 7 per cento del valore delle importazioni statunitensi (figura B, pannello a)⁴.

Figura B

Elasticità ai dazi delle importazioni e dei prezzi dei beni importati dagli Stati Uniti (1)



Fonte: elaborazioni su dati United States International Trade Commission.

(1) Il pannello (a) riporta la variazione percentuale delle importazioni in valore degli Stati Uniti dai maggiori paesi europei in relazione a un rialzo di 10 punti percentuali dei dazi, sulla base di regressioni distinte per ciascun paese su circa 8.000 prodotti secondo la nomenclatura di denominazione delle merci HS10. Il pannello (b) illustra la quota dell'aumento del costo tariffario lordo trasferita ai prezzi (valori unitari all'importazione, inclusi i dazi), *pass-through*, sulla base di regressioni distinte per ciascun paese su circa 8.000 prodotti secondo la nomenclatura HS10.

Le stime indicano inoltre che la riduzione del valore delle esportazioni negli Stati Uniti per effetto dei dazi ha riflesso il calo dei volumi esportati e non quello dei prezzi praticati dagli esportatori: i maggiori dazi sono stati trasferiti quasi interamente ai prezzi pagati dagli acquirenti statunitensi, in linea con quanto documentato da altri studi recenti (figura B, pannello b)⁵.

Ulteriori analisi indicano che i risultati delle regressioni risentono soprattutto delle variazioni negli scambi di prodotti già presenti, più che l'ingresso o l'uscita di intere tipologie merceologiche. Nel caso dell'Italia, le entrate e le uscite di prodotti, pur numericamente non trascurabili, hanno pesato meno del 2 per cento delle esportazioni verso gli Stati Uniti, con un saldo pressoché nullo.

È plausibile che, nel medio termine, gli effetti sulle esportazioni negli Stati Uniti diventino più ampi di quelli di breve periodo, riflettendo principalmente il graduale ricorso a fornitori alternativi, inclusi quelli domestici quando disponibili, da parte

⁴ Questo ordine di grandezza è coerente con l'elasticità al prezzo di breve periodo stimata per l'Italia e per altri paesi; cfr. G. Bulligan, F. Busetti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017 e C.E. Boehm, A.A. Levchenko e N. Pandalai-Nayar, *The long and short (run) of trade elasticities*, "American Economic Review", 113, 4, 2023, pp. 861-905.

⁵ M. Amiri, C. Flanagan, S. Heise e D.E. Weinstein, *Who is paying for the 2025 U.S. tariffs?*, "Liberty Street Economics", 12 febbraio 2026; P. Fajgelbaum e A. Khandelwal, *Tariffs in 2025: short-run impacts on the U.S. economy*, "Brookings Papers on Economic Activity", 25 marzo 2026.

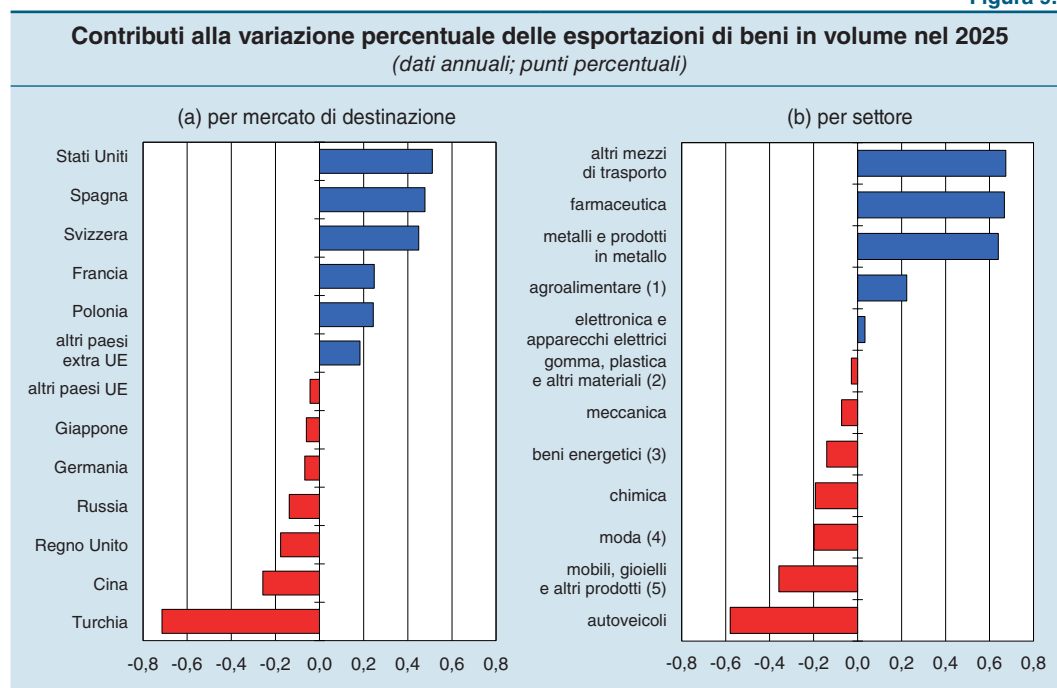
degli importatori statunitensi. Inoltre, l'elevata incertezza circa la durata e l'estensione dei dazi potrebbe avere finora rinviato decisioni più costose e meno reversibili, come quelle relative agli investimenti per riconfigurare stabilmente le catene di fornitura o ampliare l'offerta interna. Se l'inasprimento delle politiche commerciali divenisse permanente, si rafforzerebbero gli incentivi per gli esportatori a rilocalizzare, almeno in parte, la produzione negli Stati Uniti. Infine, l'effetto dei dazi potrebbe manifestarsi non solo in una riduzione delle vendite complessive, ma anche in un cambiamento della composizione delle imprese esportatrici attive nel mercato statunitense, attraverso l'uscita di quelle più fragili e meno produttive⁶.

⁶ S. Federico, F. Hassan e G. Romanini, *The effects of US tariffs on Italian firms: an ex-ante micro-level perspective*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 994, 2026; F.P. Conteduca, M. Errico, F. Leone, L. Panon e G. Romanini, *The impact of trade wars on firms in third countries*, CESifo Working Papers, 12629, 2026.

Le esportazioni verso i paesi dell'area sono aumentate dell'1,6 per cento, sospinte dalle vendite in Spagna e in Francia; quelle in Germania, fortemente scese nel 2024, sono rimaste pressoché invariate.

L'incremento delle esportazioni si è concentrato in pochi settori, tra cui i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli (grazie alla cantieristica navale), la farmaceutica, l'industria metallurgica (trainata dai metalli preziosi) e, in misura minore, la filiera agroalimentare (fig. 9.2.b). Per contro, è proseguito il calo delle vendite dei comparti degli autoveicoli e della moda, a cui si sono aggiunti quelli della gioielleria e della chimica.

Figura 9.2



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale, di commercio estero e dei prezzi alla produzione sul mercato estero; per il pannello (b), elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale.

(1) Include i prodotti agricoli, i prodotti alimentari, le bevande e il tabacco. – (2) Include la gomma e la plastica, il legno, i prodotti della carta e gli altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi. – (3) Include i beni dell'industria estrattiva, i prodotti petroliferi raffinati e il coke, la fornitura dell'energia elettrica e i prodotti delle attività di trattamento dei rifiuti. – (4) Include i prodotti tessili e di abbigliamento, gli articoli in pelle. – (5) Include i mobili, i gioielli e i prodotti non menzionati nelle altre voci.

Il sostenuto aumento delle esportazioni di servizi (3,6 per cento) è riconducibile per circa un terzo al turismo internazionale; per la restante parte, il contributo principale è derivato dai servizi alle imprese (in particolare scientifico-tecnici e di ricerca e sviluppo) e da quelli di informazione e telecomunicazione, in un contesto di maggiore domanda di servizi connessi con la digitalizzazione.

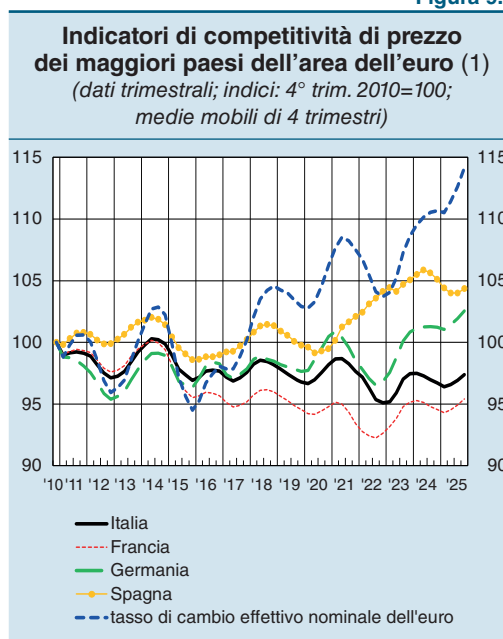
Le importazioni. – Nel 2025 gli acquisti di beni sono saliti del 3,2 per cento, in connessione con la ripresa degli investimenti fissi lordi e delle esportazioni, le due componenti della domanda aggregata che attivano in misura maggiore le importazioni. L'espansione è riconducibile agli acquisti dai paesi dell'area dell'euro, soprattutto da Francia e Germania, e ha riguardato la meccanica e i prodotti elettronici, il settore alimentare e la filiera della moda. Tra i paesi extra area sono cresciute le importazioni dalla Cina, grazie al settore farmaceutico; l'effetto del ridirezionamento delle esportazioni cinesi dagli Stati Uniti verso il mercato italiano è stato invece limitato¹. L'incremento dal lato dei servizi (5,2 per cento) è stato trainato in prevalenza da quelli professionali e manageriali alle imprese, da quelli di informazione e telecomunicazione e dalle spese turistiche degli italiani all'estero.

Le ragioni di scambio. – Nel 2025 le ragioni di scambio – misurate dal rapporto tra il deflatore delle esportazioni e quello delle importazioni – per il complesso di beni e servizi sono migliorate di circa il 2 per cento. La dinamica positiva ha beneficiato sia della riduzione del deflatore delle importazioni sia dell'aumento di pari entità di quello delle esportazioni; è stata più elevata per la componente dei servizi.

La competitività di prezzo

Secondo l'indice basato sui prezzi alla produzione dei manufatti, nel 2025 la competitività di prezzo delle imprese manifatturiere italiane – che misura in media la loro capacità di competere sui mercati interni e su quelli di destinazione con i produttori locali e con gli esportatori degli altri paesi – è peggiorata dello 0,7 per cento (fig. 9.3). Vi ha influito l'apprezzamento nominale dell'euro, in particolare rispetto al

Figura 9.3



Fonte: per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, BCE; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione dei manufatti*.

(1) Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività. L'indicatore è ottenuto come media ponderata della competitività all'importazione (che coglie la capacità di competere sul mercato interno con le produzioni importate) e della competitività all'esportazione (che misura la capacità di un paese di competere con altri 60 esportatori e con i produttori locali sui mercati di sbocco internazionali). Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (composizione fissa a 21 paesi) è calcolato nei confronti di 40 paesi esterni all'area ed è ponderato con i flussi commerciali di manufatti e servizi.

¹ Le importazioni in valore dalla Cina sono aumentate del 16 per cento nei dati di commercio estero; l'incremento è stato moderato, pari al 3 per cento, al netto del settore farmaceutico. Ciò è attribuibile in larga misura ad acquisti di eccezionale importo per lavorazioni per conto terzi in quest'ultimo comparto (cosiddetto *processing*).

dollaro, solo parzialmente controbilanciato dalla dinamica favorevole dei prezzi relativi. La Francia e, ancora di più, la Germania hanno riportato un peggioramento più pronunciato.

Anche l'indicatore basato sul costo del lavoro per unità di prodotto di tutti i settori dell'economia indica un deterioramento della competitività di prezzo per l'Italia e, in modo più consistente, per la Germania.

La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero

Il conto corrente e il conto capitale. – Nel 2025 l'avanzo del conto corrente dell'Italia è rimasto pressoché stabile, a 25 miliardi (1,1 per cento del PIL; tav. 9.1 e fig. 9.4.a)². Il saldo del conto capitale (3,9 miliardi, pari allo 0,2 per cento del prodotto) è migliorato,

Tavola 9.1

Bilancia dei pagamenti (1) (saldi in miliardi di euro, se non diversamente specificato)					
VOCI	2021	2022	2023	2024	2025
Conto corrente	37,0	-36,6	5,3	24,1	25,0
in % del PIL	2,0	-1,8	0,2	1,1	1,1
Merci	46,4	-26,2	36,9	54,7	51,5
prodotti non energetici (2)	90,4	75,2	96,4	103,2	93,2
prodotti energetici (2)	-43,9	-101,4	-59,4	-48,5	-41,7
Servizi	-8,9	-10,2	-1,7	-6,2	-7,8
di cui: trasporti	-12,5	-17,6	-14,6	-15,1	-17,0
viaggi	8,6	18,2	20,1	21,2	22,7
Redditi primari (3)	20,7	18,3	-12,0	-6,5	1,1
Redditi secondari (4)	-21,2	-18,5	-17,9	-17,9	-19,7
Conto capitale	2,0	10,7	16,6	0,3	3,9
in % del PIL	0,1	0,5	0,8	..	0,2
Conto finanziario (5)	45,9	-7,7	34,0	51,3	27,9
Investimenti diretti	26,3	-13,6	-10,6	16,0	18,5
italiani all'estero	48,6	44,8	28,3	42,3	21,3
esteri in Italia	22,3	58,4	38,9	26,3	2,8
Investimenti di portafoglio	126,5	169,6	-23,8	-78,0	-33,3
Derivati	-0,2	11,6	-4,2	3,4	-3,0
Altri investimenti	-127,4	-177,2	69,9	107,8	43,9
Variazione delle riserve ufficiali	20,7	2,0	2,7	2,1	1,7
Errori e omissioni	6,9	18,2	12,1	26,9	-1,1

Fonte: per il PIL, Istat.

(1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*. –

(2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Consistono in redditi da lavoro, redditi da capitale e altri redditi primari. –

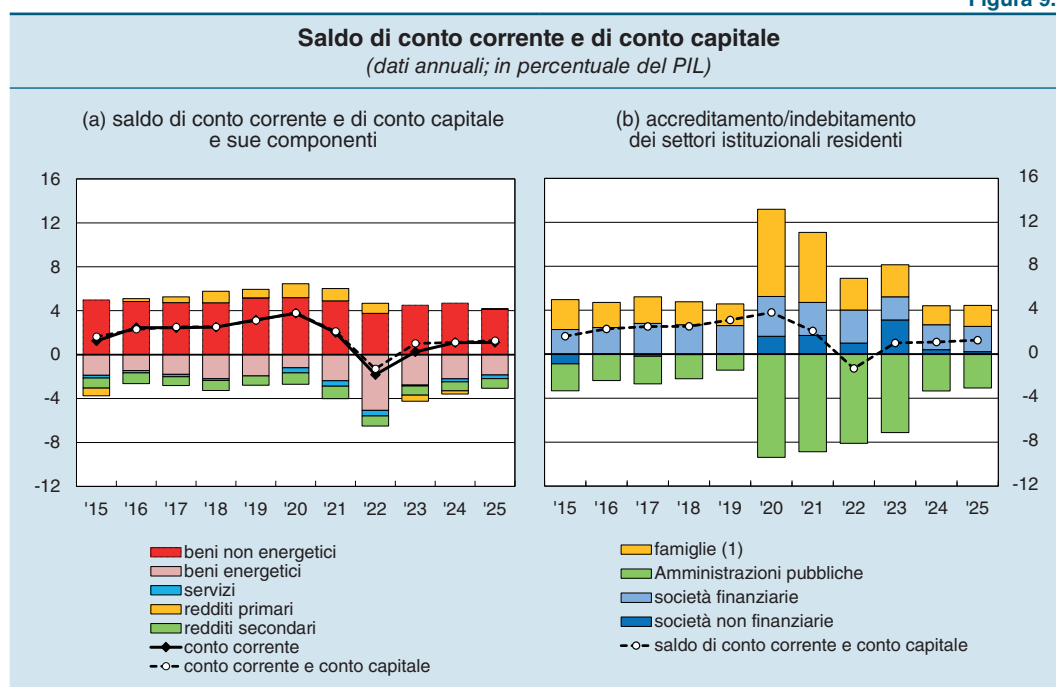
(4) Rappresentano i trasferimenti correnti tra residenti e non residenti. – (5) A partire dall'adozione del *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6ª ed., 2009 (BPM6), la convenzione di segno che regola il conto finanziario prevede che anche per le attività sull'estero, come già avveniva dal lato delle passività, valori positivi (negativi) indichino un incremento (una riduzione).

² Secondo nostre stime, basate sullo scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (*output gap*) in Italia e nei suoi principali partner commerciali, il saldo di conto corrente corretto per il ciclo economico sarebbe lievemente più alto (1,4 per cento del PIL).

in conseguenza soprattutto della spesa per finalità di investimento in conto capitale finanziata con le sovvenzioni del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR)³.

Il saldo di conto corrente e di conto capitale riflette le decisioni di risparmio e di investimento dei settori istituzionali residenti (cfr. il capitolo 4). La sua lieve crescita complessiva è dovuta alla modesta contrazione dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo 10) e all'aumento dell'accREDITAMENTO netto delle famiglie (cfr. il capitolo 5), a fronte di una marginale riduzione di quello delle società non finanziarie (fig. 9.4.b).

Figura 9.4



Fonte: per il PIL, Istat; per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat di commercio estero per la suddivisione tra beni energetici e non energetici; per il pannello (b), Istat.

(1) Sono incluse le istituzioni sociali private senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

L'avanzo mercantile è lievemente diminuito (da 54,7 a 51,5 miliardi), nonostante il calo del deficit nei beni energetici. In prospettiva, quest'ultimo risentirà in modo significativo dell'evoluzione del conflitto in Medio Oriente e del suo impatto sui prezzi delle materie prime energetiche⁴.

Il disavanzo dei servizi si è ampliato (-7,8 miliardi, da -6,2 nel 2024). Sono nuovamente peggiorati il saldo dei servizi informatici – segmento in forte espansione

³ Secondo le convenzioni statistiche della bilancia dei pagamenti, i trasferimenti, inclusi quelli ricevuti nell'ambito del PNRR, sono iscritti nel conto corrente o nel conto capitale (a seconda che siano rispettivamente per finalità correnti oppure per investimenti e altre spese in conto capitale) solo nella misura in cui i fondi siano stati effettivamente spesi. I trasferimenti non ancora spesi sono invece riportati nel conto finanziario tra gli "altri investimenti". Nel 2025 sono stati registrati crediti relativi al PNRR per 3,4 miliardi nel saldo dei redditi secondari del conto corrente e per 5,8 nel conto capitale; nel complesso del quinquennio 2021-25 i crediti hanno raggiunto 8,9 miliardi nel conto corrente e 38,5 nel conto capitale.

⁴ Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *Il ruolo del Medio Oriente negli approvvigionamenti energetici e negli scambi commerciali dell'Italia*, in *Bollettino economico*, 2, 2026.

a livello globale nell'ultimo quinquennio e in cui l'Italia è storicamente in deficit – e quello dei trasporti internazionali, a causa della riduzione delle quote di mercato dei vettori nazionali sia nel settore marittimo sia in quello stradale; il disavanzo di quest'ultimo si è ampliato anche per il rialzo dei noli⁵. Il surplus della bilancia turistica è invece aumentato, grazie alla più elevata crescita della spesa dei viaggiatori stranieri in Italia (5 per cento) rispetto a quella dei viaggiatori italiani all'estero. Secondo stime basate sull'indagine campionaria sul turismo internazionale della Banca d'Italia, quasi due terzi dell'incremento delle entrate turistiche è riconducibile alla spesa dei viaggiatori che hanno partecipato al Giubileo; è salita in misura marcata anche la spesa turistica in località montane. A livello di provenienza geografica, il contributo maggiore è ascrivibile ai viaggiatori europei, in particolare a quelli di Francia e Germania⁶.

Il saldo dei redditi primari è tornato in avanzo (1,1 miliardi, da -6,5), trainato dalla riduzione del deficit nei redditi da capitale per altri investimenti (principalmente prestiti e depositi); vi ha contribuito la riduzione dei tassi di politica monetaria, che ha determinato un calo sia del costo della raccolta sul mercato monetario per le banche residenti, sia degli interessi passivi della Banca d'Italia a fronte della posizione debitoria sul sistema dei pagamenti TARGET.

Il disavanzo dei redditi secondari si è ampliato (-19,7 miliardi, da -17,9), in connessione con l'incremento dei debiti verso le istituzioni della UE per il trasferimento di imposte e di risorse proprie. Le rimesse all'estero dei lavoratori stranieri sono rimaste pressoché stabili.

Il conto finanziario. – Nel 2025 il conto finanziario ha registrato complessivamente acquisizioni nette di attività per 28 miliardi.

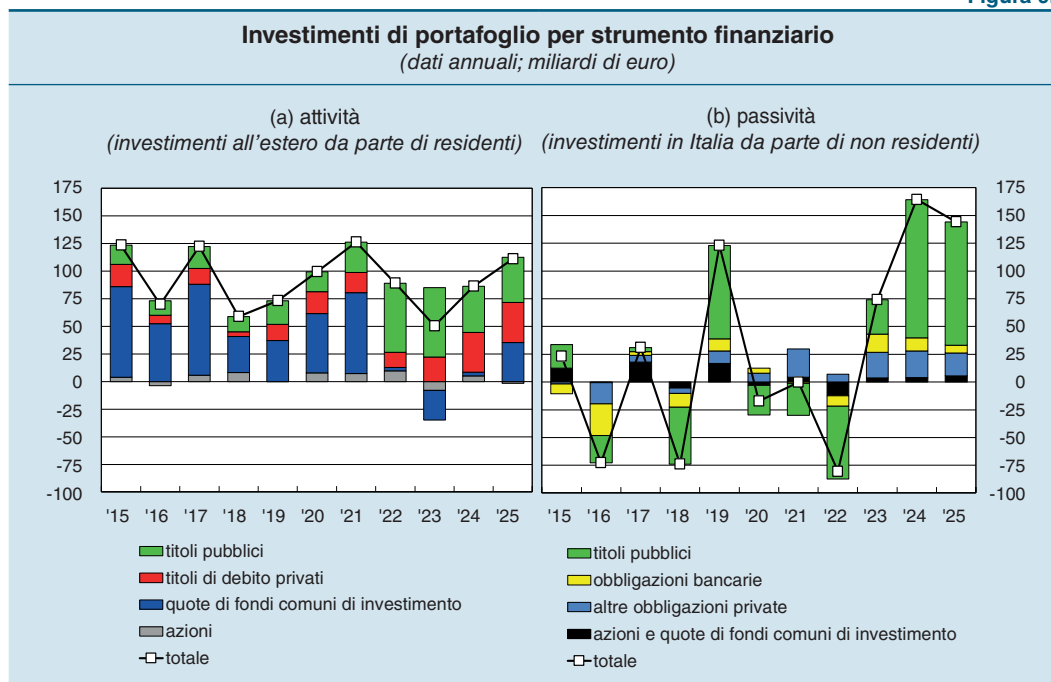
Gli investimenti di portafoglio all'estero dei residenti sono stati pari a 111 miliardi (fig. 9.5.a), in aumento rispetto all'anno precedente, e si sono concentrati in buona parte nella componente obbligazionaria, in linea con la tendenza osservata dall'inizio della fase di rialzo dei tassi di interesse nel 2022. Gli acquisti di titoli di debito sono riconducibili ai settori delle assicurazioni e delle banche e hanno riguardato in prevalenza emittenti europei, di cui oltre la metà appartenenti al settore pubblico. Sono ripresi gli investimenti in quote di fondi comuni, soprattutto quelli obbligazionari, grazie agli acquisti da parte delle imprese non finanziarie e degli intermediari finanziari diversi da banche, assicurazioni e altri fondi di investimento.

Gli operatori esteri hanno continuato a effettuare ingenti investimenti in attività di portafoglio italiane (144 miliardi; fig. 9.5.b). Sono stati acquistati quasi interamente titoli di debito, in larga parte emessi dalle Amministrazioni pubbliche, in un contesto di riduzione dei differenziali di interesse rispetto agli altri titoli sovrani dell'area. Anche al netto degli effetti legati alla maggiore disponibilità di titoli sul mercato (sia per la politica di emissioni del Tesoro, sia per la riduzione dei titoli detenuti dall'Eurosistema), si conferma il rafforzamento della domanda estera in atto dal 2024 (fig. 9.6.a), che si è riflesso in un aumento della quota detenuta dai non residenti sul complesso dei titoli

⁵ Il protrarsi del conflitto in Medio Oriente determinerà con ogni probabilità un ulteriore peggioramento del disavanzo dei trasporti a causa del rialzo dei costi, in particolare nel trasporto navale di greggio e di prodotti petroliferi raffinati, e in generale per il rincaro dei carburanti. Per maggiori dettagli, cfr. *Indagine sui trasporti internazionali di merci*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione.

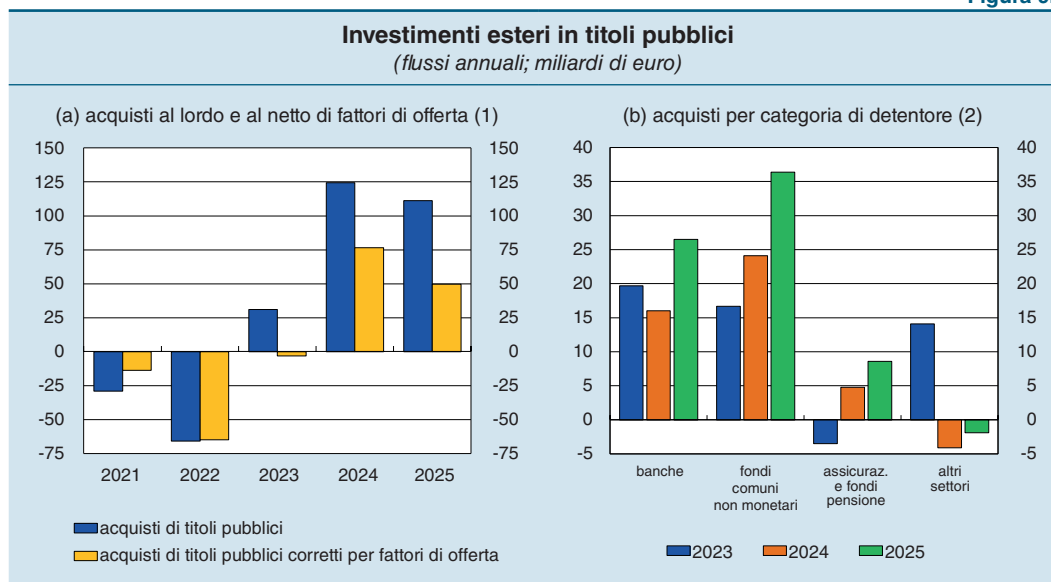
⁶ Per maggiori dettagli, cfr. *Indagine sul turismo internazionale*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione.

Figura 9.5



pubblici italiani (cfr. il capitolo 13). Gli acquisti sono riconducibili sia a investitori esterni all'area sia, in misura maggiore, a investitori dell'area, in particolare banche e fondi di investimento, che hanno trainato la ripresa degli acquisti nell'ultimo triennio (fig. 9.6.b). La vita media residua dei titoli pubblici detenuti dai non residenti è al contempo leggermente scesa (a 5,6 anni, da 5,8 alla fine del 2024).

Figura 9.6



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Banca d'Italia (bilancia dei pagamenti e Conti finanziari); per il pannello (b), elaborazioni su dati pubblici BCE (Securities Holdings Statistics by Sector) e Banca d'Italia (Conti finanziari).

(1) Gli acquisti di titoli pubblici corretti per fattori di offerta sono calcolati su base trimestrale e corrispondono agli acquisti in eccesso rispetto a quelli che si osserverebbero se la quota di titoli pubblici detenuta da non residenti rimanesse invariata rispetto al trimestre precedente data la variazione nei titoli disponibili sul mercato nel trimestre corrispondente; tale variazione è ottenuta considerando le emissioni nette di titoli e la variazione del portafoglio titoli pubblici della Banca d'Italia. – (2) Solo investitori dell'area dell'euro (esclusi gli investitori residenti).

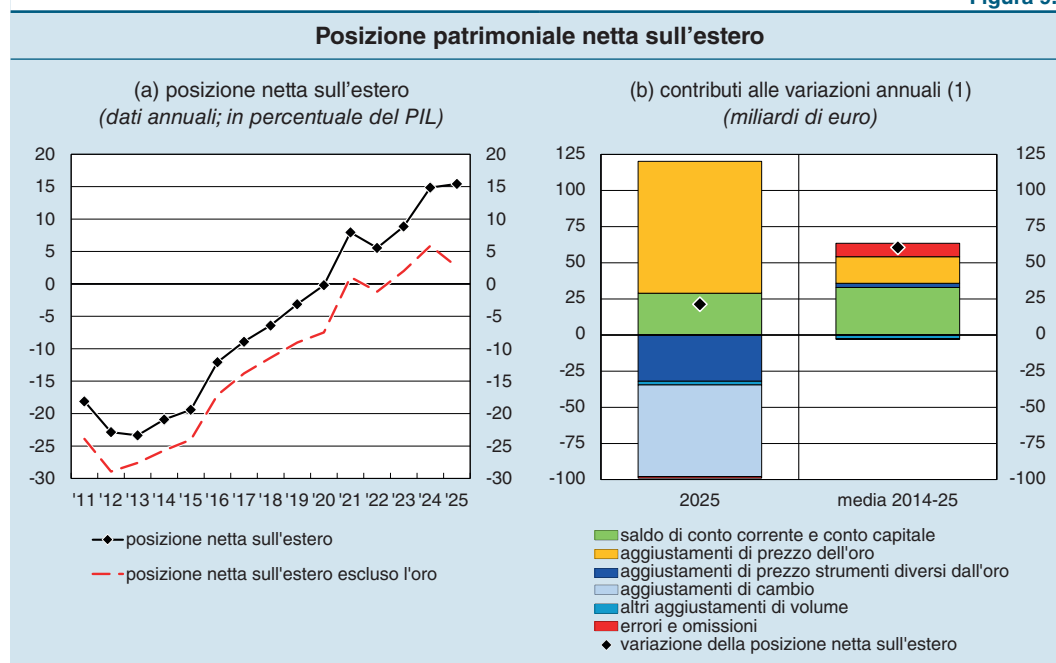
In base a dati provvisori, nel 2025 gli investimenti diretti all'estero, al netto della componente dei debiti infragruppo, sono stati pari a 26 miliardi, in linea con l'anno precedente; si sono indirizzati soprattutto verso la Germania (guidati dal settore bancario), gli Stati Uniti e alcune economie emergenti. Gli investimenti diretti esteri in Italia sono stati più contenuti (9 miliardi al netto dei debiti infragruppo, in lieve calo rispetto allo scorso anno), risentendo di una scarsa vivacità nelle operazioni di fusione e acquisizione.

Tra gli "altri investimenti", la raccolta netta all'estero delle banche italiane è rimasta stabile, mentre il settore pubblico ha registrato un aumento delle passività di 23 miliardi, per effetto dell'incasso della settima e dell'ottava rata del PNRR (al netto delle sovvenzioni spese; cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR nelle sue fasi conclusive* del capitolo 4).

Di riflesso a questi andamenti, e di pari passo con la contrazione del portafoglio di titoli detenuti per finalità di politica monetaria, è proseguita la riduzione – di altri 58 miliardi nel 2025 – della posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET, che a fine anno era di 358 miliardi. Nei primi mesi del 2026 il saldo passivo è ancora sceso, sebbene di poco, attestandosi a 349 miliardi alla fine di aprile.

La posizione patrimoniale sull'estero. – La posizione netta creditoria sull'estero è cresciuta di 21 miliardi, portandosi alla fine del 2025 a 348 miliardi (15,4 per cento del PIL, da 14,9 alla fine del 2024; fig. 9.7.a). Al netto delle riserve ufficiali in oro, la posizione risulterebbe creditoria per il 2,6 per cento del PIL.

Figura 9.7



Fonte: per il PIL, Istat.

(1) La variazione della posizione patrimoniale netta sull'estero, escludendo gli aggiustamenti di valutazione (legati alle variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari sottostanti e dei tassi di cambio) e gli altri aggiustamenti, corrisponde al saldo del conto finanziario, che a sua volta coincide con la somma dei saldi del conto corrente e del conto capitale e della voce "errori e omissioni" della bilancia dei pagamenti.

L'aumento è riconducibile all'avanzo di conto corrente e di conto capitale (fig. 9.7.b), mentre il contributo degli aggiustamenti di valutazione è stato solo lievemente negativo, nonostante le elevate variazioni dei prezzi delle attività finanziarie. Agli aggiustamenti positivi legati alla rivalutazione delle riserve ufficiali per effetto dell'eccezionale incremento del prezzo dell'oro si sono contrapposti, da un lato, la perdita di valore delle attività finanziarie denominate in valuta statunitense detenute dai residenti italiani per il marcato deprezzamento del dollaro e, dall'altro, la crescita del valore delle passività verso l'estero dovuta soprattutto al forte rialzo delle quotazioni azionarie nel settore bancario italiano.

In una prospettiva settoriale, la posizione netta della Banca d'Italia sull'estero è passata in attivo grazie all'incremento del valore delle riserve ufficiali e, in misura minore, al proseguimento del calo del saldo passivo TARGET. Anche la posizione creditoria del settore privato non bancario è lievemente migliorata (portandosi a 1.420 miliardi, il 63 per cento del PIL). Quella debitoria della Pubblica amministrazione si è invece ampliata, per effetto principalmente degli acquisti di titoli governativi da parte dei non residenti, così come quella delle banche, in conseguenza dell'aumento di valore delle loro passività azionarie.

Dal punto di minimo toccato alla fine del 2013, la posizione netta sull'estero dell'Italia è salita di 39 punti percentuali in rapporto al prodotto (in media di circa 61 miliardi all'anno). Nel complesso del periodo la variazione è riconducibile per poco più della metà ai persistenti avanzi di conto corrente e conto capitale e per oltre un terzo agli aggiustamenti di prezzo, mentre quelli di cambio sono risultati pressoché nulli.

10. LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2025 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso per il quinto anno consecutivo, collocandosi al 3,1 per cento del PIL (dal 3,4 dell'anno precedente). L'avanzo primario ha raggiunto lo 0,8 per cento del prodotto (dallo 0,5); secondo le più recenti stime della Commissione europea, al netto degli effetti del ciclo economico, sarebbe cresciuto di quasi mezzo punto percentuale.

L'incidenza sul PIL delle entrate è aumentata poco più di quella delle spese primarie. Gli investimenti pubblici hanno raggiunto il 3,8 per cento del prodotto – il valore più elevato dall'inizio del secolo – sospinti da quelli delle Amministrazioni locali, che si sono riportati sui livelli osservati prima della crisi dei debiti sovrani (2,1 per cento del PIL).

Secondo le valutazioni del Governo, la spesa netta che rileva per le regole di bilancio europee sarebbe cresciuta dell'1,9 per cento lo scorso anno e diminuita dello 0,1 nel complesso del biennio 2024-25. Sebbene l'incremento nel 2025 sia risultato superiore al valore concordato, lo scostamento rimarrebbe al di sotto delle soglie di tolleranza definite a livello europeo.

Il rapporto tra il debito e il prodotto è aumentato di 2,4 punti percentuali, al 137,1 per cento: l'avanzo primario non è stato sufficiente a compensare il differenziale sfavorevole tra l'onere medio del debito e la crescita dell'economia e, soprattutto, l'ampia componente stock-flussi. Quest'ultima sconta in particolare gli effetti di cassa dei crediti di imposta per ristrutturazioni edilizie maturati negli anni precedenti e l'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro.

Nel *Documento di finanza pubblica 2026* (DFP 2026) il Governo ha presentato il quadro tendenziale dei conti pubblici per il periodo 2026-29. L'indebitamento netto diminuirebbe gradualmente fino al 2,1 per cento del prodotto. Nel 2026 la crescita della spesa netta sarebbe pari al limite concordato, ma lo oltrepasserebbe nel 2027. L'incidenza del debito sul PIL continuerebbe ad aumentare nell'anno in corso, per poi ridursi dal 2027, fino al 136,3 per cento nel 2029.

La finanza pubblica nel 2025

L'indebitamento netto. – Il Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-29 (PSBMT 2025-29), pubblicato nel settembre 2024, indicava per lo scorso anno un indebitamento netto pari al 3,3 per cento del PIL, coerente con l'obiettivo

di spesa netta¹ e superiore di 0,4 punti percentuali rispetto al valore allora stimato sulla base della legislazione vigente (cfr. il capitolo 10 nella *Relazione annuale* sul 2024).

Alla fine del 2024 veniva approvata una manovra coerente con tale obiettivo²; tra i principali interventi essa confermava in via permanente la riduzione del numero degli scaglioni dell'Irpef e, con alcune modifiche, quella del cuneo fiscale per i lavoratori dipendenti. In particolare, gli sgravi contributivi allora in essere, che sarebbero venuti meno alla fine del 2024, venivano sostituiti da maggiori trasferimenti e maggiori detrazioni Irpef (cfr. il riquadro: *Modifiche all'Irpef e altri interventi sul cuneo fiscale nell'ultima legge di bilancio: un'analisi di microsimulazione* nella *Relazione annuale* sul 2024). Nelle valutazioni ufficiali, al parziale finanziamento delle misure espansive contribuivano il mancato rinnovo dell'agevolazione contributiva per l'occupazione nel Mezzogiorno e l'utilizzo delle risorse del Fondo per l'attuazione della delega fiscale, istituito con la manovra di bilancio per il 2024.

Nella primavera dello scorso anno il *Documento di finanza pubblica 2025* (DFP 2025) confermava l'obiettivo per il disavanzo indicato nel PSBMT 2025-29, mentre il *Documento programmatico di finanza pubblica 2025* (DPFP 2025) di ottobre rivedeva la stima al ribasso, al 3 per cento, per effetto sia di minori spese (in particolare dei contributi agli investimenti), sia di maggiori entrate fiscali³.

A consuntivo, il disavanzo per il 2025 è risultato marginalmente superiore (3,1 per cento del PIL), soprattutto per effetto della dinamica più sostenuta dei contributi agli investimenti rispetto a quanto previsto a ottobre⁴. A tale dinamica, secondo le informazioni contenute nel DFP 2026, avrebbero contribuito anche i crediti di imposta per ristrutturazioni edilizie (che nel complesso nel 2025 sarebbero stati pari a quasi lo 0,4 per cento del prodotto)⁵.

¹ La spesa netta è costituita dalle uscite delle Amministrazioni pubbliche al netto delle seguenti voci: (a) la spesa per interessi; (b) le misure discrezionali riguardanti le entrate; (c) la spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziata dai fondi europei; (d) la spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dalla UE; (e) la componente ciclica delle uscite per le indennità di disoccupazione (che in Italia includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni); (f) le misure una tantum; (g) altre misure temporanee.

² Per una descrizione più dettagliata delle misure espansive e delle relative coperture, cfr. *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.

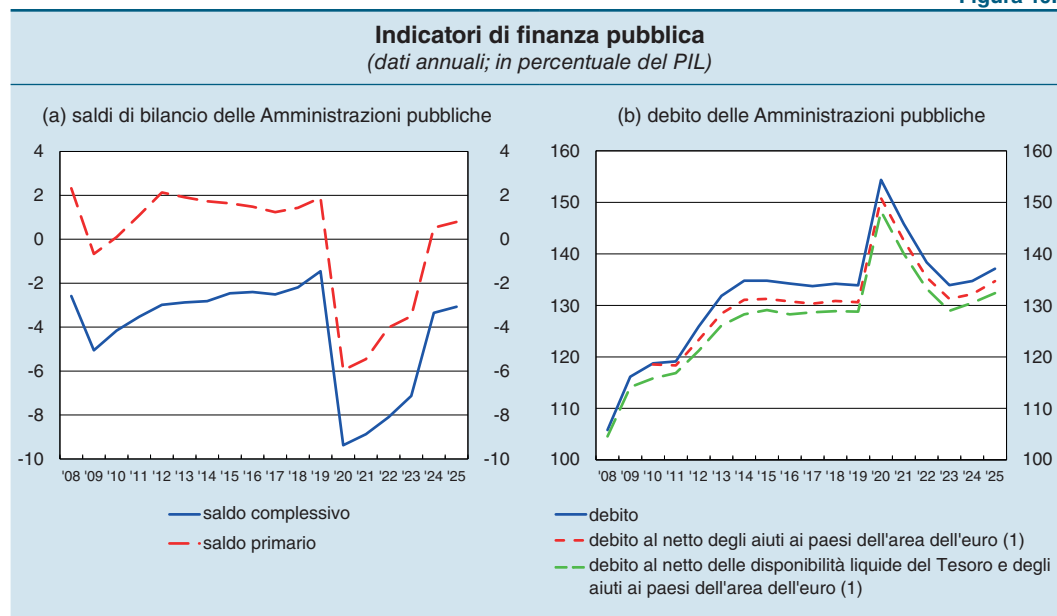
³ *Audizione preliminare all'esame del Documento programmatico di finanza pubblica 2025*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Commissioni riunite 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 8 ottobre 2025.

⁴ Anche le entrate sono risultate maggiori delle attese. Gli scostamenti tra uscite ed entrate di consuntivo e previste sono pari entrambi a circa mezzo punto percentuale del PIL; si riducono di circa 0,1 punti se si escludono gli effetti di imputazioni statistiche straordinarie connesse con la rimodulazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) dell'autunno 2025.

⁵ Si tratterebbe prevalentemente di crediti per lavori effettuati nel 2025 che risultavano già avviati alla data del 15 ottobre 2024 e che sono stati comunicati all'Agenzia delle Entrate tra la fine del 2025 e l'inizio di quest'anno, per i quali si è potuto fruire dello sconto in fattura o della cessione del credito sulla base della normativa vigente.

Rispetto al 2024 l'indebitamento netto è diminuito di 0,3 punti percentuali del prodotto (fig. 10.1 e tav. 10.1) grazie al miglioramento dell'avanzo primario, che ha raggiunto lo 0,8 per cento del PIL.

Figura 10.1



Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL, Istat; per il debito, Banca d'Italia.

(1) Questi aiuti comprendono i prestiti ad altri paesi dell'area dell'euro, bilaterali e attraverso il Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF), nonché il contributo al capitale del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM).

Tavola 10.1

Conto consolidato delle Amministrazioni pubbliche (1) (miliardi di euro, se non diversamente specificato)						
VOCI	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Entrate correnti	786,0	858,1	917,6	971,9	1.028,2	1.070,0
di cui: contributi sociali	230,3	247,6	260,3	268,2	278,1	305,9
imposte dirette	251,1	268,4	290,4	321,8	343,6	346,0
imposte indirette	231,2	262,1	279,8	291,4	309,6	317,5
Entrate in conto capitale	5,7	10,9	18,1	24,3	7,8	15,8
Pressione fiscale (in % del PIL)	42,7	42,3	41,7	41,2	42,4	43,1
Totale entrate	791,7	869,0	935,8	996,2	1.036,0	1.085,9
in % del PIL	47,4	47,2	46,8	46,5	47,0	48,1
Spese primarie correnti	801,1	823,9	853,7	875,7	906,5	934,3
Interessi	57,1	63,0	81,6	77,8	85,5	87,1
Spese in conto capitale	90,1	145,6	162,3	195,6	117,8	133,9
di cui: investimenti fissi lordi	43,9	52,4	52,8	67,6	79,1	86,7
Totale spese	948,3	1.032,5	1.097,6	1.149,1	1.109,8	1.155,3
in % del PIL	56,8	56,0	54,9	53,6	50,4	51,2
Saldo primario	-99,5	-100,5	-80,3	-75,1	11,7	17,8
in % del PIL	-6,0	-5,5	-4,0	-3,5	0,5	0,8
Indebitamento netto	156,6	163,5	161,9	152,9	73,8	69,4
in % del PIL	9,4	8,9	8,1	7,1	3,4	3,1

Fonte: Istat.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

L'aumento della spesa primaria in rapporto al prodotto (0,8 punti percentuali, al 47,3 per cento) è stato più che compensato dalla crescita delle entrate (1 punto percentuale, al 48,1), per due terzi riconducibile all'aumento della pressione fiscale. La spesa per interessi è invece rimasta sostanzialmente stabile, al 3,9 per cento del PIL.

Secondo le più recenti stime della Commissione europea, nel 2025 il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico è migliorato per il terzo anno consecutivo, passando da un lieve disavanzo nel 2024 a un avanzo di 0,3 punti percentuali del PIL⁶ (cfr. il riquadro: *L'impatto delle politiche discrezionali e del ciclo economico sul saldo primario dal 2014*).

L'IMPATTO DELLE POLITICHE DISCREZIONALI E DEL CICLO ECONOMICO SUL SALDO PRIMARIO DAL 2014

L'evoluzione nel tempo del saldo primario delle Amministrazioni pubbliche riflette sia l'intervento discrezionale del Governo (ossia l'orientamento della politica di bilancio), sia la risposta automatica dei conti pubblici all'andamento dell'economia.

Nell'approccio più comunemente utilizzato in letteratura l'orientamento della politica di bilancio è ottenuto sottraendo dalla variazione del saldo primario la sua componente ciclica, stimata sulla base dell'elasticità dei conti allo scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (*output gap*).

Un recente studio¹ utilizza una metodologia che consente di affinare le stime sia della risposta automatica al ciclo economico sia dell'orientamento della politica di bilancio.

In primo luogo, la risposta automatica dei conti non viene stimata in maniera aggregata come reazione all'*output gap*, ma individualmente per le principali voci di entrata e di spesa², sfruttando la relazione che lega ciascuna voce alla variabile macroeconomica che più direttamente ne determina l'andamento³.

In secondo luogo, l'orientamento della politica di bilancio è calcolato in modo indipendente dalla risposta automatica dei conti all'andamento economico. In

¹ F. Berardini, F. Renzi e M. Savegnago, *Assessing Italy's fiscal stance. From post-sovereign debt stagnation to pandemic crisis and recovery*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Nel complesso i due metodi forniscono indicazioni analoghe.

² J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano e M. Spolander, *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, European Central Bank, Working paper series, 579, 2006.

³ Ad esempio, per l'IVA si considerano i consumi nominali delle famiglie e per i contributi previdenziali il complesso delle retribuzioni.

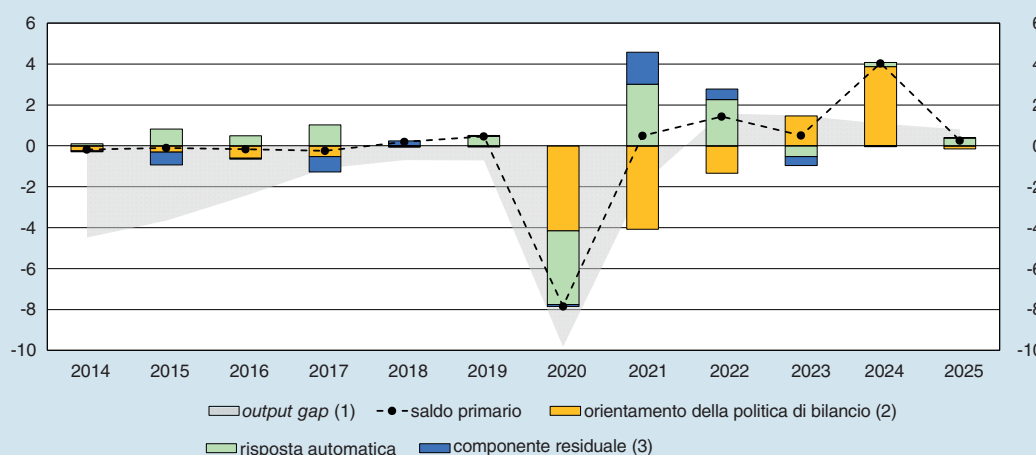
⁶ Dati aggiornati al 21 maggio.

particolare, in linea con la metodologia della Commissione europea⁴, per le entrate si ricorre alla valutazione degli effetti delle misure indicati nei documenti ufficiali e per le spese si considera discrezionale la deviazione rispetto alla traiettoria del PIL potenziale nominale⁵. Per costruzione, può emergere pertanto una discrepanza tra la variazione del saldo primario e la somma della risposta automatica e dell'orientamento di bilancio.

Nel periodo 2014-19 l'avanzo primario delle Amministrazioni pubbliche ha avuto oscillazioni contenute, rimanendo intorno all'1,6 per cento del PIL: gli effetti di un orientamento di bilancio nel complesso espansivo (0,3 punti percentuali del PIL in media d'anno) e la componente residuale sono stati bilanciati dalla risposta favorevole dei conti pubblici al quadro macroeconomico (figura).

Figura

Variazioni annue del saldo primario delle Amministrazioni pubbliche e loro determinanti
(in punti percentuali del PIL, se non diversamente specificato)



Fonte: per l'output gap, Commissione europea (dati aggiornati al 21 maggio); per le variazioni del saldo primario, Istat; per tutte le altre voci, elaborazioni su dati di contabilità nazionale, documenti programmatici di bilancio, relazioni tecniche allegate ai provvedimenti legislativi.

(1) Differenza tra il PIL reale effettivo e quello potenziale in punti percentuali di quest'ultimo. Una variazione positiva dell'output gap (ad esempio, da valori negativi a valori vicini allo zero) è tipicamente associata a una risposta automatica favorevole del saldo primario. – (2) Un valore positivo (negativo) corrisponde a un orientamento restrittivo (espansivo). – (3) Include anche le variazioni annuali delle entrate imputate a fronte di sovvenzioni legate al programma Next Generation EU.

Nel triennio 2020-22, caratterizzato dalla crisi pandemica e da quella energetica, l'orientamento di bilancio è stato fortemente espansivo (per oltre 3 punti in media all'anno). Il deterioramento del saldo primario è stato attenuato dalla risposta automatica del bilancio pubblico per quasi 0,6 punti in media (il peggioramento di 3,6 punti nel 2020 è stato più che compensato nel successivo biennio) e dalla componente residuale: in particolare, l'andamento delle entrate

⁴ N. Carnot e F. de Castro, *The discretionary fiscal effort: an assessment of fiscal policy and its output effect*, European Commission, European Economy. Economic papers, 543, 2015.

⁵ Questa soluzione ha il vantaggio di prendere a riferimento una condizione che ragionevolmente è neutrale rispetto alla dinamica del PIL, ossia la costanza del rapporto tra spesa e prodotto.

fiscali è risultato superiore rispetto a quello delle variabili macroeconomiche di riferimento⁶.

Nel periodo 2023-25 l'orientamento della politica di bilancio è stato invece restrittivo (1,7 punti percentuali in media), mentre sia l'impatto sui saldi del ciclo economico sia la componente residuale sono stati in media sostanzialmente trascurabili.

Complessivamente, nel periodo post-pandemico l'intonazione della politica di bilancio è stata espansiva: accanto a interventi di natura temporanea, legati in prevalenza alle due crisi e ai bonus edilizi, sono state introdotte misure di carattere strutturale, tra cui la riduzione del cuneo fiscale e il rafforzamento degli strumenti di sostegno alle famiglie con figli; contestualmente, la spesa per investimenti è cresciuta molto, anche in connessione con l'attuazione del PNRR (cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR nelle sue fasi conclusive* del capitolo 4).

⁶ Nel 2021 circa il 50 per cento del residuo è riconducibile al gettito dell'IVA, cresciuto a un tasso quasi triplo rispetto a quello dei consumi nominali (21,4 per cento a fronte del 7,4). Le misure di contenimento dei contagi adottate durante la pandemia hanno determinato un drastico calo della quota di spesa per servizi, caratterizzata da aliquote effettive più basse; sono inoltre aumentate le transazioni elettroniche, tipicamente associate a una minore probabilità di evasione; cfr. F. Berardini e F. Renzi, *Mind the gap! The (unexpected) impact of COVID-19 pandemic on VAT revenue in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 669, 2022.

Le entrate. – Nel 2025 le entrate sono aumentate del 4,8 per cento (a 1.086 miliardi), sospinte dalla crescita dei contributi sociali (10 per cento), connessa con il venire meno degli sgravi contributivi in vigore fino al 2024, nonché con l'incremento dell'occupazione (cfr. il capitolo 7) e delle retribuzioni unitarie (cfr. il capitolo 8).

Sono aumentate anche le imposte indirette (2,5 per cento), riflettendo soprattutto la dinamica dell'IVA (3,6 per cento, a fronte di una crescita della spesa per consumi delle famiglie del 2,5).

L'aumento delle imposte dirette è stato più contenuto (0,7 per cento). Su tale andamento ha influito il calo dell'Irpef (-3,4 per cento), dovuto principalmente alle maggiori detrazioni introdotte con la legge di bilancio per il 2025. Le imposte sui redditi di natura finanziaria e l'Ires hanno invece continuato a crescere a ritmi sostenuti (18,3 e 4,5 per cento rispettivamente). Le prime hanno beneficiato di rendimenti degli strumenti finanziari relativamente elevati (cfr. il capitolo 13), la seconda, tra l'altro, del differimento della possibilità per gli intermediari finanziari di effettuare alcune deduzioni, nonché dell'abolizione dell'Aiuto alla crescita economica disposta dalla manovra per il 2024.

Nel complesso la pressione fiscale è salita di 0,7 punti percentuali, al 43,1 per cento.

Tra le entrate diverse dalle imposte, quelle in conto capitale sono più che raddoppiate, principalmente per effetto degli introiti imputati a fronte delle spese

finanziate da sovvenzioni del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (DRR, lo strumento cardine del PNRR)⁷.

Lespese. – Dopo il sensibile calo del 2024, connesso con il netto ridimensionamento delle erogazioni per i crediti di imposta del Superbonus edilizio, lo scorso anno la spesa primaria delle Amministrazioni pubbliche è cresciuta del 4,3 per cento (a 1.068 miliardi); quella per interessi è solo lievemente aumentata (1,9 per cento): la leggera riduzione dell'onere medio del debito pubblico ha in parte compensato l'incremento di quest'ultimo in termini nominali.

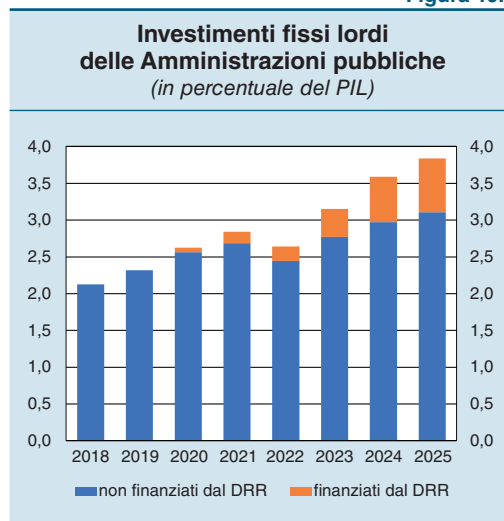
Le uscite primarie correnti sono salite del 3,1 per cento (a 934 miliardi), in linea con le prestazioni sociali in denaro⁸ (3 per cento), che ne rappresentano circa la metà. Tra queste ultime, la dinamica molto sostenuta dei trattamenti di natura non pensionistica (8,5 per cento) – che riflette anche i maggiori trasferimenti a favore dei lavoratori dipendenti decisi con la manovra per il 2025 – è stata superiore a quella relativamente modesta delle pensioni (1,8 per cento).

Sono aumentate le erogazioni per i redditi da lavoro dipendente (3,2 per cento), anche in connessione con gli stanziamenti per i rinnovi dei contratti dei dipendenti pubblici, nonché quelle per i consumi intermedi e i trasferimenti sociali in natura (rispettivamente del 3,6 e 3,3 per cento).

Le spese in conto capitale sono tornate a crescere (13,6 per cento, a 134 miliardi); vi hanno contribuito, in misura simile, la dinamica degli investimenti pubblici (9,6 per cento) e quella dei contributi agli investimenti (23,1 per cento). Le uscite in conto capitale includono anche alcuni trasferimenti erogati nel quadro degli aiuti di Stato (cfr. il riquadro: *Gli aiuti di Stato a fondo perduto alle imprese in Italia: evoluzione della spesa e destinatari*).

L'incidenza degli investimenti ha raggiunto il 3,8 per cento del PIL, il valore più elevato dall'inizio del secolo, anche grazie alle spese finanziate dal DRR (fig. 10.2)⁹.

Figura 10.2



Fonte: Eurostat.

⁷ Secondo le regole statistiche europee, infatti, l'impatto sull'indebitamento netto di una spesa finanziata dalle sovvenzioni del DRR deve essere neutralizzato registrando una posta fittizia di pari entità dal lato delle entrate.

⁸ Tale voce include, ad esempio, le erogazioni per pensioni, le indennità di disoccupazione e i trasferimenti a favore dei lavoratori dipendenti e delle famiglie con figli.

⁹ Nel periodo 2020-25 il complesso degli interventi finanziati attraverso il DRR ammonta a circa 5 punti percentuali del prodotto.

Per quanto riguarda i contributi agli investimenti privati – che nel complesso ammontano all'1,7 per cento del PIL – sono aumentati sia quelli a favore delle famiglie (50,7 per cento) sia quelli per le imprese (15,8 per cento).

GLI AIUTI DI STATO A FONDO PERDUTO ALLE IMPRESE IN ITALIA: EVOLUZIONE DELLA SPESA E DESTINATARI

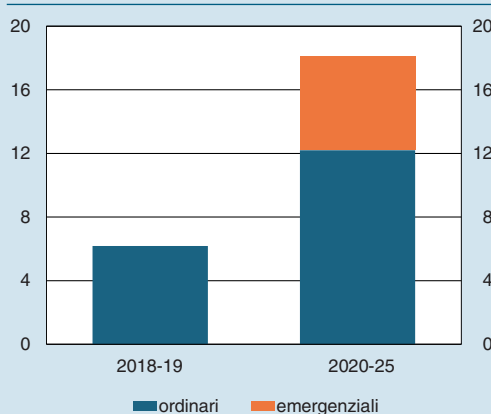
Gli aiuti a fondo perduto sono finanziamenti generalmente attribuiti in modo selettivo a specifiche imprese o settori; per questo sono vincolati da norme europee e vengono censiti in un apposito registro (Registro nazionale degli aiuti di Stato, RNA)¹.

Il sostegno pubblico alle imprese² è stato rafforzato dall'inizio di questo decennio, soprattutto per contrastare gli effetti della pandemia prima e della crisi energetica poi. In particolare, gli aiuti a fondo perduto sono passati in media da circa 6 miliardi all'anno nel biennio 2018-19 a circa 18 tra il 2020 e il 2025 (figura A)³. A questo forte incremento hanno contribuito in pari misura gli aiuti ordinari e quelli a carattere emergenziale (ossia concessi in deroga alle norme europee ordinarie, sulla base del Quadro temporaneo in materia di aiuti di Stato)⁴, che sono stati erogati a partire dal 2020 con criteri meno stringenti e in modo più automatico.

L'aumento nella spesa si è accompagnato all'ampliamento della platea di beneficiari: nel biennio 2018-19 le imprese destinatarie di almeno un aiuto erano state circa 380.000; nei sei anni successivi il loro numero è salito a 3,9 milioni (anche a seguito dell'inclusione delle imprese individuali tra i destinatari degli aiuti emergenziali) su un totale di circa 4,7 milioni di aziende attive censite dall'Istat.

Figura A

Aiuti di Stato a fondo perduto per tipologia (medie annuali; miliardi di euro)



Fonte: RNA; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Finanza pubblica: gli aiuti di Stato a fondo perduto*.

¹ Gli aiuti di Stato, secondo la definizione comunitaria, identificano le misure di sostegno selettivo che hanno avuto o potrebbero avere effetti distorsivi sulla concorrenza e sul commercio tra gli Stati. Gli aiuti a fondo perduto costituiscono di norma aiuti di Stato.

² Oltre che con gli aiuti a fondo perduto, tale sostegno viene fornito anche attraverso gli sgravi fiscali (deduzioni, detrazioni, esenzioni e aliquote ridotte, crediti di imposta) e le agevolazioni finanziarie (partecipazioni al capitale, prestiti pubblici, garanzie). Sulle garanzie, cfr. il riquadro: *I prestiti bancari a imprese e famiglie assistiti da garanzie pubbliche* del capitolo 12. Ai fini dell'iscrizione nell'RNA si considera impresa qualsiasi entità che eserciti un'attività economica, indipendentemente dalla sua forma giuridica. Secondo nostre stime un esiguo numero di beneficiari (che assorbe circa il 3 per cento dell'ammontare complessivo degli aiuti qui analizzati) non è un'impresa in senso stretto.

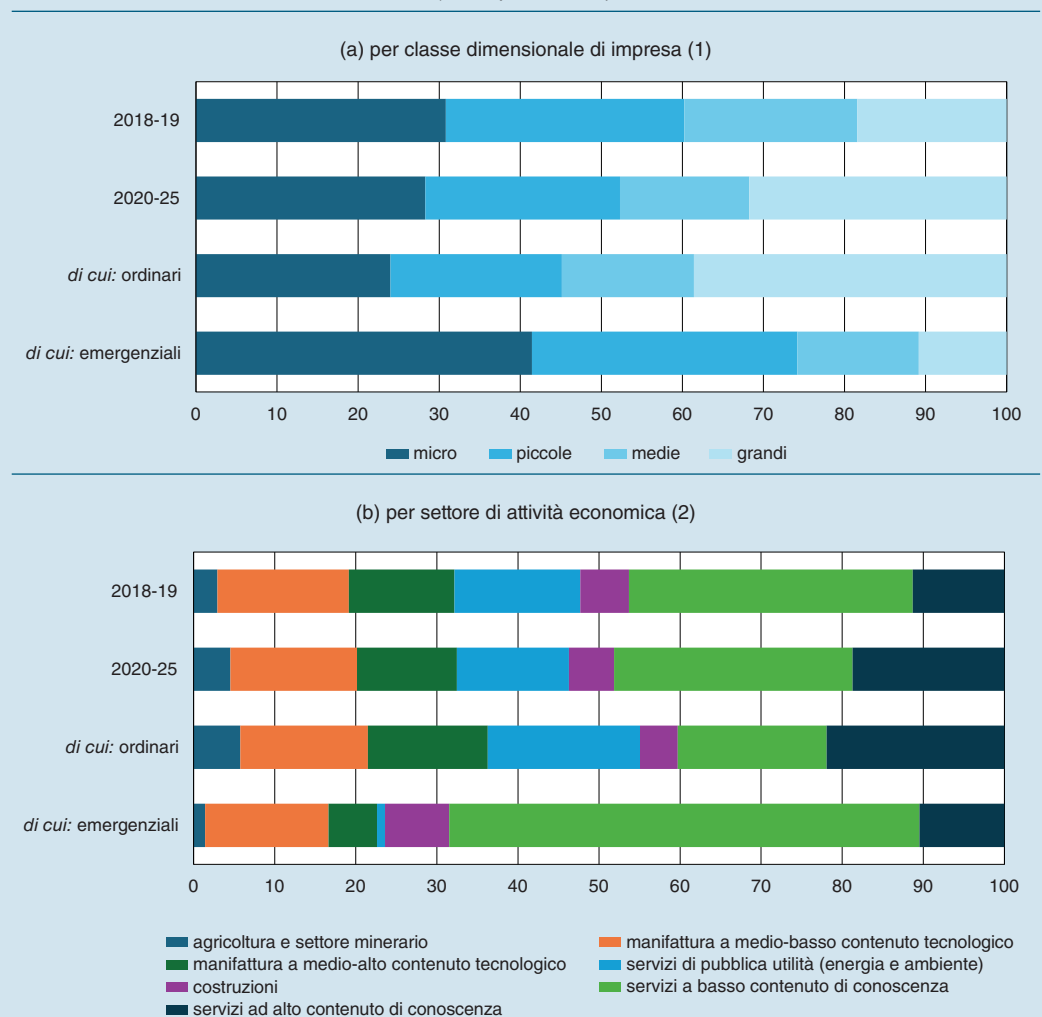
³ In questo sottoperiodo l'ammontare degli aiuti a fondo perduto risulta crescente fino al 2024, anche a causa dei ritardi nella registrazione degli aiuti nell'RNA. Una riduzione si è osservata lo scorso anno, per il venire meno della componente emergenziale.

⁴ Per approfondimenti, cfr. il capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2024.

Nel periodo complessivamente considerato (2018-25), a fronte di una mediana pari a 2 aiuti per beneficiario, l'1 per cento delle imprese (soprattutto aziende manifatturiere di grande dimensione) ne ha ottenuti fino a 20 (2,5 all'anno in media). Un numero così elevato di aiuti per impresa, peraltro spesso afferenti alla stessa classe di obiettivi⁵, suggerisce la presenza di margini di razionalizzazione delle politiche sottostanti, mediante ad esempio l'accorpamento di misure con finalità sovrapponibili.

Figura B

Distribuzione degli aiuti di Stato a fondo perduto
(valori percentuali)



Fonte: RNA e InfoCamere; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Finanza pubblica: gli aiuti di Stato a fondo perduto*.

(1) Si considerano le sole società di capitali. Per micro si intendono le società con meno di 10 dipendenti; le piccole hanno tra 10 e 50 dipendenti; le medie tra 50 e 250 dipendenti e le grandi oltre 250 dipendenti. – (2) Si considerano le società sia di capitali sia di persone. Si adotta la classificazione Eurostat delle attività economiche in base all'intensità tecnologica e al contenuto di conoscenza. I servizi di pubblica utilità (energia e ambiente) includono i settori Ateco D ed E.

⁵ Gli aiuti a fondo perduto possono essere concessi per una varietà di finalità, tra cui la coesione sociale e territoriale, il sostegno all'occupazione, la promozione di ricerca e sviluppo, lo sviluppo sostenibile e la valorizzazione della diversità culturale.

Rispetto al periodo pre-pandemico, dal 2020 è cresciuta la quota di risorse complessivamente assegnate alle imprese di grande dimensione. In particolare, a queste aziende è andata una quota relativamente più alta di aiuti ordinari, mentre alle micro e alle piccole imprese è stata concessa una quota maggiore di interventi emergenziali (figura B, pannello a).

Dal punto di vista settoriale la fase successiva alla pandemia si è caratterizzata per una ricomposizione degli aiuti a carattere ordinario a favore del comparto dell'energia e ambiente e di quello dei servizi ad alto contenuto di conoscenza (figura B, pannello b).

La spesa netta. – Il PSBMT 2025-29 aveva fissato per il 2025 un obiettivo di crescita della spesa netta pari all'1,3 per cento. Secondo il DFP 2026, a consuntivo l'aumento sarebbe stato dell'1,9 per cento; nel complesso del biennio 2024-25 la spesa netta sarebbe diminuita dello 0,1 per cento. Sebbene l'incremento nel 2025 sia risultato superiore al valore concordato con la Commissione europea e con il Consiglio della UE, lo scostamento rimarrebbe al di sotto delle soglie di tolleranza sia annuali sia cumulate definite dalla governance europea¹⁰.

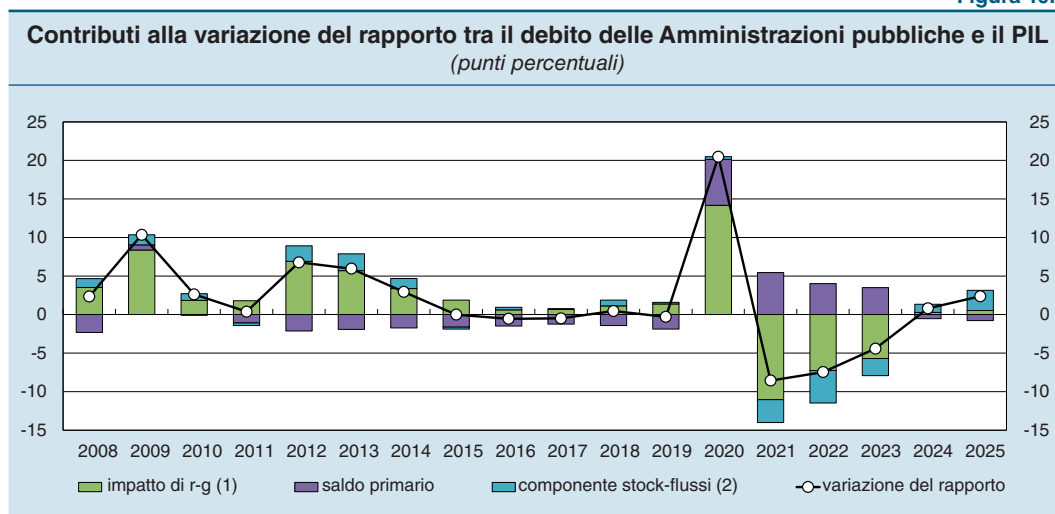
Secondo le stime del Governo, nel 2025 la minore crescita della spesa netta rispetto a quella delle spese primarie è spiegata soprattutto dall'effetto di rilevanti misure discrezionali di aumento delle entrate non una tantum (0,8 punti percentuali del PIL).

Il debito pubblico. – Il PSBMT 2025-29 aveva indicato per lo scorso anno un aumento del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto di 1,2 punti percentuali. Le stime contenute nel DFP 2025 e nel DPFP 2025 indicavano un incremento solo leggermente superiore (1,3 punti).

A fine anno il rapporto tra il debito e il prodotto è risultato pari al 137,1 per cento, 2,4 punti percentuali in più rispetto al 2024. Questo aumento è stato determinato da: (a) un'elevata componente stock-flussi (2,6 punti del PIL), connessa in particolare con gli effetti di cassa dei crediti di imposta per ristrutturazioni edilizie maturati negli anni precedenti e con un sensibile incremento delle disponibilità liquide del Tesoro; (b) un differenziale sfavorevole tra l'onere medio del debito (2,9 per cento) e il tasso di crescita del PIL nominale (2,5 per cento). L'avanzo primario ha solo in parte compensato questi due fattori (fig. 10.3). Rispetto alle attese del DPFP 2025, il maggiore aumento del rapporto nello scorso anno è attribuibile soprattutto a una componente stock-flussi più ampia di quanto anticipato in autunno, anche per effetto della decisione – guidata da considerazioni prudenziali – di collocare le disponibilità liquide a fine anno su un livello superiore a quanto inizialmente previsto.

¹⁰ Il prossimo giugno la Commissione europea pubblicherà la propria valutazione sull'indicatore di spesa netta per il 2025 e registrerà nel conto di controllo il saldo coerente con tale stima.

Figura 10.3



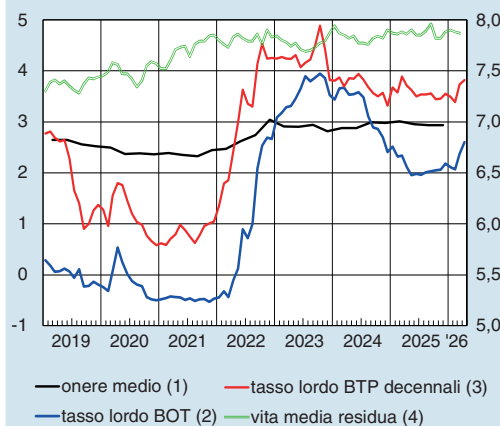
Fonte: Istat, per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL; Banca d'Italia, per il debito.
 (1) Contributo dato dalla differenza tra l'onere medio del debito (r) e il tasso di crescita del PIL a prezzi correnti (g). – (2) Differenza tra la variazione del debito e l'indebitamento netto.

In termini nominali il debito è salito di 128,9 miliardi. L'aumento riflette il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (109,5 miliardi), l'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro (per 14,7 miliardi, a 52,4), nonché l'effetto degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della variazione del cambio (per 4,6 miliardi). La vita media residua del debito è rimasta stabile a 7,9 anni (fig. 10.4).

La quota del debito pubblico detenuta dalla Banca d'Italia ha continuato a scendere, collocandosi al 18,5 per cento (dal 21,6 alla fine del 2024), anche a causa dell'interruzione, a dicembre 2024, dei reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP). Anche la quota detenuta dal complesso degli intermediari finanziari residenti è diminuita (al 32,6 per cento, dal 33,4); al contrario, quella posseduta direttamente dagli altri residenti (principalmente famiglie e imprese non finanziarie) ha continuato ad aumentare, seppure leggermente (al 14,5 per cento, dal 14,1). È ulteriormente salita la quota del debito in mano ai non residenti (al 34,3 per cento, dal 30,9), che include i finanziamenti concessi all'Italia dalla UE (complessivamente pari al 4 per cento del debito pubblico). Questi ultimi sono costituiti da: (a) i prestiti del DRR, nel cui ambito l'Italia nel 2025 ha ottenuto 23,4 miliardi, in aggiunta ai

Figura 10.4

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



Fonte: per la spesa per interessi, Istat; per il debito, i tassi lordi e la vita media residua, Banca d'Italia.

(1) Dati trimestrali. Rapporto tra la spesa per interessi nei 12 mesi terminanti in quello di riferimento e la consistenza del debito alla fine del corrispondente mese 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.

75,7 dei precedenti quattro anni (cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR nelle sue fasi conclusive* del capitolo 4); (b) i prestiti residui, per 24,3 miliardi, concessi al nostro paese nel biennio 2020-21 relativi allo strumento di finanziamento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE)¹¹.

Alcune passività delle Amministrazioni pubbliche, come ad esempio i debiti commerciali e le passività in derivati, non sono incluse nel debito definito in base alle regole statistiche europee. Secondo le stime dell'Istat, alla fine del 2025 i debiti commerciali erano pari al 2,8 per cento del PIL (2,7 nel 2024)¹². Il valore di mercato del portafoglio in derivati, che nel 2024 costituiva una passività di importo contenuto, alla fine dello scorso anno è risultato invece positivo per 0,1 punti percentuali del prodotto¹³.

Neppure le garanzie rilasciate a favore di soggetti privati, in quanto passività solo potenziali, sono incluse nel debito pubblico. Secondo le stime contenute nel DFP 2026, lo scorso anno lo stock di garanzie pubbliche è lievemente diminuito al 13,0 per cento del PIL (dal 13,4 del 2024)¹⁴: il calo dello stock di garanzie standardizzate, dovuto al rimborso di parte dei prestiti sottostanti concessi alle piccole e medie imprese durante la pandemia, ha più che compensato l'aumento delle garanzie non standardizzate, in particolare di quelle rilasciate da SACE a sostegno dei crediti all'esportazione. Le escussioni sono state nel complesso pari allo 0,1 per cento del PIL, sostanzialmente in linea con il 2024; esse sono per la maggior parte riconducibili alle garanzie standardizzate, per le quali un accantonamento pari alla stima della perdita attesa era già stato contabilizzato nell'indebitamento netto al momento della concessione (tav. 10.2)¹⁵.

Lo scorso anno il mercato dei titoli del debito pubblico è stato interessato da due sviluppi rilevanti. In particolare, il merito di credito nel lungo periodo dell'Italia è stato rivisto al rialzo dalle agenzie Fitch, Moody's, Morningstar DBRS e Standard & Poor's Global Ratings, che hanno indicato tra le motivazioni delle loro decisioni anche l'aspettativa di un percorso almeno stabile del rapporto tra il debito pubblico e il PIL nel medio periodo¹⁶. Inoltre, nel corso del 2025 il differenziale di rendimento sulla scadenza decennale tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi è sceso di oltre 40 punti base, contestualmente alla crescita dei rendimenti dei titoli tedeschi (cfr. il capitolo 13).

¹¹ Nell'autunno 2025 l'Italia ha rimborsato una prima rata di tali prestiti (per 3,1 miliardi). Una seconda rata di rimborso (0,7 miliardi) è stata invece corrisposta nel primo trimestre dell'anno in corso.

¹² Questo valore è al netto dei debiti commerciali ceduti pro soluto dai creditori a intermediari finanziari (0,4 per cento del PIL alla fine del 2025), che sulla base delle regole statistiche europee sono invece inclusi nel debito pubblico.

¹³ Questo valore è al netto dell'ammontare di derivati inclusi nel debito pubblico – in particolare contratti swap che fin dall'origine o a seguito di una ristrutturazione presentano un valore negativo per la controparte governativa – che nel 2025 è rimasto sostanzialmente stabile allo 0,1 per cento del PIL.

¹⁴ I dati riportati nel DFP 2026 sono al netto delle garanzie concesse a valere su risorse europee e considerano la sola quota statale degli schemi garantiti anche da SACE. Secondo i dati armonizzati più aggiornati dell'Eurostat, nel 2024 le garanzie pubbliche ammontavano al 14,6 per cento del PIL in Italia, al 13,6 in Germania, al 12,7 in Francia e al 4,6 in Spagna.

¹⁵ L'accantonamento a fronte delle garanzie standardizzate concesse nel 2025 è stato di 0,4 miliardi; in applicazione delle nuove regole di registrazione concordate a livello europeo, la sua entità è stata ridotta per tenere conto di importi accantonati e non escussi in passato a valere sull'operatività del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese.

¹⁶ Inoltre l'*outlook* è stato migliorato da KBRA e da Scope e, nel gennaio scorso, da Standard & Poor's Global Ratings.

Tavola 10.2

Principali schemi di garanzia pubblica (1) (in percentuale del PIL)						
VOCI	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Stock di garanzie (2)	12,9	15,7	15,1	14,0	13,4	13,0
non standardizzate	5,5	6,1	6,0	6,5	6,9	7,4
standardizzate (3)	7,5	9,6	9,2	7,5	6,5	5,6
Escussioni (2)	....	....	....	....	0,1	0,1
non standardizzate	....	....	....	....	0,0	0,0
standardizzate (3)	....	....	....	....	0,1	0,1
Accantonamenti per garanzie standardizzate	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0

Fonte: per lo stock di garanzie e le escussioni, elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze (Documenti di economia e finanza per gli anni 2020-23 e Documenti di finanza pubblica per gli anni 2024-25); per il PIL e gli accantonamenti a fronte di garanzie standardizzate, Istat.

(1) Dati di fine anno. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Non include le garanzie concesse a valere su risorse europee e considera la sola quota statale degli schemi garantiti anche da SACE. – (3) Include le garanzie concesse dal Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese e dal Fondo di garanzia mutui per la prima casa.

I conti delle Amministrazioni locali

Le Amministrazioni locali erogano il 30 per cento circa della spesa pubblica primaria; le loro entrate derivano sia da trasferimenti dalle altre Amministrazioni pubbliche sia da tributi, il cui gettito è pari a quasi il 14 per cento di quello complessivo.

Le entrate. – Nel 2025 le entrate delle Amministrazioni locali sono aumentate del 4,3 per cento (a circa 330 miliardi, pari al 14,6 per cento del PIL).

I trasferimenti pubblici, che continuano a rappresentare la voce più rilevante delle risorse degli enti, sono saliti del 5,8 per cento (a oltre 187 miliardi); l'incremento è dovuto soprattutto alla componente in conto capitale (cresciuta di oltre il 50 per cento), che riflette il finanziamento degli interventi del PNRR.

Le entrate proprie di natura tributaria sono aumentate dell'1,5 per cento (a circa 92 miliardi), trainate dalle imposte dirette e in particolare dalle addizionali all'Irpef (salite del 6,0 per cento). Le imposte indirette sono invece rimaste sostanzialmente stabili: si segnala un lieve decremento sia dell'IRAP (-0,4 per cento) sia dell'Imu (-0,8 per cento), mentre sono moderatamente cresciute le imposte connesse con il possesso di un veicolo, anche in relazione all'aumento dei trasferimenti di proprietà e ai rincari dei premi assicurativi.

Le entrate proprie di natura extra tributaria sono aumentate del 2,5 per cento, soprattutto per l'andamento dei proventi dei servizi pubblici locali.

La spesa. – Nel 2025 la spesa delle Amministrazioni locali è aumentata del 5,0 per cento (a circa 330 miliardi). La componente corrente è cresciuta poco più del prodotto (del 3,2 per cento, a quasi 272 miliardi), mentre è proseguito a un ritmo sostenuto l'incremento della spesa in conto capitale (del 14,1 per cento, a poco meno di 59 miliardi).

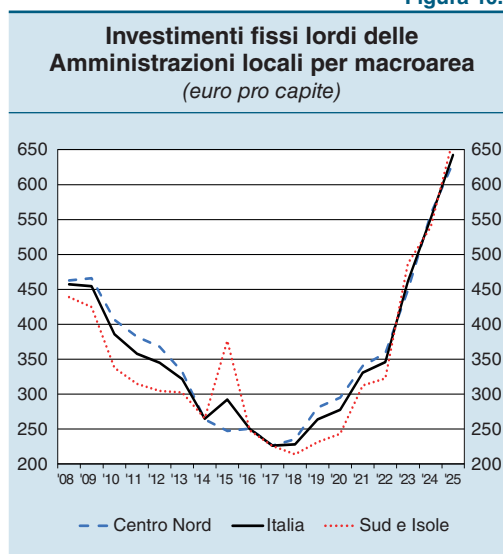
Oltre la metà della spesa corrente è collegata alla sanità (che in gran parte è erogata a livello regionale), aumentata nel 2025 del 2,5 per cento (a circa 142 miliardi); in rapporto al prodotto la spesa sanitaria è rimasta stabile al 6,3 per cento, al di sotto dei valori osservati prima della crisi pandemica e negli altri principali paesi europei. I consumi intermedi (cresciuti del 3,7 per cento) sono stati sospinti, fra l'altro, dagli acquisti di farmaci innovativi e di dispositivi medici. Anche la spesa per il personale ha continuato a espandersi (del 2,9 per cento), soprattutto per effetto di adeguamenti retributivi; sulla base delle informazioni più recenti disponibili, persistono divari territoriali significativi nelle dotazioni di personale sanitario (circa 113 ogni 10.000 abitanti nel Mezzogiorno, contro quasi 130 nel resto del Paese). Sono infine aumentate, sebbene in misura più contenuta, le prestazioni sociali in natura (1,9 per cento), che comprendono la spesa farmaceutica territoriale.

Oltre i quattro quinti della spesa in conto capitale sono costituiti da investimenti. Questi ultimi hanno continuato ad aumentare in modo marcato (circa il 13 per cento, un tasso quasi doppio rispetto a quello delle Amministrazioni centrali), incidendo per poco più del 55 per cento sul totale degli investimenti pubblici. Nel complesso dell'ultimo quinquennio gli investimenti locali sono pressoché raddoppiati, beneficiando anche degli interventi disposti nell'ambito del PNRR; l'incidenza sul PIL si è così riportata sui livelli osservati prima del 2010 (2,1 per cento).

Il dettaglio territoriale, ricostruito a partire dai dati del Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope)¹⁷, evidenzia un recupero degli investimenti pro capite nel Mezzogiorno rispetto al Centro Nord nell'ultimo triennio, anche in relazione alla chiusura del precedente ciclo delle politiche di coesione e alla progressiva realizzazione degli interventi del PNRR (fig. 10.5).

Il debito. – Nel 2025 il debito consolidato delle Amministrazioni locali (ossia al netto di quello detenuto da altre Amministrazioni pubbliche) ha continuato a ridursi sia in valore assoluto (del 3,7 per cento, a 79,5 miliardi), sia in rapporto al prodotto (di 0,2 punti, al 3,5 per cento)¹⁸. La contrazione ha interessato tutte le macroaree, in particolare il Mezzogiorno, la cui quota di debito locale è di conseguenza lievemente diminuita (al 31,9 per cento).

Figura 10.5



Fonte: elaborazioni su dati Siope e, per la popolazione, Istat.

¹⁷ Tali dati differiscono da quelli di contabilità nazionale (che non consentono un'analisi a livello territoriale) principalmente per il perimetro degli enti rilevati e per il criterio di contabilizzazione degli investimenti (per cassa anziché per competenza).

¹⁸ Il debito non consolidato è risultato pari a 105,8 miliardi (4,7 per cento del PIL), in calo dai 109,5 del 2024 (5 per cento del PIL); la quota riconducibile al Mezzogiorno è pari al 34,8 per cento.

La finanza pubblica nel 2026 e le prospettive per il medio termine

La sessione di bilancio per il 2026. – Con il DPFP 2025 dello scorso ottobre, il Governo programmava un indebitamento netto in discesa al 2,8 per cento del prodotto per l'anno in corso, al 2,6 per il 2027 e al 2,3 per il 2028. In coerenza con quei programmi, rispetto al quadro tendenziale allora elaborato, l'ultima legge di bilancio ha definito misure compatibili con un disavanzo sostanzialmente invariato nel 2026 e più alto di circa 0,3 punti percentuali del PIL in media all'anno nel biennio 2027-28 (tav. 10.3)¹⁹.

Con riferimento alle principali misure espansive, la manovra ha destinato in media all'anno nel triennio: (a) circa 6 miliardi al sostegno del reddito disponibile delle persone fisiche, in larga misura attraverso la riduzione della seconda aliquota dell'Irpef; (b) 5,3 miliardi alla spesa in conto capitale, inclusi gli investimenti di Anas e Rete ferroviaria italiana e alcuni incentivi per gli investimenti delle imprese; (c) 2,5 miliardi alla sanità. Tra le coperture quantitativamente più rilevanti, l'inasprimento di alcune imposte a carico degli intermediari finanziari e delle assicurazioni (4,8 miliardi in media all'anno nel biennio 2026-27 e 1,5 nel 2028) e la riprogrammazione degli interventi finanziati dal PNRR (4,8 miliardi nel 2026 e 0,4 in media all'anno nel 2027-28)²⁰. Sono stati inoltre previsti sia tagli e posticipi di spesa per le Amministrazioni centrali sia una riduzione del Fondo per lo sviluppo e la coesione (circa 3 miliardi in media all'anno).

I provvedimenti adottati nei primi mesi del 2026. – Nei primi mesi dell'anno in corso il Governo ha approvato una serie di interventi volti a contenere i prezzi dei beni energetici. Secondo le valutazioni ufficiali, questi provvedimenti hanno un effetto nullo sul disavanzo in quanto le misure espansive trovano copertura soprattutto attraverso un aumento delle entrate, nonché una riduzione dei contributi alla produzione e degli stanziamenti dei bilanci dei ministeri.

Il DL 21/2026 (decreto “bollette”) dello scorso febbraio, convertito dalla L. 49/2026, ha riguardato in particolare i prezzi dell'elettricità e del gas naturale. Tra le principali misure figurano: (a) per le centrali a gas naturale, il rimborso degli oneri di trasporto del combustibile e, subordinatamente all'approvazione della Commissione europea, dei costi legati ai permessi di emissione rilasciati dal Sistema per lo scambio di quote di emissione di gas a effetto serra dell'Unione europea (*European Union Emissions Trading System*, EU-ETS); (b) la riduzione e rimodulazione di alcune componenti degli oneri di sistema dell'elettricità; (c) la riduzione temporanea di alcune componenti degli oneri di sistema del gas naturale, a favore delle imprese a più alto consumo di questo combustibile.

¹⁹ *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2026-28*, testimonianza del Vice Capo Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia F. Balassone, Commissioni riunite 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 6 novembre 2025.

²⁰ Nello specifico, parte delle minori uscite del 2026 deriva dalla sostituzione nel PNRR di misure previste per quell'anno con altre già realizzate in passato.

Tavola 10.3

Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche delle misure incluse nella legge di bilancio per il 2026 (1) (milioni di euro)			
	2026	2027	2028
USO DELLE RISORSE (C=A-B)	22.921	21.116	20.291
Maggiori spese (A)	15.947	14.961	14.439
Spese correnti	10.357	9.442	9.524
Incremento del Fondo sanitario nazionale e altre spese per la sanità (effetto netto)	2.381	2.631	2.633
Istituzione fondo per fare fronte a effetti di contenziosi nazionali ed europei	2.200	0	0
Spese per gli enti locali	964	1.179	1.199
Proroga del "bonus mamme"	630	0	0
Fondi per acquisto di beni alimentari (carta "Dedicata a te")	500	500	0
Modifiche all'ISEE	489	494	509
Misure in materia di pensioni (effetto netto)	440	1.794	989
Definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni (sezione II - effetto netto) (2)	231	-293	543
Modifiche all'assegno di inclusione (effetto netto)	106	77	79
Ampliamento platea imprese tenute al versamento TFR al Fondo di tesoreria INPS	92	396	708
Liquidazione anticipata del TFR per dipendenti pubblici	0	321	330
Altre spese correnti	2.323	2.344	2.535
Spese in conto capitale	5.590	5.518	4.915
Credito di imposta Zona economica speciale (ZES) unica, "Nuova Sabatini" e altri incentivi	3.215	1.757	917
Fondo per il rifinanziamento di "Transizione 4.0"	1.300	0	0
Definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni (sezione II - effetto netto) (3)	-21	2.672	3.062
Altre spese in conto capitale	1.096	1.090	935
Minori entrate (B)	-6.973	-6.155	-5.852
Riduzione della seconda aliquota Irpef (effetto netto)	-2.901	-2.976	-2.985
Rottamazione cartelle	-1.478	-614	-452
Detassazione rinnovi contrattuali, premi di produttività e altre indennità nel settore privato (effetto netto)	-1.397	-475	3
Posticipo <i>plastic tax</i> e <i>sugar tax</i> (effetto netto)	-385	35	-27
Detassazione del trattamento accessorio per dipendenti pubblici (effetto netto)	-359	-60	5
Iper ammortamento sull'acquisto di beni strumentali	0	-414	-1.292
Proroga agevolazioni edilizie (effetto netto)	15	-455	-647
Altre minori entrate (effetto netto)	-470	-1.197	-457
REPERIMENTO RISORSE (D=E-F)	17.347	14.687	13.418
Maggiori entrate (E)	11.562	10.531	9.131
Imposte sugli intermediari finanziari e sulle assicurazioni	5.532	4.143	1.519
imposta straordinaria sulle banche	1.650	0	0
misure sulle deduzioni	1.620	3.074	460
maggiorazione aliquota IRAP intermediari finanziari e assicurazioni (effetto netto)	962	1.069	1.059
acconto del contributo sui premi assicurativi veicoli e natanti	1.300	0	0
Imposte sostitutive sul reddito di impresa e tassazione dei dividendi (effetto netto)	1.236	1.032	843
Misure di contrasto all'evasione	853	993	1.792
Rimodulazione delle accise sui carburanti (effetto netto)	694	633	598
Ampliamento platea imprese tenute al versamento TFR al Fondo di tesoreria INPS (effetto netto)	1.260	1.337	1.588
Aumento dell'imposta sostitutiva su rivalutazione terreni e partecipazioni	240	240	240
Aumento di aliquota dell'imposta su alcuni premi assicurativi RC auto	115	115	115
Effetti riflessi delle misure	573	772	765
Raddoppio dell'aliquota su alcune transazioni finanziarie (<i>Tobin tax</i>)	337	337	337
Misure doganali su piccole spedizioni e-commerce da extra UE	123	245	245
Aumento accisa sui tabacchi	213	466	797
Altre maggiori entrate (effetto netto)	386	219	294
Minori spese (F)	-5.785	-4.156	-4.286
Spese correnti	-2.430	-965	-1.822
Riduzione della spesa delle Amministrazioni centrali	-405	-334	-1.190
Riduzione del Fondo sostegno povertà e inclusione attiva	-267	-347	-336
Altre minori spese correnti	-1.758	-284	-295
Spese in conto capitale	-3.355	-3.191	-2.465
Riduzione del Fondo per lo sviluppo e la coesione 2021-27	-1.842	-1.110	-100
Posticipo della spesa delle Amministrazioni centrali	-948	-1.349	-1.643
Altre minori spese in conto capitale	-565	-732	-722
Variazione netta entrate (G=B+E)	4.589	4.376	3.279
Variazione netta spese (H=A+F)	10.163	10.805	10.153
correnti	7.928	8.477	7.703
in conto capitale	2.235	2.327	2.450
Riduzione dell'indebitamento netto atteso dalla rimodulazione del PNRR (I)	-4.783	-727	-81
Effetti attesi dalla rimodulazione del PNRR - minori entrate	-920	-530	82
Effetti attesi dalla rimodulazione del PNRR - minori spese	-5.703	-1.257	1
Variazione dell'indebitamento netto (L=H-G+I)	791	5.702	6.792
in percentuale del PIL (4)	0,0	0,2	0,3

(1) Elaborazioni sulle valutazioni ufficiali contenute negli atti parlamentari della legge di bilancio per il 2026 (legge 30 dicembre 2025, n. 199). – (2) Comprende l'effetto netto di definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni della Sezione II della legge di bilancio per la parte di spesa corrente. – (3) Comprende l'effetto netto di definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni della Sezione II per la parte di spesa in conto capitale. – (4) Viene considerato il PIL nominale programmatico riportato nel DPFP 2025.

Inoltre, a seguito dei rincari dei prodotti energetici causati dall'avvio del conflitto nel Golfo Persico, il Governo è intervenuto con vari provvedimenti, tra marzo e maggio, in particolare riducendo temporaneamente le accise sui carburanti (cfr. il capitolo 8).

Secondo il modello di microsimulazione della Banca d'Italia (BIMic)²¹ la spesa delle famiglie per carburanti per il trasporto – e, di conseguenza, l'ammontare di accise pagato – è crescente nel reddito equivalente²². Si può stimare che per i nuclei familiari i benefici di un taglio delle accise su benzina e gasolio vadano per oltre la metà a favore di quelli che si collocano negli ultimi due quinti della distribuzione del reddito²³.

Il Documento di finanza pubblica 2026. – Il DFP 2026 aggiorna il quadro tendenziale dei conti pubblici per il triennio 2026-28 ed estende l'orizzonte di previsione al 2029²⁴. Nel triennio 2026-28 l'indebitamento netto diminuirebbe in media di 0,2 punti percentuali del PIL all'anno fino al 2,5 per cento; si ridurrebbe maggiormente nel 2029, al 2,1 (tav. 10.4)²⁵. Tale andamento rifletterebbe l'ampliamento dell'avanzo primario (circa 0,4 punti percentuali in media all'anno), superiore a quello della spesa per interessi. Il miglioramento dei conti nel quadriennio sarebbe guidato dal calo dell'incidenza delle spese primarie (1,9 punti del PIL), per oltre due terzi riconducibile alla componente in conto capitale; la pressione fiscale rimarrebbe sostanzialmente stabile. La spesa in conto capitale in rapporto al PIL si contrarrebbe di circa 0,3 punti percentuali in media all'anno, riflettendo il venire meno di alcuni fattori che l'hanno accresciuta nel 2025 (tra cui le erogazioni connesse con gli incentivi all'edilizia) e il graduale esaurirsi dei programmi finanziati dal DRR; tuttavia gli investimenti pubblici rimarrebbero su livelli storicamente elevati (con un picco del 3,9 per cento del prodotto nel 2027).

La spesa netta aumenterebbe dell'1,6 per cento nell'anno in corso, in linea con il limite concordato con la Commissione europea e con il Consiglio della UE. Nel 2027 crescerebbe del 2,2 per cento, un ritmo superiore di 0,3 punti percentuali rispetto sia all'obiettivo indicato nel PSBMT 2025-29 sia ai programmi dello scorso autunno. Lo scostamento deriverebbe principalmente dalla dinamica più sostenuta dei prezzi nel 2026, che ha effetti differiti sulla rivalutazione delle prestazioni sociali in denaro. Nel biennio 2028-29 l'indicatore tornerebbe nei limiti dei valori stabiliti dal PSBMT 2025-29.

²¹ Per maggiori informazioni, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *BIMic: modello di microsimulazione della Banca d'Italia*.

²² Per il calcolo del reddito familiare equivalente si utilizza la scala OCSE modificata, che attribuisce peso 1 al capofamiglia, 0,5 a ogni ulteriore componente con almeno 14 anni e 0,3 a ogni componente con meno di 14 anni.

²³ L'analisi si concentra sulla spesa annua in benzina e gasolio per uso non professionale attribuibile a ciascuna famiglia.

²⁴ *Audizione preliminare all'esame del Documento di finanza pubblica 2026*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, 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, 28 aprile 2026.

²⁵ Rispetto ai programmi del DFP 2025 dell'autunno scorso, gli andamenti dei principali saldi di bilancio nel triennio 2026-28 sono lievemente peggiori, per effetto di un più sfavorevole quadro macroeconomico e di una spesa per interessi più sostenuta.

Tavola 10.4

Quadro dei conti pubblici nei più recenti documenti ufficiali <i>(in percentuale del PIL, se non diversamente specificato)</i>									
VOCI	DPFP 2025: quadro programmatico (ottobre 2025)				DFP 2026: quadro tendenziale (aprile 2026) (1)				
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	2029
Indebitamento netto	3,0	2,8	2,6	2,3	3,1	2,9	2,8	2,5	2,1
Avanzo primario	0,9	1,2	1,5	1,9	0,8	1,2	1,5	1,8	2,4
Spesa per interessi	3,9	3,9	4,1	4,3	3,9	4,1	4,2	4,4	4,5
Debito	136,2	137,4	137,3	136,4	137,1	138,6	138,5	137,9	136,3
Crescita della spesa netta (2)	1,3	1,6	1,9	1,6	1,9	1,6	2,2	1,7	1,5
<i>Per memoria: crescita della spesa netta secondo il PSBMT 2025-29 (2)</i>					1,3	1,6	1,9	1,7	1,5
(1) Il DFP 2026 non include un quadro programmatico dei conti pubblici. – (2) In percentuale.									

L'incidenza del debito sul prodotto continuerebbe a crescere nel 2026, al 138,6 per cento; scenderebbe marginalmente nel 2027 e più rapidamente nel biennio successivo, collocandosi al 136,3 per cento nel 2029. Nel complesso del quadriennio gli avanzi primari ridurrebbero l'incidenza del debito per 6,9 punti percentuali, mentre il differenziale tra onere medio e dinamica del PIL nominale e la componente stock-flussi la incrementerebbero rispettivamente di 3,4 e 2,6 punti. Quest'ultima sarebbe fortemente influenzata dagli effetti, in esaurimento, delle compensazioni dei crediti di imposta per l'edilizia maturati in passato²⁶.

Le dinamiche descritte nel DFP 2026 non includono gli incrementi di spesa per la difesa fino allo 0,5 per cento del PIL nel 2028, che lo scorso ottobre il DPFP 2025 giudicava realistici anche alla luce degli impegni internazionali sottoscritti dall'Italia. Nell'ambito del nuovo strumento di azione per la sicurezza dell'Europa (*Security and action for Europe*, SAFE; cfr. il riquadro: *La spesa per la difesa nei paesi della UE* nella *Relazione annuale* sul 2024), lo scorso febbraio il Consiglio della UE ha approvato un prestito all'Italia dell'importo massimo di 14,9 miliardi, a fronte della richiesta presentata dal Governo a novembre del 2025. Il DFP 2026 ha chiarito che le misure così finanziate sono già comprese nel quadro tendenziale dei conti.

²⁶ Di contro, la stima della componente stock-flussi include sia una riduzione delle giacenze di liquidità del Tesoro, sia proventi da privatizzazioni per 0,8 punti percentuali del PIL nel triennio 2026-28.

11. IL CONTESTO ISTITUZIONALE E LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI IMPRESA

Nel 2025 si sono osservati ulteriori miglioramenti della qualità del contesto istituzionale, in una fase di intensificato impegno per l'attuazione degli investimenti e delle riforme del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR). Permangono tuttavia carenze nel confronto internazionale e divari significativi a livello territoriale nell'efficacia della Pubblica amministrazione. Sulla qualità dell'azione pubblica incide negativamente l'alto grado di complessità e instabilità del quadro normativo.

Nella giustizia civile la durata dei processi e l'arretrato sono diminuiti; il numero delle liquidazioni giudiziali per la gestione delle crisi di impresa è aumentato, ma si mantiene inferiore a quello medio dello scorso decennio. Negli appalti pubblici rimangono consistenti il numero e l'importo dei lavori banditi; anche grazie a interventi normativi e organizzativi volti ad accelerare le procedure, si sono ridotti i tempi di affidamento, mentre restano elevate le durate delle fasi di progettazione ed esecuzione. È proseguito il rafforzamento della Pubblica amministrazione, sia in termini di risorse umane sia con la digitalizzazione dei processi, sostenuta dal Piano.

Gli interventi di riforma sulla concorrenza previsti dal PNRR hanno avuto effetti limitati sul grado di regolamentazione dei mercati. Gli adempimenti burocratici a carico delle aziende sono aumentati negli ultimi dieci anni, con impatti negativi sui costi operativi e sulla crescita dimensionale delle imprese. Nello stesso periodo, l'evoluzione della struttura di mercato è stata influenzata dall'incremento delle operazioni di fusione e acquisizione. L'introduzione della nuova forma societaria europea (EU Inc.) potrebbe favorire gli investimenti transfrontalieri.

Lo Stato interviene nei mercati anche attraverso la partecipazione diretta nel capitale delle imprese, l'esercizio di poteri speciali sulle operazioni societarie (*golden power*) e la concessione di aiuti di Stato. Nell'ultimo quinquennio è proseguita la contrazione del numero di imprese partecipate dagli enti locali, soprattutto tra le più piccole, mentre è aumentato quello delle società controllate dalle Amministrazioni centrali; l'ambito di applicazione potenziale del *golden power* è stato ampliato, sebbene i casi di utilizzo siano rimasti limitati. Gli aiuti di Stato si sono ridotti negli ultimi anni, per effetto della cessazione delle misure straordinarie varate durante le crisi pandemica ed energetica.

I fattori di contesto

La qualità del contesto istituzionale dipende sia dall'efficacia dell'azione delle Amministrazioni pubbliche, sia dalla chiarezza, stabilità e prevedibilità del quadro normativo (cfr. il riquadro: *La qualità e la quantità della produzione legislativa*

in Italia). Secondo il rapporto *Business ready* del 2025 della Banca Mondiale, l'Italia presenta, nel confronto con le altre economie avanzate per le quali sono disponibili informazioni, tempi più lunghi nella risoluzione delle controversie giudiziarie, nelle procedure di insolvenza e nell'acquisizione dei permessi edilizi. L'avvio dell'attività di impresa è invece relativamente rapido, grazie a misure che nello scorso decennio hanno semplificato l'interazione con le Pubbliche amministrazioni. Secondo l'aggiornamento di un nostro indicatore composito che tiene conto di diverse dimensioni dell'azione pubblica¹, nell'ultimo quinquennio è proseguito il miglioramento della qualità amministrativa, sebbene permanga un ritardo nel Mezzogiorno.

LA QUALITÀ E LA QUANTITÀ DELLA PRODUZIONE LEGISLATIVA IN ITALIA

La qualità delle istituzioni è una determinante fondamentale della crescita economica¹. Un sistema normativo chiaro, prevedibile e stabile ne costituisce una componente essenziale, poiché riduce l'incertezza, limita gli oneri di conformità per gli operatori, permette un'efficace risoluzione delle controversie e consente il corretto funzionamento dei mercati.

Un recente lavoro², basato sull'universo degli atti statali con forza di legge (leggi, decreti legge e decreti legislativi) dalla proclamazione della Repubblica fino al decennio in corso, ha costruito indicatori sulla quantità e qualità della produzione normativa in Italia. Sul piano quantitativo, viene considerato il numero di atti, articoli e parole approvati ogni anno, nel complesso e per tipologia di provvedimento. Le misure di qualità tengono invece conto dell'instabilità delle leggi (ossia delle reiterate modifiche alla stessa norma in tempi ravvicinati), della loro incertezza (rappresentata dal rinvio a normativa secondaria, necessaria per conoscere l'esatto contenuto della norma), della disorganicità dei provvedimenti (corrispondente al numero di materie trattate in uno stesso atto) e della loro leggibilità (misurata in termini di accessibilità dei testi da parte di persone con diversi livelli di istruzione).

Nel nostro paese la produzione legislativa è cresciuta: il numero di parole contenute negli atti approvati ogni anno è aumentato nel corso del periodo repubblicano, in maniera particolarmente accentuata a partire dagli anni ottanta, con un picco raggiunto alla metà del decennio scorso (figura, pannello a). È cambiato anche il modo di legiferare: a fronte dell'incremento delle parole, il numero degli articoli è rimasto sostanzialmente stabile, mentre si è ridotto quello degli atti, determinando un ampliamento della dimensione media dei provvedimenti. Il numero degli articoli

¹ D.C. North, *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press, 1990; D. Acemoglu e J. Robinson, *Why nations fail. The origins of power, prosperity, and poverty*, Londra, Profile Books, 2012.

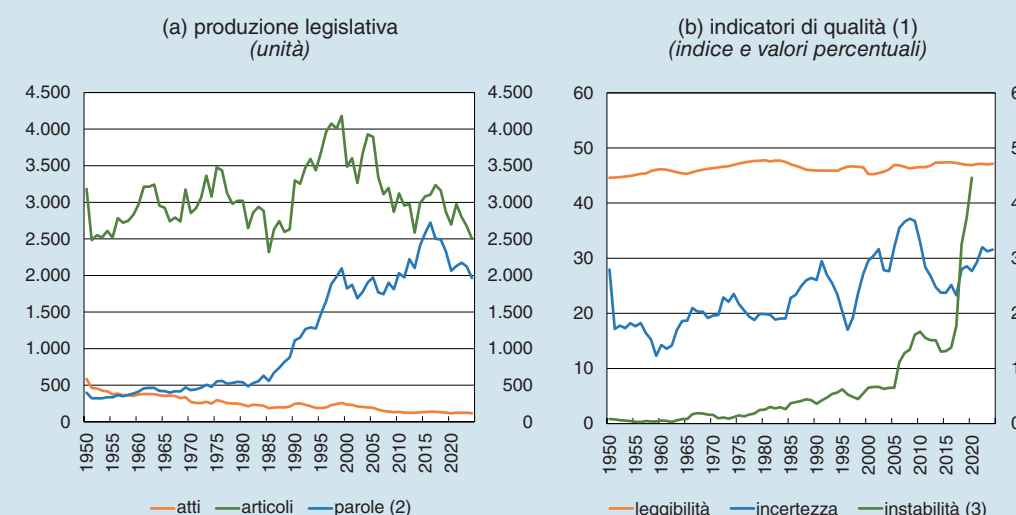
² V. Astuti, A. Pisa, G. Rodano, G. Roma e G. Rovigatti, *Evoluzione storica e qualità della produzione legislativa in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

¹ M. Cannella, M. Mancinelli e S. Mocetti, *La qualità del contesto istituzionale: come varia tra le regioni e nel tempo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 944, 2025.

per atto è raddoppiato, salendo da 10 per quelli emanati fino al duemila a 20 per quelli successivi a tale anno; il numero di parole per articolo è triplicato, passando da 230 a 670 circa. Tra le tipologie di atti, si è ridotta l'incidenza delle leggi: da quasi i tre quarti del totale tra il 1950 e il 2000 sono divenute un terzo nel periodo seguente.

Figura

Quantità e qualità della produzione legislativa



Fonte: elaborazioni su dati Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato e ItaliaNLP Lab del Consiglio nazionale delle ricerche.

(1) La leggibilità è misurata attraverso l'indice Gulpease, che analizza la lunghezza delle frasi e delle parole (in lettere) e fornisce un punteggio che collega una frase al livello di istruzione necessario per comprenderla con facilità; l'indice Gulpease è rappresentato a valori invertiti, ossia a valori più alti corrispondono testi più complessi. L'indicatore di incertezza misura la percentuale di articoli che contengono un rinvio alla normativa secondaria. L'indicatore di instabilità corrisponde alla quota di articoli che subiscono almeno 4 modifiche nei primi 4 anni della loro vigenza. – (2) Migliaia di unità. – (3) Scala di destra.

La qualità della legislazione è peggiorata, sebbene non lungo tutte le dimensioni qualitative considerate (figura, pannello b). I provvedimenti approvati, in particolare dall'inizio del secolo, sono più instabili: la probabilità che un articolo venga modificato più volte in breve tempo³ si è infatti quadruplicata rispetto ai precedenti decenni del periodo repubblicano.

Sempre con riferimento all'inizio degli anni duemila, il livello dell'incertezza è tendenzialmente cresciuto; sono tuttavia diminuiti i tempi di approvazione dei provvedimenti attuativi.

La leggibilità delle norme è rimasta costante nel periodo considerato: i testi legislativi risultano accessibili solo alle persone in possesso di almeno un diploma di scuola superiore⁴.

³ L'indicatore segnala la presenza di almeno una modifica all'anno nei primi quattro anni (periodo che equivale alla durata media di una legislatura) di vigenza di un articolo.

⁴ La leggibilità è misurata dall'indice Gulpease che considera due variabili linguistiche: la lunghezza della parola e quella della frase rispetto al numero delle lettere.

I provvedimenti più recenti sono infine più disorganici che in passato, anche per l'aumento della dimensione degli atti: su un totale di 24 ambiti tematici⁵, nell'ultimo decennio la media per atto era di circa 15, un terzo in più rispetto al periodo 2005-14.

Sulle dinamiche di quantità e qualità della produzione normativa possono avere inciso vari fattori, tra i quali la maggiore attenzione negli anni recenti del legislatore ad alcune materie (come l'ambiente, la sicurezza sul lavoro, la digitalizzazione e la tutela della privacy), il processo di integrazione europea (con il relativo obbligo di adeguamento della normativa nazionale alle direttive), l'instabilità politica e la necessità di predisporre misure emergenziali in risposta alla crisi pandemica e a quella energetica.

Secondo nostre stime, ottenute analizzando la variabilità della serie storica degli indicatori, vi è una correlazione tra la bassa crescita economica degli anni duemila e il contemporaneo peggioramento della qualità della legislazione, soprattutto in termini di incertezza e instabilità; i dati non permettono tuttavia di trarre un'interpretazione causale da questa correlazione.

⁵ I 24 ambiti tematici coprono tutte le leggi e i decreti legge approvati dal 1996 in poi e risultano dall'aggregazione degli ambiti tematici individuati dal sistema di classificazione Teseo (Tesauro Senato per l'organizzazione dei documenti parlamentari) del Senato della Repubblica.

La giustizia civile. – Nel 2025 il funzionamento della giustizia civile è migliorato. Il tempo stimato di risoluzione delle controversie (*disposition time*) è sceso dell'11 per cento, attestandosi a 435 giorni negli uffici di primo grado (fig. 11.1.a); rispetto al 2019 è calato del 22 per cento, una riduzione significativa ma che ancora non consente di raggiungere l'obiettivo previsto dal PNRR per giugno di quest'anno (245 giorni). Se il calo del *disposition time* proseguisse agli stessi ritmi dell'ultimo quinquennio, occorrerebbero circa sette anni per arrivare ai livelli di Francia, Germania e Spagna.

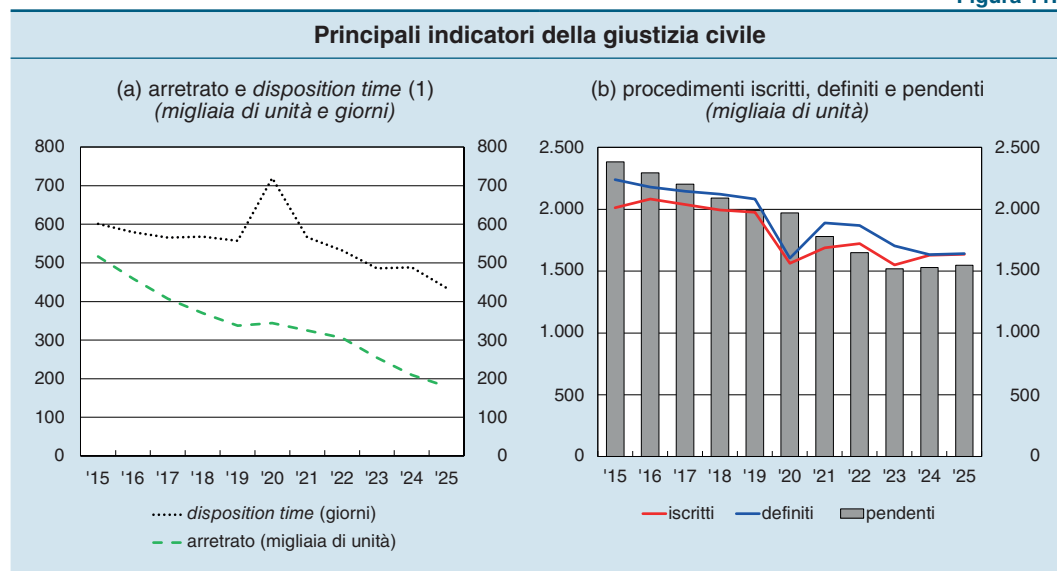
L'arretrato – misurato dai procedimenti pendenti da oltre tre anni – è ulteriormente diminuito, a circa 180.000 unità, da quasi 340.000 nel 2019. L'obiettivo del PNRR, che è calcolato sui procedimenti iscritti tra il 2017 e il 2022, è stato pressoché raggiunto.

I procedimenti definiti si sono mantenuti su livelli superiori a quelli degli iscritti (fig. 11.1.b), anche grazie a un intervento normativo che ha modificato la classificazione di alcuni procedimenti nelle controversie previdenziali e assistenziali². Gli addetti all'Ufficio per il processo, assunti con le risorse del PNRR per coadiuvare l'attività dei giudici (cfr. il riquadro: *Gli effetti dell'Ufficio per il processo sul funzionamento della giustizia civile* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2023), hanno contribuito,

² Per le controversie che richiedono l'accertamento tecnico preventivo, l'intervento normativo dispone la loro sospensione – e quindi l'esclusione dal novero dei pendenti – dalla nomina del consulente tecnico d'ufficio fino al deposito della consulenza.

sebbene in misura contenuta, a definire un numero maggiore di procedimenti; tale intervento di natura organizzativa è stato reso permanente attraverso la stabilizzazione del personale.

Figura 11.1



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.

(1) L'arretrato è calcolato su tutti i procedimenti civili pendenti nei tribunali da più di tre anni con l'esclusione di quelli davanti al giudice tutelare, dell'accertamento tecnico preventivo, del ricevimento e della verbalizzazione di dichiarazioni giurate, delle esecuzioni mobiliari e immobiliari e dei fallimenti. Il *disposition time* misura il tempo medio di definizione delle cause confrontando lo stock di pendenze alla fine dell'anno con il flusso dei procedimenti definiti nello stesso anno. È calcolato per tutti i procedimenti civili con l'esclusione delle separazioni e dei divorzi consensuali, della volontaria giurisdizione, dei procedimenti speciali e sommari e delle procedure esecutive e concorsuali (ad eccezione delle istanze di fallimento).

Le procedure giudiziali ed extragiudiziali per la gestione delle crisi di impresa. – Nel 2025 è proseguita la crescita del numero delle liquidazioni giudiziali per la gestione delle crisi di impresa, che si sono attestate a circa 8.750, un livello comunque contenuto nel confronto storico (fig. 11.2.a). L'incremento è stato più accentuato per le imprese del settore delle costruzioni, in particolare per quelle più esposte alla domanda privata, che ha risentito della flessione degli investimenti in edilizia residenziale.

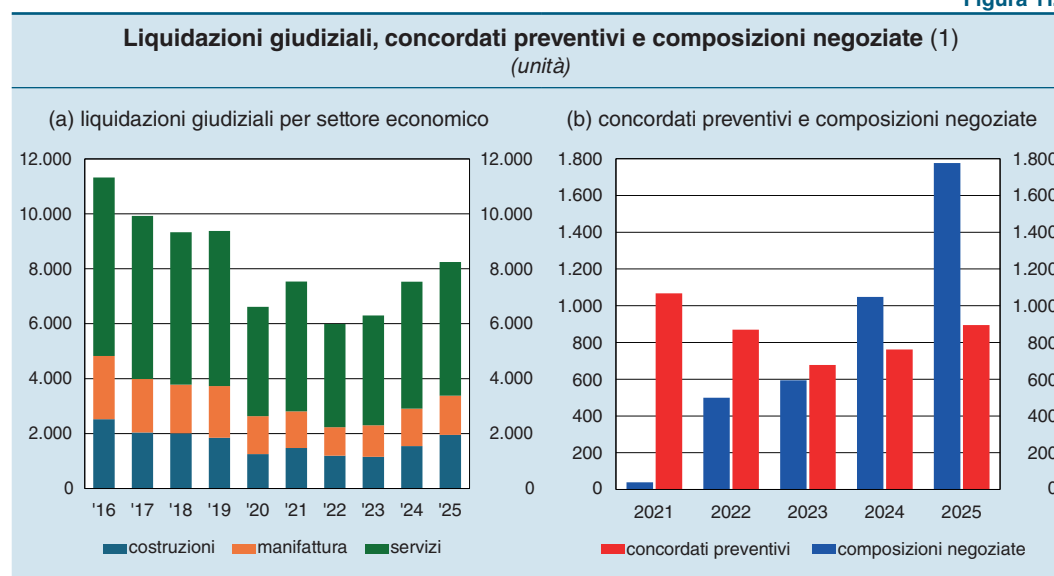
La quota di imprese avviate a liquidazione giudiziale che risultavano inattive da almeno due anni è stata circa del 40 per cento nel 2025, in calo rispetto a tre anni prima. La riduzione è coincisa con l'entrata in vigore, nel 2022, dei meccanismi di allerta previsti dal Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza (CCII), volti a favorire un'emersione più tempestiva delle crisi.

La durata delle liquidazioni giudiziali è rimasta elevata, scoraggiando il ricorso alle procedure concorsuali e ritardandone l'avvio: secondo nostre stime, un dimezzamento della durata si assocerebbe a un incremento di 6 punti percentuali della probabilità di avviare una procedura per le imprese in grave difficoltà finanziaria e a una riduzione di nove mesi dello stato di insolvenza prima dell'avvio della procedura³.

³ G. Rodano, *Judicial efficiency and bankruptcy filing decisions*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Si è ulteriormente intensificato il ricorso agli strumenti di ristrutturazione del debito delle imprese in crisi, riflettendo sia il rallentamento economico sia le novità introdotte nel CCII che ne hanno favorito l'utilizzo. Le domande di concordato preventivo sono aumentate di poco e, tra i procedimenti ammessi, si è ampliata la quota di quelli che hanno come finalità la continuità aziendale invece della liquidazione. È proseguita la crescita del ricorso alla composizione negoziata, strumento di ristrutturazione extragiudiziale introdotto dal CCII: nel 2025 le istanze sono state quasi 1.800, circa il 70 per cento in più di quelle presentate l'anno precedente (fig. 11.2.b). Il tasso di successo delle istanze concluse, ossia la quota di quelle che si sono chiuse con un accordo tra le parti, è risultato in lieve aumento (circa un caso su cinque).

Figura 11.2



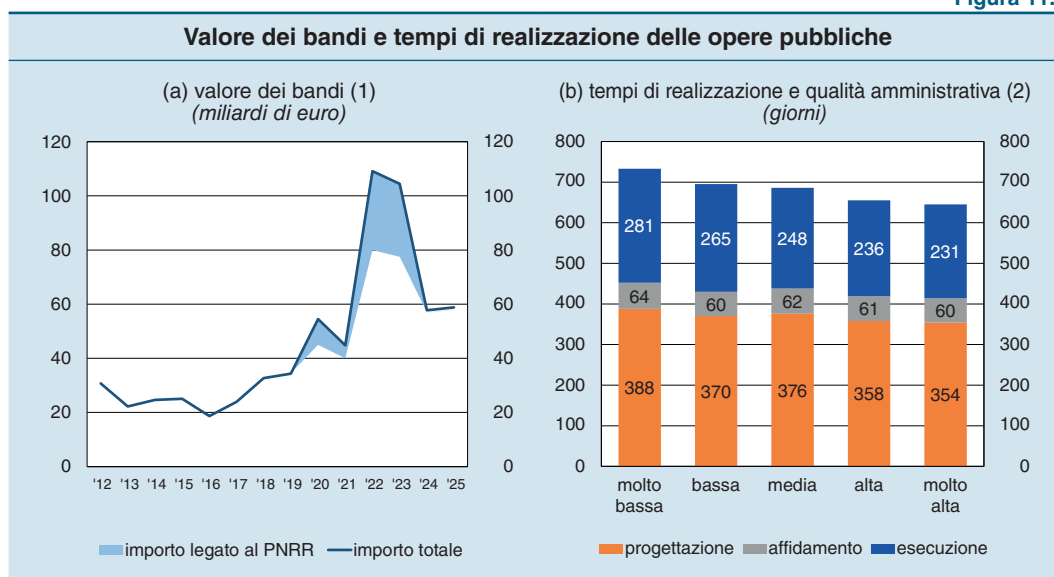
Fonte: per il pannello (a), Ministero della Giustizia; per il pannello (b), Unioncamere.

(1) La liquidazione giudiziale, che ha sostituito il fallimento, è una procedura finalizzata alla cessione dei beni di un'impresa insolvente. Il concordato preventivo è anch'esso una procedura giudiziale; prevede il voto dei creditori riguardo a un piano, presentato dal debitore, con finalità di ristrutturazione dei debiti o di liquidazione dei beni. La composizione negoziata è invece un percorso extragiudiziale volto a favorire una trattativa fra debitore e creditori al fine di mantenere la continuità aziendale; le parti sono assistite da un esperto indipendente.

Il sistema degli appalti pubblici. – Nel 2025 l'importo dei bandi di lavori pubblici è stato pari a 59 miliardi di euro, di cui il 14 per cento finanziati o cofinanziati con il PNRR (fig. 11.3.a). Il valore dei bandi in rapporto al PIL (2,6 per cento) è rimasto stabile rispetto all'anno precedente ed elevato nel confronto con lo scorso decennio (1,6 per cento in media). Nel 90 per cento dei casi (circa la metà in termini di importi) sono stati usati affidamenti diretti o procedure negoziate.

La durata della fase di affidamento dei bandi aggiudicati nel 2025 è stata di 24 giorni (82 nel 2019). La diminuzione ha riflesso gli interventi normativi volti ad accelerare le procedure anche attraverso l'ampliamento della possibilità di utilizzare gli affidamenti diretti, caratterizzati da tempi pressoché nulli. Sui bandi del PNRR hanno inoltre inciso positivamente alcune nuove pratiche organizzative (cfr. il riquadro: *L'impatto del PNRR sulla performance degli appalti pubblici*).

Figura 11.3



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Italia Domani e openANAC; per il pannello (b), openANAC.

(1) Comprende i bandi finanziati o cofinanziati da fondi collegati al PNRR. – (2) Il periodo di riferimento è 2012-25. I tempi di realizzazione, rappresentati sull'asse delle ordinate, includono le fasi di progettazione, affidamento ed esecuzione; l'indice di qualità amministrativa, rappresentato sull'asse delle ascisse, è un indicatore composito che tiene conto dell'efficienza e della capacità burocratica, della qualità della classe politica locale e della performance economico-finanziaria degli enti.

L'IMPATTO DEL PNRR SULLA PERFORMANCE DEGLI APPALTI PUBBLICI

La capacità di realizzare opere pubbliche dipende in misura significativa dal buon funzionamento delle stazioni appaltanti, dalla gestione adeguata dei processi e da un corretto allineamento degli incentivi dei soggetti, pubblici e privati, coinvolti.

Per favorire una più rapida realizzazione degli investimenti pubblici previsti, il PNRR ha introdotto un sistema articolato di regole e incentivi¹. L'assegnazione delle risorse è stata fortemente condizionata al raggiungimento dei risultati e sono stati rafforzati i sistemi di monitoraggio da parte degli enti nazionali ed europei, con l'obiettivo di stimolare il rispetto delle scadenze. Sono state inoltre modificate le procedure di appalto, potenziando l'assistenza tecnica alle amministrazioni aggiudicatrici, obbligando i Comuni non capoluogo a delegare le funzioni di acquisto a centrali di committenza specializzate e prevedendo metodi più flessibili, quali l'appalto integrato e le procedure discrezionali. Sono state infine stanziare risorse finanziarie volte ad accelerare le fasi di aggiudicazione ed esecuzione, attraverso misure quali la possibilità di assumere personale dedicato, l'innalzamento degli importi a base d'asta² e la previsione di anticipazioni più elevate a favore degli operatori economici, al fine di attenuarne eventuali vincoli di liquidità.

Utilizzando i dati dell'Autorità nazionale anticorruzione (ANAC), delle Casse edili e del portale Italia Domani, un recente studio ha stimato l'impatto delle

¹ Il DL 77/2021 definisce la governance per gli interventi del PNRR e contiene misure di accelerazione degli iter amministrativi per assicurare la realizzazione degli investimenti.

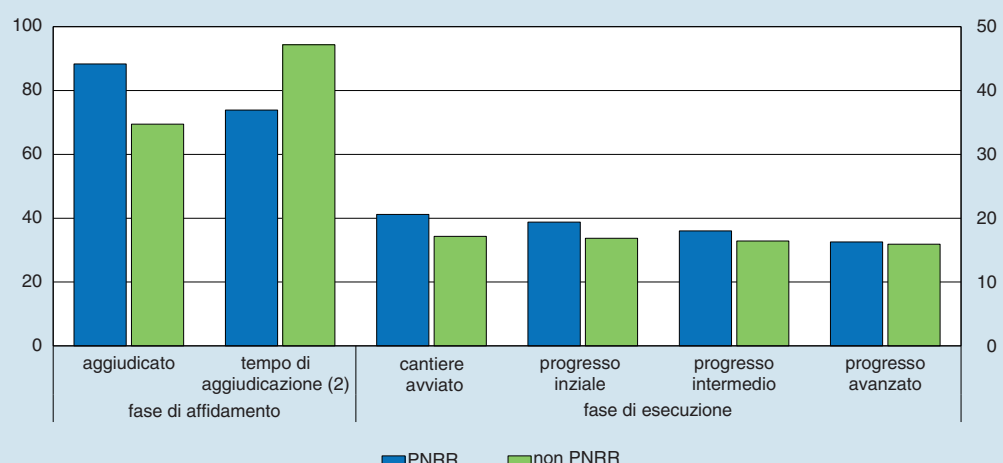
² Con il DL 50/2022 è stato introdotto il Fondo per l'avvio delle opere indifferibili, con l'obiettivo di adeguare gli importi a base d'asta all'aumento dei costi dei materiali da costruzione.

innovazioni introdotte con il PNRR sulle attività di aggiudicazione ed esecuzione dei lavori pubblici in Italia³.

I bandi del Piano hanno avuto una probabilità di aggiudicazione vicina al 90 per cento, quasi 20 punti percentuali in più di contratti simili ma non afferenti al PNRR (figura); i tempi di aggiudicazione sono stati inferiori di circa 10 giorni (-19 per cento). Questi risultati sono riconducibili soprattutto alla condizionalità delle risorse rispetto al raggiungimento degli obiettivi, un meccanismo che ha rafforzato gli incentivi delle amministrazioni responsabili dell'attuazione. L'effetto è stato inoltre amplificato dal ricorso a stazioni appaltanti qualificate per l'espletamento delle gare. La maggiore discrezionalità procedurale prevista dal quadro normativo ha invece avuto un ruolo più limitato. I benefici conseguiti nelle fasi di affidamento sono stati superiori per i Comuni con una minore qualità amministrativa⁴; ciò ha contribuito a ridurre le differenze, tendenzialmente molto ampie in Italia, tra gli enti che gestiscono le gare di appalto.

Figura

Performance delle procedure di appalto (1)
(valori percentuali e giorni)



Fonte: elaborazioni su dati ANAC, Commissione nazionale paritetica per le Casse edili (CNCE EdilConnect) e Italia Domani.
(1) Valori medi stimati per contratti PNRR e non PNRR banditi nel periodo 2016-23, confrontati a parità di caratteristiche relative al contratto, alla stazione appaltante e all'anno di pubblicazione. – (2) Scala di destra.

Nella fase di esecuzione, i contratti del PNRR sono contraddistinti da un avvio del cantiere più rapido, soprattutto grazie al maggiore ammontare delle risorse erogate come anticipo; tale effetto tuttavia tende a ridursi fino ad annullarsi nelle fasi successive della realizzazione dell'opera.

³ A. Accetturo, A. Baltrunaite, E. Lazzaro e A.L. Mancini, *Do incentives and organizational innovations affect the performance of public administration? Lessons from the Italian NRRP*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁴ La qualità amministrativa dei Comuni è misurata con un indice composito che tiene conto dell'efficienza e della capacità burocratica, della qualità della classe politica locale e della performance economico-finanziaria degli enti; cfr. A. Cerqua, C. Giannantoni, F. Zampollo e M. Mazziotta, *The municipal administration quality index: the Italian case*, "Social Indicators Research", 177, 2025, pp. 345-378.

L'esperienza maturata nell'attuazione dei progetti del PNRR può avere contribuito a rendere più efficienti tutte le procedure, comprese quelle relative a lavori non afferenti al Piano, mentre il trasferimento di alcuni compiti alle centrali di committenza qualificate può aver liberato risorse interne, rendendole disponibili per altre attività. Per contro, la concentrazione di risorse e di attenzione sui progetti del PNRR può avere determinato fenomeni di spiazzamento, con possibili effetti negativi sulle attività di gestione degli altri appalti. I risultati dell'analisi suggeriscono che hanno prevalso i benefici organizzativi: i Comuni che hanno gestito un importo di bandi per i progetti del PNRR relativamente maggiore, a parità di altre caratteristiche, hanno migliorato la fase di aggiudicazione anche degli appalti non finanziati dal Piano.

Nel complesso, gli interventi del PNRR hanno prodotto risultati positivi soprattutto nella fase in cui erano associati a meccanismi di responsabilizzazione delle amministrazioni. Nella fase esecutiva, il solo rafforzamento degli incentivi per gli enti non è stato sufficiente a generare una performance più efficace, indicando l'esigenza di estendere i meccanismi di monitoraggio e incentivazione anche ai soggetti privati coinvolti nella realizzazione delle opere.

Sui tempi di affidamento e di avvio dei cantieri delle opere di maggiore dimensione incide anche il contenzioso amministrativo: il 4,5 per cento dei bandi con un importo superiore a 5 milioni di euro è stato oggetto di un ricorso.

Il tempo medio di realizzazione di un'opera pubblica – che include le fasi di progettazione, affidamento ed esecuzione – rimane tuttavia elevato (680 giorni) e varia in misura significativa a seconda della qualità amministrativa: nei Comuni dove questa è molto bassa i tempi di completamento sono in media superiori di circa 90 giorni rispetto a quelli con qualità molto alta (fig. 11.3.b)⁴.

Oltre un decimo delle imprese di costruzioni è aggiudicatario di almeno un lavoro pubblico (circa il 40 per cento in termini di occupazione); queste, oltre a essere più grandi, sono anche più solide dal punto di vista economico-finanziario, caratteristiche che favoriscono la realizzazione delle opere⁵. La capacità di selezionare le imprese più produttive è tuttavia eterogenea tra gli enti pubblici e minore tra quelli con una più bassa qualità amministrativa.

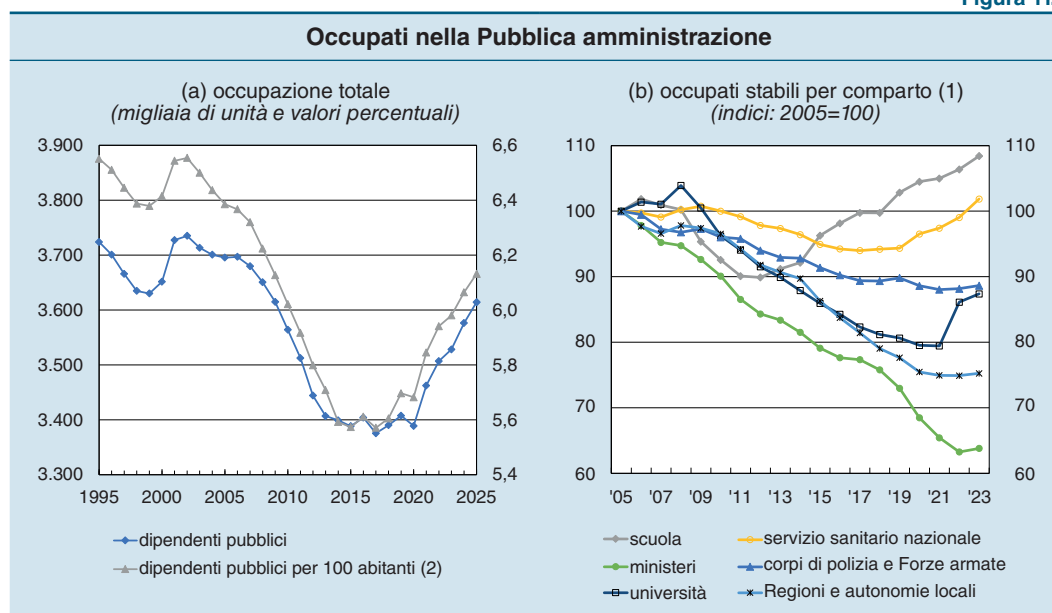
La Pubblica amministrazione. – Secondo i dati dell'Istat, nel 2025 i dipendenti pubblici erano quasi 3,6 milioni, di cui circa due quinti impiegati nella Pubblica amministrazione in senso stretto; per quest'ultima la dotazione di forza lavoro in rapporto alla popolazione è di circa 2 addetti ogni 100 abitanti, a fronte di valori compresi tra 3 e 4 negli altri principali paesi europei.

⁴ A. Baltrunaite, S. Mocetti e G. Rovigatti, *L'impatto della capacità amministrativa negli appalti pubblici sui tempi di realizzazione delle opere*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 984, 2025.

⁵ M. Cappelletti, L.M. Giuffrida e G. Rovigatti, *Procuring survival*, "The Journal of Industrial Economics", 72, 4, 2024, pp. 1451-1506.

Nell'ultimo quinquennio il numero di lavoratori pubblici è tornato ad aumentare (fig. 11.4.a), sostenuto dall'allentamento dei vincoli alle assunzioni e dal reclutamento di personale a tempo determinato per le esigenze connesse con il PNRR. A beneficiare dell'incremento delle posizioni stabili sono stati soprattutto il comparto dell'istruzione, dove l'occupazione ha superato in misura significativa i livelli precedenti la crisi finanziaria globale, e quello della sanità; negli enti locali e nei ministeri la ripresa è stata più lenta e il numero degli addetti non ha recuperato la precedente flessione (fig. 11.4.b). Nel confronto con il quinquennio precedente, i nuovi assunti sono più istruiti (la quota di laureati è salita dal 43 al 48 per cento) mentre l'età media di ingresso è rimasta stabile intorno ai 36 anni.

Figura 11.4



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat, Conti nazionali delle Pubbliche amministrazioni; per il pannello (b), Ragioneria generale dello Stato, *Conto annuale*.

(1) I dati sono riferiti al personale che lavora nelle Pubbliche amministrazioni con contratti a tempo indeterminato e ad alcune altre figure, tra cui i dirigenti a tempo determinato e il personale disciplinato da norme di diritto pubblico (ad esempio direttori generali e contrattisti). – (2) Scala di destra.

Secondo i dati INPS, nei prossimi dieci anni circa un terzo della forza lavoro dell'intero comparto pubblico (quasi 1,4 milioni di lavoratori, di cui oltre 500.000 appartenenti alla Pubblica amministrazione in senso stretto) andrà in pensione. Tale ricambio generazionale avverrà in un contesto di profonde trasformazioni tecnologiche, destinate a incidere sull'organizzazione del lavoro e sul fabbisogno di competenze⁶.

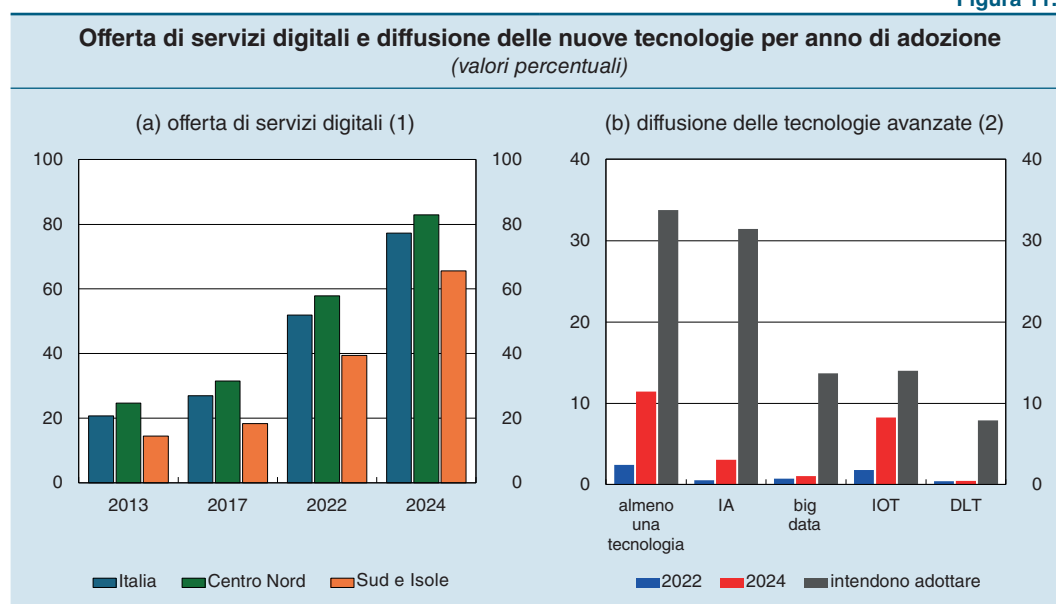
Il PNRR ha destinato oltre 7 miliardi alla digitalizzazione della Pubblica amministrazione. I principali interventi hanno riguardato la fornitura di servizi pubblici digitali e la migrazione verso infrastrutture cloud.

Secondo un'indagine condotta presso le Amministrazioni locali da ANCI, Banca d'Italia e Dipartimento della Trasformazione digitale della Presidenza del Consiglio

⁶ A. Dalla Zuanna, D. Dottori, E. Gentili e S. Lattanzio, *An assessment of occupational exposure to artificial intelligence in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 878, 2024.

dei ministri, la quota di Comuni che offrono online tutte le fasi di almeno un servizio pubblico è significativamente aumentata negli ultimi anni, attestandosi nel 2024 al 74 per cento (fig. 11.5.a)⁷. L'utilizzo di tali servizi resta tuttavia contenuto, anche per effetto della minore propensione all'uso dei canali online da parte della popolazione più anziana. Tra il 2022 e il 2024 si è anche ampliata l'adozione di tecnologie avanzate: la percentuale di Comuni che hanno fatto ricorso ad almeno una tecnologia tra intelligenza artificiale, internet of things, big data e piattaforme basate su registri distribuiti (*distributed ledger technology*) è salita dal 2,4 all'11,4 per cento; circa un terzo degli enti ne sta inoltre valutando l'adozione (fig. 11.5.b).

Figura 11.5



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia; per il pannello (a), *L'informatizzazione nelle Amministrazioni locali* e *Indagine sulla digitalizzazione delle Amministrazioni locali*; per il pannello (b), *Indagine sulla digitalizzazione delle Amministrazioni locali*.

(1) Quota di Comuni che offrono online tutte le fasi di almeno un servizio pubblico. – (2) Le tecnologie considerate includono: intelligenza artificiale (IA), big data, internet of things (IOT) e *distributed ledger technology* (DLT).

Nei mesi scorsi sono stati approvati diversi provvedimenti che intervengono sulla produzione normativa (L. 167/2025), sulla semplificazione dei procedimenti amministrativi (L. 182/2025 e DL 19/2026) e sulla funzione di controllo della Corte dei conti (L. 1/2026). Queste misure perseguono obiettivi di maggiore chiarezza del quadro normativo, di riduzione degli oneri per cittadini e imprese, di celerità dei procedimenti amministrativi e di ridefinizione dell'ambito dei controlli sul corretto utilizzo delle risorse da parte dei funzionari pubblici.

La concorrenza e la regolamentazione

La concorrenza e la regolamentazione dei mercati. – Gli oneri di conformità con la regolamentazione sono – nella percezione delle imprese italiane – uno dei principali ostacoli alla loro competitività. Secondo l'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*

⁷ Nell'indagine sono state considerate le seguenti categorie di servizi: servizi demografici, scolastici, di edilizia e urbanistica, servizi sociali e disabilità.

(Invind), nel 2025 circa l'8 per cento delle imprese con almeno 20 addetti impiegava oltre un decimo del personale nell'adempimento degli obblighi normativi; quasi il 2 per cento spendeva oltre il 10 per cento del fatturato per acquisire servizi da società esterne per assolvere agli stessi obblighi. L'incidenza di tali oneri è aumentata negli ultimi dieci anni. Le norme fiscali sono ritenute dalle imprese le più complesse e quindi le più gravose, seguite da quelle sul lavoro, sull'ambiente e sulla regolamentazione dei beni e dei servizi⁸. I costi connessi con i regimi regolatori e fiscali differenziati per dimensione di impresa possono ostacolare la crescita delle aziende e distorcere l'allocazione delle risorse nel mercato (cfr. il riquadro: *Regolamentazione, regimi fiscali e dimensione di impresa*).

REGOLAMENTAZIONE, REGIMI FISCALI E DIMENSIONE DI IMPRESA

Regimi fiscali e regolatori differenziati per dimensione di impresa vengono di norma introdotti per ridurre gli oneri a carico delle aziende più piccole e per favorirne la nascita e la sopravvivenza nei primi anni di attività. Essi possono tuttavia anche rappresentare un disincentivo alla crescita dimensionale oltre determinate soglie. Utilizzando i dati di fonte Istat e Cerved relativi al 2022, ultimo anno per il quale sono disponibili, è stata analizzata la distribuzione dei ricavi, dell'attivo patrimoniale e dell'occupazione media delle imprese, per verificarne l'eventuale addensamento al di sotto di talune soglie rilevanti ai fini fiscali e regolatori¹. Tali concentrazioni forniscono evidenza dell'importanza delle distorsioni connesse con regimi fiscali e regolatori differenziati per la dimensione di impresa.

L'addensamento più marcato si osserva in corrispondenza della soglia di applicazione del regime forfettario per le ditte individuali, che garantisce sia una tassazione agevolata sia semplificazioni amministrative e contabili: secondo nostre stime, il numero di imprese con ricavi che si collocano appena al di sotto di 65.000 euro è superiore del 29 per cento al numero atteso sulla base di una distribuzione più omogenea (figura, pannello a)². Il superamento di tale livello di ricavi si assocerebbe a un incremento dei costi pari al 10 per cento del valore aggiunto medio aziendale.

Addensamenti di minore intensità si registrano in corrispondenza delle soglie di fatturato di 400.000 e 700.000 euro che comportano la perdita della contabilità semplificata e della liquidazione IVA trimestrale, rispettivamente per le imprese di servizi (pannello b) e per quelle degli altri settori³, con costi aggiuntivi compresi tra il 4 e il 5 per cento del valore aggiunto.

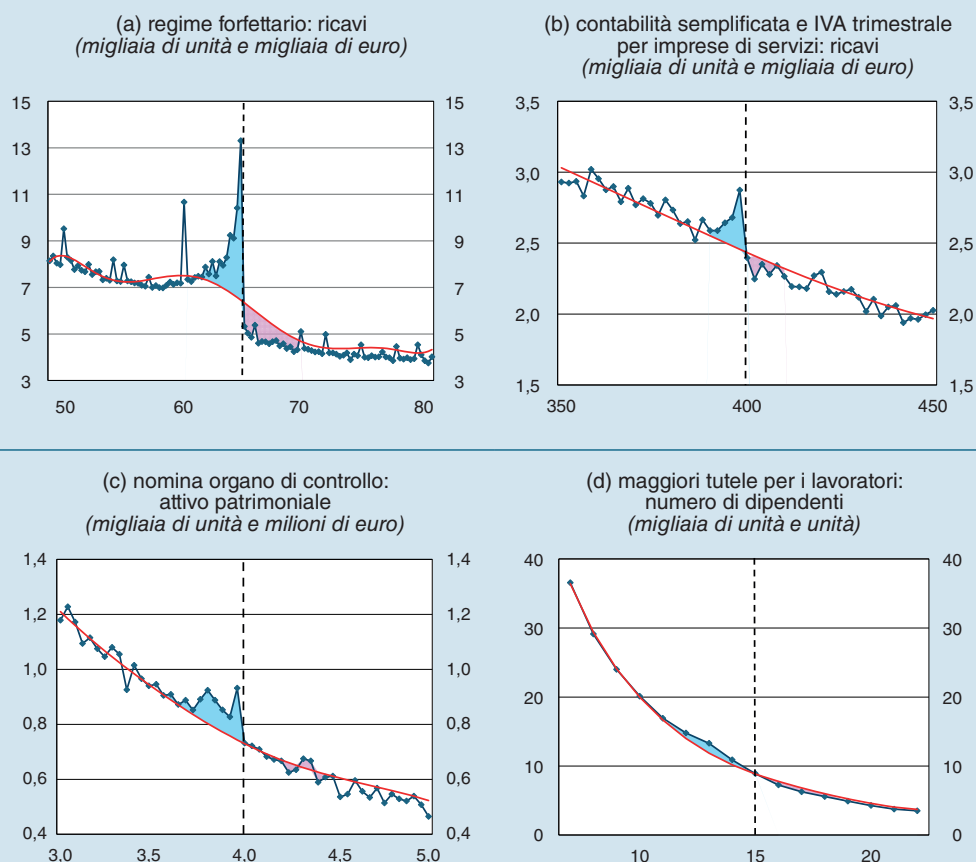
¹ E. Miglino e G. Roma, *I costi della crescita di impresa in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

² La soglia di applicazione del regime forfettario è stata innalzata a 85.000 euro nel 2023.

³ La soglia di 700.000 euro per le imprese degli altri settori mostra un addensamento simile a quello osservato in prossimità della soglia di 400.000 euro per le imprese di servizi, rappresentato nel pannello (b).

⁸ A. Cintolesi, S. Mocetti e G. Roma, *I costi di compliance con la regolamentazione per le imprese*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Addensamento delle imprese al di sotto delle soglie fiscali e regolatorie più rilevanti (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat (Frame SBS) e Cerved.

(1) Sull'asse delle ascisse nei pannelli (a), (b) e (c) sono riportati i dati espressi in euro; su quello nel pannello (d) è indicato il numero dei dipendenti; sull'asse delle ordinate in tutti i pannelli è riportato il numero delle imprese (linea blu). La linea rossa corrisponde al numero atteso di imprese, stimato con un polinomio di settimo grado escludendo i valori compresi in un intervallo intorno alla soglia. Gli intervalli sono pari a: ± 5.000 euro intorno alla soglia di 65.000 nel pannello (a); ± 20.000 euro intorno alla soglia di 400.000 nel pannello (b); ± 200.000 euro intorno alla soglia di 4 milioni nel pannello (c); ± 3 dipendenti intorno alla soglia di 15 unità nel pannello (d). In tutti i pannelli si considera l'universo delle imprese italiane attive nel 2022, ad eccezione del pannello (c) in cui si considera l'universo delle sole società di capitali italiane attive nel 2022.

L'obbligo di nomina dell'organo di controllo costituisce la terza norma più rilevante che si applica alle imprese con attivo patrimoniale pari o superiore a 4 milioni di euro: rispetto a un'ipotesi di equidistribuzione si osserva un eccesso di imprese nell'intervallo appena al di sotto di tale soglia corrispondente al 9 per cento (pannello c), che equivale a un risparmio del 2 per cento del valore aggiunto. Per contro, le maggiori tutele per i lavoratori previste quando sono presenti più di 15 dipendenti hanno effetti contenuti sulla distribuzione delle imprese (pannello d) e sui costi, che aumenterebbero dell'1 per cento del valore aggiunto se le imprese superassero la soglia indicata⁴. In linea con tale risultato, uno studio condotto nel

⁴ Gli oneri fiscali e regolatori più rilevanti interessano quote differenti di imprese: il 54 per cento non può accedere al regime forfettario, il 13 per cento non può avvalersi nella contabilità semplificata con versamento trimestrale dell'IVA, il 3,4 per cento è tenuto a nominare l'organo di controllo e il 2,6 per cento è soggetto a maggiori tutele dei lavoratori in caso di licenziamento.

2008 stima che la probabilità di crescita delle imprese si riduca solo lievemente (di circa 2 punti percentuali) in prossimità della stessa soglia⁵.

Non emergono oneri significativi, invece, per le soglie al di là delle quali si prevedono la redazione del rapporto sul personale in termini di parità di genere, l'obbligo di riservare una quota delle assunzioni ai lavoratori disabili, l'aumento delle aliquote contributive per il finanziamento della cassa integrazione, il venire meno degli incentivi per le piccole e medie imprese e la redazione di bilanci più dettagliati.

Il superamento di soglie dimensionali può comportare non solo costi, ma anche benefici. L'obbligo di includere le note integrative nel bilancio comporta, ad esempio, vantaggi rilevanti in termini di accesso al credito, a fronte di costi stimati trascurabili⁶. L'obbligo di nomina dell'organo di controllo per le piccole imprese comporta invece costi notevoli a fronte di benefici più contenuti, quali un modesto aumento delle riserve e del capitale versato, una più rapida ristrutturazione del debito e una temporanea riduzione dei fallimenti⁷.

Una valutazione complessiva richiede inoltre di considerare implicazioni non solo a livello di impresa, ma anche in termini aggregati. Ad esempio, le agevolazioni fiscali e le semplificazioni di natura amministrativa connesse con il regime forfettario hanno, da un lato, incentivato la sottodichiarazione del fatturato, generando effetti distorsivi sulla concorrenza⁸ e, dall'altro, favorito l'espansione del lavoro autonomo, alterando l'allocazione dei lavoratori sul mercato. In particolare, l'ampliamento del regime forfettario nel 2019 ha coinciso con un aumento della quota di imprese individuali, passata dal 60 al 64 per cento, a discapito delle società tra 2 e 9 addetti. Tale ricomposizione è riconducibile sia alle scissioni di società in ditte individuali, sia al passaggio dal lavoro dipendente a quello autonomo⁹.

⁵ F. Schivardi e R. Torrini, *Identifying the effects of firing restrictions through size-contingent differences in regulation*, "Labour Economics", 15, 2008, pp. 482-511.

⁶ A. Accetturo, A. Baltrunaite, G. Cariola, A. Frigo e M. Gallo, *The value of words: evidence from non-financial disclosure regulation*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1498, 2025.

⁷ F. Fornasari, E. Miglino e G. Rodano, *Costly firm supervision: the impact of statutory auditors on Italian firms*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1517, 2026.

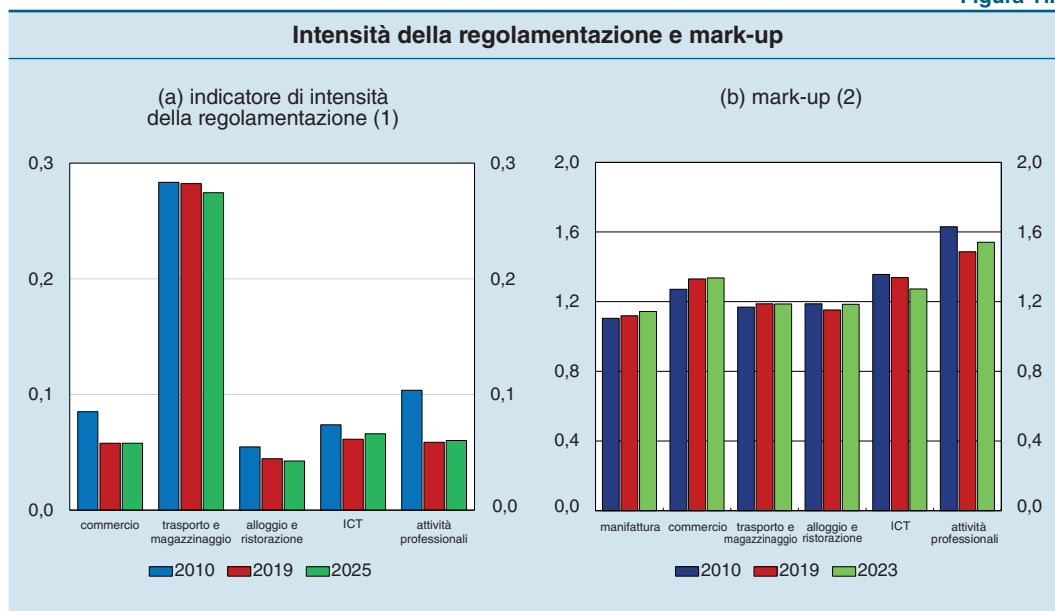
⁸ I. Di Marzio, S. Mocetti ed E. Rubolino, *The market externalities of tax evasion*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1467, 2024.

⁹ E. Miglino, S. Mocetti, B. Mottironi ed E. Rubolino, *Tax-induced downsizing*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Secondo nostre analisi, l'intensità della regolamentazione nel settore dei servizi è rimasta sostanzialmente stabile nel decennio in corso, a fronte di una riduzione marcata in alcuni comparti osservata in quello precedente⁹. La regolamentazione è più stringente nel settore dei trasporti, in particolare in quello dei passeggeri, dove incide soprattutto la più elevata presenza delle partecipate pubbliche (fig. 11.6.a).

⁹ A. Cintolesi, S. Mocetti e G. Roma, *Productivity and entry regulation in the service sector: evidence from the universe of firms in Italy*, "The Economic Journal", di prossima pubblicazione.

Figura 11.6



Fonte: per il pannello (a), Banca d'Italia; per il pannello (b), elaborazioni su dati Cerved e Istat.

(1) L'indicatore tiene conto delle restrizioni all'entrata, di quelle sulla conduzione dell'attività economica e della presenza dello Stato nei settori di attività economica (considerando la classificazione Ateco a 5 cifre); è ottenuto utilizzando l'approccio seguito dall'OCSE, varia tra 0 (assenza di regolamentazione) e 1 (livello massimo di regolamentazione) ed è disponibile a livello annuale e per settore. – (2) Il mark-up è misurato dal rapporto fra il fatturato e la differenza tra questo e il margine operativo lordo.

Nell'ultimo quinquennio gli interventi di liberalizzazione sono stati circoscritti. Anche i provvedimenti contenuti nell'ultima legge annuale per il mercato e la concorrenza richiesta dal PNRR (L. 190/2025) sono stati principalmente di natura procedurale: in materia di servizi pubblici locali, la legge ha rafforzato gli obblighi di motivazione sulla scelta della modalità di affidamento. Per il trasporto ferroviario regionale è stato introdotto l'obbligo di pubblicazione del calendario delle procedure di aggiudicazione; potrebbe risultare di maggiore rilevanza l'apertura alla concorrenza dei servizi di trasporto ferroviario dei passeggeri a media e lunga percorrenza (Intercity), per la quale è stata avviata la consultazione pubblica.

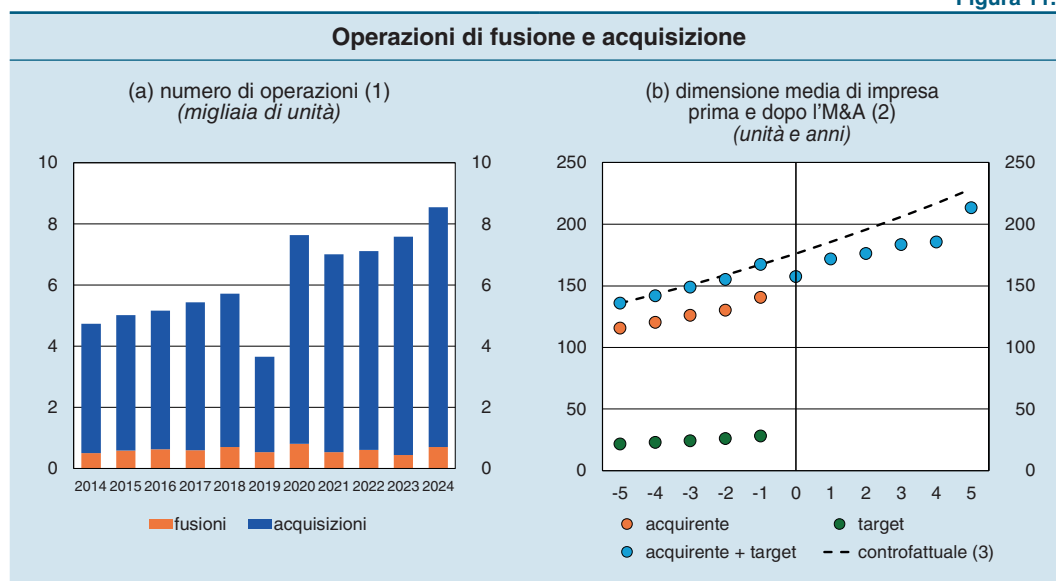
Rispetto all'inizio dello scorso decennio, i margini di profitto delle imprese non finanziarie (mark-up) sono leggermente aumentati, seppure con andamenti eterogenei tra settori¹⁰. La crescita ha interessato la manifattura e il commercio, dove la dinamica positiva dei margini ha rispecchiato gli interventi di liberalizzazione cui si sono accompagnati un aumento della produttività e della dimensione media delle imprese (cfr. il riquadro: *Il commercio al dettaglio tra regolamentazione e commercio elettronico* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2024). I margini si sono invece ridotti nei servizi relativi alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (*information and communication technology*, ICT), anche per effetto della maggiore pressione competitiva; nei servizi professionali la rimozione di alcuni vincoli alla concorrenza nel biennio 2011-12 ha contribuito a una compressione del mark-up, che resta tuttavia su livelli elevati (fig. 11.6.b). È inoltre aumentata la concentrazione

¹⁰ Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM) e Banca d'Italia, *Lo stato della concorrenza in Italia*, di prossima pubblicazione.

delle quote di mercato, in particolare negli ultimi dieci anni, riflettendo anche il consolidamento del sistema produttivo¹¹.

Le operazioni di fusione e acquisizione (*mergers and acquisitions*, M&A) sono cresciute, passando da poco più di 4.500 nel 2014 a quasi 9.000 nel 2024 (fig. 11.7.a)¹² e coinvolgendo prevalentemente le imprese a più alto contenuto tecnologico, sia nella manifattura sia nei servizi. Le operazioni di M&A hanno contribuito all'aumento della dimensione media delle imprese, nonostante queste operazioni comportino interventi di razionalizzazione delle strutture produttive (fig. 11.7.b). In alcuni comparti dei servizi, dopo le operazioni di fusione e acquisizione il mark-up delle imprese acquirenti è aumentato.

Figura 11.7



(1) Il dato per il 2024 è provvisorio. Il calo osservato nel 2019 è riconducibile a ritardi nelle segnalazioni alle Camere di commercio a seguito delle difficoltà operative legate alla pandemia. – (2) Lo 0 sull'asse delle ascisse si riferisce all'anno in cui è avvenuta l'operazione. La dimensione media è calcolata come numero di occupati per impresa. – (3) La serie controfattuale è ottenuta come proiezione lineare della somma dell'occupazione dell'impresa target e dell'acquirente nel quinquennio precedente l'operazione.

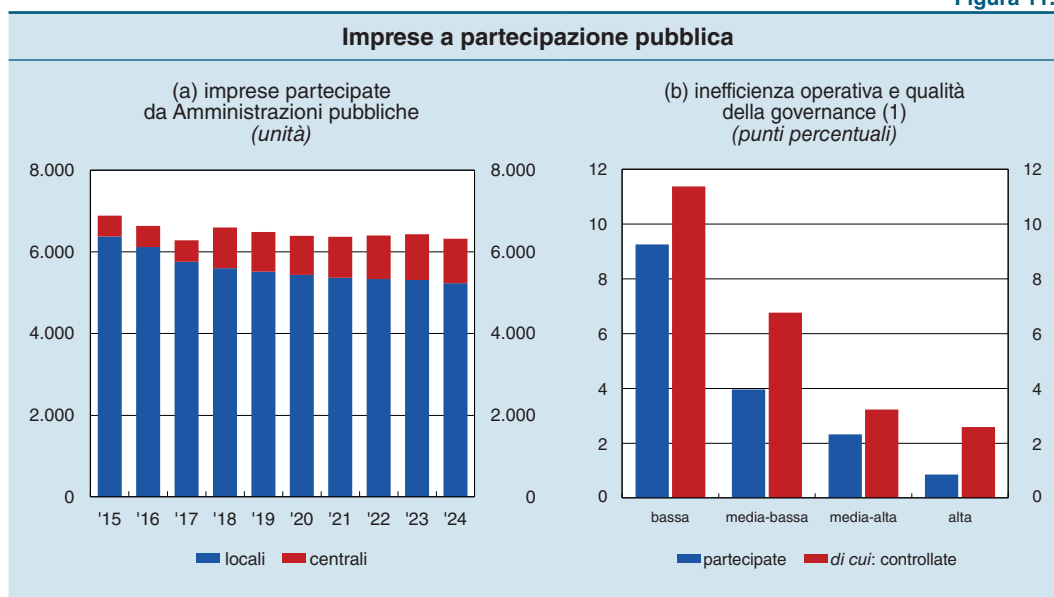
L'intervento diretto dello Stato nell'economia. – Nel 2024 le società a partecipazione pubblica erano poco più di 6.300 e occupavano circa 850.000 persone¹³; rispetto a dieci anni prima, il numero delle partecipate dalle Amministrazioni centrali è aumentato a fronte di un calo di quasi un quinto di quelle locali, in seguito all'attuazione di programmi di razionalizzazione volti alla dismissione di società di minore dimensione, in dissesto o non operative (fig. 11.8.a).

¹¹ A. Accetturo, A. Baltrunaite, E. Ciani, F. Cingano, F. Daniele, R. De Luca, I. Di Marzio, R. Greco, A. Linarello, F. Manaresi e S. Mocetti, *Le recenti dinamiche della produttività e le trasformazioni del sistema produttivo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 953, 2025.

¹² I. Di Marzio e S. Pinoli, *I processi di fusione e acquisizione: caratteristiche delle imprese coinvolte ed effetti sulla loro performance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

¹³ Nel 2025 Poste Italiane ha progressivamente acquisito una partecipazione rilevante nella società TIM, divenendone il principale azionista; nel marzo 2026 ha promosso un'offerta pubblica di acquisto e scambio totalitaria sull'intero capitale della società.

Figura 11.8



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia per la coesione territoriale, Cerved, Consob, Infocamere e Ministero dell'Economia e delle finanze; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese a partecipazione pubblica*.

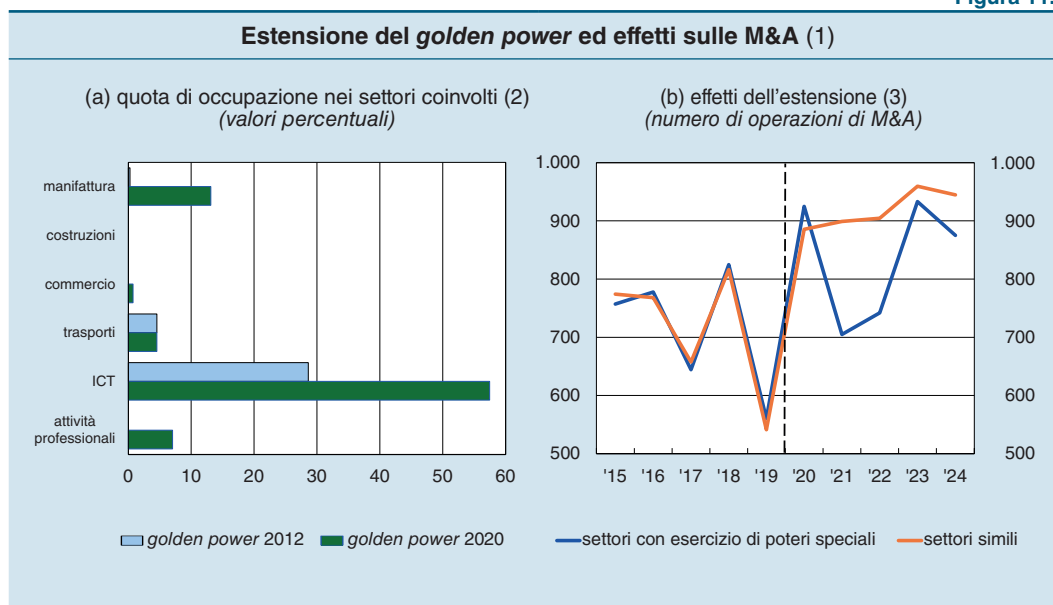
(1) Le stime variano in funzione della qualità della governance, rappresentata sull'asse delle ascisse e approssimata con gli indici dello *European quality of government index* della Commissione europea. I valori sull'asse delle ordinate sono le differenze in termini di efficienza operativa (misurata con la quota del costo del lavoro sul fatturato) tra le società pubbliche e società private simili, ossia quelle operanti nella stessa provincia e nello stesso settore di attività economica (Ateco a 3 cifre).

La performance economica delle partecipate pubbliche dipende anche dalla qualità amministrativa degli enti che ne detengono le quote e che nominano gli amministratori, in particolare nei mercati regolati e meno esposti alla disciplina della concorrenza. L'incidenza del costo del lavoro sul fatturato, una misura di inefficienza operativa, è superiore in media di oltre 4 punti percentuali a quella osservata nelle imprese private con caratteristiche simili; il divario supera i 10 punti nei contesti con una più bassa qualità istituzionale (fig. 11.8.b).

Il Governo può esercitare poteri speciali di intervento sulle operazioni societarie delle imprese private (*golden power*) a tutela di rilevanti interessi nazionali. Nel 2025 le operazioni societarie soggette al *golden power* sono salite a circa 900, oltre 200 in più dell'anno precedente. Secondo i dati dell'Osservatorio Golden Power, l'anno scorso i poteri speciali sono stati utilizzati 26 volte: in due occasioni sono stati opposti veti a operatori extraeuropei nei settori della difesa e dei semiconduttori; nei primi quattro mesi dell'anno in corso vi è stato un ulteriore intervento nel settore della gomma. Al momento della sua introduzione nel 2012 la disciplina italiana del *golden power* interessava specifici ambiti, soprattutto relativi alle telecomunicazioni e all'energia; l'ampliamento dell'area di applicazione della norma nel 2020 ha coinvolto soprattutto la manifattura e le attività professionali (fig. 11.9.a). Secondo nostre analisi, nel periodo 2020-24 si è registrata una flessione delle M&A di circa 350 unità nei settori nei quali i poteri sono stati esercitati rispetto agli altri; l'effetto si è concentrato nei primi anni, quando vi era maggiore incertezza circa le modalità di intervento da parte del Governo (fig. 11.9.b)¹⁴.

¹⁴ Le analisi si riferiscono al settore privato non agricolo e non finanziario; cfr. A. Accetturo, I. Di Marzio e F. Fornasari, *L'impatto del golden power sull'attività di M&A del settore privato non finanziario*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura 11.9



Fonte: elaborazioni su dati Istat (Archivio statistico delle imprese attive), Cerved e InfoCamere.

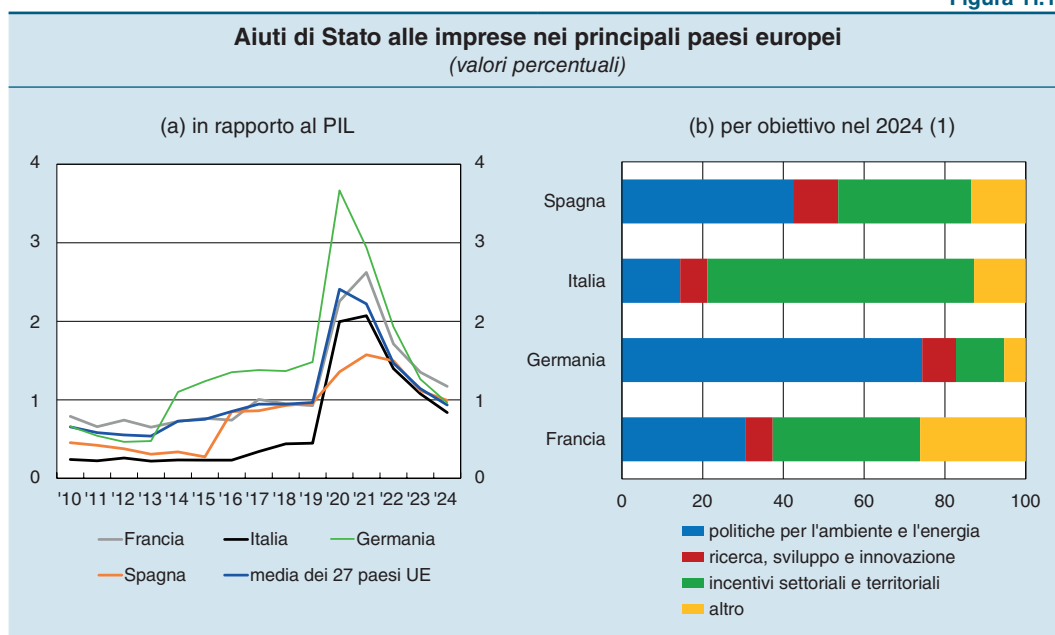
(1) L'ambito di riferimento è il settore privato non agricolo e non finanziario. – (2) Per il 2020, il dato si riferisce ai soli settori in cui i poteri speciali sono stati esercitati almeno una volta. – (3) I settori simili sono quelli del comparto privato non agricolo e non finanziario non soggetti alla disciplina del *golden power*, selezionati in modo da minimizzare le differenze nelle dinamiche nei periodi precedenti l'introduzione della norma rispetto ai settori soggetti a *golden power*.

Nel 2024 gli aiuti di Stato autorizzati alle imprese italiane sono ulteriormente calati, allo 0,8 per cento del PIL (0,9 nella media europea; fig. 11.10.a). Sebbene l'incidenza degli aiuti sul PIL sia diventata più omogenea tra i paesi della UE, permangono ampie differenze nella loro destinazione: in Italia il peso degli interventi per ambiente ed energia è molto limitato (cfr. il riquadro: *Gli aiuti di Stato a fondo perduto alle imprese in Italia: evoluzione della spesa e destinatari del capitolo 10*), mentre resta elevata l'incidenza delle politiche settoriali e territoriali, tra le quali rientrano le misure di decontribuzione del costo del lavoro per le imprese meridionali (fig. 11.10.b)¹⁵. Nell'ambito del patto per l'industria pulita¹⁶, lo scorso anno la Commissione europea ha adottato la nuova disciplina sugli aiuti di Stato (*Clean Industrial Deal State Aid Framework*), che resterà in vigore fino al 2030. Essa prevede regole meno stringenti rispetto a quelle ordinarie per la concessione di aiuti per lo sviluppo di energie e tecnologie pulite, per il miglioramento dell'efficienza energetica delle attività industriali e per gli investimenti privati connessi con gli obiettivi del patto.

¹⁵ A. Accetturo, E. Ciani, S. Mocetti e A. Petrella, *Le prospettive di sviluppo dell'economia meridionale*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 951, 2025.

¹⁶ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Il patto per l'industria pulita: una tabella di marcia comune verso la competitività e la decarbonizzazione*, COM(2025) 85 final, 26 febbraio 2025.

Figura 11.10



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea, *State aid Scoreboard 2025*.

(1) La voce "incentivi settoriali e territoriali" comprende le misure riguardanti lo sviluppo settoriale e regionale, l'agricoltura, la silvicoltura e le aree rurali nonché quelle relative alla doppia crisi pandemica ed energetica; la voce "altro" include categorie residuali di aiuto, tra cui i sostegni ai consumatori finali e alla tutela del patrimonio culturale.

La governance delle società di capitali. – Nonostante la crescita della dimensione media delle imprese nell'ultimo decennio (cfr. il capitolo 6), il sistema produttivo italiano continua a essere caratterizzato dalla prevalenza di piccole imprese con un assetto proprietario familiare (presente in tre quarti delle società di capitali) e da una limitata propensione all'apertura a soci esterni.

Tra le imprese familiari, più di una su cinque presenta un socio anziano ed è quindi potenzialmente interessata da un passaggio di controllo che avviene, tuttavia, a un'età del proprietario sempre più avanzata (oltre i 75 anni). Nostre stime indicano che, quando si realizza tale passaggio, l'ingresso di soci esterni alla famiglia si associa a un aumento della dimensione e della produttività dell'impresa¹⁷.

La quota delle società di capitali controllate direttamente da un socio estero è pari all'1 per cento (6 in termini di occupazione)¹⁸. Al fine di rafforzare il mercato unico attraverso investimenti transfrontalieri, lo scorso marzo la Commissione europea ha presentato una proposta di regolamento che introduce una nuova forma societaria, la EU Inc., alternativa e opzionale rispetto ai regimi nazionali (il cosiddetto "ventottesimo regime" di diritto societario). La disciplina prevede oneri di costituzione contenuti, procedure interamente digitalizzate e un assetto

¹⁷ M. Cascarano, S. Garbin, S. Mocetti e F. Modena, *Le imprese familiari e i passaggi generazionali in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

¹⁸ Se si considerano le società che appartengono a multinazionali estere, anche attraverso partecipazioni indirette, tali valori corrispondono a quasi il 3 per cento per quanto riguarda le imprese e a oltre il 20 in termini di occupazione.

di governance e finanziario particolarmente flessibile, idonei a favorire sia le operazioni di venture capital sia le iniziative imprenditoriali con una dimensione europea. Permangono tuttavia alcuni elementi critici: il rinvio alle normative nazionali per i profili non disciplinati dal regolamento e la competenza dei tribunali dei singoli paesi per la risoluzione delle controversie possono generare incertezza interpretativa e differenze nell'applicazione dello strumento tra i diversi ordinamenti.

12. GLI INTERMEDIARI FINANZIARI

Alla fine del 2025 le attività degli intermediari finanziari italiani erano pari a tre volte il PIL, un valore inferiore a quello di Francia e Germania. Il 56 per cento faceva capo al sistema bancario, il cui grado di concentrazione è lievemente aumentato dopo le aggregazioni realizzate nel corso dell'anno. La quota di attività riconducibili agli intermediari non bancari è salita negli ultimi anni, ma la dimensione del comparto resta contenuta nel confronto internazionale.

Il processo di trasformazione digitale del settore finanziario si è ulteriormente rafforzato. L'utilizzo dei canali digitali da parte della clientela ha continuato a crescere; sono proseguiti gli investimenti in tecnologie innovative, inclusi gli strumenti di intelligenza artificiale (IA), trainati dagli intermediari più grandi. Questi sviluppi apportano benefici al settore finanziario, tra cui la riduzione dei costi e l'aumento dei ricavi, ma lo espongono a maggiori rischi di carattere operativo e cibernetico.

Nel 2025, dopo la contrazione dei due anni precedenti, i prestiti hanno ripreso a espandersi. L'incidenza di quelli alle imprese coperti da garanzia pubblica è ancora diminuita, confermandosi comunque su livelli più elevati sia rispetto al periodo precedente la pandemia, sia nel confronto con gli altri principali paesi europei. La quota dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti si è ridotta. L'intensificarsi delle tensioni commerciali e dei rischi geopolitici che hanno caratterizzato il 2025 e i primi mesi del 2026 potrebbe tuttavia influenzare le condizioni di offerta del credito nell'anno in corso.

La raccolta è cresciuta, grazie all'afflusso di depositi sia da residenti sia da non residenti, in prevalenza per via del canale interbancario estero; quest'ultimo ha progressivamente sostituito le passività verso l'Eurosistema.

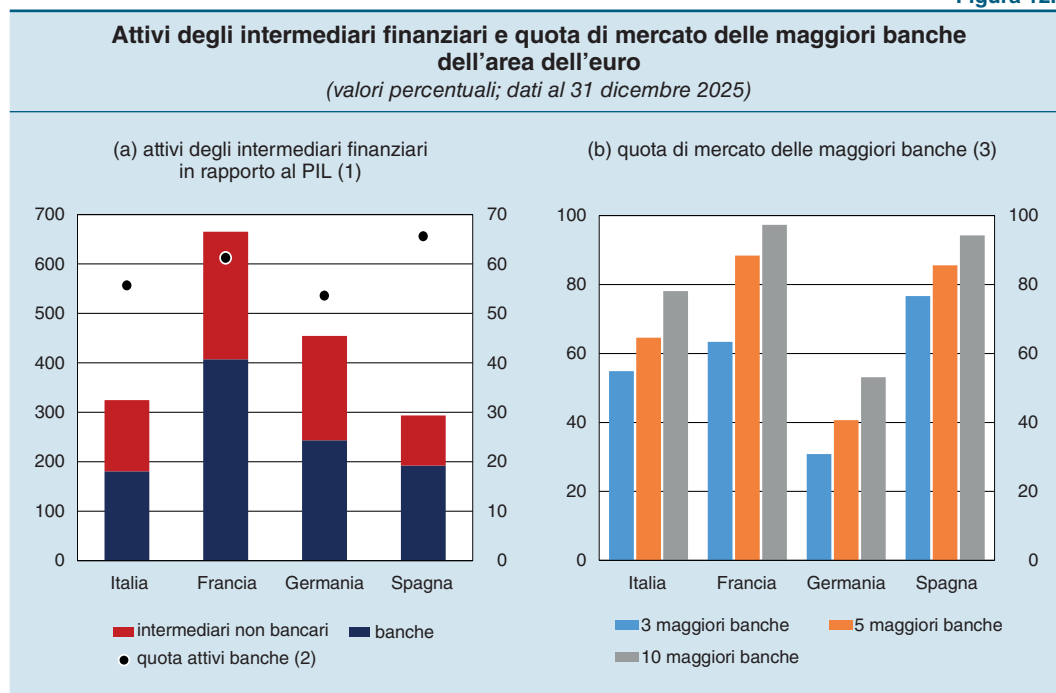
Lo scorso anno la posizione patrimoniale delle banche è rimasta su valori elevati nel confronto storico. La redditività è ulteriormente migliorata, raggiungendo i livelli più alti dal 2008. L'incremento delle commissioni e dei ricavi da negoziazione, nonché la diminuzione dei costi operativi, hanno più che compensato la flessione del margine di interesse. Seppure prevista in calo e in un contesto internazionale caratterizzato da forte incertezza, la redditività dovrebbe mantenersi su valori sostenuti anche nell'anno in corso.

Nel 2025 la raccolta netta degli intermediari non bancari è stata positiva. È salita la quota investita in titoli emessi da imprese italiane e degli altri paesi dell'area dell'euro; è invece proseguita la riduzione dell'esposizione verso i titoli di Stato. Nel primo trimestre del 2026 la raccolta netta dei fondi è divenuta negativa in seguito allo scoppio del conflitto nel Golfo Persico.

La struttura del settore finanziario

Alla fine dello scorso anno gli attivi degli intermediari finanziari italiani erano pari a tre volte il PIL, un valore inferiore a quello di Francia e Germania e in linea con quello della Spagna (fig. 12.1.a).

Figura 12.1



Fonte: BCE, elaborazioni su segnalazioni armonizzate di vigilanza.

(1) Dati individuali per le banche; gli intermediari non bancari includono i fondi comuni, le assicurazioni, i fondi pensione e gli altri intermediari finanziari. Quest'ultimo comparto comprende principalmente società finanziarie e società veicolo di cartolarizzazione. – (2) Scala di destra. – (3) Per il sistema bancario italiano il totale attivo è dato dalla somma del valore dell'attivo delle banche significative, delle banche meno significative e delle filiazioni di gruppi significativi europei. Per i paesi diversi dall'Italia il totale attivo esclude le filiazioni di banche estere. I dati sono espressi al massimo grado di consolidamento.

La struttura del sistema bancario. – Alla fine del 2025 faceva capo alle banche il 56 per cento delle attività degli intermediari finanziari italiani. Il sistema bancario era composto da 129 intermediari (5 in meno del 2024)¹, ripartiti tra 48 gruppi e 81 banche non appartenenti a gruppi. Queste ultime comprendevano 39 banche di credito cooperativo (BCC)², 31 società per azioni e 11 banche popolari. Ai 10 gruppi classificati come significativi (*significant institutions*, SI) nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) era riconducibile circa l'80 per cento del totale degli attivi del sistema. Le aggregazioni avvenute durante l'anno hanno lievemente aumentato la quota di attivi facente capo ai principali 5 gruppi; quest'ultima rimane comunque inferiore a quella osservata negli altri maggiori paesi dell'area dell'euro, ad eccezione della Germania (fig. 12.1.b).

¹ In particolare, 7 banche sono state incorporate da gruppi bancari o altri intermediari, mentre 2 – uscite dal perimetro del gruppo a cui appartenevano – sono tornate individuali.

² Si tratta delle banche Raiffeisen dell'Alto Adige che non fanno parte dei due gruppi cooperativi significativi, ma aderiscono al sistema di tutela istituzionale (*institutional protection scheme*, IPS).

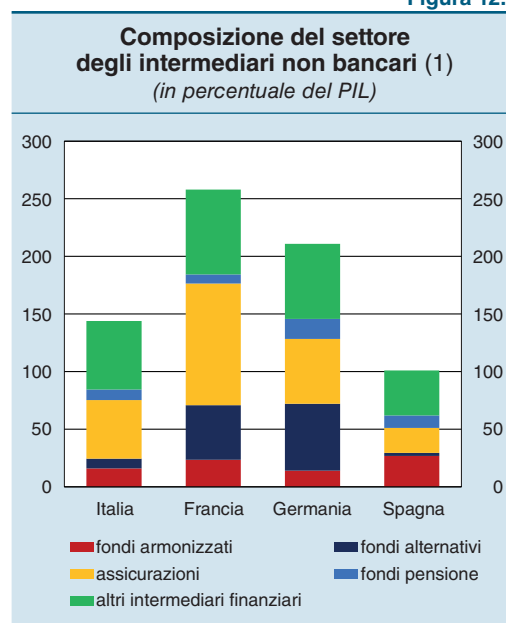
Le banche hanno proseguito la riorganizzazione della rete delle filiali: nel 2025 il numero degli sportelli è sceso di circa il 3 per cento, portandosi a poco più di 19.000; quello dei dipendenti è stato ridotto del 2, a circa 264.000. Negli ultimi dieci anni il numero degli sportelli e quello dei dipendenti sono diminuiti del 35 e del 13 per cento, rispettivamente.

Al contempo continua a crescere il ricorso ai canali digitali da parte della clientela. Nel 2025 il 95 per cento dei bonifici delle famiglie e delle imprese è stato effettuato online; tra i bonifici eseguiti nell'area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA), quelli istantanei erano quasi un quarto (raggiungevano il 10 per cento nel 2024). È salita, sebbene rimanga contenuta, la percentuale dei prestiti concessi interamente attraverso il canale digitale.

La struttura del settore degli intermediari non bancari. – Agli intermediari non bancari è riconducibile il 44 per cento degli attivi complessivi del sistema finanziario; dal 2020 tale quota è aumentata di 3 punti percentuali. Oltre la metà delle attività fa capo a compagnie di assicurazione e fondi armonizzati (fig. 12.2)³.

La dimensione dell'intermediazione finanziaria non bancaria in rapporto al PIL è inferiore a quella degli altri principali paesi dell'area dell'euro (esclusa la Spagna). Il divario è ascrivibile soprattutto alla minore dimensione dell'industria dei fondi di investimento, in particolare quelli alternativi (FIA)⁴; mentre i FIA immobiliari italiani – a cui è riconducibile circa il 70 per cento degli attivi – hanno raggiunto un livello comparabile alla media dell'area, è molto contenuto il segmento di quelli mobiliari, tra i quali rientrano i fondi che operano nei mercati dei capitali privati⁵.

Figura 12.2



Fonte: BCE.

(1) Patrimonio dei singoli comparti inclusi nel settore non bancario rispetto al PIL. Il comparto degli altri intermediari finanziari comprende principalmente società finanziarie e società veicolo di cartolarizzazione, inclusi i soggetti parte di gruppi bancari. Dati al 31 dicembre 2025.

³ Nel caso dei fondi di investimento si considerano solo quelli di diritto italiano. Se si includono anche i fondi di diritto estero – principalmente con sede in Irlanda e in Lussemburgo – ma gestiti da società di gestione del risparmio (SGR) italiane o appartenenti a gruppi italiani, l'attivo dei fondi aumenterebbe dal 24 al 43 per cento del PIL.

⁴ Il settore include i fondi immobiliari e quelli mobiliari diversi dagli armonizzati. In quest'ultimo comparto rientrano sia gli intermediari specializzati negli investimenti in capitale di rischio (private equity e venture capital) sia i fondi di debito (private credit). Nei FIA mobiliari sono inclusi anche i fondi speculativi (*hedge funds*) e altri fondi, diversi da quelli armonizzati, che investono in titoli quotati e non quotati; in Italia gli attivi di entrambe le categorie sono molto contenuti.

⁵ Tra il settore italiano e quello degli altri principali paesi permangono anche delle differenze regolamentari. Nell'area quasi l'80 per cento dei FIA è costituito da fondi aperti. In Italia, invece, la normativa impone la costituzione in forma chiusa ai fondi che investono più del 20 per cento del proprio patrimonio in attività illiquide; rientrano in questa categoria i FIA immobiliari e quelli che investono in titoli non quotati. Con l'emanazione del D.lgs. 39/2026, anche in Italia è stata introdotta la possibilità di istituire in forma aperta FIA di credito, al ricorrere di specifiche condizioni.

Le interconnessioni tra banche e intermediari non bancari. – Le interconnessioni tra le banche e gli intermediari non bancari derivanti dalle esposizioni reciproche dirette – sotto forma di prestiti concessi o depositi e titoli detenuti – sono nel complesso contenute, in linea con quanto osservato a livello europeo⁶. Tuttavia entrambe le categorie di intermediari hanno spesso esposizioni comuni rilevanti verso una stessa classe di attività, principalmente titoli di Stato.

Sono inoltre considerevoli i legami proprietari: alla fine del 2025 circa il 70 per cento del patrimonio dei fondi italiani faceva capo a società di gestione del risparmio (SGR) controllate da banche. L'affiliazione delle SGR si riflette nel ruolo molto significativo delle banche nella distribuzione dei prodotti di risparmio: la quasi totalità dei fondi sottoscritti dalle famiglie italiane è collocata attraverso il canale bancario.

L'innovazione tecnologica nel settore bancario. – Secondo gli ultimi dati disponibili, la spesa annua delle banche in tecnologia dell'informazione (*information technology*, IT) era stimabile fra i 5 e gli 8 miliardi annui (fra i 4 e i 6 nel 2020)⁷. L'incremento è stato trainato dalle banche significative, a cui è ascrivibile il 90 per cento della spesa; quest'ultima in rapporto agli attivi risulta in linea con quella delle banche significative dei maggiori paesi dell'area dell'euro. Nell'ultimo quinquennio la componente che approssima la parte più innovativa della spesa in IT è triplicata⁸; una quota consistente e crescente è dedicata a servizi di *public cloud*⁹, funzionali anche all'utilizzo di strumenti di IA, e a iniziative nell'ambito del sistema dei pagamenti.

La quasi totalità dei gruppi bancari significativi italiani utilizza strumenti di IA per la valutazione del merito di credito¹⁰, basati prevalentemente su tecniche di machine learning. Il ricorso all'IA è diffuso anche per altre finalità, tra cui l'amministrazione e la gestione dei processi interni, le relazioni con la clientela e la prevenzione delle frodi. Gli investimenti nei progetti più innovativi in cui l'IA generativa è una delle tecnologie principali sono fortemente aumentati negli ultimi

⁶ BCE ed ESRB, *Financial stability risks from linkages between banks and the non-bank financial intermediation sector*, 2026.

⁷ La spesa complessiva in IT comprende l'insieme degli esborsi sostenuti nell'esercizio; include pertanto sia le spese correnti sia gli investimenti. Le informazioni su spese e investimenti in IT sono rilevate da diverse fonti, con perimetri e metodologie non omogenee.

⁸ La componente più innovativa è approssimata dai flussi di cassa rilevati dall'*Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano* condotta ogni due anni dalla Banca d'Italia.

⁹ La spesa in *public cloud* include i costi sostenuti per l'utilizzo di servizi informatici forniti da terzi (infrastrutture, piattaforme e applicazioni), tipicamente su base ricorrente o a consumo.

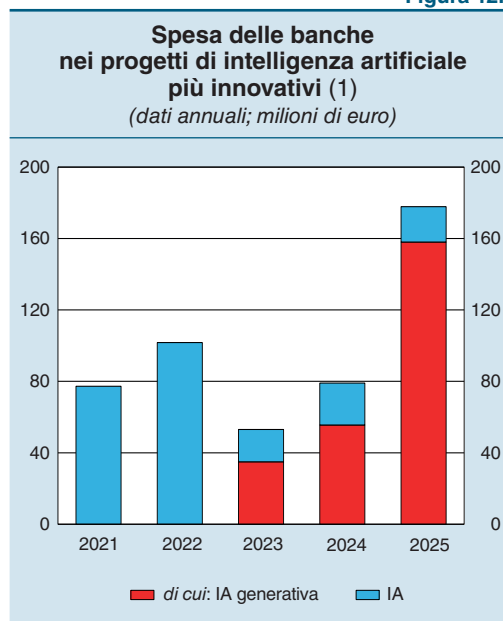
¹⁰ Per la clientela retail (persone fisiche), tali sistemi rientrano tra quelli "ad alto rischio" ai sensi del regolamento UE/2024/1689 (AI Act) e sono quindi soggetti a requisiti rafforzati lungo l'intero ciclo di vita (ad esempio, gestione dei rischi, qualità dei dati, trasparenza e sorveglianza umana). Il regolamento è entrato in vigore nell'agosto 2024. Le tempistiche applicative restano tuttavia in evoluzione (cosiddetto *Digital Omnibus*) e potrebbero essere differite alla fine del 2027 per i sistemi ad alto rischio. Nel settore finanziario il quadro normativo italiano affida alle autorità competenti – ossia alla Banca d'Italia, all'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) e alla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) – funzioni di supervisione e controllo nell'impiego di sistemi di IA nell'operatività degli intermediari.

anni (fig. 12.3), riflettendo soprattutto la spesa delle banche più grandi¹¹.

Secondo le evidenze dell'ultima *Regional Bank Lending Survey* (RBLs), una quota rilevante di banche ha tratto benefici dalla digitalizzazione e dall'innovazione tecnologica in termini sia di riduzione dei costi dei processi produttivi, sia di aumento o diversificazione dei ricavi. A fronte di queste opportunità, emergono tuttavia dei rischi. Le rilevazioni condotte dalla Banca d'Italia in attuazione del regolamento europeo UE/2022/2554 sulla resilienza operativa digitale (Digital Operational Resilience Act, DORA)¹² evidenziano un'elevata concentrazione della spesa in un numero limitato di fornitori¹³, nonché una marcata dipendenza degli intermediari da fornitori extragruppo, che per circa il 20 per cento sono di provenienza estera¹⁴. Le catene di fornitura inoltre sono spesso complesse e la loro articolazione varia in ragione del tipo di intermediario e di servizio IT offerto¹⁵.

Con riferimento agli incidenti cibernetici e operativi che hanno coinvolto intermediari bancari attivi in Italia, nel corso del 2025 vi sono state 110 segnalazioni relative a 80 eventi. Di questi ultimi, quasi l'80 per cento sono stati di natura operativa, principalmente connessi con malfunzionamenti dei sistemi. Quelli cibernetici hanno invece riguardato in prevalenza casi di furto di dati e attacchi alla catena di fornitura o di tipo *ransomware*¹⁶. Oltre la metà delle segnalazioni complessive ha interessato l'interruzione di servizi da parte di fornitori, nella maggior parte dei casi non superiore alle otto ore.

Figura 12.3



Fonte: indagine FinTech, 2025.

(1) I dati sul 2025 si riferiscono alle stime per l'intero anno formulate dagli intermediari partecipanti all'indagine FinTech del 2025, svoltasi nel 2° trimestre dello scorso anno. Il dettaglio sulla spesa relativa all'intelligenza artificiale generativa è disponibile solo a partire dal 2023. Per intelligenza artificiale di altro tipo, ossia diversa da quella generativa, si intende ad esempio l'utilizzo di modelli di machine learning oppure *rule based*.

¹¹ Le informazioni per il 2025 si riferiscono alle stime per l'intero anno formulate dagli intermediari partecipanti all'ultima indagine FinTech, svoltasi nel secondo trimestre dello scorso anno. La crescente importanza dell'AI per gli intermediari e i mercati finanziari italiani è confermata dal rapporto dell'OCSE dal titolo *L'intelligenza artificiale nei mercati finanziari italiani*, promosso dalla Banca d'Italia e finanziato dall'Unione europea, pubblicato lo scorso aprile nell'ambito di un progetto che ha coinvolto tutte le autorità finanziarie italiane.

¹² Nell'aprile 2025 è stata avviata la rilevazione dei Registri delle Informazioni, che consentono di avere una mappatura sistematica degli accordi contrattuali relativi ai servizi IT degli intermediari supervisionati dalla Banca d'Italia.

¹³ I primi cinque fornitori diretti rappresentano circa il 52 per cento della spesa totale.

¹⁴ I fornitori nazionali e degli altri paesi dell'Unione europea assorbono, rispettivamente, oltre l'80 e il 6 per cento della spesa totale, a fronte del 6 e dell'1,7 destinati rispettivamente a fornitori statunitensi e britannici.

¹⁵ Per approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Workshop sulla Resilienza Operativa Digitale con le associazioni di categoria del settore finanziario*.

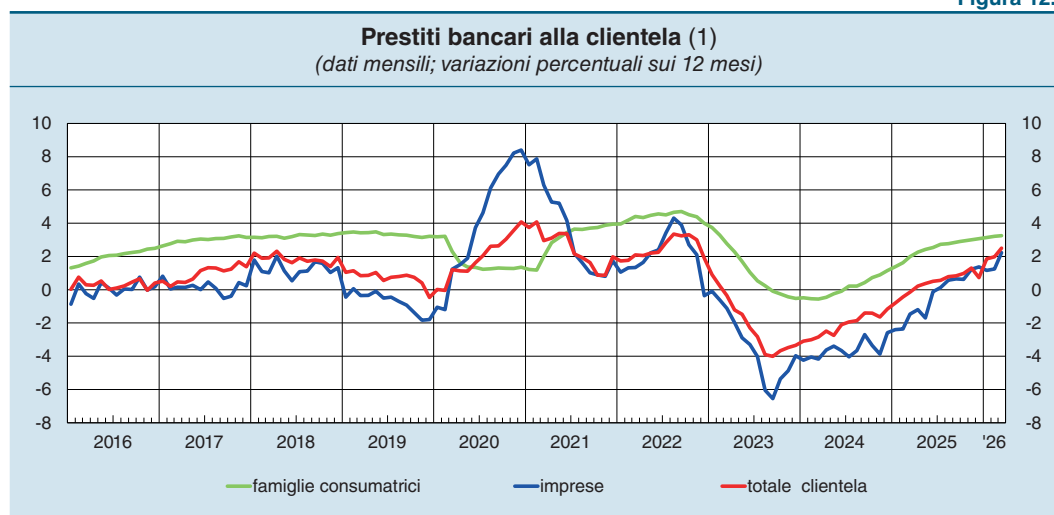
¹⁶ Malware finalizzato a inibire l'accesso al dispositivo colpito o ai dati in esso contenuti, anche mediante tecniche di crittografia. Tipicamente questa tipologia di programmi è in grado di propagarsi velocemente sulla rete telematica della vittima, rendendo indisponibili in poco tempo un elevato numero di sistemi. Tale azione è finalizzata a ottenere dalla vittima il pagamento di un riscatto, solitamente in criptovaluta, per rendere nuovamente utilizzabili i sistemi infettati o i dati cifrati.

Il rapido sviluppo di modelli avanzati di IA intensifica ulteriormente i rischi per gli intermediari, che devono rafforzare i propri presidi interni. In particolare, i modelli più recenti si sono mostrati in grado di individuare vulnerabilità nelle architetture digitali, incluse quelle utilizzate dagli intermediari finanziari. Al momento il loro accesso è limitato a pochi soggetti; il rischio che in futuro tali modelli siano acquisiti da una platea più vasta di utilizzatori aumenta la necessità di irrobustire i sistemi informativi e di potenziare le difese cibernetiche degli intermediari.

Le banche

Le attività e le passività. – Dopo una fase di contrazione durata quasi due anni, a dicembre del 2025 la dinamica dei prestiti alla clientela è tornata positiva (0,7 per cento; rispettivamente da -1,2 e da -3,3 alla fine del 2024 e del 2023; fig. 12.4).

Figura 12.4



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2026 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze; sono esclusi i pronti contro termine verso controparti centrali. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore, aggiustamenti di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. I dati per le imprese si riferiscono alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*.

La crescita del credito alle famiglie si è intensificata (al 3,1 per cento, dall'1,2 nel 2024), sostenuta dalla domanda di mutui residenziali. Continua l'espansione del mercato dei mutui verdi alle famiglie volti all'acquisto di abitazioni con alte prestazioni energetiche o al miglioramento della loro efficienza energetica. Il 35 per cento degli intermediari partecipanti all'indagine RBLS nel 2025 ha dichiarato di offrire mutui verdi (12 per cento nel 2022), che hanno rappresentato in media circa il 16 per cento delle loro erogazioni nell'anno (12 per cento nel 2022). A questi prestiti sono solitamente applicate condizioni più favorevoli, soprattutto nella forma di tassi di interesse più bassi¹⁷.

¹⁷ Tra settembre 2022 e dicembre 2024 lo sconto medio sui tassi di interesse dei mutui verdi offerti da un insieme di intermediari – a cui fa capo quasi il 90 per cento del totale attivo delle banche in Italia – è aumentato da 7 a circa 20 punti base; cfr. V. Lionetti, V. Michelangeli e L. Ridi, *From bicks to green bricks: evidence from the Italian green mortgages market in 2022-2024*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

I prestiti alle imprese sono tornati ad aumentare (1,4 per cento, da -2,6; cfr. il capitolo 6), beneficiando della ripresa della domanda connessa con il calo dei tassi di interesse, con il minore ricorso all'autofinanziamento e con le maggiori necessità per investimenti fissi¹⁸. È proseguita la graduale riduzione dell'incidenza dei prestiti alle imprese con garanzia pubblica, che rimane tuttavia elevata rispetto al periodo precedente la pandemia (cfr. il riquadro: *I prestiti bancari a imprese e famiglie assistiti da garanzie pubbliche*).

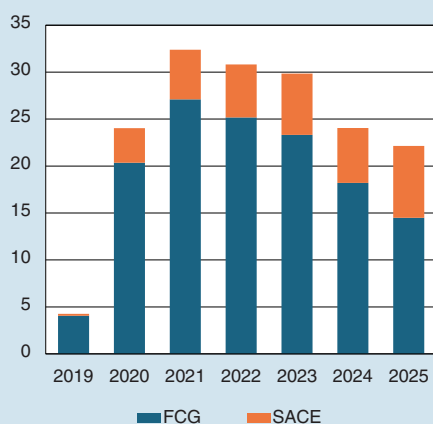
I PRESTITI BANCARI A IMPRESE E FAMIGLIE ASSISTITI DA GARANZIE PUBBLICHE

Dal 2019 la quota dei prestiti bancari alle imprese assistiti da garanzie del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese (Fondo centrale di garanzia, FCG) e della SACE è salita marcatamente sulla spinta delle misure di sostegno adottate a seguito della pandemia (figura, pannello a). Partendo da valori inferiori al 5 per cento, ha superato il 30 nel 2021, per poi ridursi gradualmente; alla fine del 2025 era tuttavia ancora superiore a un quinto a causa del perdurare di un sostenuto livello di nuove erogazioni. Nel biennio 2020-21 la quota dei prestiti che hanno beneficiato di garanzie pubbliche era cresciuta anche in Francia e in Spagna, paesi in cui invece si colloca attualmente su livelli prossimi a quelli pre-pandemici.

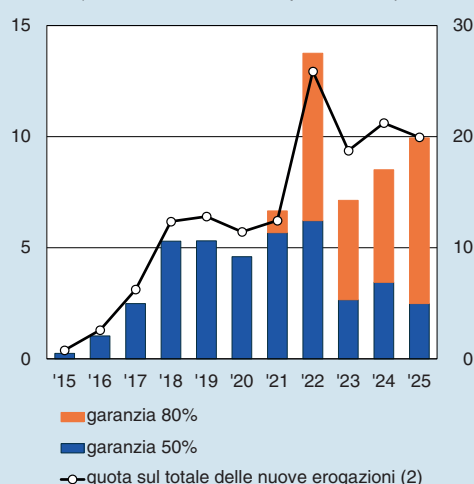
Figura

Prestiti garantiti dallo Stato

(a) quota dei prestiti alle imprese assistiti da garanzie FCG e SACE (1)
(valori percentuali)



(b) prestiti alle famiglie assistiti dal Fondo prima casa: flussi lordi e quota sul totale delle erogazioni di mutui per acquisto di abitazioni
(miliardi di euro; valori percentuali)



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati AnaCredit sui prestiti *in bonis*; per il pannello (b), elaborazioni su dati Concessionaria servizi assicurativi pubblici (Consap), soggetto gestore del Fondo prima casa, e segnalazioni di vigilanza.
(1) Dati di fine periodo. – (2) Scala di destra.

Negli anni della crisi sanitaria l'espansione in Italia è stata trainata soprattutto dalla concessione delle garanzie dell'FCG sui prestiti alle piccole imprese. L'operatività di SACE sui prestiti finanziari, avviata nel 2020 e rivolta alle società

¹⁸ Sulla dinamica complessiva del credito alla clientela hanno inciso negativamente i prestiti alle Pubbliche amministrazioni, che sono diminuiti del 7,2 per cento.

di media e grande dimensione, si è invece rafforzata a partire dal 2023. Con il venire meno di larga parte delle misure emergenziali, la disciplina dell'FCG ha reintrodotto il divieto di garantire i prestiti alle imprese classificate come più rischiose in base al modello di rating utilizzato dal Fondo (divieto sospeso tra marzo del 2020 e la fine del 2023); è comunque rimasto più elevato l'importo massimo garantito per impresa (5 milioni, rispetto a 2,5 prima della pandemia).

Il differenziale tra il tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese assistiti da garanzie pubbliche e quello degli altri prestiti alle imprese, pressoché nullo nel biennio 2020-21, si è progressivamente ampliato, fino a raggiungere circa 2 punti percentuali alla fine del 2025 (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2026).

Nell'ultimo decennio anche le garanzie pubbliche sui mutui residenziali alle famiglie hanno assunto maggiore rilevanza. Il Fondo di garanzia mutui per la prima casa (Fondo prima casa), operativo dal 2015 per favorire l'accesso al credito per l'acquisto dell'abitazione principale, prevede (a determinate condizioni) una garanzia fino al 50 per cento per i mutui di importo inferiore a 250.000 euro. Dal 2021 la quota di copertura è stata aumentata all'80 per cento per i richiedenti con meno di 36 anni e con un ISEE inferiore a 40.000 euro, che stipulano un contratto di mutuo di importo superiore all'80 per cento del prezzo di acquisto dell'immobile; contestualmente, l'accesso a tale garanzia è stato subordinato all'applicazione di tassi entro limiti prefissati, in media più bassi di quelli di mercato¹.

Nel periodo 2015-20 le erogazioni di mutui garantiti al 50 per cento sono cresciute in misura significativa; l'introduzione della garanzia maggiorata all'80 per cento ha ulteriormente ampliato la diffusione dei prestiti garantiti negli anni successivi, rendendo quest'ultima la tipologia di garanzia man mano prevalente (figura, pannello b). Nell'intero periodo considerato, ai richiedenti con meno di 36 anni è stata destinata la quasi totalità dei mutui con garanzia all'80 per cento² e poco meno del 60 per cento di quelli con copertura al 50; circa il 38 per cento delle erogazioni ai giovani ha nel complesso beneficiato delle garanzie statali.

All'inizio del periodo preso in esame i mutui garantiti hanno avuto un tasso di deterioramento lievemente superiore a quello del complesso dei mutui alle famiglie (con un divario di 0,4 punti percentuali per le erogazioni relative al biennio 2016-17); il differenziale si è successivamente ridotto, fino ad annullarsi negli anni più recenti.

¹ In caso di aumento dei tassi gli istituti di credito possono adeguarli entro soglie determinate, mentre in caso di riduzione sono obbligati a trasferire le condizioni più favorevoli ai mutuatari. I tassi devono essere inoltre coerenti con il minore rischio derivante dalla garanzia pubblica.

² Nel 2025 la garanzia statale all'80 per cento è stata estesa alle famiglie numerose.

Sulla base dell'ultima indagine RBLS, nel 2025 l'incertezza relativa alle prospettive di crescita globale connessa con le tensioni commerciali ha influenzato negativamente la rischiosità delle imprese affidatarie; ciò nonostante l'impatto sulle condizioni creditizie sarebbe risultato finora molto contenuto.

Nel primo trimestre del 2026 la crescita del credito alle imprese e alle famiglie è rimasta sostanzialmente invariata; nei prossimi mesi potrebbe risentire dell'elevata

incertezza del quadro macroeconomico globale e del rincaro dell'energia (cfr. il capitolo 1). Secondo la versione più recente della *Bank Lending Survey* (BLS), per il trimestre in corso gli intermediari prevedono un marcato irrigidimento dei criteri di offerta per i prestiti alle imprese, più forte per i settori maggiormente esposti alle tensioni geopolitiche e, in particolare, all'aumento dei prezzi dell'energia.

La qualità del credito si è confermata elevata, grazie alle politiche di offerta prudenti adottate negli anni scorsi e alla solidità dei bilanci delle imprese e delle famiglie. Nel 2025 il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto alla consistenza di quelli *in bonis* è diminuito all'1,2 per cento. Il calo ha riguardato sia i prestiti alle famiglie sia quelli alle imprese. Hanno continuato a ridursi anche le consistenze dei crediti deteriorati – beneficiando del contributo delle operazioni di cessione (per circa 8 miliardi) – così come la loro incidenza sul totale dei prestiti, sia al netto sia al lordo delle rettifiche¹⁹ (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2026). Il tasso di copertura si è mantenuto superiore a quello della media dell'area dell'euro (50,7 per cento, contro 41,4).

Secondo nostre stime, il tasso di deterioramento dei prestiti dovrebbe salire in misura contenuta nel 2026 e nel 2027 sia per le imprese sia per le famiglie (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2026).

Nel 2025 il valore dei titoli in portafoglio è cresciuto a 686 miliardi (629 nel 2024), a fronte di acquisti netti nel periodo di circa 40 miliardi²⁰, in prevalenza di titoli pubblici italiani²¹, la cui incidenza sul totale attivo e sulla durata finanziaria è lievemente aumentata. La quota dei titoli pubblici diversi da quelli nazionali è rimasta su valori storicamente elevati, a poco più di un quarto.

Nell'anno la raccolta è tornata a salire (5,6 per cento, da -2,6 del 2024; fig. 12.5), trainata dai depositi sia da residenti sia da non residenti. I depositi da non residenti, composti per più di due terzi da operazioni interbancarie²², hanno progressivamente sostituito le passività verso l'Eurosistema (-6,2 per cento), la cui incidenza sulla raccolta complessiva si è ormai ridotta a meno dell'1 per cento.

I depositi da residenti, corrispondenti a quasi il 70 per cento della raccolta, sono cresciuti del 2,7 per cento, sospinti dall'incremento di quelli a vista (4,0 per cento, da 1,5 del 2024), mentre quelli a termine sono rimasti sostanzialmente stabili. La ricomposizione verso i depositi a vista è proseguita nel primo trimestre del 2026. Anche le obbligazioni sono aumentate, con il contributo sia della componente detenuta dalle famiglie sia di quella all'ingrosso.

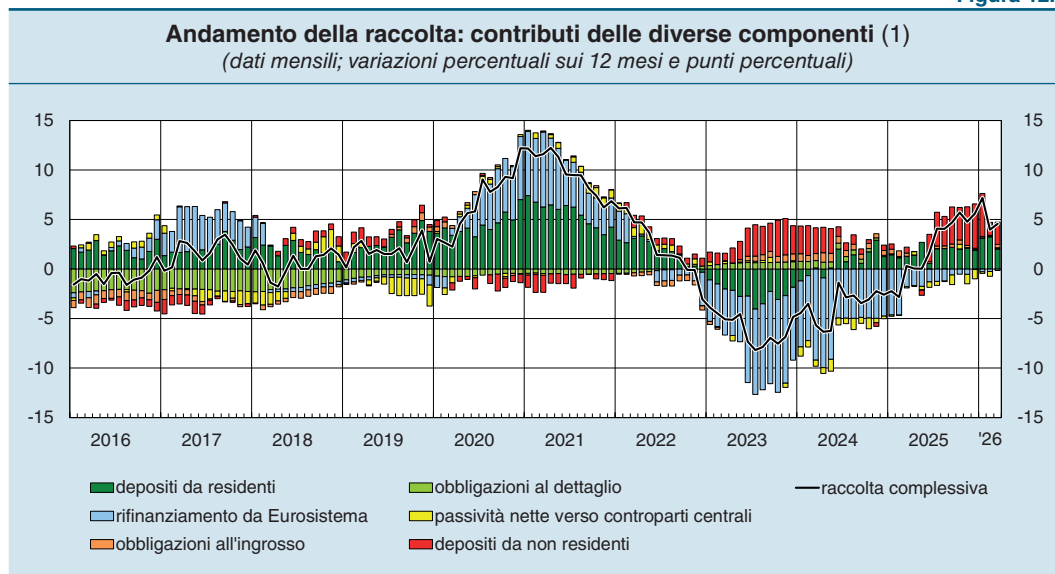
¹⁹ Al lordo delle rettifiche l'incidenza era pari al 2,4 per cento, 0,4 punti percentuali in meno rispetto alla fine del 2024.

²⁰ Si considerano i titoli diversi da quelli relativi ad attività proprie cartolarizzate e da quelli emessi da banche residenti.

²¹ Include i titoli pubblici emessi dallo Stato e dalle Amministrazioni locali italiane.

²² La variazione percentuale dei depositi di non residenti, e con essa quella della raccolta complessiva, risulta eccezionalmente elevata in quanto risente di un'operazione di tesoreria di importo rilevante effettuata a luglio del 2025 dalla filiale di un intermediario estero con la propria capogruppo. Per approfondimenti, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2025.

Figura 12.5

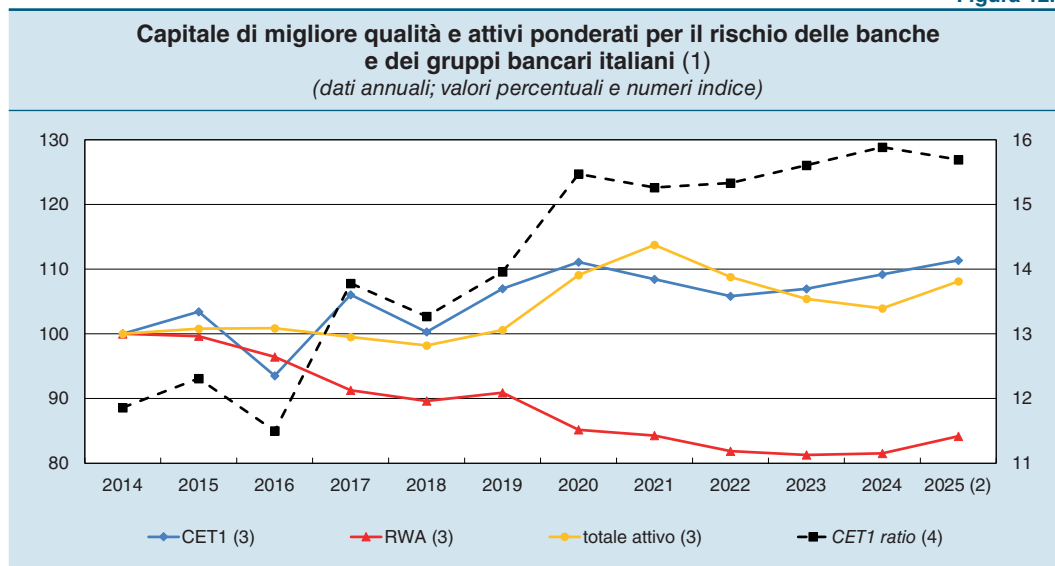


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Il tasso di crescita della raccolta complessiva è pari alla somma dei contributi delle singole componenti. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni di cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Le passività nette verso le controparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo delle controparti centrali.

Il patrimonio. – Alla fine del 2025 il *CET1 ratio*²³ delle banche italiane si è mantenuto su livelli elevati (15,7 per cento; fig. 12.6), in flessione di 20 punti base nel confronto con lo stesso periodo del 2024. Il calo ha riguardato esclusivamente

Figura 12.6



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.

(1) Per capitale di migliore qualità si intende il CET1. Per la definizione degli aggregati, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche e gruppi bancari: redditività e adeguatezza patrimoniale*. – (2) Dati provvisori. – (3) Indice: 2014=100. – (4) Scala di destra.

²³ Il *CET1 ratio* è dato dal rapporto tra il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) e gli attivi ponderati per il rischio (*risk weighted assets*, RWA).

le SI (dal 16,2 al 15,9 per cento, valore inferiore di circa 30 punti base rispetto a quello medio delle banche dell'SSM); l'indicatore relativo alle banche meno significative (*less significant institutions*, LSI) si è invece rafforzato, al 18,6 per cento²⁴.

L'incremento degli RWA (3,3 per cento) è stato maggiore di quello del CET1 (2,1). La dinamica degli attivi ponderati per il rischio riflette sia l'introduzione degli ultimi accordi di Basilea (così come recepiti nel regolamento UE/2024/1623, Capital Requirements Regulation, CRR3), in particolare nella componente di rischio operativo²⁵, sia l'espansione dei volumi di credito e titoli. La crescita del capitale è stata attenuata dagli effetti prudenziali delle operazioni di aggregazione realizzate nel 2025, che hanno determinato un aumento delle deduzioni per gli avviamenti e le partecipazioni finanziarie. Si sono infine registrate operazioni di buy back a valere sugli utili realizzati nel 2025, per un ammontare superiore a 7 miliardi, lo 0,6 per cento degli RWA del sistema bancario italiano.

Per il totale del sistema, la domanda di capitale²⁶, inclusiva dell'orientamento di secondo pilastro (P2G), è aumentata di 25 punti base in termini di RWA, al 10,8 per cento, a seguito dell'entrata a pieno regime della riserva di capitale detenuta a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB)²⁷, corrispondente a circa 7,1 miliardi alla fine del 2025. Considerando le sovrapposizioni con gli altri requisiti applicabili, ossia il limite alla leva e il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL), l'eccedenza patrimoniale rispetto alla domanda di capitale per il totale del sistema era pari al 3,4 per cento degli RWA. Nel 2025 i requisiti per le banche sistemiche a livello nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) sono stati aggiornati anche per tenere conto delle operazioni di concentrazione perfezionate. Alla luce delle loro nuove configurazioni, il gruppo bancario Monte dei Paschi di Siena è stato identificato come O-SII e per BPER la riserva è salita allo 0,50 per cento degli RWA; in linea con il 2024, nessun gruppo bancario autorizzato in Italia è stato identificato quale istituzione finanziaria a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institutions*, G-SII; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2026).

²⁴ Il CET1 ratio delle filiazioni in Italia di gruppi significativi esteri era pari al 12,3 per cento alla fine del 2025. Gli RWA dei gruppi significativi erano il 77 per cento di quelli del sistema bancario italiano, mentre quelli delle LSI e delle filiazioni di gruppi esteri erano rispettivamente il 10 e il 13 per cento.

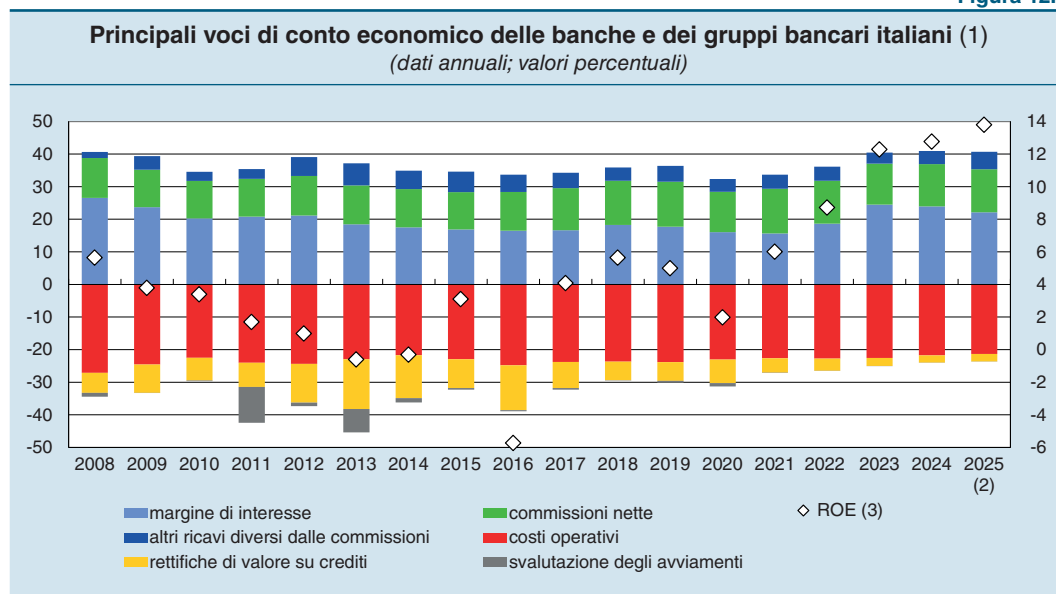
²⁵ L'aumento è concentrato negli intermediari di maggiore dimensione, che hanno dismesso l'utilizzo dei loro modelli interni, non più contemplato dalla nuova regolamentazione. Per approfondimenti, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2025.

²⁶ La domanda di capitale complessiva è data dalla somma dei requisiti patrimoniali di primo e secondo pilastro, della riserva di conservazione del capitale e degli altri buffer macroprudenziali (tra cui la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico entrata nella domanda di capitale a partire dalla segnalazione di dicembre 2024), nonché dell'orientamento di secondo pilastro. La presenza contemporanea di diversi requisiti (ponderati, non ponderati, relativi al quadro di risoluzione) può limitare anche significativamente l'effettiva eccedenza di capitale rispetto ai singoli minimi regolamentari (cfr. il riquadro: *L'effettiva utilizzabilità del requisito combinato di riserva di capitale per le banche italiane: un approccio olistico*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022). L'eccesso di capitale rispetto al solo requisito ponderato è diminuito nel 2025, al 4,4 per cento (era 4,9 alla fine del 2024).

²⁷ Banca d'Italia, *Attivazione della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico*, comunicato stampa del 26 aprile 2024. Il tasso obiettivo dell'1,0 per cento è stato raggiunto gradualmente, costituendo una riserva pari allo 0,5 per cento delle esposizioni rilevanti entro il 31 dicembre 2024 e il rimanente 0,5 entro il 30 giugno 2025.

La redditività. – Per il totale del sistema il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è aumentato ulteriormente, portandosi al livello più elevato dal 2008²⁸ (13,8 per cento; fig. 12.7). Per le SI il ROE ha raggiunto il 15,2 per cento, circa 6 punti percentuali al di sopra di quello medio delle SI dell'SSM; per le LSI è risultato pari all'8,7 per cento²⁹.

Figura 12.7



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) I valori sono espressi in rapporto al capitale medio, mostrando il contributo di ciascuna voce al ROE. Per la definizione degli aggregati, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche e gruppi bancari: redditività e adeguatezza patrimoniale*. – (2) Dati provvisori. – (3) Al netto delle componenti straordinarie; scala di destra.

Il miglioramento della redditività è ascrivibile principalmente all'incremento delle commissioni (3,1 per cento) e dei ricavi da negoziazione, oltre che alla contabilizzazione di alcuni proventi non ricorrenti. Il margine di interesse è diminuito (-6,3 per cento), dopo il rallentamento del 2024. Nel complesso, nel 2025 il margine di intermediazione è rimasto sostanzialmente stabile.

I costi operativi sono leggermente scesi (-0,6 per cento): il venire meno dei contributi ordinari agli schemi di garanzia dei depositi³⁰ ha più che compensato la crescita dei costi in IT e delle altre spese amministrative. Il rapporto tra i costi operativi e il margine di intermediazione (*cost-income ratio*) si è mantenuto invariato, al 52,4 per cento, e al 50,1 per le sole SI, un valore inferiore a quello della media delle banche dell'SSM (55,0).

²⁸ I dati sul ROE sono al netto delle componenti straordinarie di reddito, definite come quegli elementi che hanno impatto sul conto economico ma non sui requisiti di capitale, in quanto già esclusi dal patrimonio di vigilanza. Il rendimento degli attivi (*return on assets*, ROA), definito come il rapporto tra l'utile netto e il totale dell'attivo di bilancio, è cresciuto dall'1,14 all'1,18 per cento.

²⁹ Il ROE del 2024 delle LSI è stato pari all'8,4 per cento. Rispetto allo scorso anno, tale valore è stato rivisto al ribasso (da 9,5 per cento) per effetto della revisione della segnalazione da parte di una banca, a seguito della collocazione in amministrazione straordinaria.

³⁰ Il mancato versamento al Fondo interbancario di tutela dei depositi è dovuto al raggiungimento delle risorse del Fondo dell'obiettivo dello 0,8 per cento del totale dei depositi protetti.

Il flusso di rettifiche su crediti, pur leggermente aumentato (2,3 per cento), resta su livelli contenuti. Il costo del rischio³¹, pari a 37 punti base, continua a collocarsi sui valori minimi dal 2008.

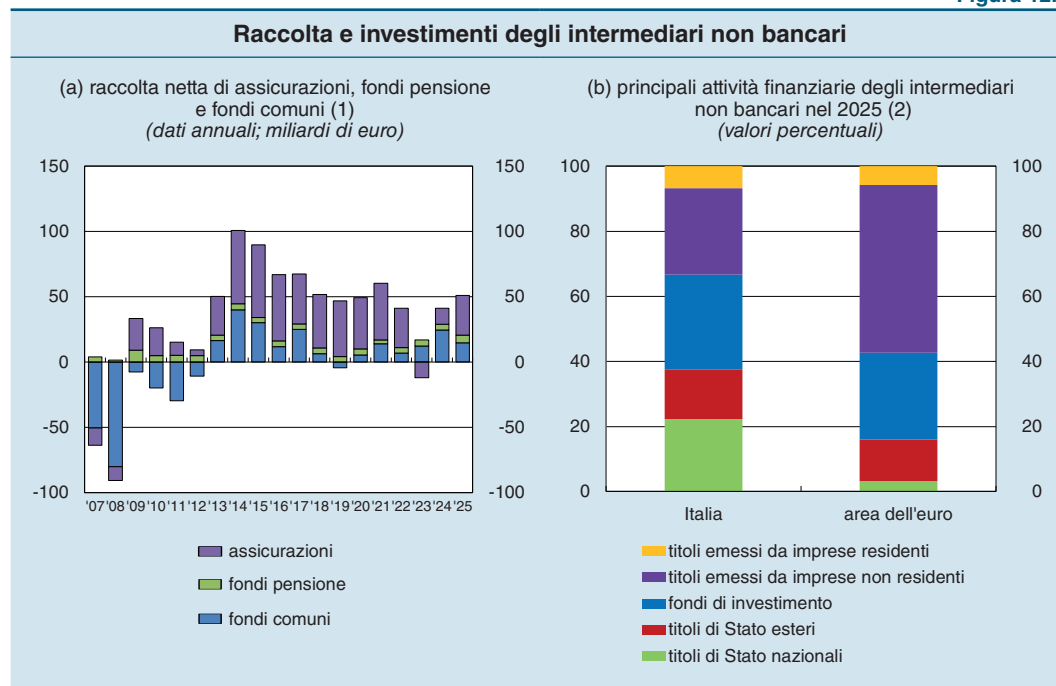
Le minori imposte sugli utili di periodo, che hanno riflesso l'utilizzo di attività fiscali differite, hanno contribuito al miglioramento della redditività.

Stime coerenti con lo scenario macroeconomico di base pubblicato dalla Banca d'Italia lo scorso aprile indicano che la redditività complessiva delle banche si ridurrebbe lievemente nel biennio 2026-27 e tornerebbe a crescere in misura contenuta nel 2028. In uno scenario avverso, che ipotizza effetti del conflitto in Medio Oriente più intensi e duraturi sull'offerta di materie prime, la redditività diminuirebbe in modo più marcato, riflettendo sia la maggiore contrazione del margine di interesse, sia l'incremento delle rettifiche di valore sui crediti. Nel contesto attuale l'incertezza intorno a queste stime è tuttavia molto elevata (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2026).

Gli intermediari finanziari non bancari

Nel 2025 la raccolta netta degli intermediari non bancari è stata positiva (51 miliardi; fig. 12.8.a) e superiore a quella del 2024, in linea con l'andamento dei mercati finanziari; è tornata sui livelli raggiunti prima dell'inizio della fase di rialzo dei tassi ufficiali.

Figura 12.8



Fonte: Banca d'Italia, BCE, Ivass e Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip).

(1) Si considerano flussi netti, al lordo della raccolta presso altri intermediari. Per il 2025, dati provvisori. – (2) I dati sull'area dell'euro non includono l'Italia.

³¹ Il costo del rischio viene misurato dal rapporto tra il flusso annuo di rettifiche e la consistenza media dei prestiti.

Nell'anno è cresciuta la quota di investimenti in titoli emessi da imprese residenti, mentre è proseguita la riduzione dell'esposizione in titoli di Stato, che rimane comunque notevolmente più alta di quella degli altri paesi dell'area dell'euro (fig. 12.8.b). Nel complesso, considerando sia gli investimenti diretti sia quelli detenuti attraverso quote di fondi, gli intermediari non bancari italiani hanno aumentato gli investimenti in titoli italiani e degli altri paesi dell'area.

I fondi comuni. – Alla fine dello scorso anno il patrimonio gestito dai fondi armonizzati italiani aveva raggiunto 334 miliardi. La quota di questi fondi sul totale di quelli distribuiti in Italia – che comprende anche gli esteri – si è confermata pressoché stabile, al 23 per cento. La raccolta netta è stata positiva (circa 10 miliardi): i deflussi netti dei fondi misti (oltre 7) sono stati più che compensati dagli afflussi negli altri comparti, soprattutto in quello obbligazionario (13).

Nel primo trimestre del 2026 la raccolta netta dei fondi comuni è divenuta negativa in seguito allo scoppio del conflitto nel Golfo.

Il patrimonio gestito dal settore dei FIA italiani è leggermente salito (da 184 a 193 miliardi), con una raccolta netta positiva di 4 miliardi. La crescita è riconducibile al comparto dei fondi immobiliari, il cui patrimonio è passato da 127 a 134 miliardi.

Nel 2025 il patrimonio dei FIA mobiliari è rimasto pressoché invariato, con una flessione della raccolta netta (circa 1 miliardo, rispetto ai 4,4 del 2024); oltre la metà degli attivi è ascrivibile a fondi specializzati negli investimenti in capitale di rischio (private equity e venture capital). A livello globale, l'interesse da parte degli investitori verso i fondi mobiliari è diminuito in seguito al rialzo dei tassi. L'industria nazionale ha caratteristiche in parte diverse da quelle osservate a livello internazionale (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2026): i fondi che investono in capitali privati sono costituiti in forma chiusa e, in particolare, i fondi di private credit acquistano in prevalenza crediti deteriorati originati da terzi.

Gli investimenti in imprese italiane da parte degli intermediari attivi nel mercato dei capitali privati sono cresciuti nel tempo e sono in gran parte riconducibili a fondi esteri, vista la dimensione contenuta di quelli di diritto italiano³². Le operazioni del comparto rappresentano un importante strumento per finanziare aziende con elevato potenziale di crescita (cfr. il capitolo 6): i fondi del settore operano tipicamente con un orizzonte temporale di medio termine e le loro esposizioni sono orientate verso imprese attive in settori ad alta intensità tecnologica in misura maggiore rispetto alle banche (fig. 12.9).

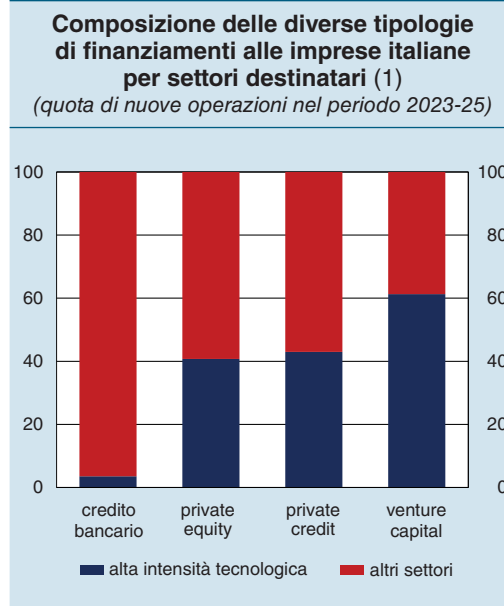
Alcune recenti iniziative legislative europee e nazionali mirano ad ampliare l'offerta di capitale da parte dei FIA mobiliari e a rafforzare il coinvolgimento degli altri investitori istituzionali nel finanziamento dell'innovazione. Nell'Unione europea, all'interno della Strategia sull'Unione del risparmio e degli investimenti, sono state proposte misure per promuovere la previdenza complementare (cfr. il

³² Secondo i dati forniti dall'Associazione italiana del private equity, venture capital e private debt (Aifi), nel 2025 circa l'80 per cento degli investimenti in imprese italiane effettuati dai fondi specializzati nei capitali privati era riconducibile a fondi esteri (10 su 13 miliardi).

capitolo 5) e favorire il suo contributo al finanziamento dell'economia (cfr. il capitolo 6); sono inoltre aumentate le risorse destinate al finanziamento dell'innovazione³³. Anche in Italia alcune recenti iniziative legislative, tra cui la riforma del Testo unico della finanza (TUF)³⁴ e l'introduzione di incentivi fiscali per i fondi pensione e le casse previdenziali³⁵, mirano ad affrontare le principali debolezze del mercato dei capitali e ad accrescere il coinvolgimento degli operatori privati.

Nel 2025 gli utili netti delle SGR italiane sono saliti del 9 per cento, principalmente per la flessione delle imposte di competenza dell'esercizio e dei costi operativi, a fronte di commissioni nette nel complesso stabili. Il rapporto tra il patrimonio di vigilanza e il requisito patrimoniale è lievemente cresciuto nel confronto con l'anno precedente (6,3, rispetto al 5,9 del 2024), mantenendosi su livelli complessivamente adeguati.

Figura 12.9



Fonte: Anacredit, OCSE e PitchBook.

(1) Per private equity, private credit e venture capital l'analisi si basa sulle nuove operazioni per le quali è disponibile l'ammontare dell'investimento. La categoria "alta intensità tecnologica" comprende le imprese attive nei settori industriali ad alta intensità tecnologica e i servizi tecnologici ad alto contenuto di conoscenza, identificati in base alla classificazione Eurostat-OCSE (cfr. OCSE, *ISIC Rev.3 Technology Intensity Definition*, 2011). Negli "altri settori" sono inclusi manifattura e servizi a media e a bassa intensità tecnologica, l'industria estrattiva ed energetica, le costruzioni.

Le assicurazioni e i fondi pensione. – L'attivo delle compagnie di assicurazione ha continuato ad ampliarsi grazie alla rivalutazione degli investimenti, che hanno beneficiato anche del calo dello spread sui titoli di Stato italiani (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2026; cfr. inoltre il capitolo 13), e all'incremento della raccolta premi.

³³ Si fa riferimento alle risorse destinate nell'ambito della strategia UE per start up e scale up – con il fondo scale up, il programma *Horizon Europe* e lo *European Innovation Council* – e alle attività della Banca europea per gli investimenti (BEI), con l'avvio del programma *TechEU*, il rafforzamento della *European Tech Champions Initiative* e del programma *InvestEU*.

³⁴ Il D.lgs. 47/2026 (decreto di attuazione della L. 21/2024), che ha modificato il TUF, prevede tra l'altro: la semplificazione della regolamentazione per i gestori sotto-soglia (che gestiscono gran parte dei fondi di venture capital italiani); l'introduzione delle società di partenariato, che dovrebbero favorire la partecipazione degli investitori istituzionali; la semplificazione del processo di quotazione, che dovrebbe facilitare i disinvestimenti attraverso la quotazione in borsa.

³⁵ Il DL 95/2025 ha rimodulato il profilo temporale del vincolo introdotto dalla L. 193/2024, relativo all'obbligo per fondi pensione e casse previdenziali di destinare una quota minima di investimenti qualificati in fondi di venture capital per continuare a beneficiare dell'agevolazione fiscale. Gli investimenti qualificati sono quelli in imprese residenti in Italia o in Stati membri della UE oppure dello Spazio economico europeo con stabile organizzazione in Italia, organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) che investono prevalentemente in tali imprese, piani individuali di risparmio (PIR), fondi di venture capital, nonché in quote di prestiti o di fondi di credito cartolarizzati erogati o originati per mezzo di piattaforme di prestiti per soggetti non professionali.

Nel comparto vita la raccolta netta³⁶ è tornata positiva (12 miliardi). I premi netti sono aumentati sia per i prodotti tradizionali (ramo I), sia per le polizze unit linked e index linked (ramo III). La riduzione dei riscatti e l'estensione della raccolta hanno contribuito all'incremento della redditività delle compagnie; il ROE del comparto ha raggiunto il 14,6 per cento. Nel ramo danni la raccolta netta ha continuato a crescere (18 miliardi), contribuendo all'aumento del ROE (13,3 per cento).

Anche l'attivo dei fondi pensione è ancora salito; la raccolta netta è cresciuta a circa 6 miliardi, grazie all'incremento dei flussi per contributi. Le dimensioni del comparto restano comunque ridotte nel confronto europeo. La partecipazione in rapporto alla popolazione è infatti ancora ampiamente inferiore a quella degli altri principali paesi dell'area (cfr. il capitolo 5).

Gli altri intermediari finanziari. – Nel 2025 gli impieghi degli intermediari creditizi non bancari³⁷ sono cresciuti del 3 per cento (2,2 nel 2024), grazie principalmente all'espansione del comparto della cessione del quinto dello stipendio o della pensione (9,9 per cento). Nel credito al consumo e nel factoring gli impieghi sono saliti rispettivamente del 4,5 e del 4,4 per cento, mentre il leasing si è ridotto dell'1,5³⁸. La qualità del credito è lievemente migliorata: al lordo delle rettifiche di valore, l'incidenza dei finanziamenti deteriorati sul totale è scesa di 0,4 punti percentuali, al 3,1 per cento.

La redditività degli intermediari si è mantenuta stabile; il rapporto tra il risultato di esercizio e il totale degli attivi è stato dello 0,7 per cento, sostanzialmente in linea con il 2024. Il rapporto tra i fondi propri e le attività ponderate per il rischio (*total capital ratio*) è rimasto sostanzialmente invariato, al 14 per cento.

L'ammontare delle garanzie rilasciate dai confidi iscritti nell'albo ex art. 106 del Testo unico bancario (TUB) è diminuito dell'1 per cento, a 6 miliardi. La redditività del settore si conferma modesta a causa dell'alta incidenza dei costi fissi, che sono aumentati del 9,2 per cento. La ricerca di nuove fonti di ricavo ha spinto i confidi ad attuare iniziative di diversificazione operativa, tra le quali l'erogazione diretta di finanziamenti per cassa, che sono cresciuti dell'11,7 per cento pur restando di ammontare contenuto. L'incidenza delle garanzie relative a esposizioni deteriorate sul totale di quelle rilasciate è scesa al 18,1 per cento (18,5 nel 2024). Il rapporto tra i fondi propri e le attività ponderate per il rischio si è mantenuto elevato e in crescita, al 43,2 per cento.

La consistenza delle cartolarizzazioni di finanziamenti bancari gestite dagli intermediari finanziari iscritti nell'albo ex art. 106 TUB e operanti nel comparto

³⁶ La raccolta netta delle assicurazioni è calcolata come differenza tra i premi incassati e gli oneri relativi ai sinistri corrisposti nell'anno di riferimento.

³⁷ Si tratta degli intermediari iscritti nell'albo ex art. 106 del Testo unico bancario (TUB) operanti prevalentemente nei segmenti del leasing, del factoring e del credito al consumo; sono esclusi i confidi.

³⁸ Gli intermediari creditizi non bancari detengono quote di mercato significative in ciascuno di questi comparti: 58,6 per cento nel leasing, 42,2 nella cessione del quinto dello stipendio o della pensione, 41,5 nel factoring e 29 nel credito al consumo. L'incidenza degli operatori appartenenti a gruppi bancari sul totale degli intermediari creditizi non bancari è prevalente nei settori della cessione del quinto dello stipendio o della pensione, del factoring e del leasing, mentre è pari a due quinti nel credito al consumo.

delle attività di riscossione dei prestiti ceduti e di svolgimento dei servizi di cassa e di pagamento (*servicing*) si è ridotta del 2,6 per cento; il 54,7 per cento di tale ammontare riguarda sofferenze. La quota di mercato del totale complessivo dei crediti oggetto delle operazioni di cartolarizzazione gestita da questi intermediari è pressoché stabile nel confronto con quella gestita dalle banche, al 43,7 per cento (al 70,1 se si escludono le operazioni di autocartolarizzazione).

Gli istituti di pagamento (IP) e quelli di moneta elettronica (Imel)³⁹ attivi in Italia detengono quote rilevanti nel mercato delle rimesse di denaro (97,6 per cento nel 2025)⁴⁰ e del convenzionamento degli esercenti per l'accettazione delle carte di pagamento (*acquiring*; 63,6 per cento)⁴¹. In quest'ultimo comparto, i ridotti margini di guadagno e gli elevati investimenti in tecnologia e sicurezza incentivano il perseguimento di economie di scala; ciò ha contribuito a determinare un progressivo consolidamento del mercato. Nell'emissione delle carte di credito e di debito (*issuing*) e nell'incasso di bollettini mediante reti di prossimità, la quota di mercato di IP e Imel è rimasta limitata nel confronto con quella delle banche (16,3 e 19,4 per cento, rispettivamente). Fa inoltre capo a IP e Imel il 36,7 per cento del mercato del servizio di disposizione di ordini di pagamento (*payment initiation service*, PIS), i cui volumi sono significativamente aumentati nell'anno (da 2,7 a 8,4 miliardi).

Nell'ambito delle criptoattività, il 30 dicembre del 2025 è scaduto il termine fissato a livello nazionale per la presentazione delle istanze di autorizzazione come prestatori di servizi per le criptoattività (*crypto-asset service providers*, CASP), ai sensi del regolamento europeo sui mercati delle criptoattività (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR), da parte degli operatori in valute virtuali (*virtual asset service providers*, VASP) iscritti al registro dell'Organismo degli agenti e dei mediatori (OAM) che intendono avvalersi del regime transitorio previsto fino al 30 giugno 2026. In tale ambito la Consob ha ricevuto 32 istanze e nel maggio 2026 è stato autorizzato il primo CASP italiano; non sono stati invece ancora autorizzati soggetti per l'emissione di *stablecoins* ai sensi del regolamento MiCAR.

³⁹ Si considerano IP e Imel italiani ed esteri, escludendo gli intermediari del Gruppo Poste.

⁴⁰ I tre maggiori intermediari del segmento rappresentano complessivamente il 73,8 per cento dei volumi totali. I volumi scambiati nel 2025 hanno raggiunto 9,1 miliardi, con una crescita del 4,6 per cento rispetto al 2024.

⁴¹ I volumi negoziati nel 2025 sono aumentati del 3,2 per cento rispetto al 2024, a 248 miliardi.

13. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel 2025 le condizioni dei mercati finanziari italiani sono state influenzate dalla prosecuzione del ciclo di allentamento monetario della Banca centrale europea e dagli annunci di un rilevante incremento della spesa pubblica in Germania, oltre che dalle prospettive di maggiore spesa pubblica per la difesa europea. Da aprile hanno risentito delle tensioni commerciali internazionali connesse con l'introduzione di nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense.

I rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani, dopo essere aumentati a marzo soprattutto per effetto dei piani di espansione della spesa pubblica in Germania, sono diminuiti a causa dei timori di una recessione globale generata dalle tensioni commerciali; alla fine dell'anno si collocavano su livelli sostanzialmente invariati. I differenziali rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi sono scesi sensibilmente, riflettendo la maggiore fiducia degli investitori verso il debito pubblico italiano e il miglioramento del merito di credito del Paese.

Le emissioni obbligazionarie delle società non finanziarie italiane hanno avuto un aumento significativo, proseguendo il recupero avviato dopo la contrazione del 2022. I differenziali di rendimento si sono ridotti, sostenuti dall'elevata propensione al rischio degli investitori.

I corsi azionari hanno segnato un netto rialzo. A trainare la crescita sono stati in particolare il settore bancario, che ha beneficiato di profitti superiori alle attese, e il comparto della difesa, favorito dalle prospettive di espansione della spesa pubblica in Europa. L'impatto dei nuovi dazi è stato marcato ma temporaneo: le quotazioni hanno recuperato pressoché integralmente le perdite nelle settimane successive all'annuncio.

Nei primi mesi del 2026 i mercati finanziari italiani sono stati colpiti dallo shock energetico seguito allo scoppio del conflitto nel Golfo Persico, che ha determinato un forte incremento dei rendimenti, un aumento dei differenziali rispetto ai titoli tedeschi e un'ampia correzione dei corsi azionari. Al successivo annuncio di una tregua le quotazioni hanno pienamente recuperato le perdite e i differenziali sono in parte rientrati.

I mercati monetari e dei titoli pubblici

Il mercato monetario. – Nel 2025 le negoziazioni medie giornaliere dei contratti pronti contro termine in titoli di Stato italiani nel mercato MTS Repo sono salite sensibilmente (a 195 miliardi di euro, da 174 nel 2024; fig. 13.1) raggiungendo nuovi massimi storici sia nel comparto *general collateral* sia in quello *special repo*.

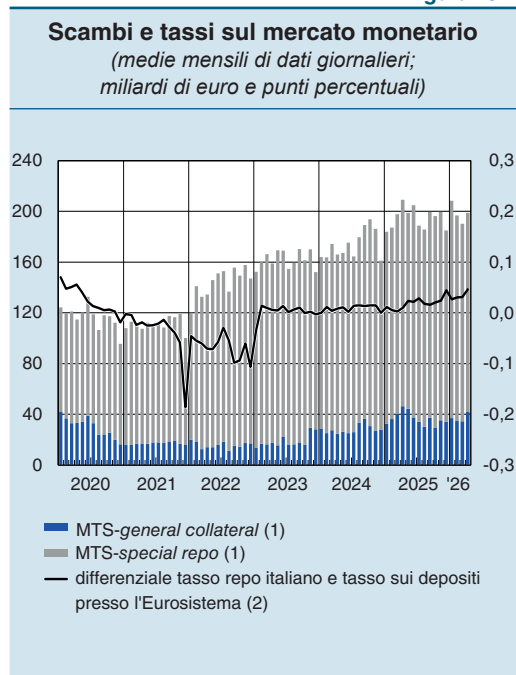
L'incremento è stato favorito dalla progressiva diminuzione della liquidità in eccesso, dalla maggiore disponibilità di titoli sul mercato e dall'attività di impiego delle disponibilità di cassa da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze. In questo contesto, il costo relativo al prestito di uno specifico titolo è rimasto su livelli storicamente contenuti. La riduzione dei tassi di riferimento si è trasmessa in maniera ordinata al mercato monetario, con il differenziale tra il tasso repo e il tasso sui depositi presso l'Eurosistema che si è mantenuto su livelli prossimi allo zero.

L'offerta e la domanda di titoli pubblici. – Nel 2025 le emissioni nette di titoli di Stato italiani sono state pari a 126 miliardi, in moderato aumento rispetto al 2024 (112 miliardi); i collocamenti totali hanno raggiunto 549 miliardi. I BTP, con 319 miliardi di emissioni lorde, rappresentano lo strumento più utilizzato, seguiti dai BOT con 170. La vita media residua dei titoli in circolazione è risultata di 6,9 anni, in lieve diminuzione rispetto all'anno precedente.

La partecipazione degli investitori privati al mercato dei titoli pubblici italiani è cresciuta, in un quadro di progressiva contrazione delle consistenze di titoli detenuti dall'Eurosistema per finalità di politica monetaria (cfr. il capitolo 3). La quota di titoli pubblici italiani in mano agli investitori esteri è aumentata in misura significativa; secondo nostre stime, sarebbe salita dal 24,8 al 28,2 per cento, al netto dei titoli detenuti dall'Eurosistema e di quelli presenti nel portafoglio delle gestioni patrimoniali e dei fondi comuni esteri riconducibili a investitori italiani. La quota detenuta dalle banche ha avuto un incremento più contenuto (di quasi 1 punto percentuale, al 15,1 per cento); si è ampliata anche quella delle famiglie che detengono direttamente titoli (al 13,1, dal 12,5 nel 2024). Si sono invece ridotte le quote attribuibili alle assicurazioni (di quasi 1 punto percentuale, all'8,9 per cento) e, più marcatamente, quelle possedute dalla Banca d'Italia (al 21,3 per cento, dal 25,1 nel 2024; fig. 13.2).

Gli scambi dei titoli pubblici sul mercato secondario. – Nel 2025 gli scambi di titoli di Stato italiani sul mercato a pronti MTS Cash hanno raggiunto nuovi massimi storici (42 miliardi medi giornalieri, da 29 nel 2024; fig. 13.3), sostenuti dalla crescente partecipazione di investitori istituzionali e dall'aumento di titoli in circolazione.

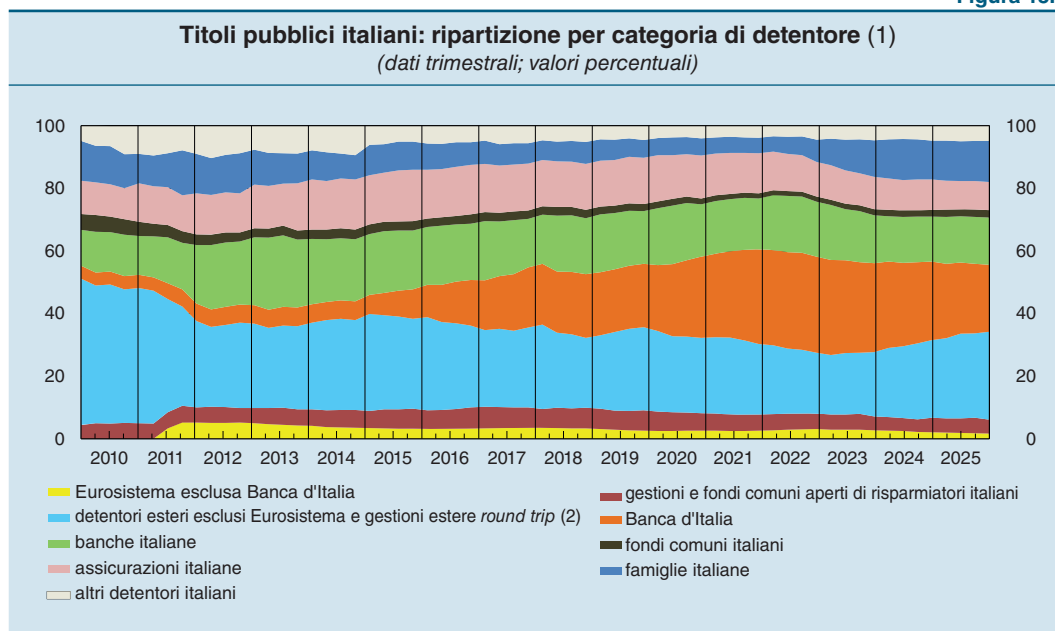
Figura 13.1



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) Il comparto *general collateral* comprende le operazioni in cui i titoli utilizzati a garanzia vengono individuati successivamente alla conclusione del contratto all'interno di un paniere di attività prestabilito; nel comparto *special repo* le controparti stabiliscono invece di utilizzare in garanzia un titolo specifico. – (2) Scala di destra.

Figura 13.2

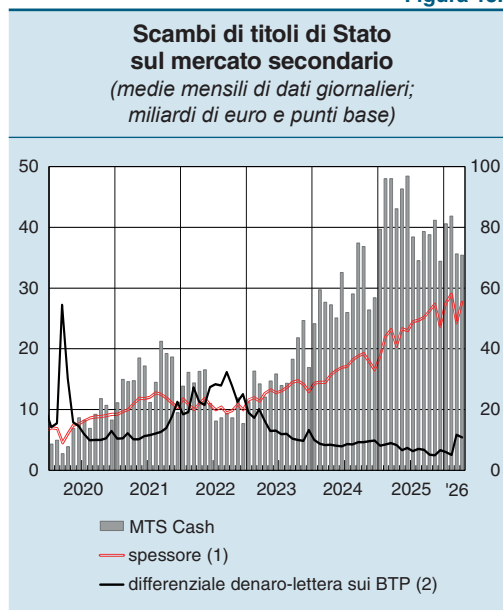


Le condizioni di liquidità sono migliorate, collocandosi su livelli storicamente favorevoli. Le quantità di BTP proposte in acquisto o in vendita dai *market makers* sono sensibilmente salite e il differenziale di prezzo denaro-lettera si è ridotto, attestandosi in media a 7 punti base (da 9 nel 2024). Nei primi mesi del 2026, in seguito al conflitto in Medio Oriente, le negoziazioni sono diminuite e le condizioni di liquidità sono peggiorate, in linea con l'incremento della volatilità.

I rendimenti dei titoli pubblici. – Nel 2025 i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono rimasti nel complesso stabili (fig. 13.4.a). Il rendimento decennale era salito bruscamente a marzo, sospinto dalle attese di un orientamento di bilancio più espansivo in Germania, per poi diminuire dopo l'annuncio di nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense, chiudendo l'anno al 3,5 per cento.

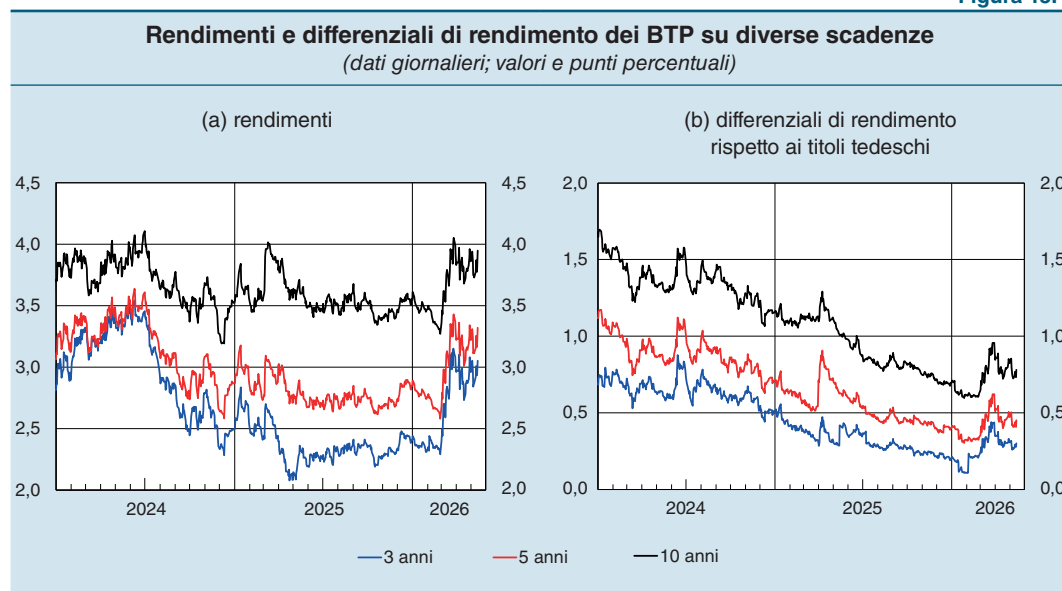
Nel complesso del 2025 il differenziale di rendimento sulla scadenza decennale tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi è sceso significativamente, di 46 punti base, portandosi

Figura 13.3



a 70 (fig. 13.4.b). Al calo hanno contribuito le aspettative di un percorso almeno stabile del rapporto tra il debito pubblico e il PIL nel medio periodo, come evidenziato dalle revisioni al rialzo del merito di credito da parte di alcune agenzie di rating (cfr. il capitolo 10)¹. Vi ha concorso inoltre la robusta domanda degli investitori internazionali.

Figura 13.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Nei primi mesi del 2026 il rendimento del titolo decennale è aumentato sensibilmente, risentendo dell'avvio del conflitto nel Golfo Persico e dei conseguenti timori di un rialzo dell'inflazione, portandosi temporaneamente al di sopra del 4 per cento; il differenziale rispetto al titolo tedesco corrispondente è tornato a toccare 95 punti base. Il raggiungimento della tregua ha favorito un parziale rientro dei rendimenti e, in misura più marcata, dei differenziali.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni. – Nel 2025 le società non finanziarie italiane hanno incrementato notevolmente le emissioni nette di obbligazioni con durata superiore all'anno (14,8 miliardi, da 4,6 nel 2024; tav. 13.1). L'aumento ha riflesso sia la crescita delle emissioni lorde (da 38,8 a 42,9 miliardi; cfr. il riquadro: *Recenti tendenze nel finanziamento obbligazionario delle imprese italiane*) sia una marcata riduzione dei rimborsi (da 34,2 a 28,1).

Nello stesso periodo le emissioni nette di obbligazioni delle banche italiane sono state invece contenute (211 milioni, da circa 12 miliardi nel 2024), in un contesto di collocamenti lordi in calo (da 78 a 69 miliardi).

¹ Nel corso dell'anno Standard & Poor's Global Ratings (aprile) e Fitch (settembre) hanno rivisto al rialzo il rating sovrano dell'Italia da BBB a BBB+, Morningstar DBRS (ottobre) da BBB (*high*) ad A (*low*); Moody's (novembre) l'ha rivisto da Baa3 a Baa2, il primo miglioramento dal 2002.

Tavola 13.1

Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1) (valori nominali; milioni di euro e valori percentuali)							
EMITTENTI	Emissioni nette (2)			Consistenze		in % del PIL	
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2025
Banche	8.828	12.058	211	395.565	408.945	405.567	18,4
Altre società finanziarie (3)	-4.560	8.795	11.577	261.450	267.877	272.259	12,4
Società non finanziarie	12.308	4.631	14.829	185.670	193.431	214.308	9,7
Totale	16.576	25.484	26.617	842.685	870.253	892.134	40,5

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, emesse da società residenti in Italia e appartenenti al settore indicato. La nazionalità e il settore di appartenenza fanno riferimento alla società emittente e non alla società capogruppo. Le consistenze e i relativi flussi includono le obbligazioni emesse e riacquistate. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (3) Include le imprese di assicurazione, gli altri intermediari finanziari, gli ausiliari finanziari, i prestatori di fondi e le istituzioni finanziarie captive.

RECENTI TENDENZE NEL FINANZIAMENTO OBBLIGAZIONARIO DELLE IMPRESE ITALIANE

Dopo la contrazione associata all'aumento del costo del debito nel 2022, il flusso lordo di emissioni obbligazionarie delle società non finanziarie italiane ha avuto una crescita costante (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2026). Al netto dei rimborsi, nel triennio 2023-25 la raccolta è stata positiva.

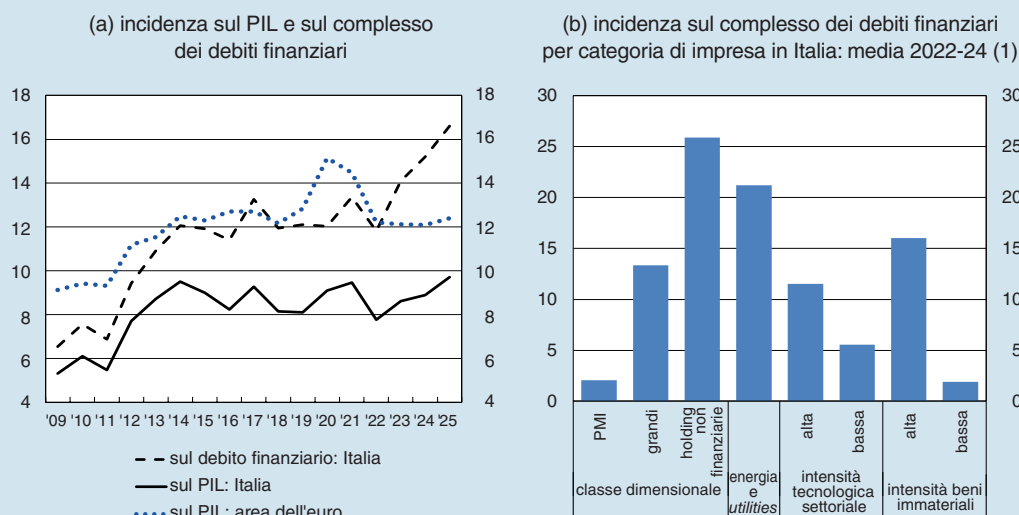
Nello stesso periodo anche l'incidenza sul PIL dello stock di obbligazioni è salita (di circa 1 punto percentuale, al 10 per cento; figura, pannello a), dopo essersi mantenuta relativamente stabile per un decennio; rimane tuttavia inferiore a quella osservata nelle principali economie avanzate (12 e 29 per cento, rispettivamente, nell'area dell'euro e negli Stati Uniti). Il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari delle imprese ha raggiunto nel 2025 quasi il 17 per cento, il massimo storico; ciò riflette in larga parte il calo dei prestiti bancari (cfr. il capitolo 6).

Il ricorso alle obbligazioni varia in base alle caratteristiche delle imprese. I titoli obbligazionari rappresentano una componente significativa del debito finanziario complessivo per quelle di maggiori dimensioni e per le holding non finanziarie, mentre sono trascurabili per quelle piccole e medie (figura, pannello b).

Tra le grandi imprese, inoltre, il finanziamento obbligazionario è più elevato nel settore energetico e nei servizi di pubblica utilità (*utilities*), nelle attività a più alta intensità tecnologica e tra le società con maggiore incidenza di immobilizzazioni immateriali sul totale dell'attivo. Per queste ultime, in particolare, l'accesso al credito bancario può risultare meno favorevole, in termini di condizioni e di costi, a causa della minore disponibilità di attività conferibili a garanzia; i mercati obbligazionari possono quindi rappresentare una fonte di finanziamento alternativa¹.

¹ H. Almeida e M. Campello, *Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment*, "The Review of Financial Studies", 20, 5, 2007, pp. 1429-1460.

Incidenza delle obbligazioni delle imprese non finanziarie (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari), Cerved e Anagrafe titoli.

(1) La classificazione dimensionale delle imprese segue la metodologia di Eurostat. I dati settoriali si riferiscono alle sole grandi imprese. Sono considerati ad alta intensità tecnologica i comparti manifatturieri a intensità medio-alta e alta e i servizi *knowledge-intensive*, secondo la classificazione OCSE. La distinzione tra imprese ad alta o bassa intensità nell'uso di beni immateriali è basata sul rapporto tra beni immateriali e totale dell'attivo rispetto al valore mediano.

Nel periodo 2023-25 hanno emesso il loro primo titolo di debito circa 130 aziende ogni anno e il numero di società con almeno un titolo in circolazione è cresciuto in media del 10 per cento all'anno. Le nuove imprese emittenti sono prevalentemente di dimensione media o piccola; il loro peso sul totale delle emissioni resta limitato, in quanto collocano titoli di importo contenuto².

Il primo accesso al mercato obbligazionario riguarda tipicamente imprese che in precedenza presentavano tassi di investimento più elevati rispetto a società non emittenti comparabili per settore e dimensione. Esse, inoltre, mostravano in media una redditività più alta, un minore indebitamento e una struttura dell'attivo maggiormente orientata verso i beni immateriali. A seguito della prima emissione, le imprese hanno registrato un'accelerazione degli investimenti, sia materiali sia immateriali.

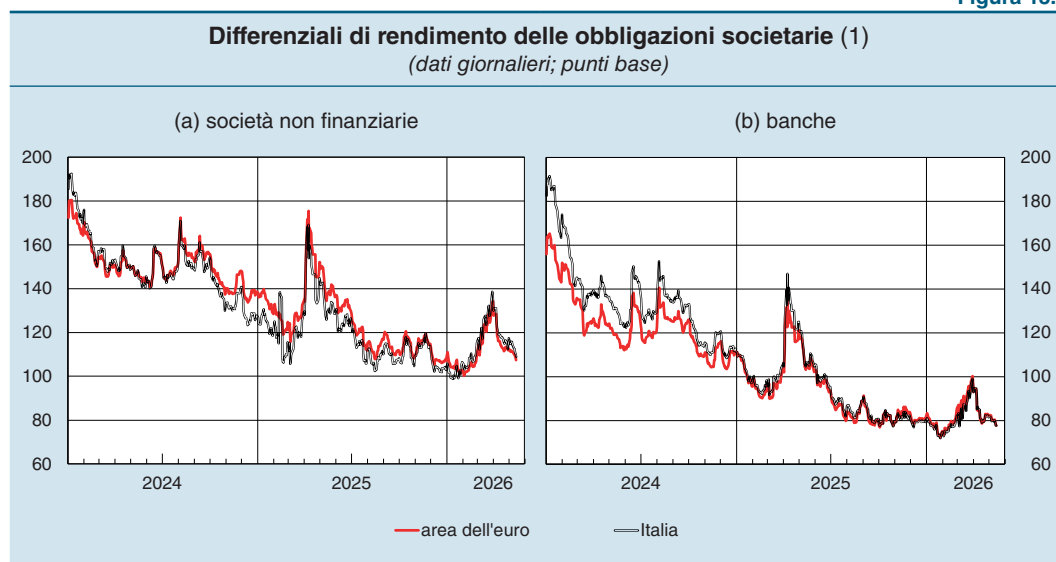
² Il numero di emittenti di piccola e media dimensione è comunque molto contenuto rispetto al totale delle imprese di questa classe dimensionale.

I differenziali di rendimento. – Nel 2025 il differenziale di rendimento tra i titoli emessi dalle società non finanziarie italiane e quelli ritenuti più sicuri è diminuito di 24 punti base, a 104 (fig. 13.5.a). I differenziali sono saliti considerevolmente in aprile dopo l'annuncio dei nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense, per poi ridursi gradualmente nei mesi successivi, sostenuti dalla maggiore propensione al

rischio degli investitori. Un andamento analogo si è osservato per i differenziali delle società non finanziarie dell'area dell'euro.

Il differenziale delle obbligazioni bancarie italiane è sceso di circa 32 punti base, a 80, collocandosi su livelli molto bassi in prospettiva storica. La discesa è stata meno pronunciata per le banche dell'area (fig. 13.5.b).

Figura 13.5



Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch.

(1) Differenziali di rendimento tra obbligazioni denominate in euro e il titolo privo di rischio (ricavato dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi), corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option adjusted spread*) e ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli delle società.

Nei primi mesi del 2026 i differenziali delle obbligazioni delle società non finanziarie e delle banche italiane e dell'area sono cresciuti, pur restando su livelli contenuti nel confronto storico. L'aumento ha riflesso il rincaro delle materie prime energetiche e i timori di un rallentamento del ciclo economico seguiti allo scoppio del conflitto nel Golfo. Il successivo annuncio della tregua ha determinato un rientro dei differenziali.

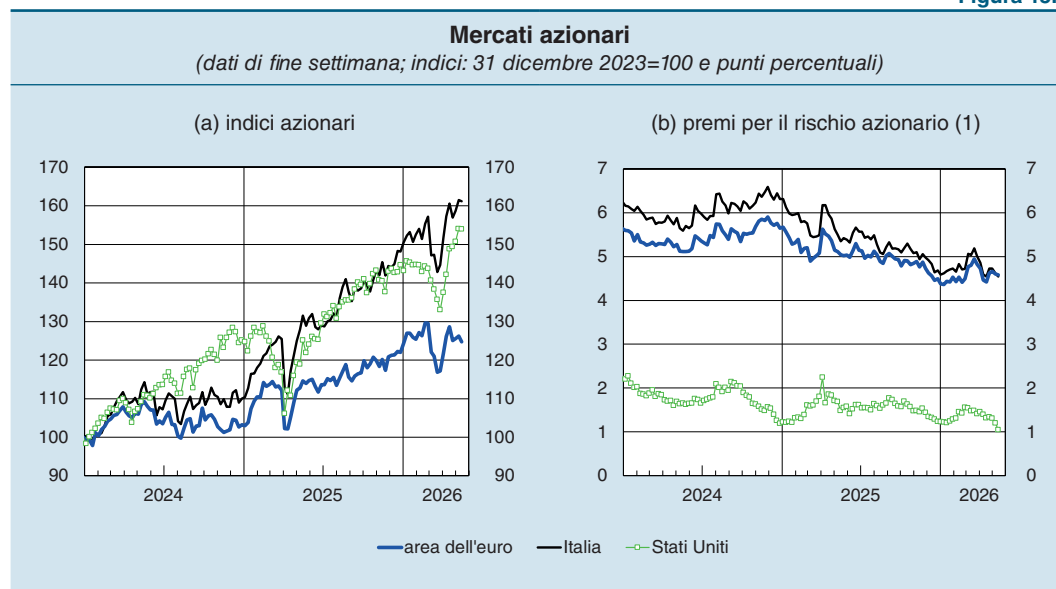
Il mercato azionario

Le quotazioni azionarie. – L'indice azionario italiano è aumentato del 35 per cento nel 2025, più di quello dell'area dell'euro e di quello statunitense (20 e 15 per cento, rispettivamente; fig. 13.6.a). La crescita è stata guidata principalmente dal settore bancario (65 per cento), sostenuto da profitti superiori alle attese, e dal settore industriale (48 per cento), favorito dalle prospettive di espansione della spesa pubblica per la difesa nei paesi europei.

Ad aprile del 2025 gli annunci di nuovi dazi da parte degli Stati Uniti hanno determinato un forte calo delle quotazioni, soprattutto nei settori maggiormente esposti al commercio internazionale e al ciclo economico. I corsi hanno tuttavia rapidamente recuperato, favoriti dall'avvio dei negoziati commerciali e dalla sospensione di alcune misure. La crescita è proseguita nella seconda metà dell'anno,

nonostante la persistente incertezza e i timori di una possibile sopravvalutazione del comparto tecnologico statunitense, alimentati dall'aumento dell'indebitamento delle imprese del settore. I premi per il rischio sulle azioni italiane, come quelli dell'area dell'euro, si sono ridotti ai minimi dalla crisi finanziaria del 2008 (fig. 13.6.b).

Figura 13.6



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

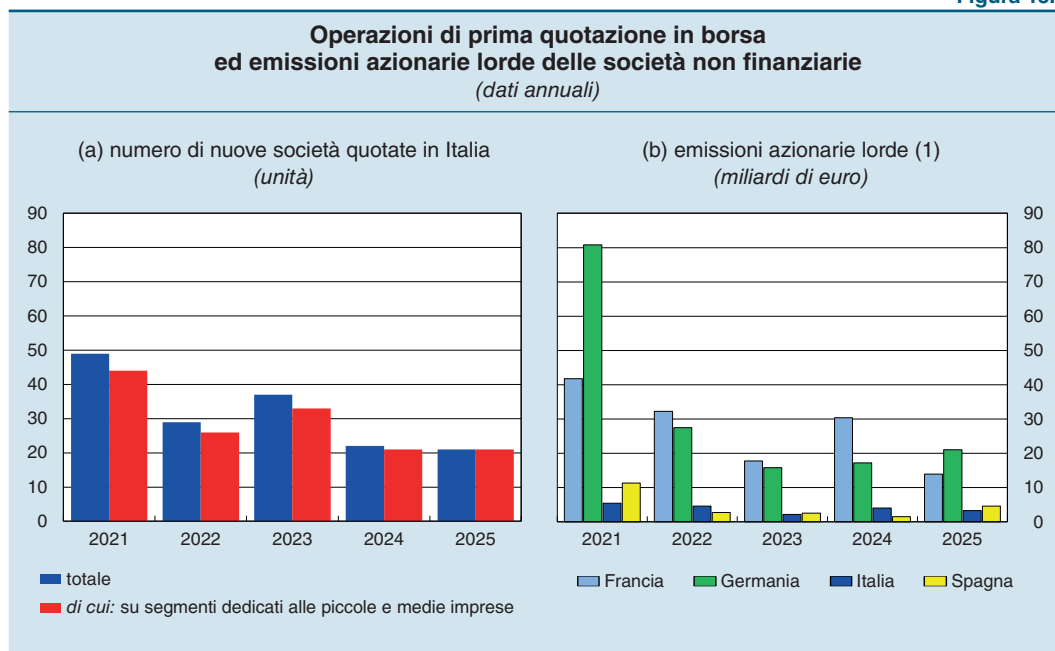
(1) Per i tre indici azionari Datastream (*Italy Total Market* per l'Italia, *EMU Total Market* per l'area dell'euro e *US Total Market* per gli Stati Uniti) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali privi di rischio indicizzati all'inflazione (*treasury inflation-protected securities* per gli Stati Uniti e titoli *inflation-linked* tedeschi per l'Italia e l'area dell'euro) ricavando una stima del premio per il rischio azionario.

Nei primi mesi del 2026 il conflitto in Medio Oriente ha determinato una significativa discesa delle quotazioni. I corsi hanno successivamente recuperato le perdite, sostenuti dall'andamento positivo del settore energetico e dal raggiungimento di una tregua.

L'offerta di azioni. – Nel 2025 l'attività di prima quotazione sul mercato azionario italiano è lievemente diminuita, con 21 ingressi nel listino per un controvalore totale di 126 milioni di euro (22 ingressi e 207 milioni nel 2024), interamente nel comparto Euronext Growth Milan (EGM), il mercato italiano dedicato alle piccole e medie imprese (fig. 13.7.a; per le società non finanziarie, cfr. il capitolo 6). Alla fine del 2025 il segmento EGM includeva 200 imprese (al netto di quelle sospese), come nel 2024, con una capitalizzazione media di circa 50 milioni. La capitalizzazione media delle 198 società del listino principale Euronext Milan (EXM) è salita a 5,3 miliardi (3,9 nel 2024), principalmente per effetto del rialzo delle quotazioni azionarie.

Secondo dati di fonte BCE, nel 2025 le emissioni di nuove azioni delle società italiane sono aumentate a 21,9 miliardi (da 4,4 nel 2024), di cui 3,3 attribuibili a quelle non finanziarie (da 4,0; fig. 13.7.b). L'incremento nel comparto finanziario è riconducibile a due rilevanti operazioni nel settore bancario: l'acquisizione di Mediobanca da parte di Banca Monte dei Paschi di Siena e quella di Banca Popolare di Sondrio da parte di BPER Banca.

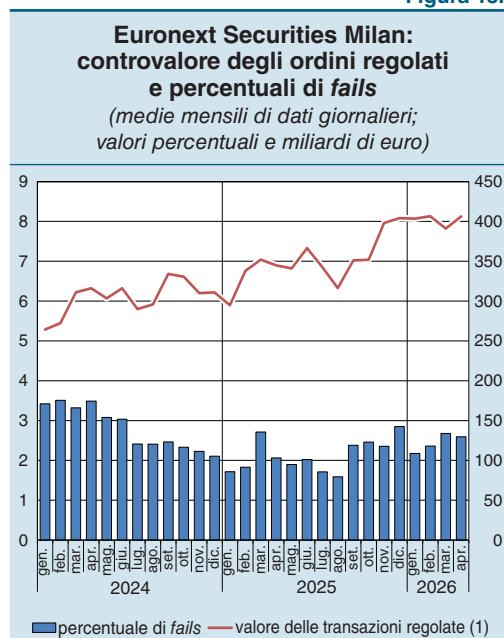
Figura 13.7



Le infrastrutture di mercato

Nel 2025 il numero medio di operazioni giornaliere su TARGET2-Securities (T2S) è stato di quasi 928.000, per un controvalore medio giornaliero di circa 1.111 miliardi (in crescita rispettivamente del 16,7 e del 12,9 per cento nel confronto con il 2024). Nei primi quattro mesi del 2026 il controvalore delle operazioni regolate è salito del 15,4 per cento rispetto agli ultimi mesi del 2025. Euronext Securities Milan, il depositario centrale italiano, si è confermato il maggiore contributore della piattaforma, con circa il 30 per cento dei controvalori medi giornalieri. La percentuale di operazioni non regolate entro la scadenza (*fails*) è scesa in media al 2,1 per cento (dal 2,6 nel 2024); nei primi quattro mesi del 2026 è aumentata al 2,4 (fig. 13.8).

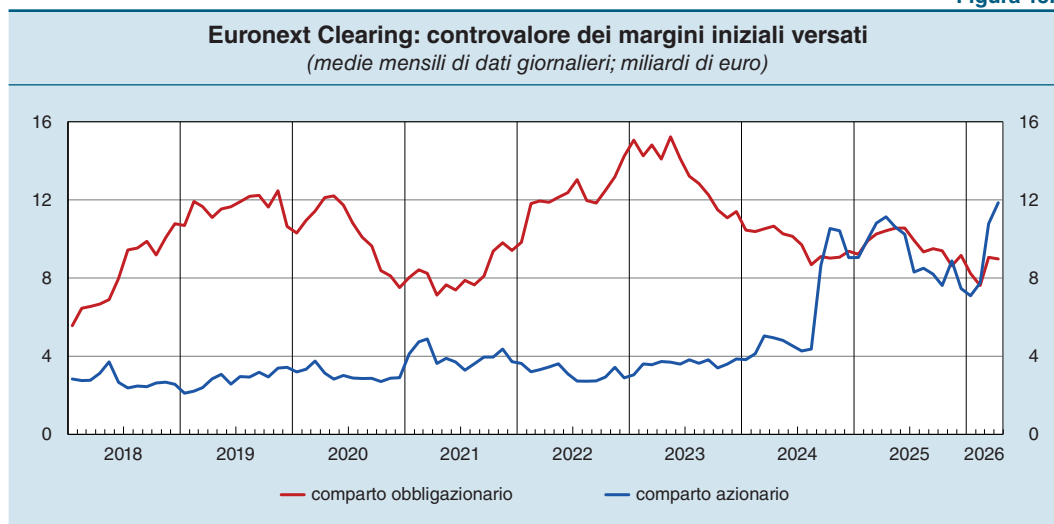
Figura 13.8



Nel 2025 i margini raccolti dalla controparte centrale (*central counterparty*, CCP) Euronext Clearing (ENXC) si sono ampliati in media del 19 per cento rispetto

al 2024; il controvalore medio garantito è salito del 23 per cento. L'incremento non è stato omogeneo tra settori: nell'azionario i margini sono cresciuti del 49 per cento, riflettendo l'espansione dell'operatività di ENXC seguita al completamento del progetto di *clearing internalization* (cfr. il riquadro: *L'espansione dei servizi di clearing della controparte centrale italiana* del capitolo 13 nella *Relazione annuale* sul 2024), mentre nell'obbligazionario sono rimasti stabili (fig. 13.9). Nei primi quattro mesi del 2026 la media mensile dei margini si è ampliata del 4 per cento rispetto agli ultimi mesi del 2025².

Figura 13.9



Fonte: elaborazioni su dati ENXC.

² L'aumento risente anche della migrazione, avvenuta a marzo del 2026, dell'*open interest* dei derivati sull'energia dalla CCP svedese Nasdaq Clearing a ENXC nell'ambito del progetto di espansione del gruppo Euronext.

14. LA TRANSIZIONE ENERGETICA: ORIGINI E PROSPETTIVE

Dalla fine del secolo scorso la spinta verso un maggiore utilizzo di fonti di energia sostenibile è andata crescendo. Vi hanno contribuito la volontà di contrastare i cambiamenti climatici, l'innovazione tecnologica e, più recentemente, l'acuirsi dei rischi geopolitici cui sono esposti i paesi importatori di combustibili fossili.

In sede internazionale sono stati concordati obiettivi ambiziosi per la riduzione delle emissioni di gas serra, anche per attenuare i rischi derivanti dagli eventi naturali estremi. In linea con gli impegni presi, l'Italia ha ridimensionato le proprie emissioni di quasi il 30 per cento rispetto al 1990 e la quota del fabbisogno elettrico soddisfatta da fonti di energia rinnovabili (FER) è triplicata al 41 per cento.

Questa transizione è stata resa possibile dall'innovazione tecnologica che, in particolare negli ultimi due decenni, ha ridotto sensibilmente i costi delle FER. Secondo l'International Energy Agency (IEA), tali tecnologie sono allo stato attuale economicamente competitive nel confronto con le fonti fossili e le altre fonti a basse emissioni come il nucleare.

In Europa, e in misura maggiore in Italia, rimane tuttavia rilevante il peso del gas naturale nella generazione di elettricità. La dipendenza dall'estero per i relativi approvvigionamenti espone a rischi elevati in termini di disponibilità e costo dell'energia.

Il nostro paese si è impegnato in sede europea a incrementare al 63 per cento la quota delle FER sui consumi di elettricità entro il 2030. Se sostenuto da politiche efficienti e da investimenti adeguati sulla rete, questo aumento potrebbe tradursi in una riduzione dei prezzi dell'elettricità, favorendo l'elettrificazione dei consumi, della mobilità e dei processi produttivi. Ciò nonostante esiste il rischio che alle dipendenze strategiche legate alle importazioni di idrocarburi ne subentrino nuove di natura tecnologica, in quanto la produzione degli input necessari alla transizione energetica è fortemente concentrata in Cina e in pochi altri paesi.

Il cambiamento climatico e l'esposizione agli eventi estremi in Italia

Nel 2025 la temperatura media sulla superficie terrestre è stata più alta di 1,4°C rispetto al periodo preindustriale; con l'Accordo di Parigi sottoscritto nel 2016, quasi 200 paesi si sono impegnati a mantenere il riscaldamento globale ampiamente al di sotto di 2°C. Nello scenario del Network for Greening the Financial System¹

¹ Rete globale di banche centrali e autorità di supervisione che dal 2017 coordina le analisi, secondo obiettivi e linee di azione comuni, per rafforzare il ruolo del sistema finanziario nel gestire i rischi climatici e nel reindirizzare i flussi finanziari verso gli investimenti sostenibili.

elaborato ipotizzando politiche ambientali invariate, tale soglia verrebbe raggiunta nel 2050. Ne deriverebbe un forte aumento dei rischi fisici, come quelli di frane e allagamenti, per via di precipitazioni molto più concentrate nel corso di eventi estremi, di prolungati periodi di siccità e di incendi boschivi.

Le stime della piattaforma Risk Data Hub della Commissione europea indicano che in Italia gli eventi meteorologici, idrogeologici e climatici hanno causato danni per quasi 2 miliardi di euro all'anno in media nel ventennio 2005-24².

Gli eventi idrogeologici (alluvioni e frane) rappresentano un rischio significativo per il nostro paese. Secondo le definizioni dell'Istituto superiore per la protezione e la ricerca ambientale (ISPRA), circa il 37 per cento del territorio nazionale e oltre il 30 della popolazione sono soggetti al rischio idrogeologico; le quote risultano inferiori se si tralasciano i livelli di pericolosità più modesti, ma restano elevate: oltre il 19 per cento e circa il 14, rispettivamente.

Per il solo rischio di alluvione una stima aggregata che considera tutti i livelli di pericolosità segnala che nel 2021 era esposto pressoché un quinto della ricchezza abitativa. L'ammontare dei danni annui attesi si collocherebbe intorno ai 3 miliardi, assumendo una vulnerabilità degli edifici particolarmente marcata³.

I dati tratti dalle edizioni 2020 e 2022 dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) condotta dalla Banca d'Italia mostrano⁴ che sono soggette a un rischio idrogeologico medio-alto famiglie di tutti i livelli di reddito e di ricchezza finanziaria, con una percentuale più contenuta tra i nuclei proprietari dell'abitazione di residenza economicamente più fragili (fig. 14.1).

Anche il sistema produttivo è vulnerabile: si stima che circa il 17 per cento delle società abbia sedi operative in zone a rischio medio-alto (cfr. il riquadro: *L'esposizione delle imprese italiane ai rischi fisici derivanti dai cambiamenti climatici*). Eventi idrogeologici estremi determinano contrazioni significative di fatturato e occupazione e una probabilità sensibilmente più elevata di uscita dal mercato, soprattutto per le imprese più piccole⁵.

² Commissione europea, Risk Data Hub (RDH) del Disaster Risk Management Knowledge Centre (DRMKC).

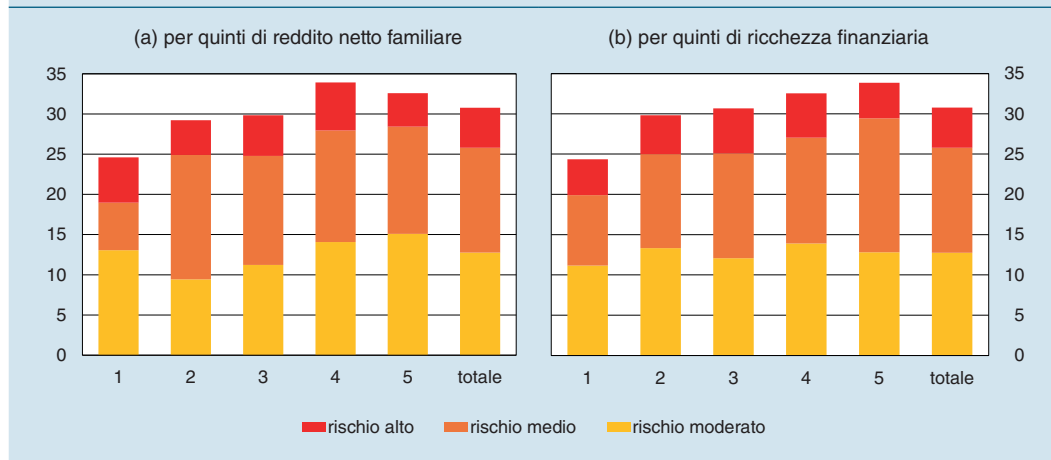
³ La vulnerabilità è definita come il valore della perdita subita dalle abitazioni, in percentuale del valore totale, a seguito di un'inondazione. Sulla base delle funzioni di danno del Joint Research Centre della Commissione europea si assume che le perdite interessino esclusivamente le unità abitative situate al piano terra e che l'entità del danno sia il 60 per cento del valore dell'immobile. Per ulteriori dettagli, cfr. M. Loberto e M. Spuri, *L'impatto del rischio di alluvione sulla ricchezza immobiliare in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 768, 2023.

⁴ G.M. Mariani, *I rischi fisici legati al cambiamento climatico e le famiglie italiane: prime evidenze*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁵ S. Clò, F. David e S. Segoni, *The impact of hydrogeological events on firms: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1451, 2024. Vi è ampia evidenza che i cambiamenti climatici arrecano danni rilevanti anche a causa di eventi diversi da quelli idrogeologici, come ondate di calore e prolungati periodi di siccità; cfr. M. Alpino, L. Citino, G. de Blasio e F. Zeni, *Gli effetti del cambiamento climatico sull'economia italiana. Un progetto di ricerca della Banca d'Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 728, 2022.

Figura 14.1

Famiglie proprietarie dell'abitazione di residenza esposte al rischio idrogeologico (1) (quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati IBF (edizioni 2020 e 2022) e ISPRA.

(1) Valori ponderati. A partire dai livelli di pericolosità adottati nei Piani di assetto idrogeologico, il rischio di frane è stato riclassificato come segue: P1 e AA=rischio moderato; P2=rischio medio; P3 e P4=rischio alto. Per il rischio di alluvione si considera il tempo di ritorno, ossia il periodo entro il quale ci si attende una ripetizione dell'evento (maggiore è il tempo di ritorno, minore è la pericolosità dell'evento); la classificazione è la seguente: rischio moderato (tempo di ritorno maggiore di 200 anni), rischio medio (tempo di ritorno compreso tra 100 e 200 anni), rischio alto (tempo di ritorno tra 20 e 50 anni). Per ciascuna barra verticale, il complemento a 100 è la quota di famiglie residenti in zone con rischio nullo.

L'ESPOSIZIONE DELLE IMPRESE ITALIANE AI RISCHI FISICI DERIVANTI DAI CAMBIAMENTI CLIMATICI

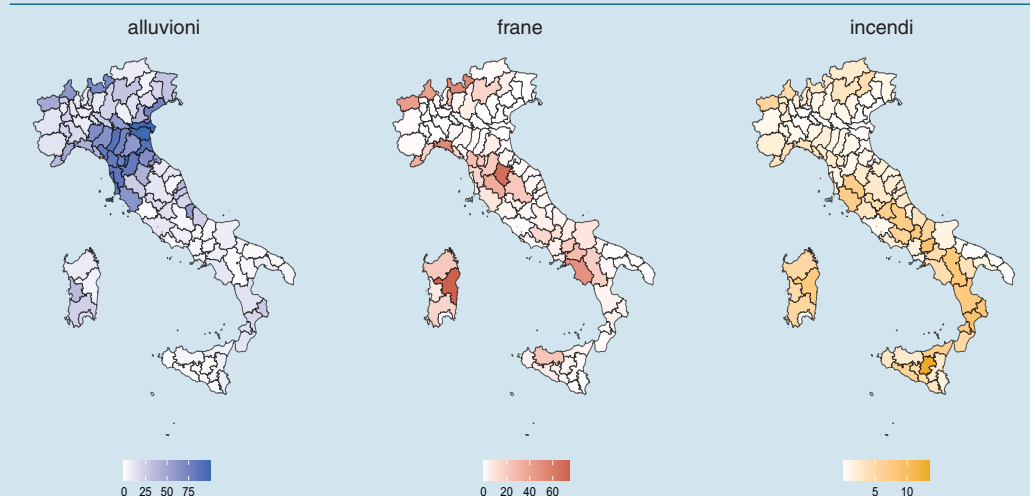
Una recente analisi¹ misura l'esposizione a frane e alluvioni, utilizzando le mappe di pericolosità ISPRA, e a incendi boschivi, basandosi sulle mappe del Centro internazionale in monitoraggio ambientale (Fondazione CIMA). Una volta geolocalizzate circa 2,4 milioni di società attive alla fine del 2023 e le relative unità locali, entrambe le mappe sono state integrate con gli archivi sulle imprese di fonte InfoCamere.

Si stima che il 34 per cento di queste imprese abbia minimo un'unità operativa soggetta ad almeno uno dei tre rischi climatici in esame. Il rischio di alluvioni è quello di gran lunga più rilevante (27 per cento delle aziende); la quota è più contenuta per le frane (9) e per gli incendi (2).

A livello territoriale, l'incidenza delle imprese soggette al rischio di alluvione è molto elevata in Emilia-Romagna e in Toscana, in particolare nelle province colpite dagli eventi catastrofici del 2023 (figura). La quota di attività soggette a frane risulta in media più contenuta, pur raggiungendo valori molto alti nelle province di Nuoro (75 per cento) e Arezzo (67). Il rischio di incendi è generalmente più modesto; tende a essere più intenso nel Mezzogiorno soprattutto nella provincia di Enna, dove la quota di unità operative esposte è del 13 per cento.

¹ R. Russo, *The economic exposure to wildfires: a firm-level analysis based on innovative hazard mapping in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Unità operative soggette ai rischi derivanti dai cambiamenti climatici (1) (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati InfoCamere e mappe di pericolosità ISPRA e Fondazione CIMA.

(1) Per ciascuna provincia, quote di unità operative presenti in aree classificate a rischio non nullo secondo le mappe di pericolosità.

A livello settoriale, l'agricoltura presenta la quota più elevata di unità soggette al rischio di frane (11 per cento) e di incendi (5 per cento), in quanto tali eventi sono più frequenti in zone collinari o rurali. Nel settore immobiliare (che include le attività di locazione di beni propri o in leasing e l'affitto di aziende) e in quello dell'industria in senso stretto (su cui incide la necessità delle imprese di alcuni comparti, come produzioni tessili e centrali elettriche, di collocarsi in prossimità dei corsi d'acqua) oltre un quarto delle attività è a rischio di alluvioni.

Per stimare il valore esposto ai rischi, considerando ciascuna unità locale separatamente, si adotta come indicatore la percentuale di addetti operanti in sedi che risentono di almeno uno dei rischi climatici analizzati². In base a questa definizione, risulta esposto ad alluvioni, frane o incendi il 31 per cento del valore delle imprese considerate (il 26 considerando unicamente le alluvioni, il 6 per cento solo per le frane e l'1 solo per gli incendi). La stima si riduce al 16 per cento se si tralasciano i livelli di pericolosità più modesti³ (scende al 15 considerando unicamente le alluvioni e all'1 tenendo conto solo delle frane, mentre l'esposizione agli incendi è trascurabile).

² M. Loberto e R. Russo, *The exposure of Italian manufacturing firms to hydrogeological risk*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 899, 2024; cfr. anche il riquadro: *L'esposizione delle imprese manifatturiere italiane ai rischi idrogeologici* del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2024.

³ In linea con i rapporti dell'ISPRA, si valutano solo i livelli di rischio medio e alto per le alluvioni e i livelli P3 (alto) e P4 (molto alto) per le frane. Per gli incendi boschivi si considerano solo le zone a più alta probabilità.

L'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) valuta l'Italia come il paese europeo, assieme alla Grecia, con il maggior grado di sottoassicurazione (*insurance protection gap*) per i rischi contro le catastrofi naturali⁶.

La legge di bilancio per il 2024 (L. 213/2023) ha introdotto l'obbligo di stipulare una polizza assicurativa per i danni causati da sismi, alluvioni, frane, inondazioni ed esondazioni per tutte le imprese diverse da quelle agricole. Tale obbligo è stato scaglionato nel tempo in base alla dimensione aziendale; è diventato universale solo da aprile del 2026. Secondo le stime dell'Istituto di vigilanza sulle assicurazioni (Ivass), la percentuale di aziende che si sono dotate di una copertura assicurativa è cresciuta nel tempo, raggiungendo il 13 per cento circa alla fine di gennaio del 2026. La sottoscrizione di una polizza da parte delle imprese potrebbe contribuire a ridurre l'impatto economico degli eventi climatici estremi sulla solvibilità delle controparti.

Gli intermediari finanziari sono esposti indirettamente al rischio fisico, attraverso il deterioramento delle condizioni economiche e finanziarie delle famiglie e delle aziende finanziate, che può determinare un aumento del rischio di credito⁷. Gli eventi climatici estremi possono inoltre erodere il valore delle garanzie reali (immobili, terreni e beni strumentali), riducendo il grado di copertura delle esposizioni e aumentando quindi le perdite in caso di insolvenza (*loss given default*).

Gli indicatori elaborati dal SEBC secondo una metodologia condivisa segnalano che in Italia una parte significativa del credito è erogata a imprese localizzate in territori soggetti a stress idrico o a siccità; analisi prospettiche indicano un possibile aumento di tali esposizioni nel medio termine⁸. La quota di portafoglio soggetta al rischio di incendi boschivi è alta (35 per cento), ma concentrata nei livelli di pericolosità più bassi, mentre l'esposizione al rischio alluvionale è più contenuta e in linea con la media dell'area dell'euro⁹. Gli intermediari con un'esposizione relativamente elevata sono pochi e rappresentano una percentuale ridotta del credito complessivo¹⁰.

⁶ Per sottoassicurazione si intende la stima della differenza tra il livello di assicurazione economicamente ottimale e quella effettivamente acquistata. Le catastrofi naturali includono gli eventi climatici estremi e i terremoti. Per maggiori dettagli sulla valutazione dell'EIOPA relativa all'Italia, cfr. EIOPA, *Dashboard on insurance protection gap for natural catastrophes*.

⁷ I. Faiella e F. Natoli, *Natural catastrophes and bank lending: the case of flood risk in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 457, 2018.

⁸ Statistics Committee Expert Group on Climate Change and Statistics e Working Group on Securities Statistics, *Climate change-related statistical indicators*, European Central Bank, Statistics Paper Series, 48, 2024. Per lo stress idrico, misurato dal rapporto tra le risorse idriche utilizzate e quelle disponibili, e il rischio di siccità, misurato in termini di giorni consecutivi senza pioggia, le esposizioni attuali del sistema finanziario italiano sono in gran parte classificate nelle categorie a medio e ad alto rischio (l'85 e l'88 per cento del totale, rispettivamente). Entro il 2050, considerando costanti i portafogli di prestiti concessi e di titoli detenuti, per lo stress idrico si prevede un aumento significativo delle esposizioni ad alto rischio (dal 42 al 50 per cento del totale), accompagnato da una leggera diminuzione delle esposizioni a medio rischio (dal 43 al 34). Per la siccità, le variazioni risultano più contenute: le esposizioni ad alto rischio crescono marginalmente (dal 6 all'8 per cento del totale), a fronte di un lieve calo di quelle a medio rischio (dall'82 all'81 per cento).

⁹ F. Cusano, D. Liberati, V. Michelangeli e F. Rinaldi, *Euro-area physical risk indicators for climate-related financial stability analyses*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 949, 2025; cfr. anche Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025.

¹⁰ G. Meucci e F. Rinaldi, *Bank exposure to climate-related physical risk in Italy: an assessment based on AnaCredit data on loans to non-financial corporations*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 706, 2022; cfr. anche Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2025.

Le perdite attese, riconducibili alla difficoltà delle imprese di rimborsare i propri debiti a seguito di eventi alluvionali, ammonterebbero a circa 4.400 e 230 milioni per il rischio di inondazione fluviale e costiera, rispettivamente. Le garanzie reali riducono la perdita di oltre il 75 per cento; tale mitigazione può tuttavia risultare parziale a causa della frequente coincidenza geografica tra beni in garanzia e attività dei debitori.

L'integrazione dei rischi climatici nei modelli di valutazione del rischio è ancora incompleta, ma alcune banche iniziano a incorporare il rischio alluvionale nella determinazione delle condizioni applicate ai finanziamenti¹¹.

Sviluppo tecnologico, sicurezza e costi nel settore energetico

Coerentemente con gli impegni presi in sede internazionale per contrastare i cambiamenti climatici, l'Italia ha ridotto le proprie emissioni dirette di gas a effetto serra di quasi il 30 per cento tra il 1990 e il 2024. Al calo ha concorso per oltre due quinti il settore della produzione di elettricità e calore, che ha fortemente diminuito la propria intensità carbonica: a fronte di un aumento della generazione di energia elettrica di quasi un quarto, le emissioni sono scese di circa il 60 per cento. Hanno fornito un contributo simile gli altri usi industriali, aiutati dalla riduzione della produzione di oltre 10 punti percentuali.

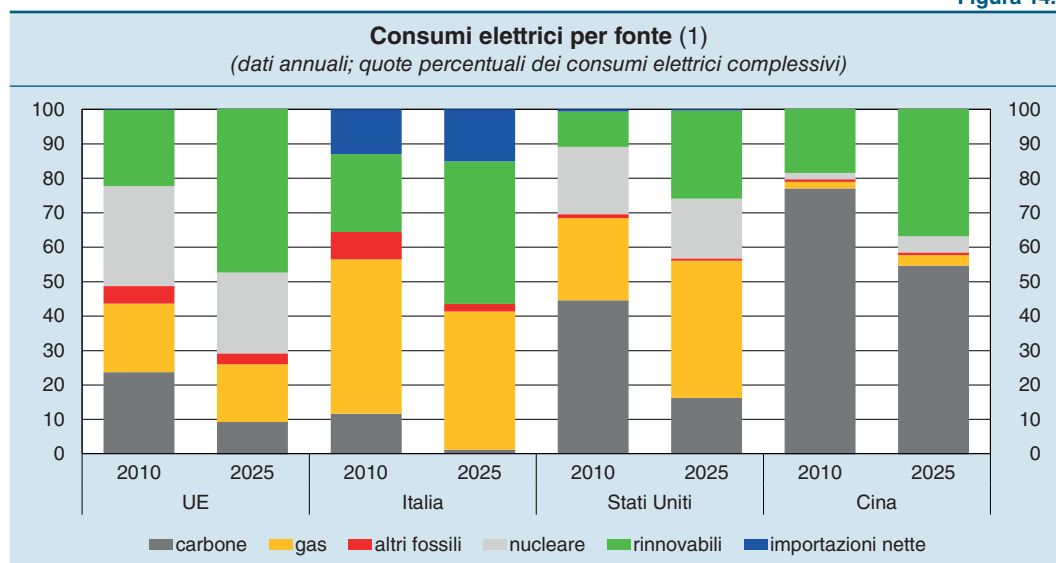
La flessione delle emissioni di gas a effetto serra nel settore elettrico è riconducibile soprattutto all'aumento della quota di elettricità prodotta da FER¹² sul consumo complessivo. Tale quota ha registrato un incremento notevole a partire dallo scorso decennio, passando dal 23 al 41 per cento tra il 2010 e il 2025 (fig. 14.2; cfr. il riquadro: *La produzione di elettricità da fonti energetiche rinnovabili in Italia*). Le FER elettriche hanno rimpiazzato principalmente il carbone – un combustibile fossile particolarmente inquinante la cui percentuale nella generazione elettrica è passata dal 12 all'1 per cento – e in misura minore il gas naturale, che incide ancora per il 40 per cento. Durante questa transizione è sempre rimasto rilevante il ruolo delle importazioni nette di elettricità, che nel 2025 coprivano quasi un sesto del consumo.

Nel complesso dell'Unione europea la transizione verso le fonti rinnovabili è stata più marcata che in Italia: la loro quota è passata dal 22 per cento nel 2010 al 48 nel 2025, a discapito del gas naturale (da 20 a 17) e, soprattutto, del carbone (da 24 a 9). Il peso dell'energia nucleare, fonte caratterizzata da emissioni climateranti molto inferiori a quelle fossili, resta considerevole (24 per cento) nonostante la sua dismissione in Germania.

¹¹ C. Angelico, I. Faiella e V. Michelangeli, *Il rischio climatico per le banche italiane: un aggiornamento sulla base di un'indagine campionaria*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 29, 2022; I. Faiella e D. Malvolti, *The climate risk for finance in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 545, 2020; A. D'Andrea, M. Loberto, V. Michelangeli ed E. Sette, *Banks' local knowledge and the pricing of natural catastrophe risk*, Banca d'Italia, di prossima pubblicazione.

¹² Le FER elettriche includono principalmente il fotovoltaico, l'eolico, l'idroelettrico e il geotermico.

Figura 14.2



Fonte: elaborazioni su dati Ember Electricity Data Explorer.

(1) Per la UE il dato si riferisce alla composizione a 27 paesi. Gli "altri fossili" includono il petrolio e i suoi derivati. Le fonti rinnovabili includono principalmente il fotovoltaico, l'eolico, l'idroelettrico e il geotermico. I consumi elettrici sono calcolati sommando la produzione e le importazioni nette (importazioni meno esportazioni).

Tra le grandi economie mondiali, gli Stati Uniti hanno beneficiato nell'ultimo ventennio dell'ampia disponibilità di gas non convenzionale (*shale gas*)¹³, che ha consentito di aumentare la quota di consumi elettrici soddisfatta da questo combustibile (dal 24 al 40 per cento), sostituendo il carbone (dal 45 al 16). Solo in anni più recenti si è osservata un'espansione significativa delle FER, mentre il contributo del nucleare è sceso leggermente sotto il 20 per cento. In Cina, a fronte di un fortissimo aumento della domanda di elettricità, la crescita della generazione da fonti rinnovabili è stata molto rapida: nel 2025 la quota sui consumi era pari al 37 per cento, più del doppio del 2010, benché fosse ancora prevalente l'impiego del carbone (55 per cento, dal 77 nel 2010).

LA PRODUZIONE DI ELETTRICITÀ DA FONTI ENERGETICHE RINNOVABILI IN ITALIA

La capacità produttiva di elettricità da FER è aumentata, passando da circa 18 gigawatt (GW) nel 2000 a quasi 82 nel 2025 (figura, pannello a). È analogamente salita la quota di domanda nazionale di energia elettrica coperta da FER, dal 17 al 41 per cento. Agli impianti idroelettrici si sono affiancati dapprima quelli eolici e successivamente quelli solari, sostenuti fino al 2013 dagli incentivi del Conto energia¹. Dopo una crescita modesta tra il 2014 e il 2021, dal 2022 si è osservata una decisa accelerazione trainata dal fotovoltaico.

¹ Il Conto energia è stato il principale meccanismo di incentivazione degli impianti fotovoltaici, in vigore dal 2005 al 2013. Consisteva in un importo fisso erogato per un periodo di vent'anni, originariamente sulla base dell'energia prodotta, successivamente con meccanismi tariffari diversi in base alla quota di energia autoconsumata e a quella immessa in rete; cfr. GSE, *Il solare fotovoltaico in Italia: stato di sviluppo e trend del settore. Rapporto statistico 2021*, maggio 2022.

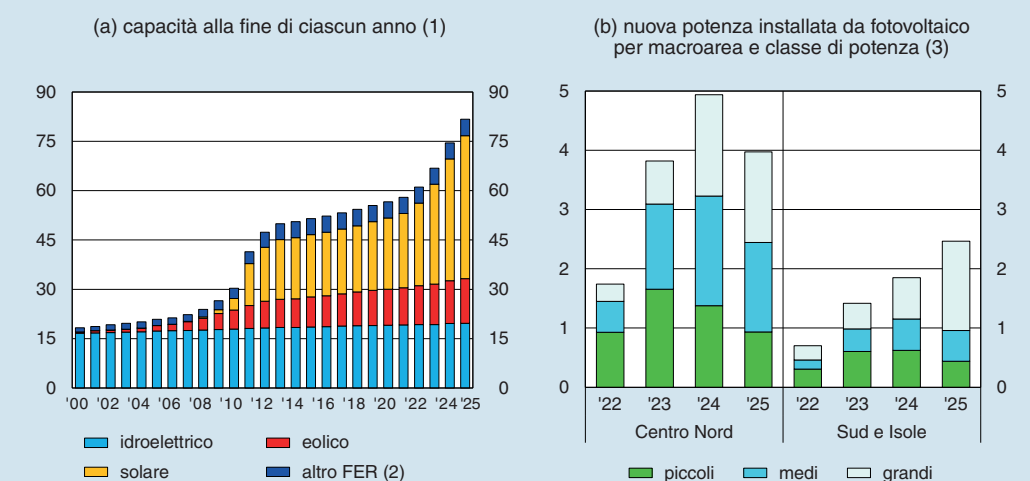
¹³ Gas naturale, in prevalenza metano, imprigionato in rocce sedimentarie dette scisti argillosi, estratto mediante specifiche tecniche di perforazione (*fracking*).

L'attuale flusso di nuove installazioni risulta tuttavia insufficiente a raggiungere gli obiettivi fissati nel *Piano nazionale integrato energia e clima* (PNIEC)²: se nel quinquennio 2026-30 si mantenesse un flusso analogo a quello osservato nel 2025 (6,4 GW per il solare e 0,6 per l'eolico), nel 2030 la capacità arriverebbe ad assicurare meno del 55 per cento del consumo previsto di elettricità, a fronte del 63 indicato nel PNIEC³.

Poco meno dei tre quarti della nuova potenza solare installata nel periodo 2022-24 si riferisce a impianti localizzati nel Centro Nord e a quelli di dimensioni piccole e medie (figura, pannello b), generalmente utilizzati da famiglie e imprese con finalità di autoproduzione; nel 2025 sono cresciute le nuove installazioni di grande dimensione (26 per cento), in particolare nel Mezzogiorno. Per l'eolico l'aumento dell'ultimo quadriennio, così come lo stock di capacità esistente, è concentrato nelle regioni meridionali e in parchi di più ampia estensione.

Figura

Capacità produttiva di energia elettrica da fonti rinnovabili
(gigawatt)



Fonte: elaborazioni su dati Terna.

(1) Dati provvisori per il 2025. – (2) Impianti a biomasse e geotermoelettrici. – (3) Gli impianti sono classificati in grandi (con potenza superiore a 1 megawatt), medi (con potenza compresa tra 20 kilowatt e 1 megawatt) e piccoli (con potenza inferiore a 20 kilowatt).

² Nell'ultima versione del PNIEC (di giugno 2024) gli obiettivi sono stati rivisti in coerenza con il programma *REPowerEU*, adottato in risposta alla crisi energetica causata dall'invasione russa dell'Ucraina, e con l'aggiornamento della direttiva UE/2023/2413 (Renewable Energy Directive 3, RED3). La direttiva ha innalzato al 42,5 per cento (dal precedente 32) l'obiettivo vincolante complessivo dell'Unione per il 2030 in termini di quota di energia da fonti rinnovabili nel consumo finale lordo di energia.

³ Con il PNIEC sono stati fissati gli obiettivi di capacità installata da raggiungere entro il 2030, rispettivamente 79,3 GW per il solare e 28,1 per l'eolico, le due fonti da cui si attende il maggiore contributo alla crescita della generazione di elettricità da rinnovabili. Mantenendo costante al livello del 2025 il flusso delle nuove installazioni, la capacità di produzione da FER salirebbe all'86 per cento dell'obiettivo (96 per il fotovoltaico e 60 per l'eolico).

All'incremento delle FER si è associato quello dei sistemi di accumulo elettrochimici⁴, che permettono di stoccare l'energia rinnovabile in eccesso e di immetterla nel sistema nelle ore di minore produzione. Alla fine del 2025 la loro capacità era salita a 17,8 gigawattora (GWh), da 7,1 del 2023. L'aumento è stato diffuso sul territorio e più accentuato nel Mezzogiorno (la cui quota sul totale è passata dal 23 al 34 per cento); in quest'area l'espansione è derivata per poco più di due terzi da impianti grandi (sopra 1 megawatt di potenza), contro oltre la metà nel Centro Nord. In coerenza con gli obiettivi di diffusione delle fonti rinnovabili, Terna stima che sarà necessaria una capacità di accumulo di 71,5 GWh alla fine del 2030⁵; occorrerà quindi raddoppiare il flusso annuo di nuova capacità rispetto alla media del biennio 2024-25.

L'espansione della generazione di elettricità da FER richiede in parallelo un potenziamento significativo della rete di trasmissione, soprattutto lungo la direttrice da Sud a Nord, per trasportare l'energia dai luoghi di produzione a quelli di maggiore consumo⁶. Nell'ultimo Piano di sviluppo di Terna⁷, che tiene conto degli obiettivi del PNIEC sull'evoluzione delle FER, la capacità di transito di elettricità lungo questa direttrice dovrebbe passare entro il 2040 dagli attuali 15,7 GW a 38,1 e le interconnessioni con l'estero dovrebbero aumentare del 40 per cento.

⁴ Attualmente le tecnologie di accumulo più mature dal punto di vista tecnologico e commerciale, e quindi più diffuse, sono le batterie agli ioni di litio e i pompaggi idroelettrici (cfr. Terna, *Studio sulle tecnologie di riferimento per lo stoccaggio di energia elettrica*, 2023). Il potenziale di sviluppo dei pompaggi idroelettrici è limitato da vincoli geografici legati alla disponibilità della risorsa idrica e alla morfologia del territorio.

⁵ Terna, *Documento di descrizione degli scenari 2024*, 2024.

⁶ Circa tre quarti delle richieste di connessione di nuovi impianti alla rete di trasmissione si riferiscono alle regioni meridionali e insulari.

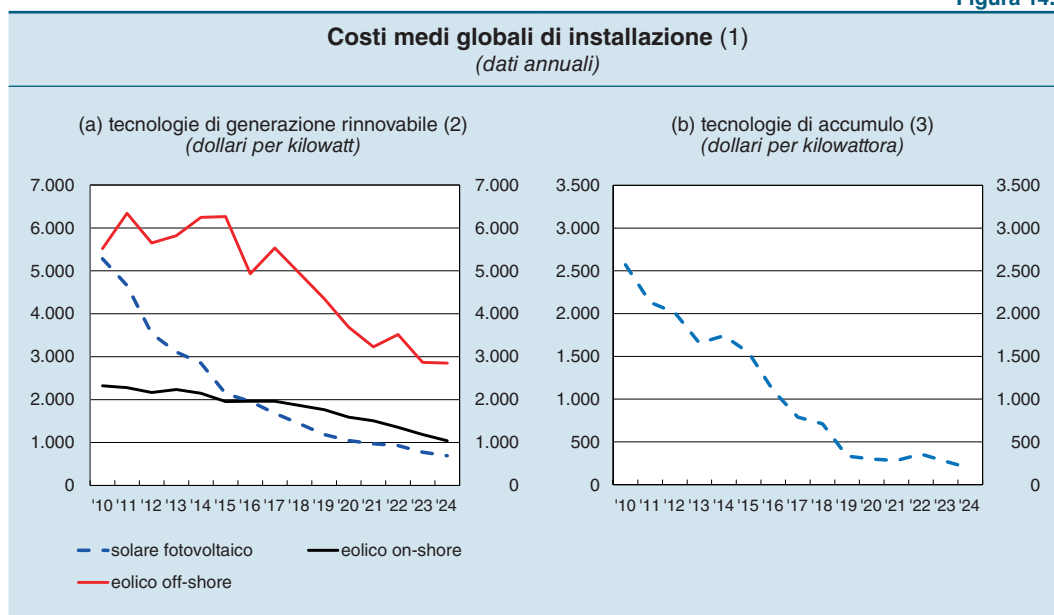
⁷ Terna, *Piano di sviluppo 2025. Overview*, 2025.

L'innovazione tecnologica. – Il ruolo delle FER e dei sistemi di accumulo è cresciuto di pari passo con la diminuzione a livello globale dei relativi costi di installazione, che ha riguardato in particolare il fotovoltaico, l'eolico e le batterie. L'apporto delle economie occidentali è stato soprattutto sul fronte dell'innovazione e della diffusione iniziale delle tecnologie¹⁴, incentivandone l'adozione e sostenendo la ricerca scientifica. La Cina ha avuto un ruolo centrale nell'espansione della capacità produttiva e più di recente sta contribuendo in misura sostanziale anche all'avanzamento della frontiera tecnologica. Secondo la IEA, nell'ultimo decennio il paese asiatico è diventato il primo a livello mondiale per numero di brevetti in tecnologie energetiche a basse emissioni.

Sulla base dei dati dell'International Renewable Energy Agency (Irena), a livello globale tra il 2010 e il 2024 il costo totale di installazione degli impianti per tutte le principali tecnologie rinnovabili è diminuito sensibilmente: di circa l'87 per cento per il fotovoltaico, del 55 per l'eolico on-shore e del 48 per l'eolico off-shore. Per i sistemi di accumulo a batterie su scala industriale il calo è stato ancora più forte, intorno al 93 per cento (fig. 14.3).

¹⁴ Secondo la IEA, nello scorso decennio l'Europa e gli Stati Uniti hanno contribuito insieme per quasi la metà ai brevetti in tecnologie energetiche a basse emissioni.

Figura 14.3



Fonte: elaborazioni su dati Irena, *Renewable Power Generation Costs in 2024*, 2025.

(1) Costi medi globali di installazione, espressi in dollari statunitensi costanti del 2024. – (2) Dollari statunitensi per kW di potenza installata. – (3) Dollari statunitensi per kWh di energia accumulata da impianti su scala industriale.

I progressi tecnologici hanno reso le FER sempre più competitive: la IEA stima che il costo di generazione¹⁵ dell'eolico on-shore e quello del fotovoltaico su scala industriale siano pari rispettivamente a 60 e 50 dollari per megawattora nella UE, a fronte di 235 per gli impianti a carbone e 205 per quelli a gas naturale. Le FER restano convenienti nel confronto con le fonti fossili anche tenendo conto delle maggiori difficoltà di programmazione e dispacciamento.

Nell'Unione europea la profittabilità delle FER rispetto alle altre tecnologie è stata sostenuta, oltre che dai generosi schemi di sussidio adottati in vari paesi per incentivare le installazioni, anche dal sistema europeo di scambio di quote di emissione (*EU Emissions Trading System*, ETS), introdotto nel 2005 con l'obiettivo di internalizzare i costi ambientali (esternalità) derivanti dall'uso di fonti fossili. Per ogni tonnellata di CO₂ emessa, le centrali elettriche e gli altri impianti industriali soggetti a questo sistema devono acquistare un permesso ETS, il cui prezzo medio è aumentato da 15 euro nel periodo 2010-21 a 76 nel quadriennio 2022-25.

La sicurezza degli approvvigionamenti di energia. – Un'ulteriore spinta all'adozione delle fonti rinnovabili deriva dalla necessità di ridurre l'esposizione dell'approvvigionamento energetico ai rischi geopolitici.

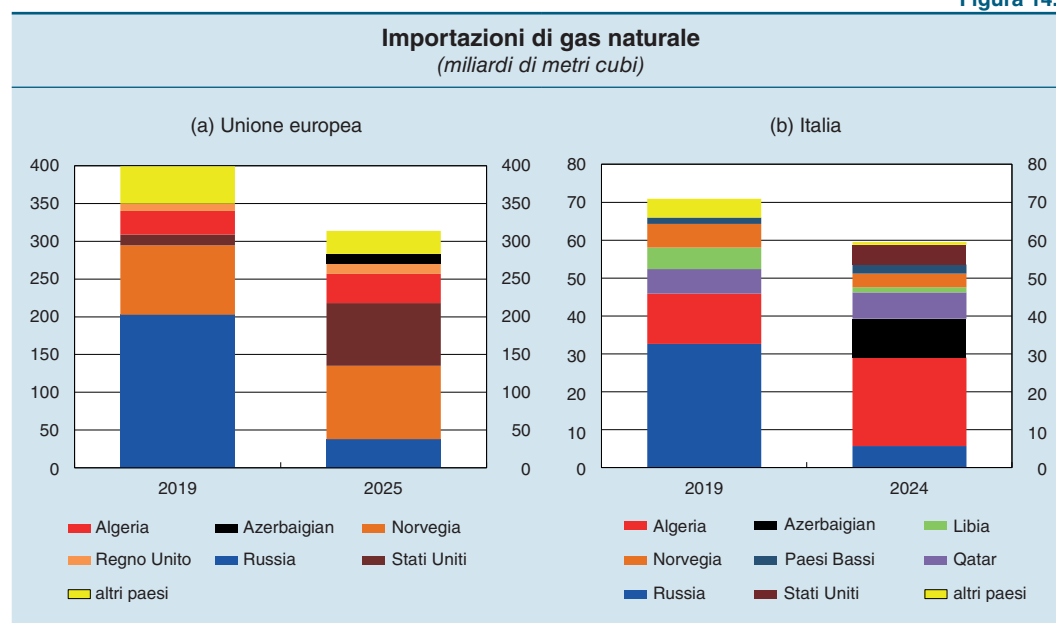
In particolare, la dipendenza strategica dalle importazioni di gas naturale dalla Russia è diventata un fattore di vulnerabilità dopo l'invasione dell'Ucraina nel 2022. La riduzione delle forniture russe ha richiesto una riorganizzazione strutturale del

¹⁵ Per maggiori informazioni, cfr. le stime del *levelized cost of energy* (LCOE) pubblicate in IEA, *World Energy Outlook*, 2025.

mercato europeo all'ingrosso del gas¹⁶. Fino al 2021 esso si reggeva su un equilibrio relativamente stabile, fortemente dipendente dalle importazioni e fondato sull'ampia disponibilità di gas russo via gasdotto e sul ricorso via nave al gas naturale liquefatto (GNL) come fonte flessibile di integrazione per gli approvvigionamenti. Dal 2022 si è reso necessario sostituire una quota rilevante dei flussi via gasdotto con forniture alternative, in particolare di GNL. Il riequilibrio del mercato si è quindi realizzato, in un contesto di accresciuta volatilità, attraverso un forte rialzo dei prezzi che, da un lato, ha ridotto significativamente la domanda e, dall'altro, ha consentito di attrarre verso l'Europa i carichi navali di GNL disponibili sul mercato internazionale¹⁷.

Negli anni successivi la struttura degli approvvigionamenti europei di gas si è gradualmente adattata al nuovo scenario internazionale, grazie anche all'impulso del piano *RePowerEU* varato nel 2022 dalle istituzioni europee per affrancarsi dalla dipendenza dai combustibili fossili importati dalla Russia¹⁸. Nel 2024 i consumi di gas risultavano inferiori di oltre un sesto rispetto a quelli del 2019, con una contrazione di entità analoga per le importazioni. Il peso delle forniture russe si è drasticamente ridotto¹⁹ a fronte del rafforzamento del ruolo della Norvegia e del GNL statunitense (fig. 14.4).

Figura 14.4



Fonte: elaborazioni su dati Bruegel per la UE e Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) per l'Italia.

¹⁶ S. Emiliozzi, F. Ferriani e A. Gazzani, *The European energy crisis and the consequences for the global natural gas market*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 824, 2023.

¹⁷ P. Alessandri e A. Gazzani, *Natural gas and the macroeconomy. Not all energy shocks are alike*, "Journal of Monetary Economics", 151, 2025, pubblicato anche in *Banca d'Italia, Temi di discussione*, 1428, 2023.

¹⁸ Il programma *RePowerEU* ha anche rinnovato il sostegno alle FER, incrementando le risorse a disposizione del programma *Next Generation EU*; cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR nelle sue fasi conclusive* del capitolo 4.

¹⁹ All'inizio del 2026 le istituzioni europee hanno stabilito che le importazioni di gas dalla Russia debbano gradualmente cessare entro la fine del 2027; cfr. regolamento UE/2026/261.

Anche in Italia i consumi e le importazioni di gas sono diminuiti sensibilmente tra il 2019 e il 2024. La composizione delle forniture è profondamente cambiata: il ruolo della Russia si è ridimensionato, mentre è aumentato il peso dell'Algeria, divenuta il principale fornitore, e quello dell'Azerbaijan, anche grazie all'avvio del gasdotto trans-Adriatico (Trans Adriatic Pipeline, TAP). È cresciuto inoltre il contributo del GNL, in particolare dal Qatar e dagli Stati Uniti, salito a circa un quarto delle importazioni complessive di gas. Secondo i dati di commercio estero in valore, questa riallocazione delle fonti di approvvigionamento è proseguita nel 2025.

In seguito alla recente crisi in Medio Oriente, la Commissione europea ha confermato il suo proposito di ridurre la dipendenza strategica dall'estero in favore di energie pulite autoctone (*clean, home-grown energy*) con il piano *AccelerateEU*²⁰ varato lo scorso aprile.

I costi dell'elettricità e il ruolo del gas naturale. – Nonostante la forte crescita delle FER, i prezzi all'ingrosso dell'elettricità in Europa rimangono significativamente influenzati dal prezzo del gas naturale. Nei mercati in cui viene scambiato un bene omogeneo come l'energia elettrica, il prezzo di equilibrio è determinato dall'offerta del produttore marginale, ossia dall'unità di produzione con il prezzo più elevato tra quelle che è necessario attivare per soddisfare la domanda. In Europa i mercati all'ingrosso dell'elettricità sono organizzati in aste in cui viene scambiata la quantità da produrre e consumare in intervalli temporali di 15 minuti e a cui partecipano, dal lato dell'offerta, le centrali elettriche, ciascuna caratterizzata da diversi costi di produzione in base alla fonte energetica e alla tecnologia utilizzate. Affinché il prezzo di equilibrio in un dato intervallo di tempo sia svincolato dal prezzo del gas naturale è necessario che l'offerta proveniente dalle fonti meno costose, come le FER o il nucleare, sia sufficiente a soddisfare la domanda²¹. Con il progressivo diffondersi delle fonti rinnovabili, questa situazione si verifica con sempre maggiore frequenza, ma in un numero ancora elevato di ore dell'anno (almeno il 46 per cento in Italia nel 2025)²² è necessario ricorrere alle centrali a gas. In questi casi il prezzo di equilibrio coincide con il prezzo di offerta di queste ultime, determinato principalmente dal prezzo del gas naturale²³.

Le quotazioni del gas in Europa sono significativamente superiori a quelle negli Stati Uniti, che può contare su un'ampia disponibilità di *shale gas*: nel decennio 2010-19 i corsi europei sono stati in media circa due volte e mezzo quelli statunitensi; nel 2022, al culmine della crisi energetica, il rapporto tra i due prezzi è salito a sei e nel biennio 2024-25, pur ridimensionandosi, si è mantenuto intorno a quattro. Il disallineamento

²⁰ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. AccelerateEU - Unione dell'energia. Energia sicura e a prezzi accessibili grazie a un'azione accelerata*, COM(2026) 370 final, 22 aprile 2026.

²¹ Ciò si verifica con maggiore probabilità quando il fabbisogno è contenuto e le risorse naturali rinnovabili quali irraggiamento solare, vento e disponibilità idrica sono elevate.

²² Nel 30 per cento delle ore la tecnologia marginale non può essere individuata con certezza dai dati messi a disposizione dal GSE. Secondo le stime disponibili, l'Italia è uno dei paesi europei in cui è più elevata la quota di ore in cui una centrale a gas è il produttore marginale; cfr. A. Gasparella, D. Koolen e A. Zucker, *The merit order and price-setting dynamics in European electricity markets. A 2022 and 2030 Investigation using METIS*, European Commission, Science for policy brief, 2023.

²³ Incide inoltre il costo dei permessi ETS: in media per le centrali a gas italiane, con riferimento ai prezzi del 2025 esso è stimabile in circa un terzo di quello per l'acquisto del gas naturale; cfr. M. Alpino, E. Ciapanna, L. Citino e G. Rovigatti, *Navigating the electric storm. Assessing policy responses to Europe's energy shock*, "The Electricity Journal", 38, 4, 2025, pubblicato anche in [Banca d'Italia, Temi di discussione, 1491, 2025](#).

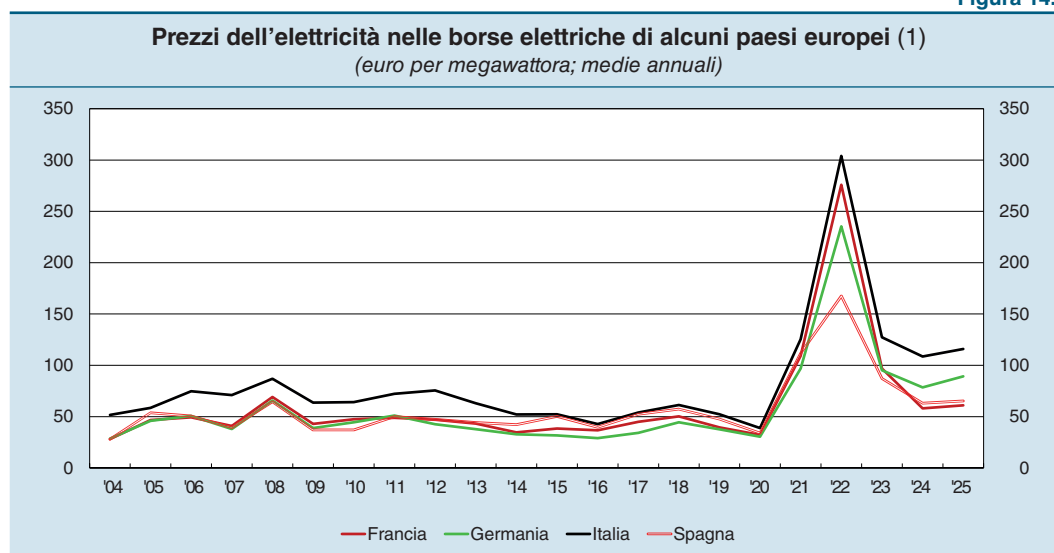
tra queste due quotazioni riflette i vincoli all'arbitraggio tra le due aree, riconducibili ai costi e alle limitate capacità di liquefazione, trasporto e rigassificazione.

Al contrario, all'interno della UE i prezzi del gas all'ingrosso risultano abbastanza omogenei²⁴, grazie all'elevato grado di integrazione dei mercati e all'arbitraggio tra i principali punti di scambio.

Rispetto al gas naturale, l'elettricità è un bene più difficile da immagazzinare e da trasportare. Nonostante i considerevoli progressi conseguiti in termini di interconnessione delle reti elettriche e di integrazione delle piattaforme nazionali di negoziazione, i mercati dell'elettricità all'ingrosso dei paesi europei sono solo parzialmente integrati, a causa della presenza di strozzature nella rete di trasmissione fra paesi o anche fra aree di uno stesso paese²⁵. Un'adeguata capacità di trasporto consente il trasferimento di un eccesso di offerta in una determinata area verso un'altra caratterizzata invece da un eccesso di domanda, con conseguente convergenza dei prezzi.

La diversa composizione tra fonti di generazione elettrica e la presenza di vincoli infrastrutturali agli scambi transfrontalieri si traducono in notevoli differenze nei prezzi all'ingrosso dell'elettricità tra i paesi europei (fig. 14.5). L'Italia è strutturalmente una delle economie europee con i prezzi dell'elettricità più elevati: nella media del 2025 il prezzo è stato di circa 116 euro per MWh, a fronte di 89 in Germania, 65 in Spagna e 61 in Francia. Nei paesi in cui il gas naturale soddisfa una porzione più ampia del fabbisogno elettrico i prezzi sono più alti: nella media del quinquennio 2020-24, a un'incidenza del gas naturale superiore di 10 punti percentuali corrispondeva un prezzo dell'energia elettrica più alto di circa 6 euro. Una correlazione simile si osserva all'interno degli Stati Uniti, anche se il prezzo medio è sensibilmente inferiore.

Figura 14.5



Fonte: Gestore dei mercati energetici (GME).

²⁴ Nelle fasi di tensione elevata possono tuttavia emergere temporaneamente marcati scostamenti, riconducibili a limitazioni nelle interconnessioni o nella capacità di rigassificazione che ostacolano un'efficiente riallocazione dei flussi tra paesi e aree di mercato.

²⁵ Ad esempio, l'Italia è suddivisa in sette zone di mercato.

L'approvvigionamento sui mercati all'ingrosso costituisce la voce principale della bolletta elettrica pagata dagli utenti finali. Secondo elaborazioni del gruppo Gestore dei servizi energetici (GSE), in Italia tale componente incideva nel 2025 per circa la metà della spesa nazionale in energia elettrica²⁶. Altre voci rilevanti di costo sono gli oneri con cui vengono remunerati i servizi di trasporto forniti dagli operatori di rete (12 per cento) e quelli che coprono i costi di dispacciamento (7 per cento) necessari ad assicurare che la domanda e l'offerta di energia sulla rete elettrica nazionale siano sempre allineate, evitando così sovraccarichi e blackout. Quest'ultima tipologia di costi diventa più rilevante al crescere del contributo offerto dalle FER.

A tali componenti si devono poi aggiungere quelle fiscali (IVA e accise, con un peso complessivo del 16 per cento) e quelle parafiscali connesse con gli oneri generali di sistema (15 per cento), che sono destinati a finanziare attività di interesse generale per il sistema energetico. Gli oneri di sistema attualmente sovvenzionano gli sconti in bolletta per specifiche categorie di utenza (imprese energivore, famiglie vulnerabili e rete ferroviaria italiana) e per circa due terzi gli incentivi a favore degli impianti da FER. Secondo le previsioni del GSE, quest'ultima componente dovrebbe diminuire strutturalmente dopo il 2031, in connessione con la scadenza dei sussidi di durata ventennale erogati fra il 2005 e il 2013 con il Conto energia.

Nel complesso, i prezzi al dettaglio in Italia sono di gran lunga superiori a quelli della maggior parte degli altri paesi europei, con nette differenze a seconda della categoria di utenti finali considerata (fig. 14.6). Secondo dati dell'Eurostat, nel 2025 il costo medio unitario per le famiglie²⁷ era superiore dell'8 per cento alla media europea, e inferiore solo alla Germania nel confronto fra i maggiori paesi. L'entità della componente fiscale e parafiscale nel nostro paese era in linea con la media della UE, anche per via di un'aliquota IVA agevolata (10 per cento).

Per le aziende il livello e i differenziali di prezzo diminuiscono significativamente al crescere del consumo, anche in virtù di agevolazioni fiscali (presenti in molti paesi) specifiche per le imprese energivore. Nel 2025 il prezzo pagato dalle aziende italiane con consumi intermedi superava del 17 per cento quello medio della UE; il differenziale era riconducibile per circa la metà alla componente fiscale e parafiscale. Le imprese con consumi elevati pagavano intorno al 10 per cento in più, con un divario interamente attribuibile alla componente al netto di tasse e oneri di sistema. Nel confronto con i paesi extra UE i differenziali di prezzo sono più ampi: le imprese industriali italiane pagavano lo scorso anno oltre il doppio di quelle cinesi o statunitensi²⁸.

Nostre simulazioni effettuate con un modello macroeconomico che tiene in considerazione i legami intersettoriali misurati dalle matrici input-output²⁹ del 2022 indicano che, se i prezzi pagati dalle imprese italiane per l'energia elettrica si allineassero alla media della UE, i costi complessivi di produzione nella manifattura sarebbero più bassi dell'1 per cento (di oltre il 4 in caso di allineamento ai livelli degli Stati Uniti).

²⁶ RSE, *Anatomia dei costi del gas e dell'energia elettrica*, 2025.

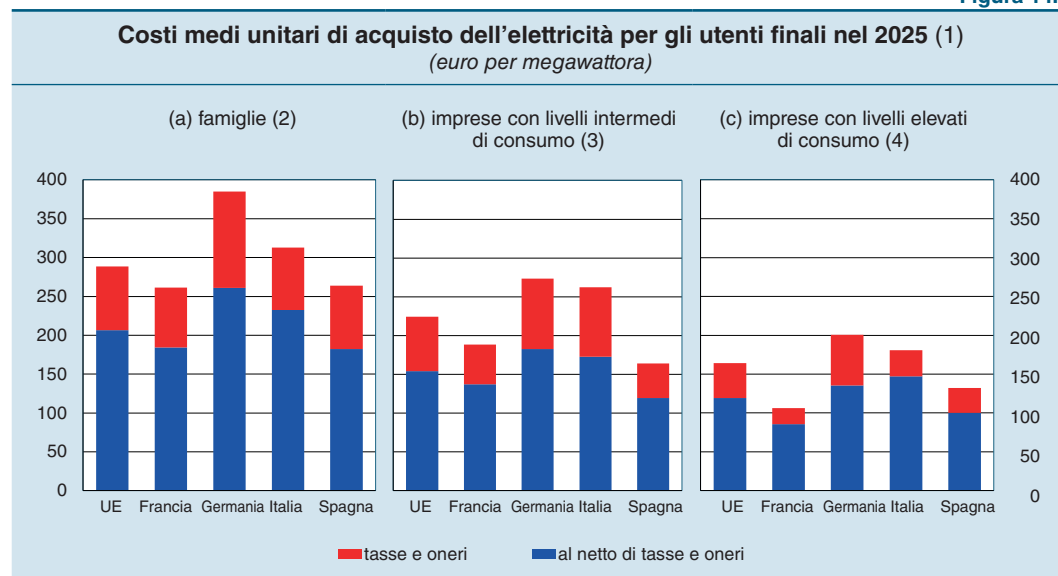
²⁷ Si considera una famiglia con consumi annui compresi tra 2.500 kWh e 4.999 kWh. Secondo l'ARERA, una famiglia italiana tipo ha consumi di elettricità pari a 2.700 kWh all'anno.

²⁸ Commissione europea, *Quarterly report on European electricity markets*, 18, 2, 2025.

²⁹ F. Bertolotti, A. Linarello e P. Zoi, *Shock propagation and economic policies in the Italian production network*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Tale effetto è equivalente a quello generato da una riduzione del costo del lavoro di oltre il 6 per cento.

Figura 14.6



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Media dei valori semestrali. La componente "al netto di tasse e oneri" include la spesa per la materia prima energia (che riflette i prezzi all'ingrosso), i costi di dispacciamento e quelli di trasporto. La componente "tasse e oneri" include le componenti fiscale e parafiscale (IVA, accise e oneri generali di sistema per l'Italia); non sono invece inclusi quei sussidi che non intervengono direttamente sul prezzo dell'energia fatturato in bolletta, come i crediti di imposta. Le fasce di consumo riportate sono un sottoinsieme di quelle disponibili nei dati. – (2) Famiglie con consumi annui compresi tra 2.500 kWh e 4.999 kWh. – (3) Imprese con consumi compresi tra 500 MWh e 1.999 MWh. – (4) Imprese con consumi compresi tra 20.000 MWh e 69.999 MWh.

Le prospettive

Il *Piano nazionale integrato energia e clima* (PNIEC) dell'Italia, in coerenza con i traguardi europei, si prefigge di conseguire entro il 2030 un'incidenza delle FER sul consumo di elettricità del 63 per cento (dal 41 nel 2025) e un peso di tutte le fonti rinnovabili sui consumi lordi di energia pari al 39 (dal 19 nel 2024, ultimo anno per il quale sono disponibili i dati).

Un contributo in questa direzione potrà giungere dalla diffusione delle FER termiche (come pannelli solari termici e pompe di calore), che però procede lentamente, nonché dall'aumento della quota di consumi finali di energia coperti dall'elettricità, che tuttavia da molti anni stagna intorno al 23 per cento, in Italia come in Europa. In particolare, vi è ampio margine di crescita nel settore dei trasporti, dove la diffusione delle auto elettriche rimane bassa (cfr. il riquadro: *La transizione verso la mobilità elettrica e la nuova geografia del settore automobilistico mondiale: le sfide per l'Europa*).

LA TRANSIZIONE VERSO LA MOBILITÀ ELETTRICA E LA NUOVA GEOGRAFIA DEL SETTORE AUTOMOBILISTICO MONDIALE: LE SFIDE PER L'EUROPA

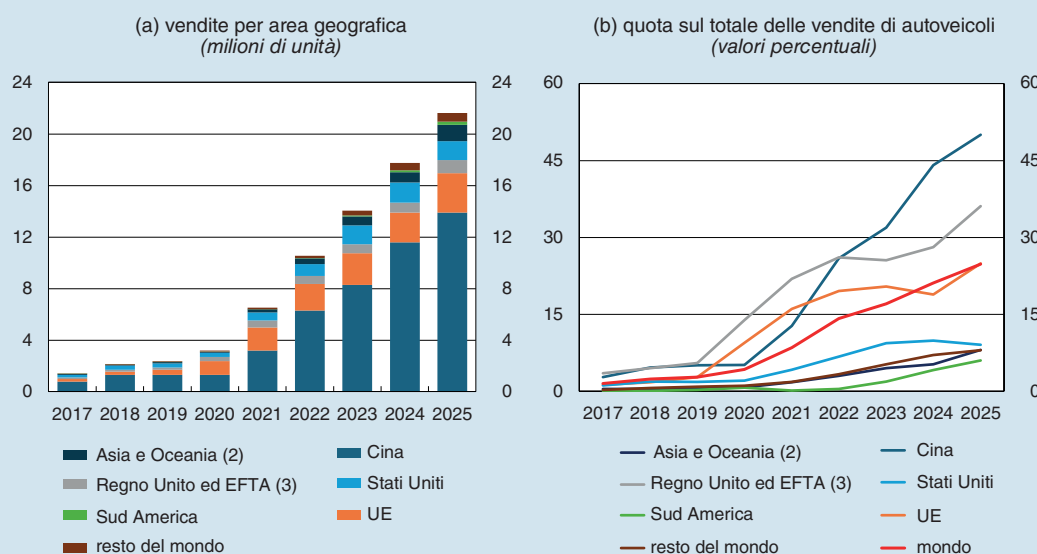
Il settore automobilistico è in una fase di profonda trasformazione determinata dalla transizione verso la mobilità elettrica. Le politiche climatiche e in particolare

le normative sulle emissioni hanno impresso un'accelerazione alla sostituzione dei motori a combustione interna¹.

Nel 2025 sono stati venduti 22 milioni di autoveicoli elettrici, da poco più di 2 nel 2019 (figura A, pannello a)². Nell'utilizzo di tali veicoli permangono marcate differenze tra aree geografiche.

Figura A

Vendite mondiali di autoveicoli elettrici (1)
(dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati nazionali.

(1) Auto passeggeri e veicoli commerciali leggeri. – (2) Esclude la Cina. – (3) EFTA include Islanda, Norvegia e Svizzera.

In Cina circa la metà delle automobili vendute lo scorso anno era a trazione elettrica, il doppio della media mondiale (figura A, pannello b)³. La loro rapida diffusione riflette una strategia industriale di lungo periodo basata, in particolare,

¹ Nella UE il percorso verso la mobilità a zero emissioni è disciplinato dal regolamento UE/2019/631, modificato dal regolamento UE/2023/851, che introduce obiettivi vincolanti per le emissioni medie di CO₂ della flotta di nuovi autoveicoli passeggeri immatricolati nell'Unione. Gli obiettivi non si applicano al singolo veicolo ma alla media della flotta di ciascun costruttore. Il meccanismo prevede tre tappe quinquennali, ciascuna con una riduzione progressiva rispetto al valore base del 2021, fino ad arrivare all'azzeramento delle emissioni da gennaio del 2035. La Commissione europea nel dicembre 2025 ha presentato una proposta di modifica della normativa che consentirebbe di limitare l'obiettivo finale di riduzione delle emissioni al 90 per cento e di compensare la quota rimanente mediante l'uso di acciaio a basse emissioni di carbonio prodotto nella UE o di elettrocarburanti (*e-fuel*) e biocarburanti. Per ulteriori dettagli sull'evoluzione della normativa sulle emissioni in altre economie, cfr. IEA, *Global EV Outlook 2025. Expanding sales in diverse markets*, 2025.

² Intesi come veicoli leggeri (auto passeggeri e veicoli commerciali leggeri) a batteria (*battery electric vehicles*, BEV) o ibridi ricaricabili (*plug-in hybrid electric vehicles*, PHEV).

³ Con riferimento al complesso del parco circolante, la quota di autovetture elettriche in Cina potrebbe attestarsi al 50 per cento nel 2040. Per maggiori dettagli, cfr. L. Bencivelli, A. D'Orazio, S. Emiliozzi e A. Gazzani, *China's shrinking oil footprint: how electric vehicle adoption is shaping China's oil consumption*, "VoxEU CEPR", 4 novembre 2025.

sulla scelta di sviluppare la propulsione elettrica in anticipo rispetto alle altre economie industriali e su politiche pubbliche coerenti nel tempo per consentire alle imprese di pianificare investimenti su orizzonti decennali⁴.

Al di fuori della Cina la diffusione della mobilità elettrica sta progredendo a ritmi più contenuti. Tra le economie avanzate, quote di mercato significative si registrano solo nella UE – dove la percentuale delle vendite di veicoli elettrici ha sfiorato il 25 per cento nel 2025, ma con marcate differenze tra paesi⁵ – oltre che nel Regno Unito e nell'EFTA (dove si è collocata in media al 36 per cento).

Diversi fattori spiegano la minore diffusione dell'auto elettrica in Europa rispetto alla Cina. In primo luogo, in un contesto di generalizzato aumento dei prezzi nel settore dell'auto europeo, l'incremento è stato maggiore per i veicoli elettrici, riflettendo la scelta delle case automobilistiche di riposizionare l'offerta verso segmenti a margini più elevati⁶. In secondo luogo, l'autonomia ancora limitata di tali veicoli e una diffusione disomogenea delle infrastrutture di ricarica⁷, insieme a costi dell'energia elettrica relativamente elevati, riducono i benefici rispetto ai veicoli tradizionali. In terzo luogo, l'incertezza del quadro normativo e degli incentivi alla transizione concorre a frenare le decisioni di acquisto delle famiglie e quelle di investimento delle imprese.

La ricomposizione della domanda di veicoli a favore dell'elettrico sta anche ridisegnando la geografia del commercio internazionale nel settore. In pochi anni la Cina è diventata sia il principale produttore globale di automobili, sia il primo esportatore, vendendo all'estero più di 7 milioni di unità nel 2025 (erano 0,9 milioni nel 2019; figura B, pannello a). Circa la metà delle esportazioni di autoveicoli dalla Cina – in parte riconducibili a gruppi automobilistici multinazionali, alcuni dei quali europei, con insediamenti produttivi in questo paese – è costituita da auto elettriche. Nell'Unione europea la Cina è ormai il principale fornitore esterno di autovetture, con una quota di mercato che si colloca a circa il 10 per cento e che sale a oltre il 20 nel segmento dei veicoli elettrici, erodendo le posizioni dei costruttori europei.

⁴ Tra i pilastri della politica industriale vi è anche l'integrazione verticale della filiera di produzione delle batterie, a partire dall'estrazione del minerale di base. Il solo produttore cinese di batterie CATL detiene circa il 35 per cento della capacità produttiva mondiale di celle agli ioni di litio; la Cina nel complesso ha una capacità installata stimata che eccede largamente la domanda globale e una sovracapacità che scoraggia investimenti concorrenti.

⁵ La quota di immatricolazioni di autoveicoli elettrici è ampiamente superiore al 50 per cento in Danimarca, Finlandia, Paesi Bassi e Svezia; è pari al 28 in Germania e all'11 in Italia.

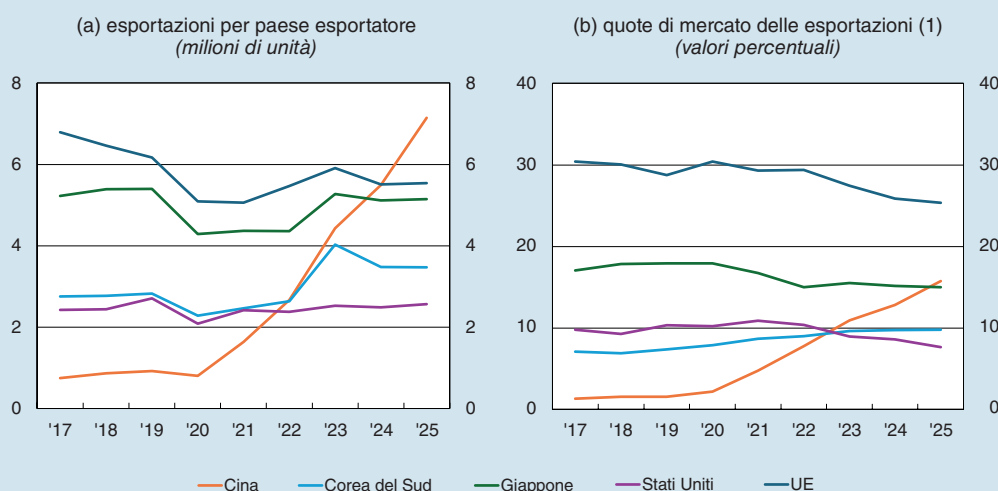
⁶ L. Bencivelli, A. Ciarlone, E. Cocozza, A. Gerali, A. Perin e C. Porello, *The global automotive sector after the pandemic. Key questions and answers*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁷ Alla fine del 2025 erano presenti nella UE più di un milione di punti di ricarica pubblici, oltre sei volte il valore del 2020. La loro distribuzione geografica risulta molto disomogenea e concentrata per oltre il 55 per cento in Francia, Germania e Paesi Bassi. La densità della rete di ricarica italiana – che nel 2025 include circa 70.000 colonnine – si colloca in una posizione intermedia nel quadro europeo se valutata in rapporto a una serie di indicatori di diffusione (superficie del paese, rete stradale e popolazione). Per maggiori dettagli, cfr. A. Orame, G. Cariola e G. Viggiano, *Il settore automobilistico italiano nella transizione verde: evidenze empiriche e valutazioni degli addetti ai lavori*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 911, 2025.

Anche la UE ha aumentato sensibilmente il numero di veicoli elettrici venduti all'estero, ma ciò non ha consentito il ritorno delle esportazioni complessive di autoveicoli ai livelli pre-pandemici. In termini di valore, la quota di mercato dell'Unione si è ridotta di circa 3,5 punti percentuali rispetto al 2019, un dato che segnala che la specializzazione dei costruttori europei su modelli di gamma elevata non sia bastata a compensare la perdita di competitività complessiva (figura B, pannello b).

Figura B

Esportazioni mondiali di autoveicoli passeggeri
(dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, General Administration of Customs of the People's Republic of China e Trade Data Monitor.
(1) Quote sulle esportazioni a prezzi correnti. Si esclude l'interscambio tra i paesi della UE.

Il riassetto dell'industria automobilistica globale indotto dalla transizione alla mobilità elettrica solleva tre questioni strategiche per la UE. La prima si riferisce alla tenuta della base produttiva: il ritardo dei produttori europei rispetto alla Cina si traduce in pressioni occupazionali sull'indotto lungo le catene di fornitura. La seconda è relativa alla filiera delle batterie e dei minerali critici: la UE ha avviato investimenti significativi ma i costi di produzione restano superiori a quelli cinesi e l'efficacia degli incentivi alla riconversione è indebolita dall'incertezza del quadro normativo. La terza riguarda il trattamento dei dati personali, poiché i veicoli digitalmente connessi di nuova generazione raccolgono dati su comportamenti, posizione e identità degli utenti che la normativa cinese obbligherebbe a rendere accessibili alle autorità. Ciò è potenzialmente in conflitto con il regolamento UE/2016/679 in materia di protezione dei dati personali (General Data Protection Regulation, GDPR) e con i presidi europei di sicurezza nazionale⁸.

In risposta alla pressione competitiva diverse economie hanno adottato misure commerciali di natura difensiva. La UE, a conclusione di una procedura

⁸ Per maggiori dettagli, cfr. O. Borgogno e G. Veronese, *Chinese car exports to the EU exemplify the role of data and IP in trade relations*, ProMarket, 10 aprile 2026.

anti-sussidi, ha applicato nel 2024 dazi compensativi compresi tra 17,4 e 35,3 punti percentuali sui veicoli cinesi a batteria, che si aggiungono al dazio ordinario del 10 per cento sulle importazioni di automobili. Gli Stati Uniti hanno progressivamente introdotto dazi assai penalizzanti sulle auto elettriche della Cina – oltre che su batterie e materiali critici – portandoli al 100 per cento nel 2024 e chiudendo di fatto il mercato interno alle importazioni provenienti da questo paese.

I produttori cinesi hanno risposto a tali misure diversificando l'offerta a favore dei veicoli ibridi *plug-in* – che in diversi casi, come nella UE, non sono assoggettati a dazi specifici – e riorientando le vendite verso mercati emergenti dell'America Latina e del Sud Est asiatico.

Una maggiore elettrificazione dei consumi e dei processi produttivi può essere incentivata da prezzi dell'elettricità convenienti rispetto a quelli degli idrocarburi; al contempo un aumento della domanda di elettricità, senza un sufficiente adeguamento dell'offerta, comporterebbe pressioni al rialzo sul prezzo di equilibrio.

È necessario accelerare con la transizione del settore elettrico dal lato della generazione, ancora frenata da procedure amministrative e autorizzative complesse nonostante i progressi conseguiti negli ultimi anni. In linea con l'orientamento delle istituzioni europee³⁰, una spinta alle installazioni potrà giungere dalla diffusione degli strumenti di negoziazione a lungo termine dell'elettricità prodotta, come i contratti a due vie³¹ (*contracts for difference*) o i *power purchase agreements*³² (PPA), che assicurano ai produttori da FER una remunerazione stabile nel tempo, riducendo il rischio dell'investimento³³.

La crescita dell'offerta da fonti rinnovabili riduce il prezzo all'ingrosso, ma può comportare aumenti di altre componenti del costo finale; per evitare incrementi degli oneri generali di sistema si può ricorrere all'uso di aste competitive per assegnare gli strumenti di supporto pubblici, mentre adeguati investimenti nella rete possono contribuire a contenere i rincari dei costi di dispacciamento. Su quest'ultimo aspetto mira a intervenire il pacchetto sulle reti europee (*European grids package*)³⁴,

³⁰ A luglio del 2024 la UE ha adottato la riforma del mercato elettrico, nota come *Electricity Market Design Reform*, che si compone di due atti principali: il regolamento UE/2024/1747 e la direttiva UE/2024/1711.

³¹ Sono contratti finanziari pluriennali firmati tra un produttore e una controparte, tipicamente pubblica (in Italia il GSE). Nella forma più semplice, i produttori vendono l'elettricità sul mercato all'ingrosso, ma quando il prezzo risulta superiore al prezzo di esercizio definito nel contratto, essi restituiscono alla controparte pubblica la differenza; nel caso opposto, è quest'ultima a integrare la differenza ai produttori. I flussi finanziari risultanti da tali meccanismi, positivi o negativi, sono generalmente riversati dalla controparte pubblica nelle bollette degli utenti finali (sotto forma di oneri di sistema nel caso italiano). Ne risulta di fatto un contratto a prezzo fisso tra produttori e consumatori finali, mediato dall'intervento pubblico.

³² I PPA sono contratti pluriennali di fornitura elettrica tra un produttore e un utente finale, tipicamente una grande azienda, il cui prezzo viene deciso dalla negoziazione fra le due parti. In Italia il GSE fornisce strumenti volti a facilitare l'incontro fra domanda e offerta dei PPA.

³³ N. Fabra, *Reforming European electricity markets: lessons from the energy crisis*, "Energy Economics", 126, ottobre 2023.

³⁴ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Pacchetto sulle reti europee*, COM(2025) 1005 final, 10 dicembre 2025.

proposto a dicembre del 2025 dalla Commissione europea per favorire investimenti in infrastrutture strategiche che coinvolgono più paesi.

La transizione intrapresa potrà concorrere alla riduzione delle dipendenze dai combustibili fossili. È verosimile che i riflessi globali del recente conflitto nel Medio Oriente sugli approvvigionamenti di idrocarburi e sulla sicurezza della navigazione attraverso lo stretto di Hormuz forniranno un'ulteriore spinta strutturale in questa direzione, dopo quella innescata dall'invasione dell'Ucraina.

Vi è tuttavia il rischio che alle dipendenze legate alle importazioni di combustibili fossili si sostituiscano nuove dipendenze di natura tecnologica. La produzione di minerali critici necessari alla transizione energetica come litio, rame, nichel e cobalto è fortemente concentrata: i primi tre paesi produttori coprono, a seconda del minerale, tra il 50 e l'85 per cento dell'offerta mondiale³⁵. La Cina detiene circa il 70 per cento dell'estrazione globale di terre rare e una quota ancora maggiore nelle attività di raffinazione. Questo paese riveste un ruolo preminente anche nelle filiere delle tecnologie pulite: secondo la IEA, la Cina concentra circa l'85 per cento della capacità produttiva mondiale del fotovoltaico, l'80 di quella delle batterie agli ioni di litio e oltre la metà di quella eolica.

In passato, il progresso tecnologico ha portato a una riduzione dei costi degli impianti solari ed eolici superiore a quella prevista inizialmente. L'innovazione potrà continuare ad avere un ruolo fondamentale, anche se tempi di sviluppo e incisività non sono prevedibili. Esistono tecnologie a bassa intensità carbonica nascenti o non ancora pienamente consolidate, come il nucleare di nuova generazione³⁶, l'idrogeno verde, le batterie allo stato solido e la cattura del carbonio, il cui utilizzo in futuro potrebbe diventare conveniente. Alcune di queste innovazioni potrebbero riuscire ad affiancare e, in parte, sostituire gli idrocarburi, al momento imprescindibili per garantire la necessaria continuità e flessibilità dell'offerta. Dall'introduzione di tali innovazioni potrebbero inoltre derivare utilizzi anche nei comparti per i quali attualmente sussistono difficoltà strutturali alla decarbonizzazione (settori *hard-to-abate*).

³⁵ Secondo i dati della IEA e della *U.S. Geological Survey*, la produzione mineraria del litio è concentrata in Australia, in Cile e in Cina; quella del rame in Cile, nella Repubblica Democratica del Congo e in Perù; quella del nichel in Indonesia, nelle Filippine e in Russia; quella del cobalto nella Repubblica Democratica del Congo e in Indonesia.

³⁶ L. Lavecchia e A. Pasquini, *L'atomo fuggente: analisi di un possibile ritorno al nucleare in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 947, 2025. Per le iniziative legislative volte alla reintroduzione del nucleare fra le fonti di energia utilizzate in Italia, cfr. *Disegno di Legge A.C. 2669, Delega al Governo in materia di energia nucleare sostenibile (presentato il 17 ottobre 2025)*, memoria della Banca d'Italia, Camera dei deputati, Roma, 23 febbraio 2026.

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA¹

DIRETTORIO

Fabio PANETTA	- GOVERNATORE
Paolo ANGELINI	- DIRETTORE GENERALE
Chiara SCOTTI	- VICE DIRETTRICE GENERALE
Sergio NICOLETTI ALTIMARI	- VICE DIRETTORE GENERALE
Gian Luca TREQUATTRINI	- VICE DIRETTORE GENERALE

CONSIGLIERI SUPERIORI

Franca Maria ALACEVICH	Andrea ILLY
Mirella BOMPADRE	Teo LUZI
Nicola CACUCCI	Donatella SCIUTO
Renata CODELLO	Orietta Maria VARNELLI
Francesca COZZANI	Marco ZIGON
Salvatore DI VITALE	

COLLEGIO SINDACALE

Gaetano PRESTI - PRESIDENTE	
Giuliana BIRINDELLI	Giuseppe MELIS
Giovanni LIBERATORE	Anna Lucia MUSERRA

SINDACI SUPPLEMENTI

Paola CHIRULLI	Andrea NERVI
----------------	--------------

AMMINISTRAZIONE CENTRALE FUNZIONARI GENERALI

Marino Ottavio PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
Magda BIANCO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO TUTELA DELLA CLIENTELA ED EDUCAZIONE FINANZIARIA
Giuseppe SIANI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA
Giuseppe ZINGRILLO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO INFORMATICA
Paolo SESTITO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO PIANIFICAZIONE, ORGANIZZAZIONE E BILANCIO
Paolo DEL GIOVANE	- CAPO DEL DIPARTIMENTO MERCATI E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA
Stefano SIVIERO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO PAGAMENTI E INFRASTRUTTURE DI MERCATO
Francesco GIAGULLI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO IMMOBILI E APPALTI
Massimo DORIA	- CAPO DEL DIPARTIMENTO RISORSE UMANE, INFORMAZIONE E PRODUZIONE BANCONOTE
Ida MERCANTI	- IN DISTACCO PRESSO L'ISTITUTO PER LA VIGILANZA SULLE ASSICURAZIONI
	- SEGRETARIO GENERALE
Andrea BRANDOLINI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO ECONOMIA E STATISTICA
	* * *
Enzo SERATA	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA PER L'ITALIA (UIF)

¹ Situazione al 29 maggio 2026, data di stampa del volume.

