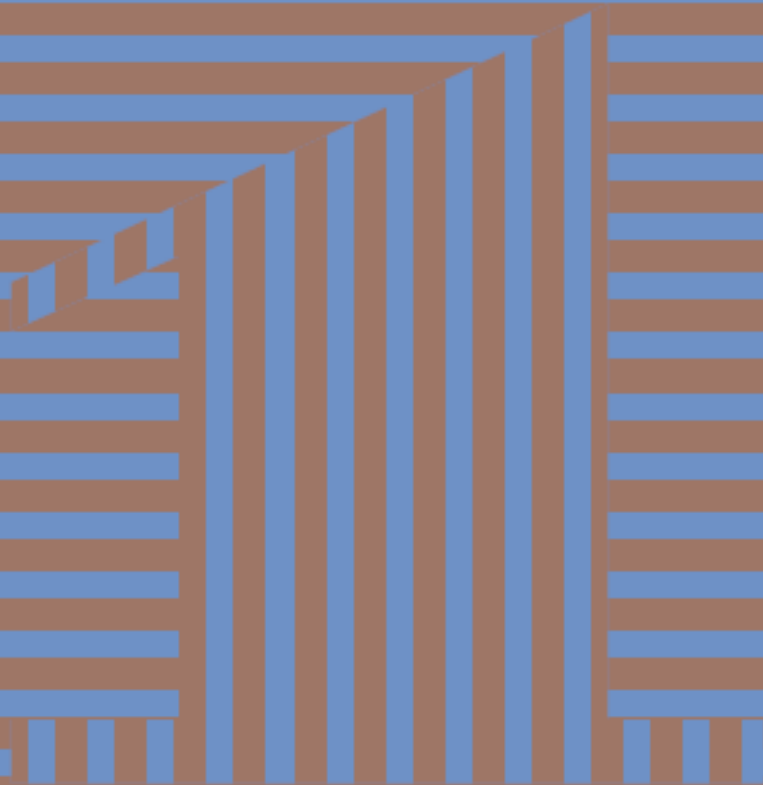


RAPPORTO



CEr

CENTRO EUROPA RICERCHE

n. 1/2025

CENTRO EUROPA RICERCHE



I Centro Europa Ricerche elabora studi nel campo dell'economia applicata. Le analisi del CER comprendono previsioni di breve e medio periodo sulle tendenze dell'economia italiana, valutazioni quantitative su provvedimenti di politica economica, studi monografici di finanza pubblica, politica tributaria, politica monetaria e politica industriale.

Il CER è tra gli istituti chiamati con regolarità, anche nella forma delle audizioni parlamentari, a fornire valutazioni e commenti sulle prospettive economiche e, in particolare, sulle tendenze della finanza pubblica.

Per le previsioni, le analisi e le simulazioni di politica economica il CER utilizza i suoi modelli econometrici, macroeconomici e di microsimulazione, che sono continuamente aggiornati e migliorati. Il modello macroeconomico, oltre a consentire la previsione delle principali grandezze economiche e degli andamenti della finanza pubblica, permette di sottoporre a verifica l'impatto sull'economia delle manovre governative.

Il modello di microsimulazione rende possibili le valutazioni dell'impatto distributivo sulle famiglie di provvedimenti di natura fiscale e tariffaria, integrando informazioni sui redditi e sui consumi.

I rapporti CER sono riservati ai sottoscrittori di un abbonamento. Per la presentazione dei rapporti il CER organizza incontri-dibattito riservati agli abbonati.

Centro Europa Ricerche S.r.l.
Via Salaria, 44 - 00198 Roma
Tel. (0039) 06 8081304
E-mail: info@centroeuroparicerche.it
www.centroeuroparicerche.it

Presidente: Matteo Arpe

Vicepresidenti: Claudio Levorato, Gennaro Mariconda

Direttore della ricerca: Stefano Fantacone

Comitato scientifico: Paolo Guerrieri Paleotti (presidente), Andrea Boitani, Stefano Caselli, Pierluigi Ciocca, Silvia Ciucciovino, Giuseppe De Arcangelis, Gimede Gigante, Anna Giunta, Valentina Meliciani, Antonio Pedone, Andrea Cesare Resti, Stefano Silvestri

Consiglieri scientifici: Francesco Ferrante, Giovanni Ferri, Sergio Ginebri, Lelio Iapadre

Rapporto CER: pubblicazione periodica a carattere economico. Anno XXXXIII

Direttore responsabile: Jacopo Tondelli

Iscrizione n. 59/2016 del 5 aprile 2016 del Registro della Stampa del Tribunale di Roma
Proprietario della testata: Centro Europa Ricerche S.r.l.
C.C.I.A.A. Roma: R.E.A. 480286

Edizione: Centro Europa Ricerche S.r.l.

Stampato al CER – agosto 2025

PROTEZIONISMO

Rapporto CER 1/2025

Il Rapporto è stato elaborato da: Felice Cincotti, Stefano Fantacone, Antonio Forte, Sergio Ginebri, Lucia Truzzu.

È stato realizzato in parte
con il contributo di CUPLA.



| | |
|--|-----------|
| IL COSTO DEL PROTEZIONISMO: RISULTATI GENERALI | 7 |
| LE RAGIONI DEL NUOVO PROTEZIONISMO STATUNITENSE | 11 |
| PREMESSA | 11 |
| LE RAGIONI DEL PROTEZIONISMO | 11 |
| Libero scambio e distribuzione del reddito | 13 |
| Politiche commerciali strategiche | 17 |
| Il regime di libero scambio come bene pubblico | 15 |
| La dimensione macroeconomica delle politiche commerciali | 19 |
| RIQUADRO R1: IL RE È NUDO OVVERO I VINCOLI ALLA MANOVRA DEL BILANCIO PUBBLICO NEGLI STATI UNITI | 22 |
| LA DEFINIZIONE DELLE ESOGENE | 25 |
| LO SCENARIO INTERNAZIONALE | 29 |
| LA PREVISIONE MACROECONOMICA | 33 |
| IL QUADRO RIASSUNTIVO | 33 |
| IL 2025 | 34 |
| LA PREVISIONE PER IL BIENNIO 2026-2027 | 36 |
| LA PREVISIONE DI FINANZA PUBBLICA | 46 |
| UNO SCENARIO ALTERNATIVO | 53 |
| SCENARIO INTERNAZIONALE ALTERNATIVO | 53 |
| LA PREVISIONE ALTERNATIVA | 54 |
| FISCO E PENSIONI: UN RAPPORTO DA RIVEDERE | 57 |

IL COSTO DEL PROTEZIONISMO: RISULTATI GENERALI

1

L'avvento dell'Amministrazione Trump sta sconvolgendo l'ordine economico mondiale. Il ricorso a politiche tariffarie *erga omnes*, l'esplicito annuncio di voler perseguire obiettivi di appropriazione del benessere di altri paesi, l'utilizzo dei dazi come arma di ritorsione verso decisioni di politica interna di altre nazioni, sono tutti elementi che concorrono ad abbattere la dimensione multilaterale delle relazioni internazionali. La principale economia mondiale, soggetto egemone del sistema di libero scambio costruito a partire dalla Seconda Guerra Mondiale, si è trasformata nel giro di pochi mesi in "potenza estrattiva", impegnata in un gioco a somma zero in cui i vantaggi per gli Stati Uniti coincidono con i costi imposti a tutti gli altri paesi¹.

L'incertezza generata da questa torsione è massima e gli esiti sulle prospettive di crescita dell'economia mondiale sono ancora impossibili da determinare, tanto nelle dimensioni, quanto nei tempi. Le conclusioni raggiunte dalla letteratura sulla maggiore efficienza degli equilibri di tipo cooperativo, condizione da cui ci si sta rapidamente allontanando, nonché il deterioramento che sembra investire le istituzioni americane, suggeriscono comunque come altamente probabile un rallentamento del ciclo economico. La questione che si pone è se questo rallentamento tenderà ad esaurirsi già nel corso del 2025 o se si prolungherà almeno per una parte del 2026.

Le indicazioni di consenso sull'economia mondiale incorporano ancora la prima ipotesi, con un minimo ciclico che verrebbe toccato nell'anno in corso e un profilo di crescita in accelerazione già nel 2026. La curva delle previsioni, pur ribassata nei livelli, conserva cioè un'inclinazione positiva, assumendo in tal modo che il massimo impatto delle nuove politiche statunitensi si scaricherà sull'anno corrente.

2

Una valutazione in parte diversa è stata recentemente diffusa dal Fondo monetario internazionale che, nell'aggiornamento del proprio Outlook, stima per il

¹ Le "extractive institutions" sono una nota categoria dell'analisi condotta in Acemoglu D., J. Robinson, *Why Nations Fail*, Crown Business, New York, 2012. L'accezione è estesa in termini di "extractive superpower" da Bertoldi M., M. Buti, *The Us Is Now an Extractive Superpower*, Project Syndicate, 1 agosto 2025.

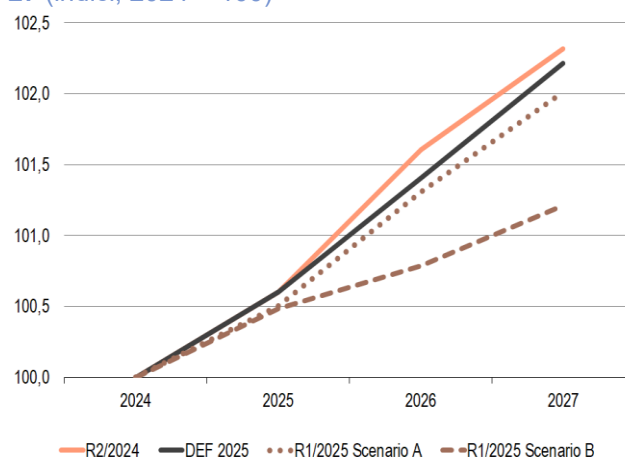
commercio mondiale un rallentamento ulteriore fra il 2025 e il 2026 (dal 2,5% all'1,6%)². L'inclinazione positiva della curva di previsione viene però conservata per i singoli paesi, ritenendo che gli effetti delle politiche tariffarie statunitensi siano stati assorbiti in misura superiore alle attese (*stronger than expected front-loading in anticipation of higher tariffs*). Riteniamo che una simile valutazione sia troppo ottimistica e che vi sia almeno il 50% di probabilità che il minimo ciclico venga invece toccato nel 2026. In considerazione di questa differenza di valutazioni rispetto al consenso, presentiamo in questo Rapporto due scenari, il primo (Scenario A) che adotta l'ipotesi di una crescita mondiale in recupero già nel 2026, il secondo (Scenario B) che assume invece un prolungamento della fase di rallentamento al 2026. Questo secondo set di esogene porta a una diversa previsione sull'andamento dell'economia italiana, con lo Scenario B che traccia un ben più netta discontinuità rispetto agli andamenti prevalenti prima dell'inversione delle politiche statunitensi. Evitiamo in questo momento di identificare uno dei due scenari come *baseline* (a maggiore probabilità di realizzazione), ma il bilanciamento dei rischi è al ribasso e non saremmo sorpresi di vedere materializzarsi già nella seconda parte dell'anno andamenti in linea con lo Scenario B.

3

Nei grafici 1-3 gli Scenari A e B sono sinteticamente confrontati con riferimento a tre variabili: Pil, Investimenti fissi lordi ed Esportazioni. Il confronto è esteso alle previsioni programmatiche contenute nel Documento di finanza pubblica 2025 (Sezione I, tavola I.2.3.2, p.34) e con le nostre precedenti stime, contenute nel Rapporto 2/2024.

Con riferimento al Pil osserviamo come lo Scenario A si collochi su un livello inferiore alle stime del DFP e del nostro precedente Rapporto, con un profilo però sostanzialmente inalterato. Ciò riflette appunto il profilo delle esogene tratte dal consenso. Notiamo

Grafico 1.1. Previsioni di crescita del Pil nel 2025-27 (indici, 2024 = 100)



Fonte: DFP e Modello econometrico CER.

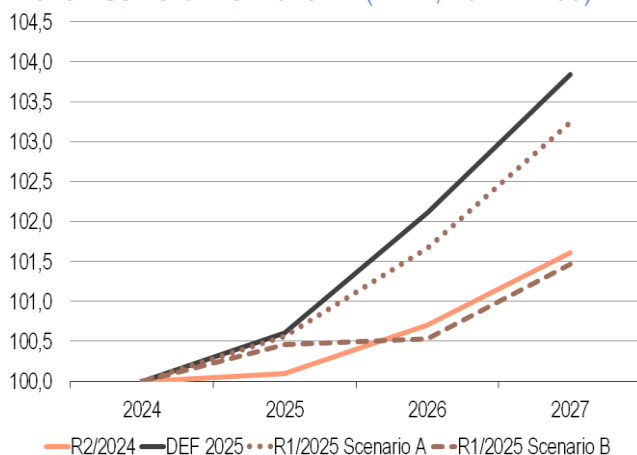
² IMF, World Economic Outlook, Update, July, 2025.

altresì come già le valutazioni del DFP si collocassero al di sotto delle stime del Rapporto 2/2024, a segnalare l'adozione di una previsione comunque prudentiale da parte del governo, che già iniziava a scontare gli effetti del protezionismo statunitense. Molto meno favorevole è l'andamento sottostante lo Scenario B, con una crescita cumulata del Pil che nel 2027 si fermerebbe otto decimi di punto al di sotto dello Scenario A e un punto pieno al di sotto della previsione programmatica. Come meglio si illustra nel seguito del Rapporto, nello Scenario B la variazione del Pil è infatti stimata pari allo 0,3% nel 2026 e allo 0,4% nel 2027.

4

Nel grafico 2 è riportato il confronto relativo agli investimenti, evidenziando come la curva della previsione sia al di sotto di quella del governo, ma con un profilo di accelerazione non troppo dissimile a partire dal 2026. Era, invece, molto più

Grafico 1.2. Previsioni di crescita degli Investimenti fissi lordi nel 2025-27 (indici, 2024 = 100)



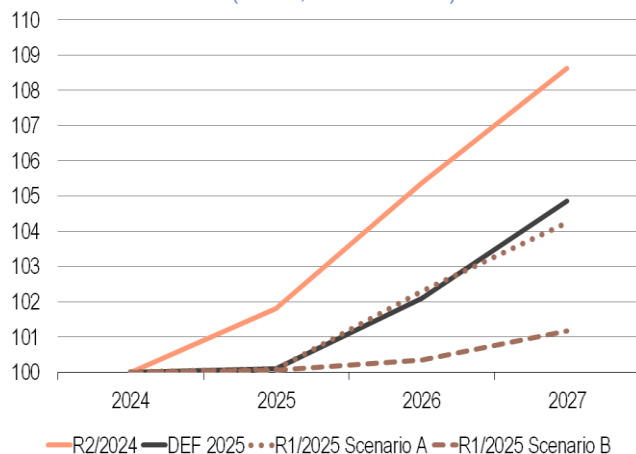
Fonte: DFP e Modello econometrico CER.

bassa la previsione da noi elaborata nel Rapporto 4/2024 e ciò a motivo sia di una revisione intervenuta nelle serie storiche, sia di una tenuta delle costruzioni maggiore di quanto da noi atteso. Queste differenze evidenziano al contempo come la dinamica dell'accumulazione fosse, prima della sterzata trumpiana, uno

dei principali fattori di sostegno dell'economia italiana. Nello Scenario B questo sostegno viene meno fino a tutto il 2026, con la curva degli investimenti che segna poi un recupero, ma con inclinazione più bassa rispetto allo Scenario A e alle stime programmatiche, ritornando in linea con la previsione del Rapporto 2/2024. Il grafico 3 evidenzia infine come nelle nuove condizioni internazionali verrebbe del tutto meno, già nello Scenario A, la possibilità di un ritorno di tassi di crescita dell'esportazioni sui valori medi dell'ultimo quindicennio, mentre lo Scenario B descrive una vera e propria stagnazione del nostro export. Al riguardo va peraltro ricordato che il ciclo delle esportazioni ha iniziato a indebolirsi nel 2023-24 (+0,3% di aumento in media) e occorre pertanto chiedersi se la spinta propulsiva di questa componente della domanda sul ciclo economico italiano non sia comunque sulla via di un progressivo esaurimento. Ciò non per sminuire il ruolo

fondamentale che le esportazioni svolgono nel trainare la produttività di sistema e l'avanzamento dell'intero sistema produttivo, ma per rimarcare come la dimen-

Grafico 1.3. Previsioni di crescita delle Esportazioni nel 2025-27 (indici, 2024 = 100)



Fonte: DFP e Modello econometrico CER.

ancorando quest'ultimo alle esigenze della trasformazione digitale e della transizione energetica.

sione raggiunta dal nostro avanzo commerciale sia tale da far ritenere che il massimo potenziale di espansione delle nostre vendite all'estero sia stato ormai raggiunto. Una considerazione che porta a evidenziare la necessità di una strategia di sostegno della domanda interna e del processo di accumulazione, anco-

5

Nel seguito del rapporto le analisi sono così articolate. Nel prossimo capitolo si considerano i razionali sottostanti alla scelta protezionistica statunitense. Le esogene della previsione sono descritte nel terzo capitolo. Nel quarto e quinto capitolo si illustrano i risultati di previsione relativi agli Scenari A e B. Nel sesto capitolo si riportano infine i risultati di una ricerca condotta dal CER per il Coordinamento Unitario Pensionati Lavoro Autonomo, che evidenzia la consistente erosione di potere d'acquisto a cui sono soggette le pensioni italiane, certo non un buon viatico in un'ottica di sostegno della domanda interna.

LE RAGIONI DEL NUOVO PROTEZIONISMO STATUNITENSE

PREMESSA

Proviamo in questo capitolo del Rapporto a fornire una lettura razionale delle politiche protezionistiche adottate dall'Amministrazione Trump, interrogandoci su quali motivi possano giustificare, nell'ottica statunitense, un allontanamento tanto radicale dai principi del libero scambio. Il presupposto che guida l'analisi è che le scelte tariffarie dell'Amministrazione Trump, per quanto ondivaghe negli annunci e incerte nell'applicazione, costituiscano un effettivo mutamento di preferenze della principale economia mondiale e vadano per questo considerate con la massima attenzione. Anche l'utilizzo di toni linguistici estranei alle consuetudini diplomatiche e finanche offensivi nei confronti dei paesi partner non può essere derubricato a una mera forma di comunicazione verso il proprio elettorato, riflettendo piuttosto una reale volontà di scardinare l'odierno sistema delle relazioni internazionali. L'analisi è organizzata come segue. Si ricordano dapprima le indicazioni della letteratura in merito al disegno efficiente delle politiche commerciali, per poi passare a considerare il problema della ripartizione dei costi associati al mantenimento del sistema di libero scambio e considerare infine le relazioni che intercorrono fra politiche commerciali e politiche macroeconomiche. Le scelte dell'Amministrazione Trump vengono in tal modo ricondotte all'interno del classico schema di politica economica, in cui una corretta assegnazione degli strumenti consente di raggiungere obiettivi fra loro contrastanti. All'interno di questo schema vengono delineati i vincoli con cui si confronta l'Amministrazione Trump, ad evidenziare le sfide che si pongono alle politiche economiche degli altri paesi.

LE RAGIONI DEL PROTEZIONISMO³

Libero scambio e distribuzione del reddito

1

Il dibattito sui vantaggi del libero scambio innerva la nascita stessa della teoria economica ed è risultato ampiamente condiviso dalla letteratura che in un mercato perfettamente concorrenziale l'abolizione delle barriere al commercio porti a un equilibrio Pareto ottimale. Secondo il modello dei vantaggi comparati, il libero

³ La rassegna di questo primo paragrafo è tratta da Guerrieri P. e P.C. Padoan, Introduzione, in Guerrieri P. e P.C. Padoan (curatori), *Libero scambio, protezionismo e concorrenza internazionale*, il Mulino, Bologna, 1988.

scambio consente infatti a ogni paese di specializzarsi nelle produzioni in cui è in grado di raggiungere la massima efficienza e questo fa sì che ogni singola economia abbia convenienza a ridurre, fino a eliminarle, le restrizioni ai commerci. In sostanza, il libero scambio garantisce l'efficienza allocativa delle risorse a livello mondiale, assicurando a ogni paese il raggiungimento del massimo livello di benessere possibile, dati i vantaggi comparati di cui dispone. Ne deriva l'indicazione normativa per cui ogni paese avrà interesse a rimuovere le barriere agli scambi, con una tendenza dell'economia mondiale a raggiungere un unico equilibrio di libero scambio, mutualmente conveniente per tutti i paesi.

2

La teoria tradizionale riconosce altresì come il movimento verso l'equilibrio di libero scambio possa generare problemi di tipo distributivo, con una diminuzione di benessere relativo per i lavoratori impegnati nei settori non di specializzazione. Un tema, quest'ultimo, certamente caro all'Amministrazione Trump, secondo la quale la crescente apertura ai prodotti esteri avrebbe accelerato il riposizionamento del modello produttivo statunitense verso attività di natura finanziaria a discapito del comparto manifatturiero, come sintetizzato nella contrapposizione *Wall Street contro Main Street*. In effetti, le dinamiche della specializzazione internazionale hanno sollecitato un trasferimento delle produzioni manifatturiere verso i paesi a basso costo del lavoro e occorre a tal riguardo riconoscere come gli impatti sui sistemi industriali delle economie avanzate della globalizzazione – ossia dell'ultima grande ondata di liberalizzazione degli scambi mondiali – siano stati sottovalutati e come da ciò siano derivati costi sociali non adeguatamente compensati. Fa specie che a sollevare l'attenzione su questo elemento sia un'Amministrazione per lo più formata da persone di grande ricchezza personale, che si stenta a vedere come rappresentanti di una *classe operaia*, ma il tema esiste, crea una frammentazione del tessuto sociale e non può stupire se da esso nasca un favore dell'elettorato per politiche protezionistiche⁴.

3

Al contempo, è più difficile negare che, considerando l'economia mondiale nel suo insieme, la globalizzazione abbia portato a un aumento del benessere complessivo, né si può affermare, nel caso statunitense, che la crescente penetrazione di merci estere abbia causato un indebolimento del ciclo di crescita e del prodotto potenziale, che al contrario si sono entrambi rafforzati⁵. In linea con

⁴ Un riferimento ormai canonico per una lettura critica del processo di globalizzazione è in Rodrik D., *One Economy, Many Recipes: Globalization, Institutions and Economic Growth*, Princeton University Press, Princeton, 2007.

⁵ Si rimanda per questo aspetto all'analisi da noi svolta sulla relazione esistente in alcuni paesi, fra cui gli

quanto prescritto dalla teoria neo-classica, le conseguenze indesiderate della globalizzazione non sono cioè di tipo macroeconomico, bensì di natura microeconomica, con alcuni settori e comunità svantaggiati ed altri- probabilmente in numero maggiore- avvantaggiati. Il suggerimento teorico è, in questo caso, di attivare politiche di tipo redistributivo, mentre il ricorso a misure di restrizione degli scambi porterebbe a un equilibrio di *second best*.

Ovviamente, come meglio si dice oltre, la questione nella realtà si presenta più complessa, soprattutto nel momento in cui si affida il soddisfacimento dei consumatori a beni manufatti importati da paesi con bassi salari, comportando una svalutazione del lavoro anche nelle economie più avanzate. Così come ampiamente documentato è anche l'enorme aumento delle diseguaglianze che ha avuto luogo negli ultimi decenni, con manifestazioni particolarmente acute proprio negli Stati Uniti. Nel complesso, i soli costi di natura distributiva generati dal libero scambio non sembrano comunque offrire una spiegazione esaustiva per le scelte protezionistiche dell'Amministrazione Trump, conservando validità l'ipotesi che altre politiche siano più efficienti per questo tipo di problemi (ad esempio una maggiore tassazione nel caso dell'eccessiva concentrazione della ricchezza).

Politiche commerciali strategiche

4

Le indicazioni teoriche a favore del libero scambio perdono parte della loro forza una volta che vengano riportate all'interno di un più realistico schema di concorrenza imperfetta, in cui le determinanti delle specializzazioni non sono costituite soltanto dalle dotazioni iniziali dei fattori, ma anche dalla capacità dei singoli paesi di appropriarsi dei vantaggi delle economie di scala e delle esternalità generate dall'innovazione tecnologica. In termini dinamici, una simile configurazione tende a favorire una concentrazione geografica delle produzioni e quindi accresce il beneficio che alcuni paesi traggono dal libero scambio, diminuendo al contempo quello degli altri paesi. Il principio di efficienza Paretiana viene così meno e le politiche commerciali volte alla sola apertura dei mercati possono rivelarsi non ottimali. Secondo il filone sviluppato a partire dalla seconda metà degli anni Ottanta, i singoli paesi avrebbero piuttosto convenienza ad adottare "politiche commerciali strategiche", volte a difendere le industrie nazionali che generano *spill-over* sul resto del settore produttivo, dove la difesa va intesa tanto nel senso di erigere una protezione dalla concorrenza estera, quanto di limitare l'esportazione delle proprie tecnologie⁶. Naturalmente, tali politiche si risolvono per lo più in un

Stati Uniti, fra potenziale di crescita e disavanzo commerciale, vedi "Prodotto potenziale, domanda effettiva e conti con l'estero", in *Che fine ha fatto il vincolo estero?*, Rapporto CER 3/2024.

⁶ Per un contributo di riferimenti vedi P. Krugman (ed.), *Strategic Trade Policy and The New International Economics*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1988.

accrescimento del benessere nazionale a scapito degli altri paesi- da qui il venir meno dell'efficienza paretiana- ma dal momento che l'imperfezione dei mercati priva il libero scambio del requisito di ottimalità, non possono più essere automaticamente classificate come politiche di *second best*.

5

Questo tipo di configurazione prevale nella realtà, come mostrano ad esempio le restrizioni già da tempo poste dagli Stati Uniti all'esportazione di determinate tecnologie verso la Cina, il controllo esercitato dalla stessa Cina sulla vendita delle terre rare o il paradigma dell'*Autonomia strategica aperta* seguito dall'Unione europea. Ci sembra però di poter dire che la sterzata protezionistica impressa dalla Presidenza Trump non trovi sufficiente motivazione neanche in questo filone della teoria. Il concetto di politiche commerciali strategiche ha infatti una ragion d'essere solo nell'ambito di un'applicazione limitata a un numero ristretto di settori (appunto quelli strategici) e nei confronti dei soli paesi capaci di sviluppare una capacità competitiva sugli stessi comparti. In altre parole, la politica è strategica solo nella misura in cui sia anche selettiva. Niente a che vedere con la decisione degli Stati Uniti di elevare dazi su tutti i prodotti oggetto di scambio e a danno di tutti i partner commerciali.

6

Più in generale, deve essere poi sottolineato come il modello delle politiche commerciali strategiche non vada inteso nel senso di una negazione dei vantaggi del libero scambio, quanto nel suo significato normativo. Evidenziare come la rimozione delle barriere commerciali non conduca necessariamente a un ottimo Pareto significa infatti mettere in luce come le interazioni fra i singoli paesi possano risolversi in un sistema con equilibri multipli, non esistendo un meccanismo di mercato in grado di garantire che la somma delle preferenze individuali dei singoli paesi massimizzi il benessere dell'insieme dei paesi. Esiste cioè un potenziale conflitto fra interesse individuale e interesse collettivo, con il rischio che l'adozione di politiche strategiche da parte di tutti i paesi porti a un crescente grado di restrizione degli scambi mondiali e, in definitiva, al prevalere di una condizione sub-ottimale del tipo *beggar thy neighbour*. Il significato normativo dell'analisi è dunque che i benefici del libero scambio possono essere pienamente colti solo nell'ambito di un approccio multilaterale e cooperativo, con le singole politiche commerciali ricondotte all'interno di uno schema di regole comuni, al cui rispetto si impegnano tutti i paesi. In questo senso, il sistema di libero scambio può essere assimilato a un bene pubblico e la questione si sposta allora su come ripartire i costi necessari per la sua produzione. Ed è esattamente su tale questione che l'Amministrazione Trump ha adottato un approccio di rottura.

Il regime di libero scambio come bene pubblico

7

Si invoca infatti oggi da parte degli Stati Uniti una revisione dell'assetto istituzionale del regime di libero scambio, che sarebbe in contrasto con gli interessi nazionali. Paradossalmente, una richiesta dello stesso tipo viene dai paesi emergenti del raggruppamento BRICS, secondo i quali l'odierno assetto istituzionale beneficerebbe invece oltremodo gli Stati Uniti e le altre economie avanzate. Non è semplice ricomporre questa contraddizione, la cui presenza vale comunque a segnalare come il governo del libero scambio sia andato accumulando nel tempo fattori di instabilità latente. Evoluzione fino a oggi non colta appieno, ma che non risulta sorprendente alla luce di uno degli schemi più noti della teoria della cooperazione internazionale, quello della *stabilità egemonica*. Riprendiamo direttamente da Guerrieri e Padoan (1988, cit.) la descrizione di tale assetto e le sue proprietà dinamiche:

“La teoria della stabilità egemonica... sostiene che per la realizzazione di un accordo cooperativo è necessaria una forte asimmetria nella distribuzione del potere internazionale, ovvero la presenza di un paese egemone con un peso significativamente maggiore di tutti gli altri... si potrebbe dire che l'offerta del bene pubblico cooperazione internazionale dipende dalla capacità del paese egemone di addossarsi una quota dei costi di offerta più che proporzionale rispetto agli altri paesi, a fronte di benefici netti, economici e politici, comunque positivi. Allo stesso tempo, gli altri paesi saranno incentivati a partecipare all'accordo cooperativo per il fatto di godere di una esenzione parziale o totale dal pagamento dei costi necessari alla sua realizzazione (free riding).

Applicata alle politiche commerciali, la teoria della stabilità egemonica prevede un abbattimento o comunque una riduzione delle tariffe solo in presenza di un grande paese leader che possa trarre dalla creazione di un sistema commerciale aperto dei vantaggi così consistenti da spingerlo ad intraprendere azioni unilaterali di liberalizzazione commerciale, unitamente a pagamenti collaterali compensativi (side payments) agli altri paesi, così da favorire l'apertura anche degli altri mercati. Allo stesso tempo si prevede che al verificarsi di mutamenti in questa distribuzione asimmetrica del potere internazionale, muterà anche la capacità del paese più grande di offrire il bene pubblico libero commercio e il regime tenderà a indebolirsi ed eventualmente a crollare”.

8

Queste indicazioni aiutano a leggere i fatti odierni secondo una sequenza logica abbastanza ben definita:

- a partire dagli accordi di Bretton Woods e fino alla globalizzazione, la posizione di paese egemone è stata chiaramente assunta dagli Stati Uniti, che sono stati

i principali promotori del libero scambio internazionale, portando in tal modo la gran parte dei paesi ad adottare un modello economico liberista, centrato sulla liberalizzazione dei movimenti di capitale e sul riconoscimento dei titoli denominati in dollari come *safe assets*;

- l'ombrello NATO e la copertura di gran parte delle spese per la difesa hanno di contro rappresentato un *side payment* offerto agli altri paesi perché questi aprissero a loro volta i propri mercati agli scambi con l'estero;
- l'affermarsi della Cina, dapprima come principale paese manifatturiero del mondo e poi come vero e proprio *competitor* tecnologico, con una preminenza ormai acquisita in alcuni campi come quello delle tecnologie verdi, ha ridimensionato la posizione americana e creato i presupposti per un esaurimento dell'assetto egemonico statunitense.

Considerando questa dinamica, assumono una dimensione razionale sia il programma *Make America Great Again* (per ripristinare un'egemonia nei confronti della Cina), sia il rifiuto di continuare a farsi carico dei costi della difesa di altri paesi, dal momento che questi *side payments* alimenterebbero un assetto di libero scambio che gli Stati Uniti non hanno più convenienza a sostenere in quanto, appunto, non più egemoni.

9

Identificare i motivi di razionalità economica sottostanti al mutamento delle preferenze statunitensi non significa tuttavia riconoscere che la sterzata protezionistica dell'Amministrazione Trump sia a sua volta una scelta razionale, riscontrandosi in essa almeno due punti deboli.

In primo luogo, il venir meno dell'egemonia statunitense ha portato l'assetto dell'economia mondiale in una condizione di interdipendenza oligopolistica, in cui nessun paese è più in grado di imporre unilateralmente le proprie politiche agli altri paesi. Applicato al caso in esame, ciò significa che gli Stati Uniti non sono necessariamente in grado di imporre dazi agli altri paesi senza che gli altri paesi impongano a loro volta dazi agli Stati Uniti, un aspetto forse sottovalutato dall'Amministrazione Trump, che sembra piuttosto rifarsi alla seguente considerazione: *“preventing retaliation will be of great importance. Because the United States is a large source of consumer demand for the world with robust capital markets, it can withstand tit-for-tat (colpo su colpo) escalation more easily than other nations and is likelier to win a game of chicken⁷”*.

Alla luce di quanto si va osservando, una tale analisi risulta viziata da un eccesso di ottimismo e gli Stati Uniti si ritrovano colpiti dalla “rappresaglia” (*retaliation*) di

⁷ Miran S., A User's Guide to Restructuring the Global Trading System, Houdson Bay Capital, November, 2024, pp. 25-26.

altri paesi. Questo è sicuramente il caso della Cina, ma anche del Canada, mentre nel caso dell'Unione europea e del Giappone sembra aver prevalso un cedimento verso le richieste statunitensi, peraltro, almeno per quel che riguarda l'Europa, senza la certezza che la mancata adozione di ritorsioni venga accettata dall'opinione pubblica. La scelta protezionistica statunitense ha quindi una probabilità non trascurabile di risultare non solo inefficiente, ma anche inefficace in termini di accrescimento del benessere nazionale a scapito degli altri paesi. Niente di sorprendente alla luce della teoria delle relazioni internazionali, secondo la quale anche in un contesto di interdipendenza oligopolistica una politica cooperativa raggiunge un grado di efficienza maggiore che non una politica unilaterale.

10

Il secondo elemento di debolezza risiede nelle ripercussioni della svolta tariffaria sul valore del dollaro. Nel sistema di libero scambio imperniato sull'egemonia statunitense il dollaro costituisce la valuta di riserva e una sua sopravvalutazione è stata tradizionalmente considerata come uno dei *side payment* offerto agli altri paesi. Il fenomeno trova una nota modellizzazione nel cosiddetto *paradosso di Triffin*: se una moneta costituisce valuta di riserva internazionale, gli altri paesi vorranno detenerne delle riserve, generando movimenti di capitale in entrata che contabilmente trovano riflesso in un deficit delle partite correnti e al contempo determinano un apprezzamento del tasso di cambio. Quest'ultimo perde quindi la sua funzione stabilizzatrice nei confronti dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti e anzi contribuisce ad approfondire il deficit commerciale⁸.

Del paradosso di Triffin può però essere data una lettura in senso inverso, sottolineando come il paese detentore della valuta di riserva non sia sottoposto al vincolo di bilancia pagamenti, potendo accumulare indefinitamente nel tempo disavanzi di parte corrente, cosa non consentita agli altri paesi che, a parità di deficit corrente, si troveranno prima o poi a fronteggiare l'instabilità della propria moneta. Date queste condizioni, qual è l'effetto sul dollaro che l'Amministrazione Trump si aspetta a seguito della svolta protezionistica? La questione è piuttosto confusa. Da una parte, si rimarca l'effetto negativo esercitato sul saldo commerciale statunitense dalla sopravvalutazione del dollaro, a sua volta determinata dal suo essere valuta di riserva, fatto che viene quindi rappresentato come un costo netto per i cittadini statunitensi. Critica ulteriormente rafforzata dalla considerazione per cui l'afflusso di capitali dall'estero, indirizzandosi anche verso i titoli di stato, alimenterebbe il deficit del bilancio pubblico. Una lettura invero estrema del dilemma di Triffin, tale per cui i deficit gemelli statunitensi (commerciale e del bilancio

⁸ Una recente rassegna sul ruolo del dollaro nel sistema post Bretton Woods è in Rogoff K., *Our Dollar, Your Problem*, Oxford University Press, 2025.

pubblico) sarebbero entrambi conseguenza dello status di valuta di riserva del dollaro, di cui si auspica quindi un deprezzamento⁹.

Dall'altra parte vi è invece la convinzione che, riducendo attraverso le tariffe il deficit commerciale e per questa via la domanda di valute estere da parte degli Stati Uniti, il dollaro possa inizialmente conservare la sua posizione di preminenza e continuare ad apprezzarsi. Risiede qui uno degli snodi principali del programma di politica economica dell'Amministrazione Trump. Come scrive Miran:

“in a world of perfect currency offset, the effective price of imported goods doesn't change, but since the export's currency (ossia le valute diverse dal dollaro) weakens, its (degli altri paesi) real wealth and purchasing power decline. American consumers' purchasing power isn't affected, since the tariff and the currency move cancel each other out, but since the exporters' citizens become poorer as a result of the currency move, the exporting nation pays for or bears the burden of the tax, while the U.S. Treasury collects the revenue...in a non inflationary way¹⁰”.

In sostanza, le tariffe consentono di ridurre il deficit commerciale, l'apprezzamento del dollaro preserva il potere d'acquisto dei cittadini americani e il bilancio pubblico statunitense beneficia di un aumento di entrate interamente posto a carico della collettività internazionale. Un'ipotesi panglossiana per gli Stati Uniti e si noti che l'enfasi viene in tal modo spostata dalla correzione del disavanzo commerciale, al reperimento di nuove risorse per il bilancio pubblico statunitense.

Ciò che si trascura di considerare, tuttavia, è come la scelta della politica protezionistica prefiguri di per sé la rinuncia degli Stati Uniti al ruolo di paese egemone e, di conseguenza, comporti un indebolimento del dollaro come valuta di riserva e dunque il venir meno della disponibilità degli altri paesi a finanziare i deficit gemelli statunitense. Da ciò deriverebbe una sequenza opposta a quella prima descritta, con una spinta al deprezzamento del dollaro e un effetto inflazionistico che andrebbe ad aggiungersi a quello generato dalle tariffe, per cui la perdita di potere d'acquisto colpirebbe i cittadini degli Stati Uniti e non quelli degli altri paesi. A ciò si aggiunga che un deprezzamento del dollaro restringerebbe lo spazio di manovra della politica monetaria statunitense, aumentandolo di converso per gli altri paesi, generando un restringimento delle condizioni macroeconomiche di fondo negli Stati Uniti e, invece, un allentamento negli altri paesi.

Nei fatti, per quanto Miran ritenga come esito probabile della svolta protezionistica statunitense un apprezzamento del dollaro¹¹, la valuta statunitense si è

⁹ La non fondatezza delle posizioni che descrivono gli Stati Uniti come mero soggetto passivo nelle decisioni di portafoglio degli investitori internazionali, trascurando i benefici derivanti dal raccogliere ingenti investimenti dal resto del mondo, sono evidenziate in Obstfeld M., *The U.S. Trade Deficit: Myths and Reality*, *Brookings Papers on Economic Activity*, March, 2025.

¹⁰ Miran S. (2024), cit., pp.15-16.

¹¹ “it is of course possible that currency offset does not occur in the next iteration of tariffs, but considering plausible reasons why that might be the case, offset seems more likely than not”, Miran S., p. 21.

deprezzata e il differenziale tra i tassi di policy americani e del resto del mondo si è ampliato.

Gli andamenti in corso sembrano insomma andare in direzione opposta a quanto auspicato dall'Amministrazione Trump e far sì che siano i cittadini esteri a fornire le risorse per aumentare le entrate del bilancio pubblico statunitense si sta rivelando un obiettivo più ostico di quanto sperato. Ciò chiama in causa il rapporto fra politiche commerciali e politiche macroeconomiche, che affrontiamo nel prossimo paragrafo.

La dimensione macroeconomica delle politiche commerciali

11

La relazione fra politiche commerciali e politiche macroeconomiche è abitualmente letta secondo un nesso causale che va dalle prime alle seconde. Ad esempio, come abbiamo già evidenziato, negli Stati Uniti l'aspettativa di una maggiore inflazione provocata dai dazi ha fermato la riduzione dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve, mentre negli altri paesi un'eventuale riduzione delle esportazioni potrebbe rendere opportuna una manovra espansiva dal lato del bilancio pubblico. Assai meno considerata è la relazione causale che va in senso inverso, per cui le scelte in materia di politica commerciale possono discendere dall'impostazione delle politiche macroeconomiche. Una chiave di lettura che contribuisce a un'ulteriore focalizzazione delle ragioni sottostanti alla scelta protezionistica statunitense.

La relazione da considerare è in realtà quella fra crescita economica e preferenze protezionistiche. Esiste ampia evidenza sul fatto che, in condizioni di ciclo economico basso, con tassi di crescita in rallentamento e tassi di disoccupazione in aumento, la domanda di protezionismo tende a salire e il favore per il libero scambio a ridursi. Politiche macroeconomiche in grado di preservare alti tassi di crescita creano quindi una pre-condizione affinché vi sia un ampliamento degli scambi internazionali. Naturalmente, tali condizioni devono valere per l'insieme dei paesi, per cui è un regime macroeconomico espansivo a livello globale che consente di promuovere il libero scambio. Questo assunto ci consente di meglio analizzare la svolta statunitense, ma al contempo di riflettere sulle responsabilità che in essa hanno gli altri paesi e nello specifico l'Europa e su quali siano le risposte auspicabili di politica economica da parte dell'Europa stessa.

12

Cominciando dagli Stati Uniti: la domanda da porsi è se la principale economia mondiale si trovi a fronteggiare vincoli alla crescita derivanti da un'inagibilità delle politiche macroeconomiche, tali da spingere verso una scelta protezionistica. Per rispondere facciamo riferimento a un classico schema Mundell-Fleming con obiettivi di politica economica tra loro interdipendenti e legati da una relazione di *trade-off*. Consideriamo come obiettivi il tasso di crescita di piena occupazione, la

stabilità dei prezzi e l'equilibrio di bilancia dei pagamenti, mentre gli strumenti con cui raggiungere gli obiettivi sono costituiti dalla politica del bilancio pubblico, dalla politica monetaria e dal tasso di cambio. La letteratura mostra che in presenza di cambi flessibili, di liberi movimenti di capitali e di prezzi variabili, la combinazione più efficiente di politiche è quella che assegna il tasso di cambio all'obiettivo di bilancia dei pagamenti, mentre sia la politica monetaria sia la politica di bilancio hanno effetto sul livello del prodotto. Negli odierni assetti istituzionali, con indipendenza della banca centrale, la politica monetaria è però prioritariamente assegnata all'obiettivo di stabilità dei prezzi, per cui all'obiettivo della crescita deve necessariamente essere assegnata la politica del bilancio pubblico.

13

La questione è quindi se gli Stati Uniti possano o meno utilizzare la leva di bilancio per sostenere la crescita economica. La risposta in linea di principio è negativa e il riquadro *Il Re è nudo* offre maggiori dettagli sui vincoli che si pongono alla manovra di bilancio degli Stati Uniti. Dal momento che le tariffe costituiscono un'entrata fiscale, la torsione protezionistica rappresenta quindi una via per allentare il vincolo del bilancio pubblico e recuperare spazio per una manovra di stampo espansivo. L'aumento dei dazi può essere cioè letto come una forma di reazione a un ambiente macroeconomico che tenderebbe altrimenti a divenire restrittivo. A significare che gli Stati Uniti stanno cercando di rendere obbligatorio il finanziamento del proprio deficit di bilancio da parte degli altri paesi, laddove nell'assetto egemonico di libero scambio questo finanziamento avveniva su base volontaria¹².

14

Le probabilità che questa nuova architettura delle relazioni internazionali possa essere effettivamente implementata ci appaiono basse anche perché, come abbiamo visto, alcune condizioni facilitanti di questa trasformazione, quali l'assenza di rappresaglia da parte degli altri paesi e la tenuta delle quotazioni del dollaro, sono già venute meno. Va piuttosto richiamato come anche all'origine della prima grande frattura del sistema internazionale, avvenuta con l'abbandono degli accordi di Bretton Woods, vi fosse la volontà da parte degli Stati Uniti di recuperare la manovrabilità del proprio bilancio pubblico, al fine di finanziare la guerra del Vietnam, e di rimuovere a tal fine il vincolo costituito dalla convertibilità del dollaro in oro. Conseguì a quella decisione un decennio di disordine monetario e di

¹² La trasformazione in senso "coercitivo" che gli Stati Uniti intenderebbero imprimere al sistema delle relazioni internazionali è resa ancora più esplicita dalla proposta contenuta in Poszar (2024), secondo la quale, sotto la minaccia delle tariffe e a fronte del mantenimento dell'ombrello della difesa, gli altri paesi dovrebbero essere chiamati a sottoscrivere titoli del Tesoro americani a lunghissima scadenza (fino a 100 anni), con rendimenti inferiori a quelli di mercato, finanziando in questo modo una sorta di consolidamento del debito pubblico statunitense. Vedi Poszar Z., *Money and World Order, Ex Uno Plures* 2(8), 2024.

accelerazione inflazionistica, poi sfociata nella recessione mondiale dei primi anni Ottanta. La prospettiva oggi aperta dalla sterzata protezionistica dell'Amministrazione Trump è ugualmente quella di un grande aumento del grado di incertezza, sui cui esiti finali è al momento impossibile pronunciarsi, pur essendo assai poco probabile che tali esiti portino a un aumento del benessere globale.

15

Concludiamo l'analisi chiedendoci quali contromisure possano essere adottate dagli altri paesi e dall'Europa per contrastare gli impulsi restrittivi trasmessi dalla nuova politica commerciale statunitense. La prima osservazione al riguardo è che l'abbandono di una volontà cooperativa da parte degli Stati Uniti non implica, per proprietà transitiva, che tale volontà venga meno anche negli altri paesi. Al contrario, quanto si sta osservando è che ai contro-dazi applicati agli Stati Uniti non si stanno accompagnando dazi reciprocamente imposti fra altri paesi, con una guerra commerciale non di tutti contro tutti, bensì di uno solo paese (gli Stati Uniti) contro tutti. Vi è quindi spazio per conservare un sistema di libero scambio al di fuori degli Stati Uniti, è auspicabile che questo spazio venga sfruttato ed è prevedibile che uno dei fenomeni di maggiore rilevanza dei prossimi anni sarà quello di *trade diversion*, con un progressivo allontanamento dal mercato americano. Naturalmente, questo significa accettare comunque un restringimento della domanda mondiale, ma al contempo contenere i costi reali del protezionismo americano.

L'altra considerazione riguarda l'Unione europea, di cui vanno chiamate in causa le responsabilità nella svolta protezionistica americana. L'aver adottato per tanti anni un modello prevalentemente *export led* con un continuo accumulo di avanzi commerciali, nonostante le dimensioni raggiunte dal mercato interno, ha costituito a tutti gli effetti una forma di *free riding* all'interno del modello egemonico di libero scambio. Di fronte alla dissoluzione di questo modello, si impone all'Unione europea di affrancarsi dalla condizione di sottoutilizzo delle risorse implicite nell'accumulo degli avanzi commerciali, favorendo un'espansione della domanda interna e accettando al contempo una rivalutazione dell'euro. È necessario per questo un ripensamento del modello di politica economica e una revisione in senso più espansivo delle regole che sottendono alla gestione della politica di bilancio. Un'evoluzione che ha già preso avvio con il programma volto ad aumentare le spese per la difesa, andando incontro alle richieste americane, ma che è auspicabile possa interessare altri e meno controversi campi di intervento.

RIQUADRO R1

IL RE È NUDO OVVERO I VINCOLI ALLA MANOVRA DEL BILANCIO PUBBLICO NEGLI STATI UNITI

Alla fine del 2024, all'interno del G7 gli Stati Uniti erano di gran lunga il paese con il più alto livello di indebitamento pubblico, con un valore pari al 7,3% del Pil (grafico R1.1). Considerando un orizzonte più lungo, negli ultimi dieci anni (grafico R1.2), solo la Francia e il Giappone nel 2015 e l'Italia nel 2023 hanno registrato un disavanzo di bilancio superiore a quello degli Stati Uniti.

Grafico R1.1. Il saldo di bilancio pubblico e le sue componenti nel 2024
(in % del PIL)

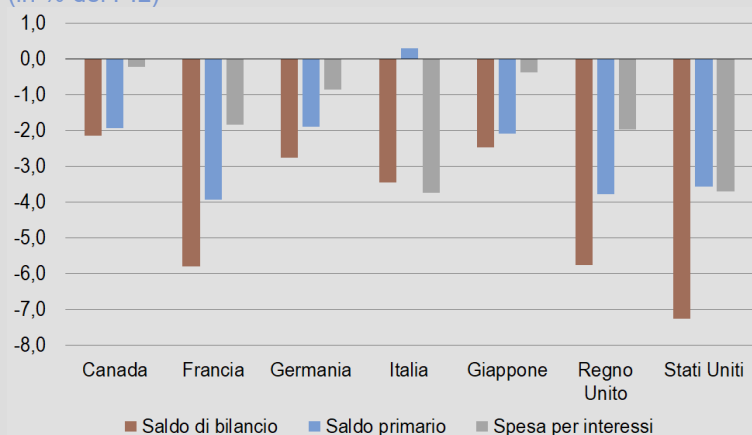
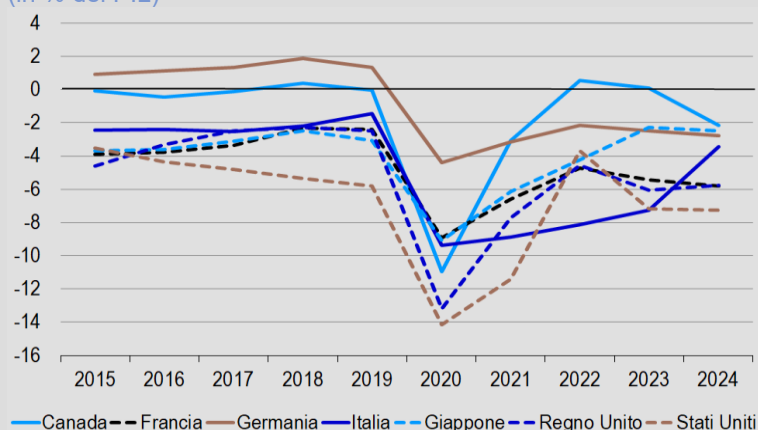


Grafico R1.2. Il saldo di bilancio: andamento storico
(in % del PIL)



L'indebitamento pubblico degli Stati Uniti è formato in parti pressoché uguali dal disavanzo primario e dalla spesa per interessi, che nel 2024 sono stati pari rispettivamente al 3,6% e al 3,7% del Pil. In nessun degli altri paesi si riscontra una simile combinazione. Francia e Regno Unito hanno un disavanzo primario lievemente superiore a quello degli Stati Uniti, ma una spesa per interessi molto più bassa, mentre l'Italia, l'unica economia che paga oneri per interessi in percentuale del Pil pari a quelli statunitensi, ha un saldo primario di segno positivo.

Anche in termini di debito pubblico, il confronto con gli altri paesi G7 vede gli Stati Uniti in posizione sfavorevole, con un livello che ha raggiunto il 120,8% del Pil, inferiore solo al valore del Giappone e dell'Italia (grafico R1.3). Il paragone col Giappone è però poco significativo, dal momento che in questo paese il debito pubblico è finanziato direttamente dalla banca centrale, mentre rispetto all'Italia va osservato che il nostro paese registra lo stesso livello di debito di dieci anni fa, a fronte dell'aumento di 15,9 punti negli Stati Uniti (grafico R1.4).

Grafico R1.3. Il debito pubblico nel 2024

(in % del PIL)

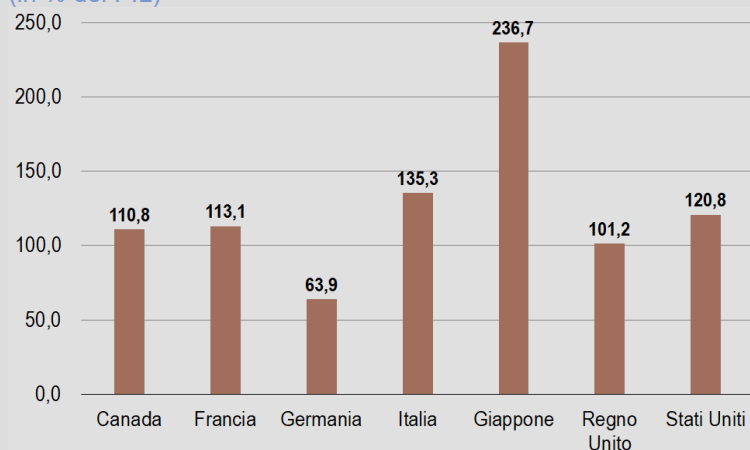
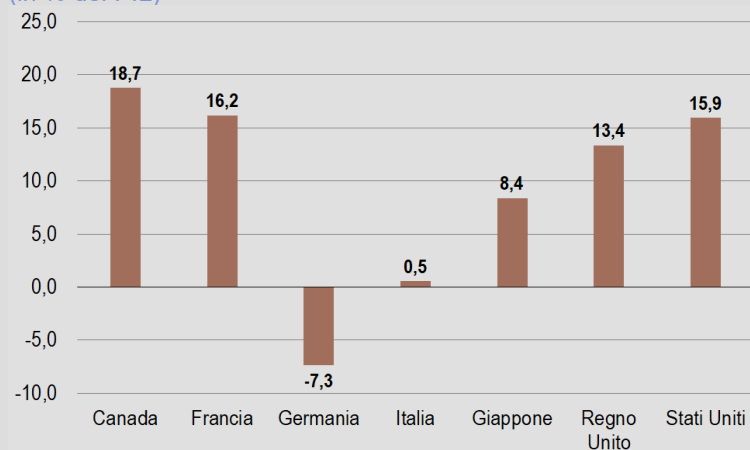


Grafico R1.3. Variazione del debito pubblico 2015-2024

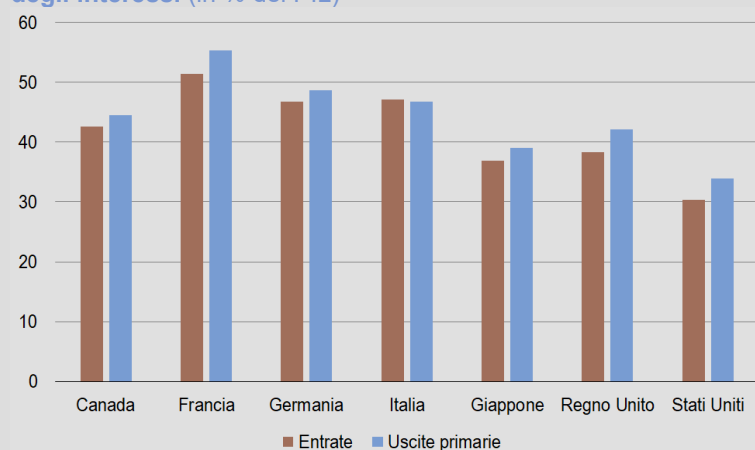
(in % del PIL)



Considerando infine la scomposizione del bilancio pubblico fra entrate e spese, osserviamo dal grafico R1.5 come gli Stati Uniti si caratterizzino per un livello di pressione fiscale particolarmente contenuto, pari a poco più del 30% del Pil, 6 e 8 punti meno che in Giappone e Regno Unito e con una differenza rispetto agli altri paesi compresa fra i 12,2 punti del Canada e i 21 punti della Francia. Anche le spese primarie sono negli Stati Uniti minori che nelle altre nazioni, con un livello che si colloca al di sotto del 35% del Pil e una differenza compresa fra i 5,1 punti col Giappone e i 19,6 punti con la Francia.

Elemento del tutto peculiare degli Stati Uniti è dunque che, nonostante il grado di intermediazione del bilancio pubblico sull'economia (somma di entrate e spese primarie) sia molto inferiore a quello degli altri paesi G7, il disavanzo di bilancio sia invece più alto. In un'ottica di equilibrata gestione delle finanze pubbliche, ossia di rientro del deficit, ciò determina delle rigidità, dal momento che lo spazio di intervento dal lato della spesa è necessariamente ridotto. La situazione risulta ancora più incongrua se si considera che, su spinta della Presidenza, il Congresso ha approvato un consistente piano di tagli fiscali che certamente non potrà essere coperto da riduzioni di spese e andrà quindi ad aumentare ulteriormente il deficit, determinando in questo modo un ulteriore scollamento fra gli Stati Uniti e gli altri paesi.

Grafico R1.5. Composizione dell'indebitamento pubblico al netto degli interessi (in % del PIL)



LA DEFINIZIONE DELLE ESOGENE

LO SCENARIO INTERNAZIONALE

1

L'incertezza è la variabile fondamentale del 2025. L'estendersi dei conflitti armati, la guerra commerciale e le politiche "estrattive" della Presidenza Trump hanno reso molto complesso lo scenario internazionale. L'emergere di fattori di difficile interpretazione ammantava di incertezza il futuro, rendendo ardua la definizione di un contesto plausibile. Nel primo trimestre si è osservato un rallentamento deciso della crescita negli Stati Uniti, dovuto ad un anticipo delle importazioni per evitare i dazi preannunciati da Trump, con un risultato infatti ribaltato nel secondo trimestre, ma a fronte dell'emergere dei primi segnali di un rialzo dell'inflazione e di un indebolimento del mercato del lavoro, riaprendo la possibilità di uno scivolamento in stagflazione della principale economia mondiale. In tali condizioni, la Federal Reserve ha bloccato la manovra espansiva sui tassi di policy, pur lasciando inalterato l'obiettivo di riduzione per fine anno. Nell'Area euro la crescita rimane fiacca, ma l'inflazione è ritornata al valore obiettivo e la BCE ha operato numerose riduzioni dei tassi di policy azzerando il tasso di interesse reale (considerando la differenza tra tassi di policy e inflazione annua). Rispetto al picco della restrizione monetaria, la BCE ha tagliato i tassi di 235 punti base (considerando il tasso MRO), mentre la FED è ferma a -100pb dal picco. Anche da parte della BCE torna però a prevalere un atteggiamento più prudente, dal momento che l'aumento del grado di protezione del mercato statunitense è atteso provocare un aumento dei prezzi negli Stati Uniti (in parte già avvenuta) e potrebbe generare un'accelerazione globale dell'inflazione a seguito della riduzione delle forze concorrenziali. In prospettiva, permarrà la differenza di impostazione delle politiche monetarie tra FED e BCE, ma la distanza tra i tassi di policy andrà gradualmente a ridursi. Di tenore opposto la situazione delle politiche fiscali, con una maggior espansione negli Stati Uniti (è recente il Big, Beautiful Bill Act) e una maggior attenzione ai saldi di finanza pubblica in Europa, essendo ritornato a regime il nuovo Patto di Stabilità. Da evidenziare è che il recente accordo commerciale tra Stati Uniti e UE potrebbe avere un impatto negativo sulla crescita dell'Eurozona, già generalmente fiacca. In un tale contesto, nell'Area euro rimarrebbe solo la politica monetaria a fare da stimolo all'economia, visto che politica fiscale e commerciale potrebbero risultare restrittive.

Infine, si nota un certo rallentamento delle politiche per la transizione green, rinviando ancora una volta gli obiettivi di riduzione dell'inquinamento. Una scelta di questo tipo potrebbe contribuire a rimandare i programmi di investimento delle imprese europee, già indeboliti dalla prospettiva di un calo delle esportazioni.

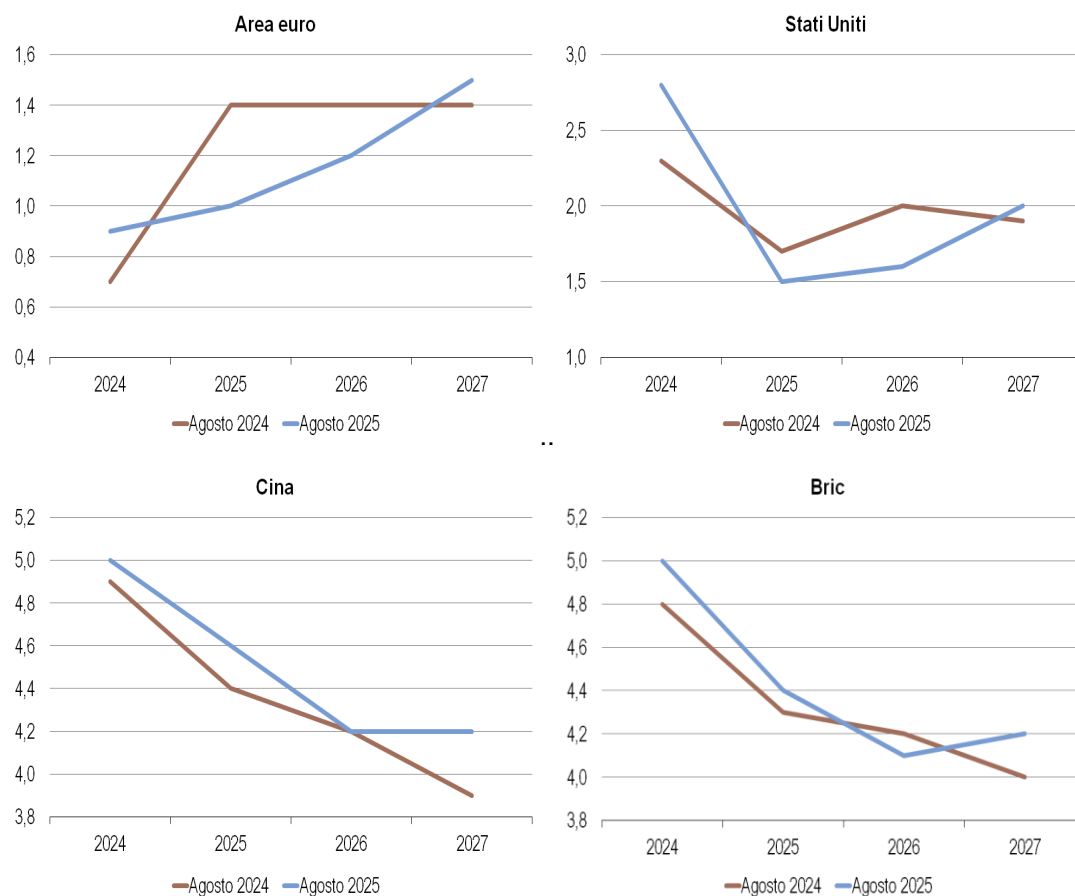
In conclusione, se nel precedente Rapporto si era evidenziato il crescente livello di incertezza nella definizione dello scenario e, a distanza di alcuni mesi, dobbiamo rilevare che la situazione appare ancor più difficile da interpretare.

2

Con il grafico 3.1 si esaminano le modifiche intercorse nell'ultimo anno nelle previsioni di crescita delle maggiori economie elaborate da Focus Economics. Le previsioni mostrate nel grafico sono state pubblicate da Focus Economics ad agosto 2024 e ad agosto 2025. A distanza di un anno, le stime di espansione per l'Eurozona sono peggiorate per il 2025, hanno subito una limatura per il 2026 e sono solo lievemente migliori per il 2027. La riduzione è stata di 4 decimi per il 2025, 2 decimi per il 2026 e migliorate di 1 decimo per la previsione al 2027. Nel 2025 la crescita dell'Area euro sarà pari all'1%, per poi superare questa soglia nel biennio successivo, ma arrivando al massimo all'1,5%. Per gli Stati Uniti, invece, si osserva un lieve peggioramento della previsione per il 2025, di 2 decimi inferiore rispetto alla previsione di agosto 2024, un taglio di 4 decimi nel 2026 e una previsione lievemente migliore nel 2027. Nel 2025 la crescita è prevista fermarsi all'1,5%, salire di un decimo nel 2026 e attestarsi al 2% nel 2027. Nel complesso, le attuali valutazioni confermano per tutto il triennio 2025-27 un'espansione più rapida negli Stati Uniti che nell'Eurozona, ma con differenze inferiori rispetto al recente passato.

Per la Cina e i BRIC le stime più recenti scontano una dinamica di crescita lievemente più alta per il 2025 nell'ultima previsione rispetto a 12 mesi prima, un dato allineato nel 2026 e migliore delle stime precedenti nel 2027. In questo caso si conferma un rallentamento della crescita che da valori prossimi al 5% nel 2024 si avvicina al 4% nel 2027.

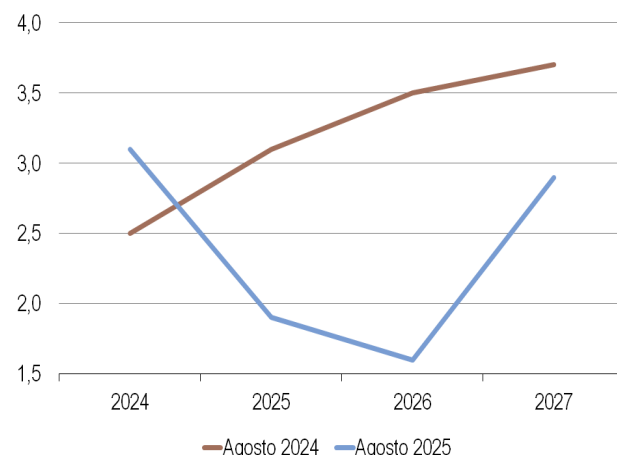
Grafico 3.1. Previsione di crescita per le principali aree



Fonte: Focus Economics.

Le modifiche apportate alle previsioni sul commercio mondiale (export mondiale) nell'ultimo anno sono mostrate nel grafico 3.2. Nel 2025 la previsione è ora peggiore di 1,2 punti, indicando un'espansione dell'1,9%, mentre nel 2026 la revisione al ribasso è stata di quasi 2 punti, portando il ritmo di crescita all'1,6%. Nell'ultimo anno di previsione, l'attuale stima è 8 decimi inferiore rispetto alla previsione di agosto 2027. Tuttavia, nel 2027 il ritmo di espansione del commercio si

Grafico 3.2. Previsione di crescita per il commercio internazionale



Fonte: Focus Economics. I valori mostrati sono quelli relativi alla variazione dell'export mondiale.

riavvicina al 3%, quasi doppio rispetto all'anno precedente. Lo scenario attuale, quindi, mostra una crescita più lenta del commercio rispetto al precedente Rapporto di previsione, con ritmo di espansione sempre inferiore al 3%, e in due anni inferiore anche al 2%. È evidente in questo nuovo scenario l'impatto delle politiche commerciali degli Stati Uniti, con le barriere tariffarie recentemente introdotte.

3

Le ipotesi sulla crescita dell'economia mondiale da noi poste alla base del nuovo esercizio di previsione sono sostanzialmente allineate a quelle di Consenso (tavola 3.1). Nel Rapporto sarà utilizzato anche uno scenario alternativo al fine di testare l'evoluzione del ciclo in Italia in un diverso contesto di riferimento. I dettagli di questo scenario alternativo saranno presentati nel capitolo ad esso dedicato.

Tavola 3.1. Le esogene della previsione

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|-------|-------|-------|-------|
| PIL Stati Uniti | 2,8% | 1,5% | 1,8% | 2,0% |
| PIL Area euro | 0,8% | 0,7% | 1,1% | 1,5% |
| Commercio mondiale | 3,8% | 2,0% | 2,5% | 2,8% |
| Tassi di Policy (media annua) | | | | |
| - BCE (*) | 4,1% | 2,4% | 2,2% | 2,2% |
| - Federal Reserve (**) | 5,2% | 4,3% | 3,8% | 3,5% |
| Tassi di interesse a breve termine (3 mesi, media annua) | | | | |
| - euro | 3,6% | 2,2% | 2,0% | 1,9% |
| - dollaro | 5,0% | 4,1% | 3,7% | 3,5% |
| Tassi di interesse a lungo termine (10 anni, media annua) | | | | |
| - Germania | 2,3% | 2,5% | 2,4% | 2,3% |
| - Stati Uniti | 4,2% | 4,3% | 4,0% | 3,8% |
| Cambio dollaro-euro (media annua) | | | | |
| - variazioni percentuali | 0,1% | 6,5% | 2,6% | 1,7% |
| Prezzi delle materie prime | | | | |
| - Brent (barile in \$, media annua) | 79,9 | 68,0 | 65,0 | 65,0 |
| - Indice materie prime Italia (var %) | -8,0% | -8,4% | -2,9% | -1,7% |

(*) Si considera il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.

(**) Calcolato sulle più recenti previsioni FOMC Fed.

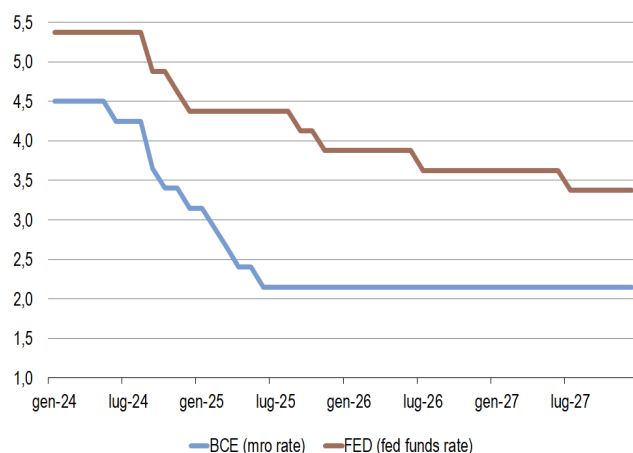
Per il 2025 il ritmo di espansione assunto per gli Stati Uniti è pari all'1,5%, mentre per l'Eurozona è di 0,7%. Nel 2026 e 2027 la crescita si collocherebbe all'1,1% e all'1,5% nell'Eurozona, contro saggi di espansione dell'1,8% e 2,0% negli Stati Uniti.

Per il commercio mondiale ipotizziamo un rallentamento nel 2025 rispetto al 2024 (+2,0%) e poi un tasso di espansione in graduale ripresa già a partire dal 2026, con espansione del 2,5% nel 2026 e del 2,8% nel 2027.

4

Con riferimento ai tassi d'interesse, riportiamo nel grafico 3.3 le nostre ipotesi sui tempi dell'allentamento monetario. Sui tassi statunitensi proiettiamo le ultime previsioni del board della Federal Reserve che prevedono un tasso sui federal funds

Grafico 3.3. Tassi di policy della Federal Reserve e della BCE



Fonte. BCE, FED, CER (previsioni FED basate su materiale FOMC FED).

al 3,9% a fine 2025, per poi scendere al 3,6% a fine 2026 e al 3,4% nella parte finale del 2027. Per i tassi di policy europei (consideriamo il tasso BCE MRO) riteniamo che, dopo i tagli già effettuati nel 2025, la BCE lasci i tassi invariati nell'orizzonte di previsione, poiché il tasso di policy è ormai allineato con quello naturale. Ri-

rispetto al precedente Rapporto di previsione del CER, questa dinamica dei tassi di policy porta ad un valore del tasso di policy più elevato per la Federal Reserve e inferiore per la BCE.

Nelle medie annue, dopo i valori del 2024 pari al 4,07% per la BCE e al 5,15% per la Fed, le nostre assunzioni si traducono per gli Stati Uniti in un tasso 2025 pari al 4,3%, in un calo al 3,8% nel 2026 e al 3,5% nel 2027 (rispetto al precedente Rapporto di previsione il tasso è più alto di 2 decimi nel 2025 e nel 2026 e di 3 decimi nel 2027). Il tasso BCE MRO, invece, sarebbe pari al 2,38% nella media 2025, per poi scendere al 2,15% medio nel 2026 e rimanere al 2,15% nel 2027 (rispetto al precedente Rapporto di previsione, il tasso è più basso 5 decimi nella media di tutti gli anni del triennio 2025-27).

5

Venendo ai tassi di mercato, per i rendimenti a 3 mesi, negli Stati Uniti nel 2024 il livello medio annuo era pari al 5,0% (Treasury Bill), nel 2025 il tasso scende al 4,1%, per poi attestarsi al 3,7% nel 2026 e al 3,5% nel 2027 (rispetto al precedente Rapporto il valore è 1 decimo inferiore nel 2025, 1 decimo più elevato nel 2026 e 3 decimi più alto nel 2027). Per l'Area euro, dopo il dato medio del 2024 pari al 3,6%, si osserva un netto calo al 2,2% nel 2025 e poi una ulteriore limatura nei due anni successivi per scendere al 2,0% nel 2026 e all'1,9% nel 2027. Rispetto al precedente Rapporto, l'Euribor 3 mesi è stimato mezzo punto più in basso nel 2025 e nel 2026 e 6 decimi più in basso nel 2027.

Per i tassi a lunga adottiamo uno scenario di maggiore stabilità, con variazioni in lieve aumento rispetto al precedente Rapporto. I livelli dei tassi decennali sono previsti in marginale crescita nel 2025 negli Stati Uniti e in Germania, e poi in riduzione nel biennio 2026-27. Quindi, partendo dal decennale tedesco, dopo il 2,3% del 2024 si passa al 2,5% nell'anno in corso, per poi scendere di un decimo in ciascuno dei due anni del biennio 2026-27. La differenza rispetto al precedente scenario è di 2 decimi in più nel 2025 e nel 2026 e di 1 decimo in più nel 2027. Il decennale statunitense risale di 1 decimo nel 2025, arrivando al 4,3%, per poi mostrare un calo di 3 decimi nel 2026 e di 2 decimi nel 2027. Rispetto al precedente Rapporto, nel 2025 ora il tasso decennale è più alto di 6 decimi, nel 2026 di 5 decimi e nel 2027 di 3 decimi. Il differenziale tra i tassi decennali tedeschi e statunitensi è previsto in riduzione, passando dai 190 punti base del 2024 ai 150 del 2027.

6

Per il tasso di cambio euro/dollaro prevediamo un apprezzamento nel triennio di previsione. Nel 2025 la crescita è più marcata, con il tasso bilaterale che passa dalla media annua di 1,08 del 2024 a 1,15 del 2025. Nel 2026 e 2027 l'incremento è meno marcato, con il cambio che arriva a 1,18 l'anno prossimo e a 1,20 nel 2027. Il livello del tasso di cambio è più elevato rispetto al precedente Rapporto in tutto il triennio, scontando, quindi, un apprezzamento strutturale dell'euro rispetto al dollaro statunitense. Questo cambiamento di scenario si riflette sull'andamento dell'indice delle materie prime, che mostra un calo nel triennio anche per effetto dell'apprezzamento dell'euro. Più precisamente, proprio nel biennio 2026-27 la riduzione dell'indice delle materie prime è da ricondurre esclusivamente ad un apprezzamento dell'euro, visto che assumiamo una stabilità dei prezzi delle materie prime in dollari. Anche per il Brent si è impostata una riduzione nel 2025 e poi l'ipotesi tecnica di stabilità nei due anni finali di previsione. Rispetto alla precedente previsione il Brent è più basso di 15 dollari e le materie

prime sono ora in calo rispetto all'andamento stazionario precedentemente impostato.

7

I grafici 3.4-3.9 illustrano più in dettaglio le differenze apportate alle esogene rispetto al precedente esercizio di previsione (Rapporto 2/2024). La crescita del commercio mondiale è stata rivista al ribasso di 1,4 punti per il 2025, di 9 decimi nel 2026 e di mezzo punto nel 2025. Questo andamento è, ovviamente, collegato alla guerra commerciale che gli Stati Uniti hanno avviato, con tutti gli effetti negativi che ciò ha cominciato a produrre negli scambi internazionali.

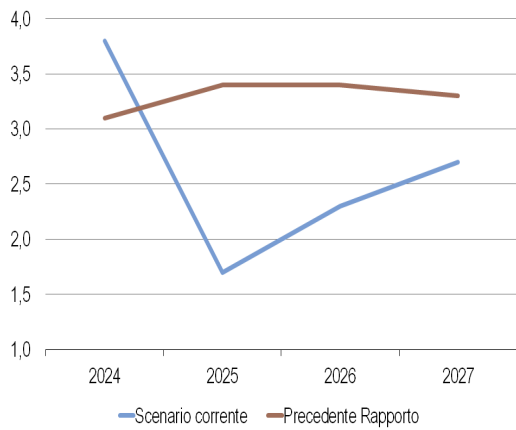
Per il petrolio, come detto in precedenza, la revisione è al ribasso: mentre nel Rapporto 2/2024 si assumeva un valore di 80 dollari al barile per il Brent, adesso la previsione tecnica è di un prezzo di 68 dollari nel 2025 e di 65 nel 2026-27.

Per il Pil dell'Area euro la crescita è 4 decimi più bassa nel 2025, più bassa di 5 decimi nel 2026 e allineata alla precedente nell'ultimo anno di previsione. Per gli Stati Uniti la revisione della crescita è stata in ribasso di 7 decimi nel 2025 e di 2 decimi nel 2026. Nel 2027 la differenza tende a ridursi e l'attuale previsione di crescita è solo 1 decimo inferiore a quella utilizzata nel precedente esercizio di previsione.

Per i tassi di interesse europei, la nuova ipotesi sull'Euribor a 3 mesi è inferiore di 5 decimi nel 2025 e nel 2026 e di 6 decimi nel 2027. Il tasso sul titolo decennale tedesco è posizionato 20 punti base più in alto nel 2025, 20 punti base più in alto anche nel 2026 e è 10 punti base più alto nel 2027.

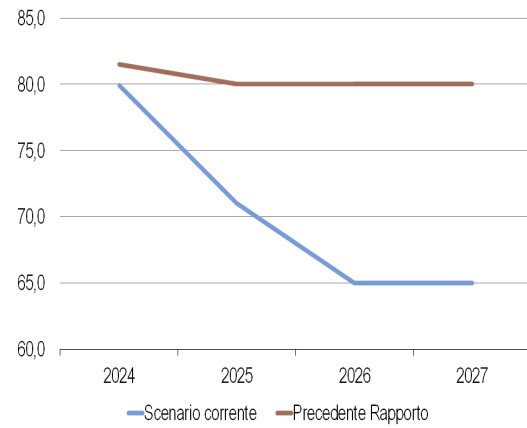
Per i tassi statunitensi la nuova ipotesi sul tasso a 3 mesi è 10 punti base più bassa nel 2025, allineata al precedente Rapporto nel 2026 e 30 punti base più alta nel 2027. Invece, rispetto al precedente Rapporto di previsione, il tasso sul titolo decennale statunitense è posizionato 60 punti base più in basso nel 2025, 50 punti base più in alto nel 2026 e 30 punti base più alto nell'ultimo anno di previsione.

Grafico 3.4. Il Commercio internazionale



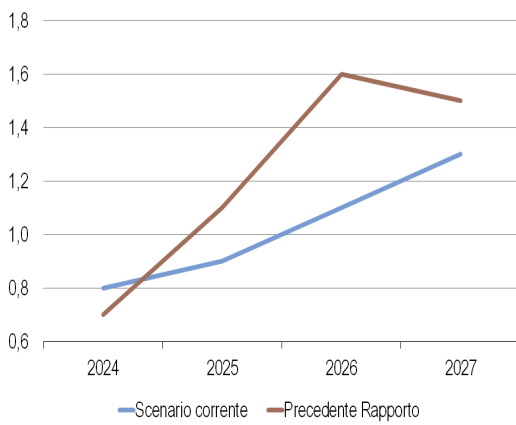
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.5. Prezzo del petrolio Brent



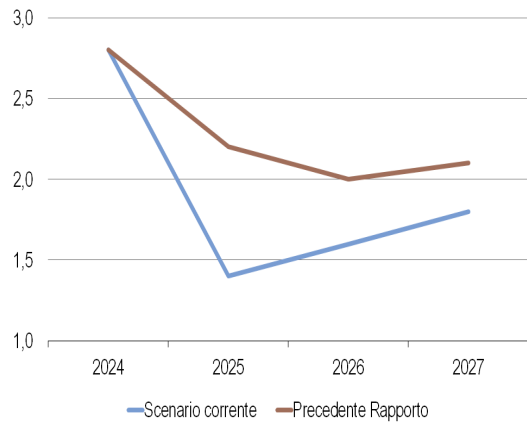
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.6. Variazione PIL Area euro



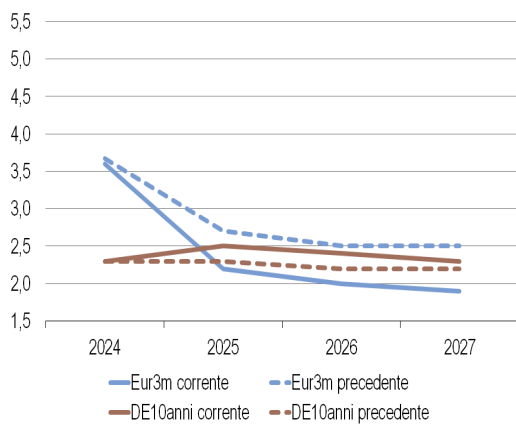
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.7. Variazione PIL Stati Uniti



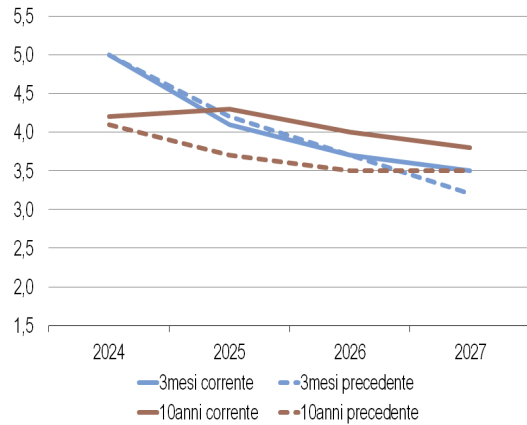
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.8. Tassi Area euro



Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.9. Tassi Stati Uniti



Fonte: modello econometrico CER.

LA PREVISIONE MACROECONOMICA

IL QUADRO RIASSUNTIVO

1

Nel 2024 l'economia italiana è cresciuta di 7 decimi nel dato definitivo ISTAT, stesso ritmo del 2023 e un paio di decimi in più rispetto al Rapporto CER 2/2024. Il 2025 è cominciato con un buon primo trimestre, seguito da un secondo trimestre sottotono e da un mutamento di scenario, come indicato nel capitolo dedicato alle esogene. Questo mutamento ha fatto lievemente modificare le previsioni di espansione per il 2025, riducendole rispetto a quanto si era stimato nel Rapporto 2/2024. Nel grafico 4.1 è mostrato il confronto tra l'attuale previsione e quella precedente con riferimento a quattro variabili economiche. Si anticipa che nel capitolo seguente si presenterà uno scenario alternativo, fondato su un andamento diverso delle principali esogene internazionali.

Partendo dal PIL, l'attuale previsione è stata rivista in riduzione di 1 decimo nel 2025 (ora pari a +0,5%), di 2 decimi nel 2026 (nuova previsione pari a +0,8%), ma è rimasta invariata nel 2027 (+0,7%). Cumulando le variazioni nei quattro anni, la differenza è di 1 decimo a favore della precedente previsione, nonostante il 2024 fosse stato stimato inferiore al dato effettivamente realizzato. In questo scenario l'anno più problematico appare il 2025, seguito da un 2026 con un lieve miglioramento e un 2027 in lieve rallentamento.

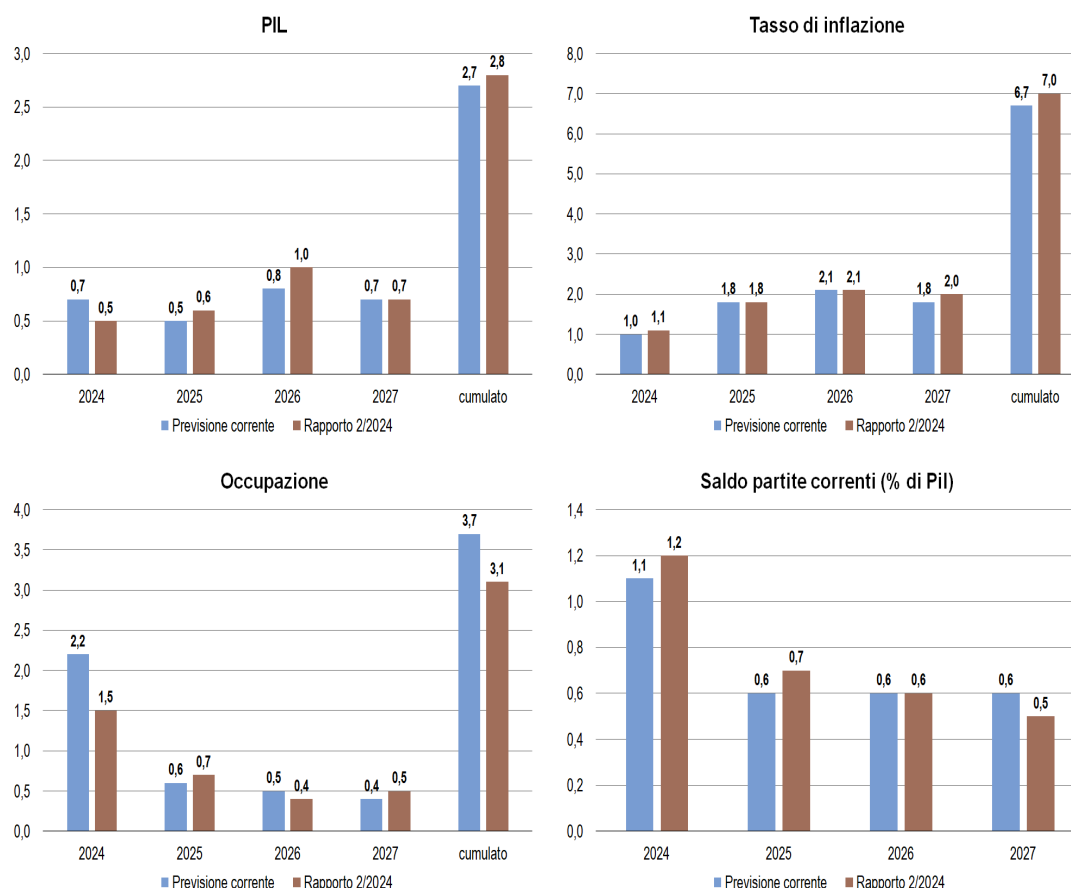
Per quanto riguarda il tasso di inflazione, non vi sono differenze sostanziali rispetto alla precedente previsione. Nel 2025 e nel 2026 il tasso d'inflazione previsto è rimasto invariato (+1,8% e +2,1%), mentre per il 2027 si stima ora un ritorno di 2 decimi al di sotto della soglia del 2%, 2 decimi in meno di quanto previsto nel Rapporto 2/2024.

Per l'occupazione la variazione cumulata 2024-2027 è migliore rispetto alla precedente previsione solo perché il 2024 si è rivelato molto più positivo rispetto a quanto indicato nel precedente Rapporto (+2,2% vs +1,5%). Nel triennio di previsione 2025-2027 le differenze non sono rilevanti. Si conferma, quindi, un rallentamento nella crescita stimata dell'occupazione, dopo la corsa degli ultimi anni, con tassi di espansione annui che si posizionano tutti intorno al mezzo punto percentuale.

La previsione per il saldo delle partite correnti ha subito variazioni limitate, dopo esser stato ridotto già nella precedente stima. Il valore in quota di PIL

scenderebbe dall'1,1% del 2024 allo 0,6% del 2025 (1 decimo in meno del precedente Rapporto di previsione). Nel 2026 il dato è rimasto invariato, mentre nel 2027 è un decimo superiore, rimanendo allo 0,6% del Pil. Questo ridimensionamento è riconducibile soprattutto alla voce Merci, il cui avanzo è previsto in riduzione di una ventina di miliardi nel 2025, per poi rimanere sostanzialmente stabile nei due anni successivi.

Grafico 4.1. I principali risultati della previsione: un confronto



IL 2025

2

Prevediamo per il 2025 un aumento dei consumi delle famiglie dello 0,7%, con un contributo alla crescita di 4 decimi (tavole 4.1 e 4.2). Meno consistente è l'aumento da noi atteso per i consumi pubblici (+0,4%), con una variazione dei consumi finali interni che rimarrebbe stabile allo 0,6%, come nel 2024.

La stima sui consumi delle famiglie è elaborata incorporando una sostanziale stabilizzazione della propensione al consumo, che scenderebbe di 2 decimi rispetto al 2024 fermandosi appena al di sotto del 91% del reddito disponibile. A una variazione nominale di quest'ultimo del 3,1% corrisponderebbe infatti un incremento

del potere d'acquisto dell'1,0% (reddito reale), lievemente superiore alla crescita della spesa delle famiglie (tavola 4.1).

Per quanto riguarda le componenti del reddito disponibile (tavola 4.3), stimiamo aumenti del 4,2% per il reddito da lavoro dipendente, a fronte di una stabilità dei redditi da lavoro autonomo (0,2%). In rallentamento la spinta fornita dai redditi da capitale (+1,6%), mentre il risultato lordo di gestione mostrerebbe una dinamica di lenta espansione (+1,0%).

3

Dal lato degli investimenti, la crescita complessiva prevista è dello 0,5%, a sintesi di un lieve incremento della componente in macchinari (+0,2%) e di una tenuta migliore del previsto delle costruzioni (+0,8%). Gli investimenti privati mostrano un dato sostanzialmente stazionario, mentre quelli pubblici sono in ulteriore aumento, seppur molto inferiore rispetto al 2024. Anche nel 2025 il contributo fornito alla crescita dall'accumulazione resterebbe solo lievemente positivo (1 decimo). Con riferimento alle componenti di commercio estero, l'import è previsto crescere più dell'export (+0,9% vs +0,1%), con un contributo delle esportazioni nette che diverrebbe, quindi, negativo per 2 decimi di punto.

A compensare tale andamento sarebbero le scorte, per le quali il ciclo di decumulo risulterebbe concluso e che apporterebbero nel 2025 un contributo alla crescita di 0,2 punti.

Con riferimento a prezzi e disoccupazione, i primi si riavvicinano al 2%, in crescita di 8 decimi sul 2024, mentre il tasso di disoccupazione scenderebbe di 3 decimi, fermandosi al 6,2% nella media del 2025.

Il tasso di interesse medio sui Bot è previsto in riduzione al 2,0% (8 decimi meno della precedente previsione), mentre il tasso sui BTP a dieci anni scenderebbe al 3,5% (allineato al precedente Rapporto di previsione).

4

Nel complesso, il 2025 costituirebbe un anno di normalizzazione degli andamenti macroeconomici di fondo, con la spesa delle famiglie a svolgere il ruolo di principale traino della crescita e l'esaurimento degli impulsi straordinari derivanti dagli investimenti e dalle scorte, in direzione nell'un caso positiva e nell'altro caso negativa. Le esportazioni nette darebbero un contributo negativo dopo due anni di segno positivo, per la flessione nella dinamica dell'export e una ripresa dell'import. Le esportazioni, quindi, costituirebbero un elemento di temporanea debolezza, dando un contributo nullo alla crescita nel 2025. Il saldo merci della bilancia dei pagamenti (tavola 4.4) scenderebbe così dal picco del 2024 per attestarsi a circa 46 miliardi, il 2,1% del Pil. Un attivo ancora molto consistente e anche in

questo caso il rientro rispetto al livello molto elevato del 2024 può essere considerato come una normalizzazione, non prefigurando in alcun modo un indebolimento strutturale della posizione sull'estero della nostra economia.

5

Una possibile preoccupazione in merito a quest'ultimo punto può venire dall'andamento del Clup, che anche nel 2025 segnerebbe un aumento rilevante (+4,2%, tavola 4.6), a seguito di una crescita delle retribuzioni più rapida dell'inflazione e di una dinamica dell'occupazione pari a quella del prodotto (+0,6% nell'aggregato di contabilità nazionale, tavola 4.7). A ciò corrisponderebbe una sostanziale invarianza della produttività (-0,1%), che però seguirebbe la discesa di oltre due punti e mezzo registrata nel 2023-24. L'aumento del Clup e la stagnazione della produttività segnalano una potenziale perdita di competitività delle nostre esportazioni, contrastata però dalla più alta efficienza delle imprese presenti sui mercati esteri rispetto al dato medio.

LA PREVISIONE PER IL BIENNIO 2026-2027

6

Nella nostra previsione il 2026 viene a costituire il momento di massima crescita del triennio, seppur per valori contenuti, con un incremento del PIL dello 0,8%. La maggiore espansione è spiegata dalla tenuta dei consumi delle famiglie (+0,5%), dal rafforzamento degli investimenti (+1,1% con un incremento del 2,1% per la componente in macchinari e un'attenuazione allo 0,2% della crescita della componente in costruzioni). Contestualmente, le esportazioni tornerebbero a crescere (+2,2%) superando l'espansione delle importazioni (+1,9%).

Con riferimento ai contributi alla crescita, la spesa delle famiglie apporterebbe 3 decimi di punto, gli investimenti 2 decimi, le scorte 1 decimo, mentre il contributo delle esportazioni nette tornerebbe positivo, pari a 2 decimi.

7

Nel 2027 il tasso di crescita rallenterebbe allo 0,7%, risultato determinato da una crescita più lenta dei consumi delle famiglie (+0,4%) e soprattutto dal calo dei consumi pubblici (-0,4%). Gli investimenti migliorano il ritmo di espansione (+1,5%), spinti soprattutto dalla componente in macchinari e attrezzature (+2,7%). L'import rallenta di 2 decimi (+1,7%), mentre l'export di 3 decimi (+1,9%), ma rimane più vivace.

Per quel che riguarda i contributi alla crescita, quello dei consumi delle famiglie si riduce a 2 decimi, diventa negativo per 1 decimo quello dei consumi collettivi, gli investimenti apportano 3 decimi e le scorte 1 decimo. Le esportazioni nette

contribuiscono per 1 solo decimo alla crescita, perdendo 1 decimo rispetto all'anno prima.

8

L'inflazione è prevista toccare il 2,1% nel 2026 e attestarsi all'1,8% nel 2027, in linea con gli obiettivi di stabilità dei prezzi. Le retribuzioni unitarie sono stimate aumentare in linea con l'inflazione nel 2026 (+2,1%) e leggermente di più nel 2027 (+2,3%), con incrementi del reddito reale di 2 decimi sia nel 2026 che nel 2027. Resterebbero positive, ma in graduale rallentamento, le dinamiche del mercato del lavoro con incrementi degli occupati nel settore privato dello 0,5% nel 2026 e dello 0,4% nel 2027. Lievemente più rapida la crescita dei dipendenti pubblici con un incremento di 6 decimi nel 2026 e di 5 decimi nel 2027. Al contempo, il tasso di disoccupazione si confermerebbe in discesa per attestarsi poco al di sotto del 6,0% nel 2027.

Dal lato della bilancia dei pagamenti, le dinamiche indicate in precedenza di importazioni ed esportazioni generano avanzi di 46,7 miliardi nel 2026 e di 44,7 miliardi nel 2027. Il saldo corrente scenderebbe nel 2027 a 13,5 miliardi. In rapporto al PIL ciò significa che il saldo di conto corrente si attesterebbe intorno allo 0,6%, mentre per il saldo merci si scenderebbe al 2% nel 2026 e all'1,9% nel 2027.

Il tasso di interesse medio sui Bot è previsto rimanere sostanzialmente piatto nel biennio 2026-27, intorno al 2% (oltre mezzo punto meno della precedente previsione), mentre il tasso sul BTP decennale oscillerà intorno al 3,5% nel biennio finale di previsione.

LE TAVOLE DELLA PREVISIONE

Tavola 4.1. Principali indicatori economici
(variazioni percentuali)

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|-------|-------|-------|-------|
| Prodotto interno lordo | 0,7 | 0,5 | 0,8 | 0,7 |
| Importazioni di merci e servizi | -0,7 | 0,9 | 1,9 | 1,7 |
| Consumi finali nazionali | 0,6 | 0,6 | 0,3 | 0,2 |
| - delle famiglie | 0,4 | 0,7 | 0,5 | 0,4 |
| - collettivi | 1,1 | 0,4 | 0,0 | -0,4 |
| Investimenti fissi lordi | 0,5 | 0,5 | 1,1 | 1,5 |
| - in costruzioni | 2,0 | 0,8 | 0,2 | 0,5 |
| - in macchinari, attrezzature e vari | -1,1 | 0,2 | 2,1 | 2,7 |
| - Investimenti settore privato | -1,8 | 0,1 | 1,1 | 0,9 |
| - Investimenti della P.A. | 14,7 | 2,3 | 1,3 | 4,9 |
| Esportazioni di merci e servizi | 0,4 | 0,1 | 2,2 | 1,9 |
| Prezzi al consumo | 1,0 | 1,8 | 2,1 | 1,8 |
| Deflatore del Pil | 2,1 | 2,1 | 1,9 | 1,7 |
| Ragioni di scambio (a) | 1,8 | -0,6 | -0,5 | -0,7 |
| Retribuzioni unitarie settore privato | 1,4 | 2,3 | 2,1 | 2,3 |
| Clup settore privato | 4,3 | 4,2 | 2,8 | 2,7 |
| Bilancia dei pagamenti (b) | 1,1 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| Indebitamento netto della PA | | | | |
| - in % del Pil | -3,4 | -3,0 | -2,5 | -2,5 |
| Avanzo primario della PA | | | | |
| - in % del Pil | 0,4 | 0,8 | 1,4 | 1,4 |
| Debito PA (definizione Ue) in % del Pil | 135,3 | 136,8 | 137,6 | 137,8 |
| Tasso medio sui Bot (a) | 3,3 | 2,0 | 1,9 | 2,1 |
| Tasso BTP 10 anni (a) | 3,7 | 3,5 | 3,4 | 3,5 |
| Costo medio del debito (c) | 2,9 | 2,8 | 2,9 | 2,9 |
| Reddito disponibile delle famiglie: | | | | |
| - nominale | 3,3 | 3,1 | 2,5 | 2,3 |
| - reale | 1,9 | 1,0 | 0,2 | 0,2 |
| Propensione al consumo (d) | 91,1 | 90,8 | 91,0 | 91,2 |
| Tasso di disoccupazione | 6,5 | 6,2 | 6,0 | 5,9 |

(a) Valori percentuali.

(b) In % del PIL.

(c) Interessi passivi in percentuale del debito pubblico.

(d) In percentuale del reddito disponibile. Include le istituzioni sociali private senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Tavola 4.2. Contributi alla crescita del PIL reale
(valori percentuali)

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---------------------------------|------|------|------|------|
| Importazioni merci e servizi | 0,2 | -0,2 | -0,5 | -0,5 |
| Consumi finali | 0,4 | 0,5 | 0,3 | 0,1 |
| - delle famiglie | 0,2 | 0,4 | 0,3 | 0,2 |
| - collettivi | 0,2 | 0,1 | 0,0 | -0,1 |
| Investimenti fissi lordi | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,3 |
| Variazione delle scorte | -0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| Esportazioni di merci e servizi | 0,1 | 0,0 | 0,7 | 0,6 |

Tavola 4.3. Reddito disponibile delle famiglie
(variazioni percentuali)

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|------|------|------|------|
| Reddito lordo disponibile | | | | |
| - nominale | 3,3 | 3,1 | 2,5 | 2,3 |
| - reale | 1,9 | 1,0 | 0,2 | 0,2 |
| - risultato lordo di gestione | 1,4 | 1,0 | 1,8 | 2,0 |
| - redditi da lavoro dipendente | 5,1 | 4,2 | 3,3 | 3,1 |
| - redditi da lavoro autonomo | 1,5 | 0,2 | 1,2 | 1,6 |
| - rendite e redditi da capitale | 6,3 | 1,6 | 3,2 | 2,9 |
| - prestazioni sociali | 5,1 | 3,1 | 3,0 | 2,5 |
| - imposte sul reddito e sul patrimonio | 8,1 | -2,7 | 3,2 | 3,4 |
| - contributi sociali | 4,4 | 6,1 | 3,0 | 2,9 |
| Redditi netti da lavoro (a) | | | | |
| | 3,8 | 2,9 | 2,5 | 2,5 |
| Imposte sul reddito (b) | | | | |
| | 7,5 | -2,6 | 3,3 | 3,4 |
| Redditi da lavoro al netto della tassazione | | | | |
| | 2,6 | 4,9 | 2,3 | 2,2 |
| Pressione fiscale sulle famiglie | | | | |
| (in % del totale delle risorse delle famiglie) | | | | |
| - complessiva | 30,6 | 30,4 | 30,5 | 30,7 |
| - al netto dei contributi figurativi | 30,1 | 29,9 | 30,0 | 30,1 |
| - al netto delle imposte sui redditi | | | | |
| da capitale | 28,8 | 28,7 | 28,8 | 29,0 |
| Propensione al consumo | | | | |
| (in % del reddito disponibile) | | | | |
| | 91,1 | 90,8 | 91,0 | 91,2 |

(a) Somma delle retribuzioni dei dipendenti e del reddito da lavoro autonomo al netto dei contributi sociali.

(b) Al netto delle imposte sui redditi da capitale.

Tavola 4.4. Bilancia dei pagamenti

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| MILIARDI DI EURO | | | | |
| Conto corrente | 24,8 | 13,1 | 14,4 | 13,5 |
| - Merci | 64,0 | 46,3 | 46,7 | 44,7 |
| - Servizi | -7,0 | -4,8 | -4,9 | -5,3 |
| - Redditi | -15,8 | -14,6 | -13,0 | -11,4 |
| - Trasferimenti | -16,4 | -13,8 | -14,4 | -14,5 |
| Conto capitale | -0,6 | 1,7 | 1,6 | 1,6 |
| IN % DEL PIL | | | | |
| Conto corrente | 1,1 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| - Merci | 2,9 | 2,1 | 2,0 | 1,9 |
| - Servizi | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| - Redditi | -0,7 | -0,6 | -0,6 | -0,5 |
| - Trasferimenti | -0,7 | -0,6 | -0,6 | -0,6 |
| Conto capitale | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | |
| Ragioni di scambio (a) | 1,8 | -0,6 | -0,5 | -0,7 |

Tavola 4.5. Conto economico risorse e impieghi
(miliardi di euro)

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| PREZZI CORRENTI | | | | |
| Pil | 2.192,2 | 2.249,3 | 2.310,3 | 2.365,7 |
| Importazioni di merci e servizi | 667,4 | 689,1 | 720,8 | 753,4 |
| Consumi finali nazionali | 1.652,0 | 1.695,9 | 1.737,5 | 1.772,4 |
| - delle famiglie | 1.240,2 | 1.275,5 | 1.310,7 | 1.343,2 |
| - collettivi | 411,8 | 420,4 | 426,8 | 429,2 |
| Investimenti fissi lordi | 481,5 | 494,3 | 506,7 | 520,9 |
| Domanda interna (a) | 2.133,4 | 2.190,2 | 2.244,2 | 2.293,3 |
| Variazione delle scorte | 8,5 | 18,0 | 24,7 | 33,4 |
| Esportazioni di merci e servizi | 717,6 | 730,2 | 762,2 | 792,4 |
| Domanda totale (a) | 2.083,3 | 2.149,1 | 2.202,8 | 2.254,2 |
| CONCATENATI - ANNO 2015 | | | | |
| Pil | 1.934,4 | 1.944,1 | 1.959,1 | 1.972,7 |
| Importazioni di merci e servizi | 538,5 | 543,3 | 553,5 | 563,0 |
| Consumi finali nazionali | 1.448,4 | 1.457,1 | 1.462,0 | 1.464,7 |
| - delle famiglie | 1.074,8 | 1.082,2 | 1.087,2 | 1.091,4 |
| - collettivi | 373,5 | 374,9 | 374,8 | 373,4 |
| Investimenti fissi lordi | 434,7 | 436,8 | 441,6 | 448,3 |
| Domanda interna (a) | 1.883,0 | 1.893,8 | 1.903,6 | 1.913,1 |
| Variazione delle scorte | -14,8 | -11,5 | -9,2 | -7,5 |
| Esportazioni di merci e servizi | 604,7 | 605,1 | 618,4 | 630,2 |
| Domanda totale (a) | 1.816,8 | 1.832,0 | 1.838,7 | 1.845,9 |
| DEFLATORI (variazione %) | | | | |
| Pil | 2,1 | 2,1 | 1,9 | 1,7 |
| Importazioni di merci e servizi | -1,8 | 2,3 | 2,7 | 2,8 |
| Consumi finali nazionali | 1,9 | 2,0 | 2,1 | 1,8 |
| - delle famiglie | 1,4 | 2,2 | 2,3 | 2,1 |
| - collettivi | 3,5 | 2,4 | 1,8 | 1,2 |
| Investimenti fissi lordi | -0,2 | 2,2 | 1,4 | 1,2 |
| Domanda interna (a) | 1,4 | 2,1 | 1,9 | 1,7 |
| Esportazioni di merci e servizi | 0,0 | 1,7 | 2,1 | 2,0 |
| Domanda totale (a) | 0,8 | 2,3 | 2,1 | 1,9 |

(a) Escluse le scorte.

Tavola 4.6. Retribuzioni, redditi e costo del lavoro
(variazioni percentuali)

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|------|------|------|------|
| Retribuzioni unitarie | | | | |
| - totale | 2,9 | 3,5 | 2,7 | 2,6 |
| - settore privato | 1,4 | 2,3 | 2,1 | 2,3 |
| Redditi unitari da lavoro dipendente | | | | |
| - totale | 2,8 | 3,5 | 2,7 | 2,6 |
| - settore privato | 2,8 | 4,1 | 3,1 | 3,0 |
| - servizi pubblici | 3,5 | 1,4 | 1,4 | 1,2 |
| Massa retributiva | | | | |
| - totale | 5,3 | 4,2 | 3,3 | 3,1 |
| - settore privato | 5,4 | 4,8 | 3,6 | 3,5 |
| - servizi pubblici | 4,7 | 2,1 | 2,1 | 1,7 |
| Massa dei redditi da lavoro dipendente | | | | |
| - totale | 5,2 | 4,2 | 3,3 | 3,1 |
| - settore privato | 5,4 | 4,8 | 3,6 | 3,5 |
| - servizi pubblici | 4,5 | 2,1 | 2,1 | 1,7 |
| Produttività del lavoro | | | | |
| - totale | -1,6 | -0,1 | 0,3 | 0,3 |
| - settore privato | -1,5 | 0,1 | 0,5 | 0,5 |
| Clup | | | | |
| - totale | 4,3 | 3,7 | 2,5 | 2,4 |
| - settore privato | 4,3 | 4,2 | 2,8 | 2,7 |
| Mol settore privato | | | | |
| - in % del valore aggiunto | 34,2 | 33,2 | 32,8 | 32,4 |
| - in % del valore aggiunto al netto della tassazione | 27,5 | 26,4 | 26,3 | 26,1 |

Tavola 4.7. Occupazione e forza lavoro

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| MIGLIAIA DI UNITÀ | | | | |
| Popolazione | 58.990 | 58.963 | 58.916 | 58.850 |
| Forza lavoro (a) | 25.638 | 25.829 | 25.944 | 26.014 |
| Occupati (a) | 23.963 | 24.227 | 24.398 | 24.468 |
| Occupati (b) | 25.070 | 25.218 | 25.348 | 25.445 |
| - settore privato | 21.829 | 21.954 | 22.064 | 22.144 |
| dipendenti | 14.678 | 14.783 | 14.867 | 14.935 |
| indipendenti | 7.151 | 7.171 | 7.197 | 7.209 |
| - servizi pubblici | 3.241 | 3.263 | 3.285 | 3.301 |
| Disoccupati (a) | 1.675 | 1.602 | 1.546 | 1.546 |
| VARIAZIONI PERCENTUALI | | | | |
| Popolazione | 0,5 | 0,0 | -0,1 | -0,1 |
| Forza lavoro (a) | 0,4 | 0,7 | 0,4 | 0,3 |
| Occupati (a) | 1,7 | 1,1 | 0,7 | 0,3 |
| Occupati (b) | 2,2 | 0,6 | 0,5 | 0,4 |
| - settore privato | 2,3 | 0,6 | 0,5 | 0,4 |
| dipendenti | 2,6 | 0,7 | 0,6 | 0,5 |
| indipendenti | 1,8 | 0,3 | 0,4 | 0,2 |
| - servizi pubblici | 1,2 | 0,7 | 0,6 | 0,5 |
| Disoccupati (a) | -14,3 | -4,3 | -3,5 | 0,0 |
| Tasso di attività (a) (c) | 68,7 | 69,1 | 69,4 | 69,6 |
| Tasso di disoccupazione (a) | 6,5 | 6,2 | 6,0 | 5,9 |
| NAIRU (d) | 7,8 | 7,6 | 7,4 | 7,2 |

(a) Rilevazione Continua sulle Forze di Lavoro.

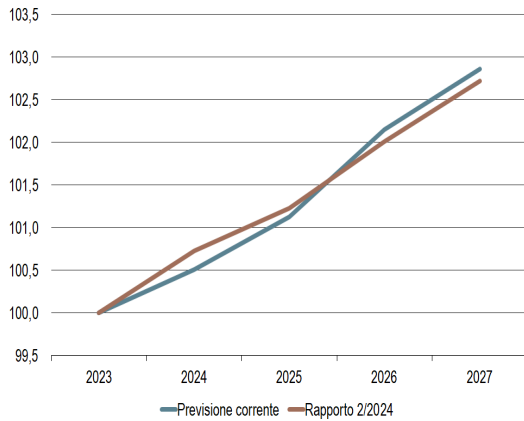
(b) Contabilità Nazionale (unità standard di lavoro).

(c) Rapporto tra forze di lavoro totali e popolazione tra 15 e 64 anni.

(d) Tasso di disoccupazione a lungo termine.

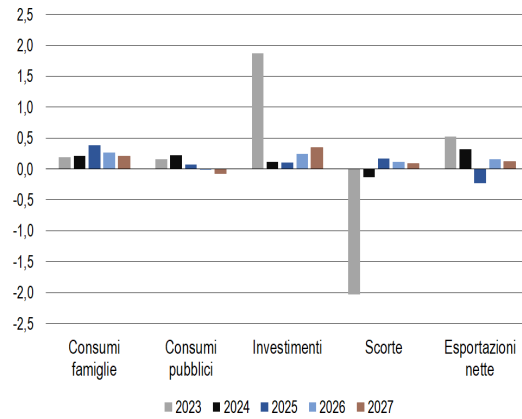
I GRAFICI DELLA PREVISIONE

Grafico 4.2. Il PIL (valori concatenati, 100=2023)



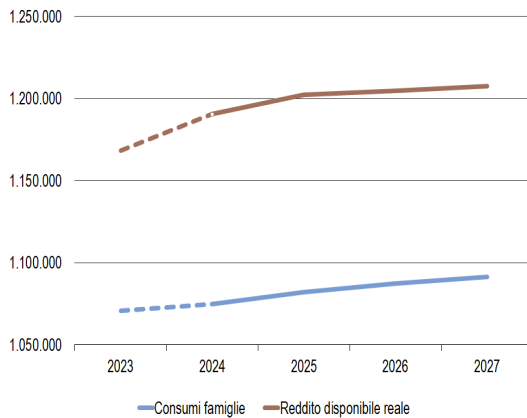
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.3. I contributi alla crescita



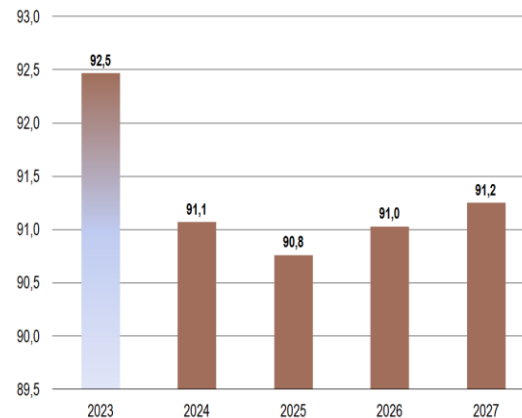
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.4. I consumi e il reddito disponibile delle famiglie (valori concatenati, milioni)



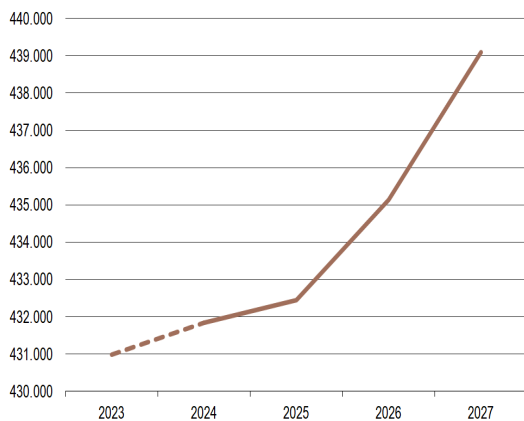
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.5. La propensione al consumo



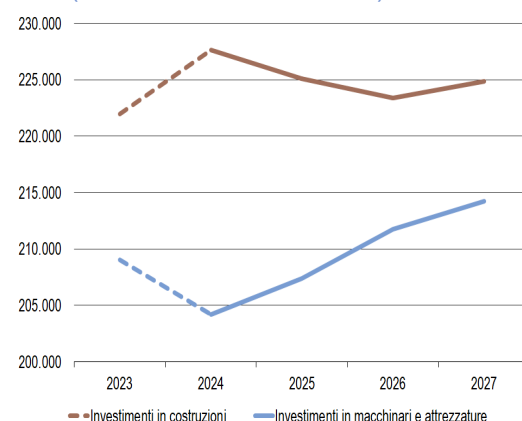
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.6. Gli investimenti fissi lordi (valori concatenati, milioni)



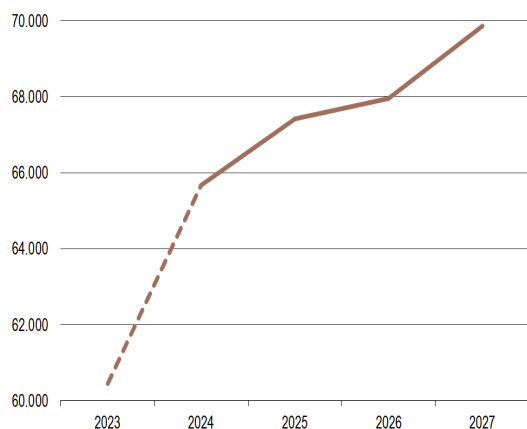
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.7. Gli investimenti nella componente Costruzioni e Macchinari e attrezzature (valori concatenati, milioni)



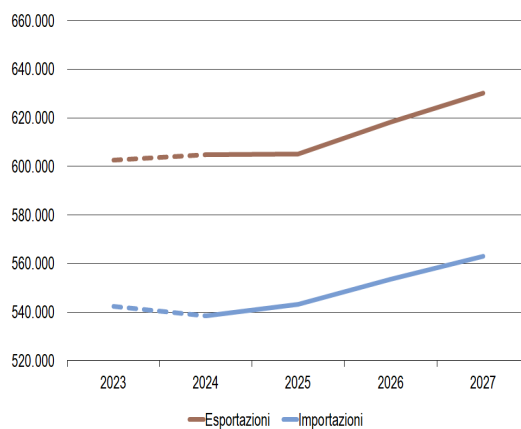
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.8. Gli investimenti pubblici
(valori concatenati, milioni)



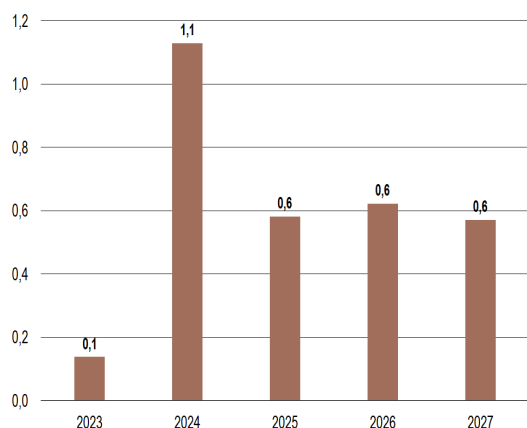
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.9. Il commercio estero
(valori concatenati, milioni)



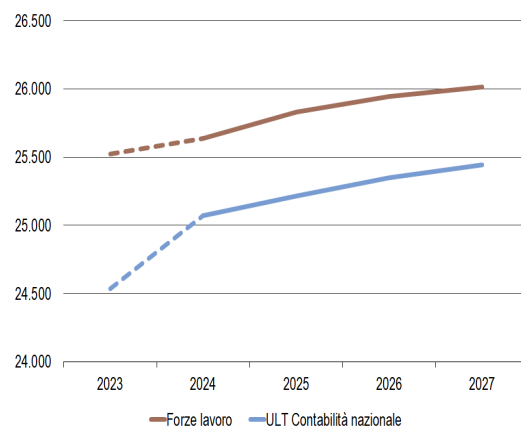
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.10. Saldo conto corrente bilancia dei pagamenti (% del Pil)



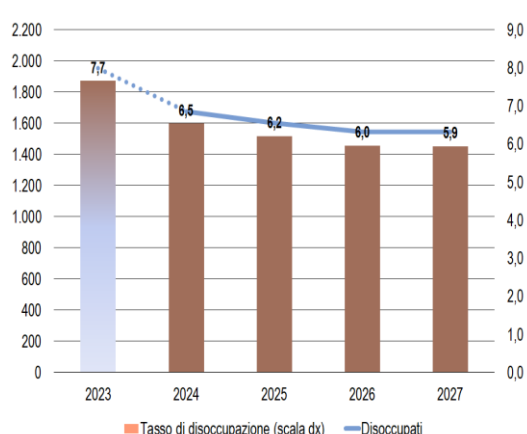
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.11. Gli occupati e le Unità di lavoro
(migliaia)



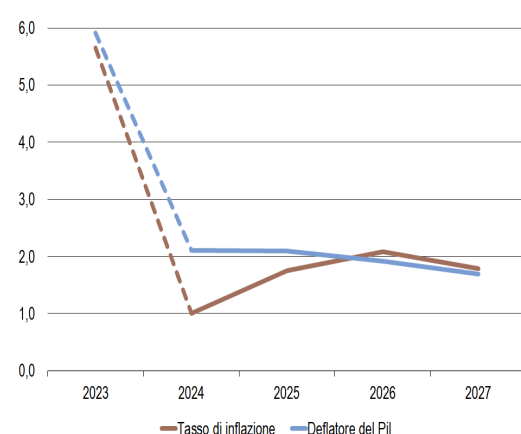
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.12. La disoccupazione



Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.13. L'inflazione



Fonte: modello econometrico CER.

LA PREVISIONE DI FINANZA PUBBLICA

1

Secondo i più recenti dati Istat, nel 2024 il deficit di bilancio ha raggiunto l'importo di 75,5 miliardi di euro, pari al 3,4% del PIL, meno della metà di quello del 2023 (154,3 miliardi di euro, pari al 7,2% del PIL). In linea con la recente esperienza, un ruolo fondamentale in tale dinamica è stato giocato dalla spesa riconducibile alle agevolazioni edilizie (superbonus), che si è drasticamente ridotta nello scorso anno, anche grazie alla minore aliquota di agevolazione prevista per l'anno e al definitivo blocco della pratica della cessione dei crediti.

2

Nelle nostre previsioni, stimiamo un deciso miglioramento dei conti pubblici. Il deficit della PA è previsto ridursi quest'anno a 66,7 miliardi di euro e attestarsi sul 3% del PIL, cinque decimi di punti percentuali in meno di quello dello scorso anno (tavola 4.8). Migliorano anche il saldo primario e quello corrente, rispettivamente di 0,4 e 0,3 punti percentuali di PIL, che raggiungerebbero lo 0,8 e l'1,9% del PIL. Continuerebbe a crescere, invece, il debito pubblico (1,4 punti percentuali in più dell'anno prima) che è previsto attestarsi sul 136,8% del PIL.

Tavola 4.8. Saldi di finanza pubblica (milioni di euro)

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|
| MILIARDI DI EURO | | | | |
| PUBBLICA AMMINISTRAZIONE | | | | |
| Indebitamento netto | -75,5 | -66,7 | -58,0 | -59,5 |
| Avanzo primario | 9,6 | 18,3 | 31,4 | 33,5 |
| Spesa per interessi | 85,2 | 85,0 | 89,4 | 93,0 |
| Saldo corrente | 35,5 | 43,2 | 39,2 | 49,4 |
| Debito (definizione UE) | 2.966,6 | 3.077,7 | 3.179,7 | 3.261,9 |
| IN % DEL PIL | | | | |
| PUBBLICA AMMINISTRAZIONE | | | | |
| Indebitamento netto | -3,4 | -3,0 | -2,5 | -2,5 |
| Avanzo primario | 0,4 | 0,8 | 1,4 | 1,4 |
| Spesa per interessi | 3,9 | 3,8 | 3,9 | 3,9 |
| Saldo corrente | 1,6 | 1,9 | 1,7 | 2,1 |
| Debito (definizione UE) | 135,3 | 136,8 | 137,6 | 137,8 |

Fonte: elaborazione CER.

3

L'indebitamento netto si ridurrebbe nuovamente nel 2026, quando raggiungerebbe il 2,5% del PIL, per rimanere stazionario l'anno seguente. Una dinamica simile è attesa anche per il saldo primario (1,4% nel biennio 2026-2027), mentre per quello corrente stimiamo una dinamica altalenante con una riduzione nel 2026 e un aumento l'anno seguente, quando si attesterebbe sul 2,1%. Il debito, infine, è

previsto aumentare la sua incidenza sul prodotto e attestarsi a fine periodo sul 137,8% del PIL.

4

Esaminando i conti più nel dettaglio (tavola 4.9), il miglioramento dei saldi è da ricondurre a un andamento favorevole di entrambi i lati del bilancio pubblico. In particolare, nel 2025 mentre la spesa pubblica rimane sostanzialmente invariata in percentuale del PIL, le entrate accrescono la loro incidenza sul prodotto di mezzo punto percentuale. A partire dal 2026 è invece il contenimento delle spese

Tavola 4.9a. Conto consolidato delle Amministrazioni Pubbliche
(milioni di euro)

| | MILIONI DI EURO | | | |
|--------------------------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
| A. ENTRATE CORRENTI | 1.026.097 | 1.058.941 | 1.080.131 | 1.108.161 |
| Imposte dirette | 343.185 | 346.707 | 353.044 | 363.497 |
| Imposte indirette | 309.128 | 317.450 | 323.945 | 330.587 |
| Contributi sociali | 279.611 | 299.374 | 308.277 | 317.063 |
| Altre entrate | 94.173 | 95.409 | 94.866 | 97.016 |
| B. ENTRATE IN CONTO | | | | |
| CAPITALE | 6.770 | 12.006 | 19.935 | 6.049 |
| C. TOTALE ENTRATE (A+B) | 1.032.867 | 1.070.947 | 1.100.065 | 1.114.210 |
| D. SPESE CORRENTI | 990.574 | 1.015.714 | 1.040.909 | 1.058.734 |
| Redditi | 196.560 | 200.680 | 204.891 | 208.312 |
| Consumi intermedi | 179.161 | 185.283 | 187.367 | 185.941 |
| Prestazioni sociali | 446.007 | 459.560 | 473.152 | 484.645 |
| Altre uscite correnti | 83.666 | 85.228 | 86.087 | 86.873 |
| Interessi passivi | 85.180 | 84.964 | 89.413 | 92.963 |
| E. SPESE CORRENTI AL | | | | |
| NETTO DEGLI INTERESSI | 905.394 | 930.751 | 951.496 | 965.770 |
| F. SPESE IN CONTO | | | | |
| CAPITALE | 117.840 | 121.930 | 117.201 | 114.964 |
| Investimenti lordi | 78.395 | 80.682 | 81.717 | 85.603 |
| Altre spese | 39.445 | 41.248 | 35.484 | 29.361 |
| G. TOTALE SPESE (D+F) | 1.108.414 | 1.137.644 | 1.158.109 | 1.173.698 |
| H. SALDO | | | | |
| CORRENTE (A-D) | 35.523 | 43.226 | 39.222 | 49.428 |
| I. INDEBITAMENTO | | | | |
| NETTO (C-G) | -75.547 | -66.697 | -58.044 | -59.487 |
| Per memoria: | | | | |
| Consumi collettivi | 400.720 | 409.936 | 415.262 | 416.279 |

(*) Per il saldo corrente e l'indebitamento netto variazioni del rapporto con il PIL.
Fonte: elaborazioni CER.

Tavola 4.9b. Conto consolidato delle Amministrazioni Pubbliche
(milioni di euro)

| | VARIAZIONI PERCENTUALI (*) | | | |
|--------------------------------|----------------------------|------|-------|-------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
| A. ENTRATE CORRENTI | 5,7 | 3,2 | 2,0 | 2,6 |
| Imposte dirette | 6,6 | 1,0 | 1,8 | 3,0 |
| Imposte indirette | 6,1 | 2,7 | 2,0 | 2,1 |
| Contributi sociali | 4,3 | 7,1 | 3,0 | 2,9 |
| Altre entrate | 4,9 | 1,3 | -0,6 | 2,3 |
| B. ENTRATE IN CONTO | | | | |
| CAPITALE | -72,4 | 77,3 | 66,0 | -69,7 |
| C. TOTALE ENTRATE (A+B) | 3,7 | 3,7 | 2,7 | 1,3 |
| D. SPESE CORRENTI | 3,9 | 2,5 | 2,5 | 1,7 |
| Redditi | 4,5 | 2,1 | 2,1 | 1,7 |
| Consumi intermedi | 2,8 | 3,4 | 1,1 | -0,8 |
| Prestazioni sociali | 5,1 | 3,0 | 3,0 | 2,4 |
| Altre uscite correnti | -6,2 | 1,9 | 1,0 | 0,9 |
| Interessi passivi | 9,5 | -0,3 | 5,2 | 4,0 |
| E. SPESE CORRENTI AL | | | | |
| NETTO DEGLI INTERESSI | 3,4 | 2,8 | 2,2 | 1,5 |
| F. SPESE IN CONTO | | | | |
| CAPITALE | -39,9 | 3,5 | -3,9 | -1,9 |
| Investimenti lordi | 14,5 | 2,9 | 1,3 | 4,8 |
| Altre spese | -69,1 | 4,6 | -14,0 | -17,3 |
| G. TOTALE SPESE (D+F) | -3,6 | 2,6 | 1,8 | 1,3 |
| H. SALDO | | | | |
| CORRENTE (A-D) | 0,8 | 0,3 | -0,2 | 0,4 |
| I. INDEBITAMENTO | | | | |
| NETTO (C-G) | 3,8 | 0,5 | 0,5 | 0,0 |
| Per memoria: | | | | |
| Consumi collettivi | 4,7 | 2,3 | 1,3 | 0,2 |

(*) Per il saldo corrente e l'indebitamento netto variazioni del rapporto con il PIL.

Fonte: elaborazioni CER.

a consentire il miglioramento del bilancio nel 2026 e la stazionarietà del deficit nell'anno seguente, riducendosi nei due anni rispettivamente di quattro e cinque decimi di punti percentuali¹³. Le entrate invece rimangono in percentuale di PIL

¹³ In particolare, rispetto al 2024 le spese correnti sono previste ridursi di 3 decimi di punti percentuali di PIL a fine periodo, mentre quelle in conto capitale di mezzo punto percentuale. Tra le spese correnti, i redditi e i consumi intermedi si riducono nel triennio di 1 e 3 decimi di punti percentuali. Aumenta invece l'incidenza delle prestazioni sociali (due decimi di punti percentuali nel 2027), mentre la spesa per interessi resta sostanzialmente invariata. Tra le spese in conto capitale, infine, mentre resta stazionaria la quota degli investimenti fissi lordi si riduce di 6 decimi di punti quella delle altre spese.

stazionarie nel 2026 e si riducono di mezzo punto percentuale nel 2027, per il venir meno delle sovvenzioni europee per il PNRR (contabilizzate tra i trasferimenti in entrata in conto capitale e le entrate correnti non tributarie) che, nelle nostre stime, riflettono le ipotesi adottate in merito all'articolazione temporale della maggiore spesa legata all'attuazione di tale programma.

Tavola 4.9c. Conto consolidato delle Amministrazioni Pubbliche
(milioni di euro)

| | IN % DEL PIL | | | |
|--------------------------------|--------------|------|------|------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
| A. ENTRATE CORRENTI | 46,8 | 47,1 | 46,8 | 46,8 |
| Imposte dirette | 15,7 | 15,4 | 15,3 | 15,4 |
| Imposte indirette | 14,1 | 14,1 | 14,0 | 14,0 |
| Contributi sociali | 12,8 | 13,3 | 13,3 | 13,4 |
| Altre entrate | 4,3 | 4,2 | 4,1 | 4,1 |
| B. ENTRATE IN CONTO | | | | |
| CAPITALE | 0,3 | 0,5 | 0,9 | 0,3 |
| C. TOTALE ENTRATE (A+B) | 47,1 | 47,6 | 47,6 | 47,1 |
| D. SPESE CORRENTI | 45,2 | 45,2 | 45,1 | 44,8 |
| Redditi | 9,0 | 8,9 | 8,9 | 8,8 |
| Consumi intermedi | 8,2 | 8,2 | 8,1 | 7,9 |
| Prestazioni sociali | 20,3 | 20,4 | 20,5 | 20,5 |
| Altre uscite correnti | 3,8 | 3,8 | 3,7 | 3,7 |
| Interessi passivi | 3,9 | 3,8 | 3,9 | 3,9 |
| E. SPESE CORRENTI AL | | | | |
| NETTO DEGLI INTERESSI | 41,3 | 41,4 | 41,2 | 40,8 |
| F. SPESE IN CONTO | | | | |
| CAPITALE | 5,4 | 5,4 | 5,1 | 4,9 |
| Investimenti lordi | 3,6 | 3,6 | 3,5 | 3,6 |
| Altre spese | 1,8 | 1,8 | 1,5 | 1,2 |
| G. TOTALE SPESE (D+F) | 50,6 | 50,6 | 50,1 | 49,6 |
| H. SALDO | | | | |
| CORRENTE (A-D) | 1,6 | 1,9 | 1,7 | 2,1 |
| I. INDEBITAMENTO | | | | |
| NETTO (C-G) | -3,4 | -3,0 | -2,5 | -2,5 |
| Per memoria: | | | | |
| Consumi collettivi | 18,3 | 18,2 | 18,0 | 17,6 |

(*) Per il saldo corrente e l'indebitamento netto variazioni del rapporto con il PIL.

Fonte: elaborazioni CER.

5

Nell'arco del quadriennio di previsione stimiamo un aumento della pressione fiscale di 3 decimi di punti percentuali di PIL quest'anno e di due decimi di punto a fine periodo. Alla riduzione della pressione tributaria (quattro decimi di punti percentuali nell'arco del triennio di previsione) si contrappone infatti un aumento di quella contributiva, che aumenta di mezzo punto percentuale di PIL nel 2025 per poi aumentare di un decimo di punto percentuale nel 2027 (tavola 4.10).

Tavola 4.6. La pressione fiscale (in % del Pil)

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|------|------|------|------|
| Pressione tributaria | 29,8 | 29,6 | 29,4 | 29,4 |
| Pressione contributiva (a) | 12,8 | 13,3 | 13,3 | 13,4 |
| Pressione fiscale (a) | 42,6 | 42,9 | 42,7 | 42,8 |

(a) Al lordo dei contributi figurativi.

6

Rispetto alle più previsioni governative, secondo cui il deficit della PA si ridurrebbe di appena un decimo di punto percentuale di PIL quest'anno, di mezzo punto percentuale nel 2026 e di ulteriori due decimi nel 2027, quando il deficit è atteso al 2,6% del PIL, la nostra stima evidenzia un miglioramento più rapido e lievemente più consistente del bilancio pubblico. Secondo le nostre valutazioni sarebbe cioè disponibile nel bilancio pubblico una riserva di risorse mobilitabile per la stabilizzazione del ciclo economico, contrastando l'atteso indebolimento della congiuntura internazionale.

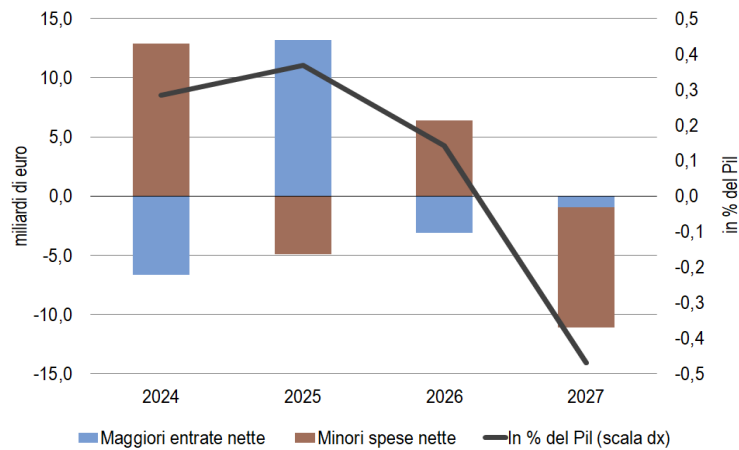
7

Con riferimento alla *fiscal stance*, nel grafico 4.14 riportiamo una semplice misura costituita dall'effetto incrementale della manovra di bilancio sull'indebitamento. Ciò consente di evidenziare come, nonostante il segno delle manovre succedutesi dal 2024 sia sempre di segno espansivo (aumento dell'indebitamento), l'impulso trasmesso all'economia diminuisca fino a tutto il 2026 (differenza prima di segno positivo), per tornare ad aumentare nel 2027¹⁴. Da almeno un biennio si assiste a un progressivo recupero della "disciplina" di bilancio, sebbene la politica fiscale abbia mantenuto un'intonazione espansiva, che si accentua nel 2027. Nel dettaglio, l'impulso espansivo incrementale si riduce di 0,3 e 0,4 punti nel 2025-26, per aumentare di 0,5 punti nel 2027. Il contenimento dell'impulso di bilancio è

¹⁴ Si ricorda che per convenzione contabile l'indebitamento ha segno negativo per cui un valore positivo della differenza prima segnala una minore espansione del bilancio pubblico rispetto all'anno precedente.

realizzato nel 2025 dal lato delle entrate, mentre nel 2026 da quello delle spese¹⁵. L'impulso aggiuntivo del 2027 è affidato prevalentemente all' aumento delle spese nette.

Grafico 4.14. Fiscal Stance (2023-2027)



Fonte: elaborazioni CER su dati RGS.

¹⁵ Nella ripartizione dell'effetto incrementale va tenuta presente la modalità con cui nell'ultima manovra di bilancio si è preceduto a mettere a regime lo sgravio contributivo concesso a partire dal 2022 ai lavoratori dipendenti a reddito medio basso, ossia anche mediante l'erogazione di uno specifico bonus che per ragioni contabili è classificato dal lato delle spese.

UNO SCENARIO ALTERNATIVO

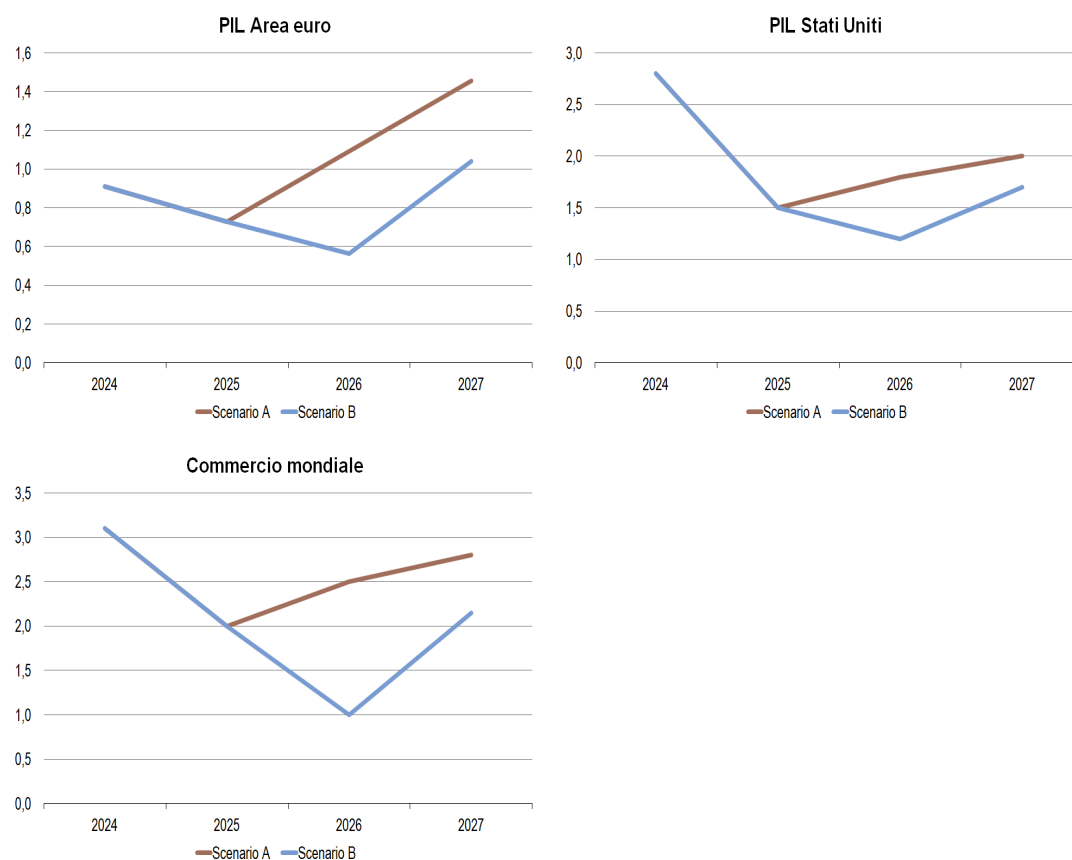
SCENARIO INTERNAZIONALE ALTERNATIVO

1

In questo capitolo presentiamo i risultati delle principali variabili dell'economia italiana ottenuti impostando uno scenario diverso da quello descritto in precedenza. Non si tratta di uno scenario peggiorativo o migliorativo, ma di uno *scenario alternativo (scenario B)*, come indicato nel titolo del capitolo, perché si ipotizza un impatto dell'attuale incertezza globale dovuta alla guerra commerciale temporaneamente ritardato rispetto a quanto impostato per lo scenario descritto in precedenza (scenario A).

Il grafico 5.1 mostra le differenze per tre variabili esogene tra lo Scenario A e lo Scenario B. Il 2025 è ipotizzato uguale nei due scenari. Il 2026 è un anno di miglioramento per lo Scenario A, mentre è l'anno in cui si manifesta il punto più

Grafico 5.1. Previsioni di crescita per AE e US e commercio mondiale



Fonte: Modello econometrico CER.

basso del ciclo nello Scenario B. Nel 2026 nello Scenario B la crescita dell'Area euro è inferiore di 5 decimi rispetto allo Scenario A (0,6% vs 1,1%), l'espansione dell'economia statunitense è inferiore di 6 decimi (1,2% vs 1,8%), e il commercio mondiale cresce dell'1,0% rispetto al 2,5% previsto nello Scenario A. Nel corso del 2027 questi tra indicatori migliorano dal minimo del 2026, ma persiste un divario rispetto allo Scenario A. Infatti, il Pil dell'Area euro è previsto in crescita dell'1,0%, contro il +1,5% dello Scenario A, quello degli Stati Uniti dell'1,7% contro il 2% dello scenario di partenza, e il commercio mondiale è previsto in espansione del 2,2% nel 2027 in questo scenario, 6 decimi meno dello Scenario A.

LA PREVISIONE ALTERNATIVA

2

Il cambiamento delle esogene internazionali ha ovviamente generato un andamento diverso delle variabili macroeconomiche italiane, sintetizzate nella tavola 5.1 e nei grafici da 5.2 a 5.7.

Concentrandosi sugli anni 2026-27, quelli in cui divergono gli scenari di riferimento, la crescita del prodotto è pari a +0,3% e +0,4%. I consumi delle famiglie reggono, mostrando due anni di lieve espansione, 4 decimi nel 2026 e 3 decimi nel 2027, i consumi pubblici replicano l'andamento dello Scenario A, mentre gli investimenti rimangono fermi nel 2026 e crescono poco meno di 1 punto nel 2027. Nella relazione con l'estero, le importazioni crescono di mezzo punto nel 2026 per poi sfiorare 1 punto di espansione nel 2027, mentre le esportazioni crescono solo di 3 decimi nel 2026 e poi rafforzano la crescita fino a 8 decimi nel 2027.

Poche differenze si rilevano nella dinamica dei prezzi, nella disoccupazione (lievemente più alta nello Scenario B) e negli indicatori di finanza pubblica. Interessante è, invece, evidenziare la riduzione del saldo della bilancia dei pagamenti sul Pil che scende di 4 decimi tra 2025 e 2027, soprattutto per la riduzione del saldo merci (negativamente influenzato dalla lenta dinamica dell'export)

3

I grafici a fine capitolo riportano le differenze tra Scenario A e Scenario B relativamente a sei indicatori macroeconomici.

Nello Scenario B la crescita è inferiore di 5 decimi nel 2026 e di 3 decimi nel 2027. I Consumi finali sono poco impattati dal cambio di scenario e, infatti, nel 2026 non vi è differenza tra gli scenari, mentre nel 2027 la differenza è di un decimo a favore dello Scenario A. Invece, la debolezza dello scenario internazionale e la minor crescita interna impattano negativamente sugli investimenti che nello Scenario B sono fermi nel 2026 contro una crescita dell'1,1% nello Scenario A, mentre nel 2027 cedono 6 decimi di crescita.

Il deterioramento degli indicatori di scenario si ripercuote in modo più evidente sulle esportazioni che perdono nel 2026 quasi 2 punti di crescita nello Scenario

B rispetto allo Scenario A (+0,3% vs +2,2%) e crescono meno della metà nel 2027 (+0,8% vs +1,9%). L'andamento molto fiacco dell'export si ripercuote sull'andamento della Bilancia dei Pagamenti, che cede 2-3 decimi nel 2026-27 rispetto allo Scenario A.

Infine, come indicato in precedenza, è molto limitato l'impatto sulle dinamiche della finanza pubblica e il rapporto tra indebitamento e Pil risulta in peggioramento solo di 1 decimo nello Scenario B.

Tavola 5.1. Principali indicatori economici
(variazioni percentuali, se non diversamente specificato)

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Prodotto interno lordo | 0,7 | 0,5 | 0,3 | 0,4 |
| Importazioni di merci e servizi | -0,7 | 0,9 | 0,5 | 0,9 |
| Consumi finali nazionali | 0,6 | 0,6 | 0,3 | 0,1 |
| - delle famiglie | 0,4 | 0,7 | 0,4 | 0,3 |
| - collettivi | 1,1 | 0,4 | 0,0 | -0,4 |
| Investimenti fissi lordi | 0,5 | 0,5 | 0,0 | 0,9 |
| Esportazioni di merci e servizi | 0,4 | 0,1 | 0,3 | 0,8 |
| Prezzi al consumo | 1,0 | 1,8 | 2,1 | 1,8 |
| Deflatore del Pil | 2,1 | 2,1 | 1,9 | 1,7 |
| Bilancia dei pagamenti (a) | 1,1 | 0,7 | 0,5 | 0,3 |
| Indebitamento netto della PA | | | | |
| - in % del Pil | -3,4 | -3,0 | -2,6 | -2,6 |
| Avanzo primario della PA | | | | |
| - in % del Pil | 0,4 | 0,8 | 1,3 | 1,3 |
| Debito PA (defizione Ue) in % del Pil | 135,3 | 135,6 | 135,9 | 136,5 |
| Reddito disponibile delle famiglie: | | | | |
| - nominale | 3,3 | 3,1 | 2,4 | 2,3 |
| - reale | 1,9 | 1,0 | 0,1 | 0,2 |
| Propensione al consumo (b) | 91,1 | 90,8 | 91,1 | 91,3 |
| Tasso di disoccupazione | 6,5 | 6,2 | 6,1 | 6,0 |

(a) In % del PIL.

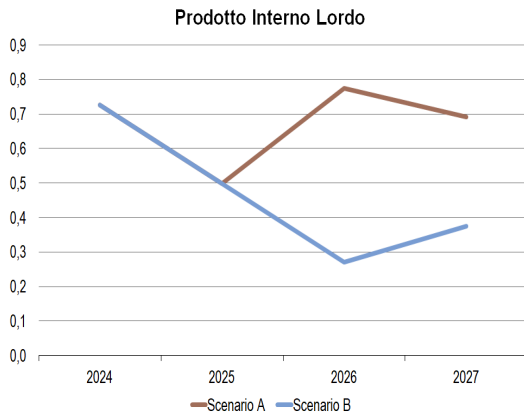
(b) In percentuale del reddito disponibile. Include le istituzioni sociali private senza scopo di lucro al servizio delle famiglie

4

Lo scenario alternativo è stato costruito per osservare le dinamiche economiche in presenza di un diverso impatto temporale delle attuali tensioni internazionali sul fronte commerciale. Infatti, è ipotizzabile che l'impatto dei nuovi accordi commerciali bilaterali stipulati dagli Stati Uniti possa essere concentrato nel 2026, quindi con un certo ritardo rispetto al momento dell'accordo (si sarebbe in presenza della famosa curva a J). Se tale ipotesi trovasse un riscontro nelle dinamiche economiche, i policy makers dovrebbero osservare con attenzione l'andamento del ciclo economico, per evitare che il concentrarsi dell'impatto negativo nel 2026 possa provocare una stagnazione dell'economia.

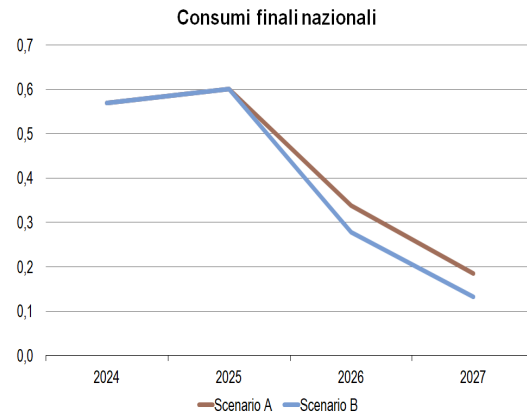
I GRAFICI DELLA PREVISIONE

Grafico 5.2. Il PIL (variazione annua)



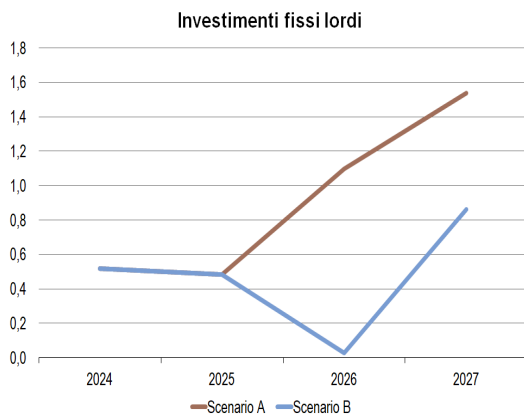
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 5.3. Consumi finali nazionali (variazione annua)



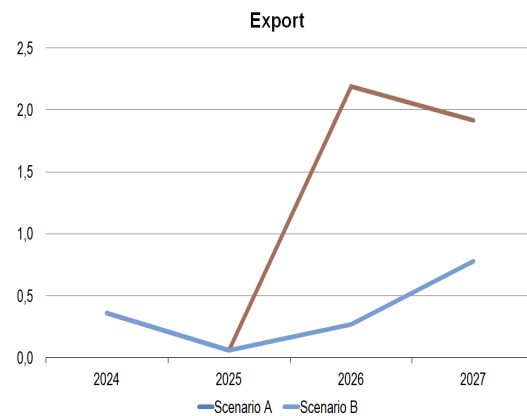
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 5.4. Investimenti fissi lordi (variazione annua)



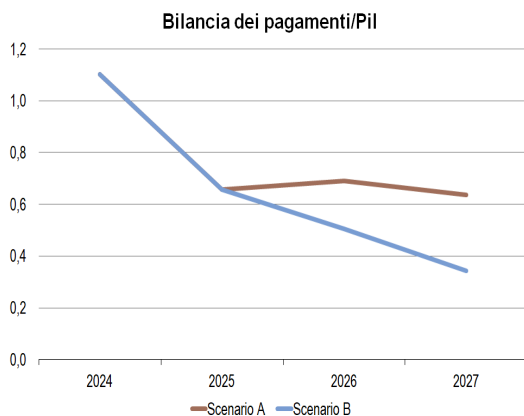
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 5.5. Esportazioni (variazione annua)



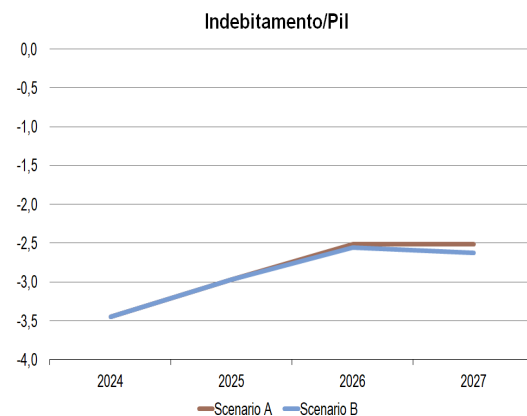
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 5.6. Bilancia dei pagamenti (in % del Pil)



Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 5.7. Indebitamento (in % del Pil)



Fonte: modello econometrico CER.

FISCO E PENSIONI: UN RAPPORTO DA RIVEDERE¹⁶

1

Il potere di acquisto delle pensioni si è notevolmente ridotto negli ultimi quindici anni, sia per gli importi più alti che per quelli medio-bassi. Le ragioni di questa perdita sono varie e convergenti, e riguardano sia il dispositivo automatico di aggiustamento delle pensioni all'inflazione, che il trattamento fiscale dei redditi da pensione.

Entrando nel dettaglio, una pensione di 1.200 euro lorde ha perso circa 70 euro mensili di potere di acquisto dal 2009 al 2025 (tavola 6.1), corrispondenti a circa 900 euro l'anno. Una parte minore di questa perdita è dovuta al ritardo annuale con il quale i trattamenti pensionistici lordi vengono adeguati all'inflazione, ossia al meccanismo di perequazione (grafico 6.1). È invece nell'interazione tra inflazione e prelievo fiscale sui redditi che si nasconde la principale causa del danno subito dai pensionati.

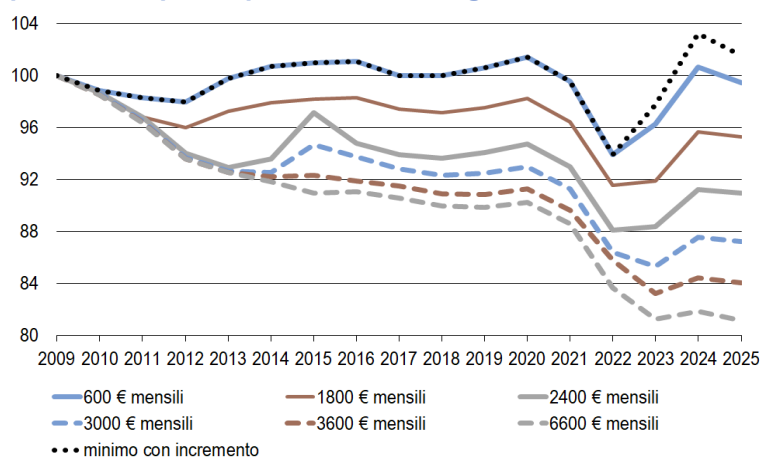
Tavola 6.1. Variazione percentuale cumulata del potere di acquisto per multipli del trattamento minimo al netto della tassazione. Anni 2009-2025

| Multipli trattamento minimo INPS | Variazioni percentuali 2025/2009 | | | Perdita monetaria prezzi 2025 | |
|----------------------------------|----------------------------------|------------|---------------|-------------------------------|-----------------------|
| | Reddito lordo | Tassazione | Reddito netto | Euro/mese | Euro, totale cumulata |
| 600 € mensili | -0,7 | -9,6 | -0,6 | 9 | -354 |
| 1200 € mensili | -0,8 | 72,2 | -6,1 | -69 | -8.943 |
| 1800 € mensili | -0,8 | 21,1 | -4,8 | -73 | -11.217 |
| 2400 € mensili | -5,4 | 10,0 | -9,1 | -177 | -26.404 |
| 3000 € mensili | -8,4 | 6,8 | -12,8 | -300 | -39.339 |
| 3600 € mensili | -13,3 | -5,5 | -16,0 | -425 | -52.197 |
| 6600 € mensili | -16,1 | -10,8 | -18,8 | -787 | -91.328 |

Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

¹⁶ Il presente capitolo riprende le elaborazioni realizzate dal CER per il Coordinamento Unitario Pensionati Lavoro Autonomo (CUPLA) e contenute nel Report "Inflazione, drenaggio fiscale e potere di acquisto delle pensioni", Rapporto CER-CUPLA 2025. Il lavoro è stato presentato pubblicamente presso la Sala Tatarella, Palazzo dei gruppi parlamentari della Camera dei Deputati, in data 15 luglio 2025.

Grafico 6.1. Perequazione per multipli del trattamento minimo, al netto della tassazione diretta; 2009=100, valori a parità di acquisto, pensionato coniugato



Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

2

Il principale impatto dell'inflazione sulle pensioni si produce infatti tramite il drenaggio fiscale (tavola 6.2), che è presente in vari episodi di aumento dei prezzi: prima nel 2010-13, poi nel 2017-19, e infine a partire dal 2021 e fino al 2025. In ognuna di queste accensioni del processo inflattivo, l'effetto del drenaggio fiscale controbilancia o addirittura cancella completamente gli incrementi del reddito nominale prodotti dall'adeguamento automatico delle pensioni (grafico 6.2). Dal 2009 al 2025 il drenaggio fiscale ha prodotto una perdita di oltre mille euro annui per un trattamento lordo pari a 1.200 euro lorde mensili.

Nello stesso periodo si sono succedute varie riforme fiscali che hanno in alcuni casi provocato una riduzione del reddito disponibile – tra il 2010 e il 2013 l'incremento delle addizionali locali ha appesantito il prelievo di oltre cento euro annui – e in altri casi lo hanno sostenuto in modo rilevante, cioè nel 2016-17 e poi nel 2022-25. Nel complesso, le riforme fiscali hanno determinato una riduzione complessiva netta del prelievo tributario di appena 240 euro e gli interventi del 2016-17 e del 2022-25 hanno di fatto rappresentato solo una limitata compensazione all'aumentata pressione tributaria determinata dal drenaggio negli ultimi quindici anni.

3

Le perdite di potere di acquisto si aggravano ulteriormente quando si prendono in considerazione importi pensionistici per i quali l'aggiustamento automatico all'inflazione è solo parziale (tavola 6.2), determinando così una riduzione di reddito lordo reale che si va ad aggiungere all'effetto drenaggio fiscale. Tra il 2010 e il 2013 la perdita annuale di potere di acquisto per una pensione di 2.400 euro

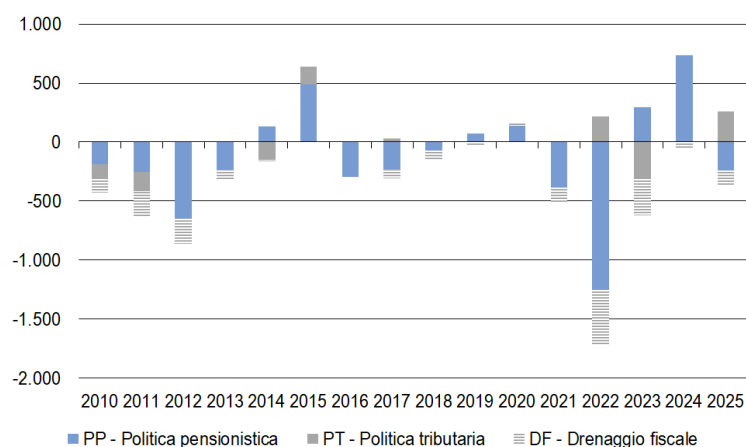
mensili lorde è stata pari a 2.300 euro annui, pari a circa il 9 per cento. Per una pensione di 6.600 euro mensili si arriva ad una caduta di circa il 19 per cento (grafico 6.1). Le perdite cumulate in tredici anni raggiungono valori esorbitanti: 26 mila euro per una pensione di 2.400 euro lorde mensili e 52 mila euro per una pensione di 3.600 euro (tavola 6.1). Drenaggio fiscale e incompleto adeguamento all'inflazione hanno un peso pressoché equivalente nella riduzione del reddito disponibile per pensioni di 2.400-3.000 euro mensili lorde. Per importi superiori la componente drenaggio fiscale si stabilizza e la componente di mancato adeguamento si moltiplica.

Tavola 6.2. Decomposizione delle variazioni del reddito disponibile, 2010-2025. Valori ai prezzi del 2025

| Multipli trattamento minimo INPS | VRD - Variazione del reddito disponibile | PP - Politica pensionistica | PT - Politica tributaria | DF - Drenaggio fiscale |
|----------------------------------|--|-----------------------------|--------------------------|------------------------|
| 600 € mensili | 116 | 103 | 13 | 0 |
| 1200 € mensili | -902 | -101 | 240 | -1.041 |
| 1800 € mensili | -955 | -197 | 252 | -1.011 |
| 2400 € mensili | -2.301 | -1.327 | 73 | -1.046 |
| 3000 € mensili | -3.898 | -1.938 | -80 | -1.880 |
| 3600 € mensili | -5.520 | -3.273 | -40 | -2.206 |
| 4800 € mensili | -7.135 | -5.012 | -10 | -2.114 |
| 6600 € mensili | -10.510 | -7.628 | -740 | -2.142 |

Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

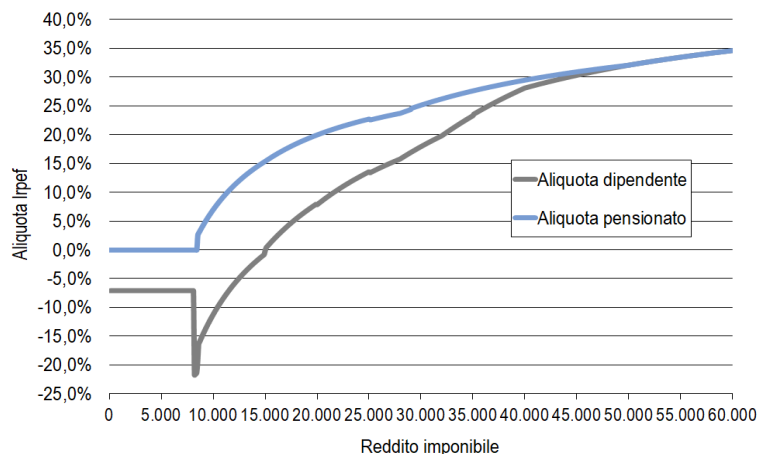
Grafico 6.2. Decomposizione della variazione del reddito netto annuale €1.200 mensili



Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

L'accresciuta pressione fiscale sui redditi da pensione è tanto più gravosa alla luce della disparità di trattamento a cui sono soggetti i redditi da pensione rispetto ai redditi da lavoro dipendente. Fino al 1983 il trattamento fiscale dei redditi da lavoro dipendente e da pensioni era lo stesso. Da allora, si è prodotta una progressiva divaricazione, che ha assunto dimensioni rilevanti negli ultimi anni.

Grafico 6.3. Confronto fra le aliquote impositive per tipologia di reddito



Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

Tavola 6.3. Disparità di aliquote e di reddito disponibile tra dipendente e pensionato

| Dipendente | | | Pensionato | | Disparità di reddito disponibile |
|---------------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|----------------------------------|
| Reddito complessivo | Reddito disponibile | Aliquota media | Reddito disponibile | Aliquota media | |
| 8.200 | 9.982 | -21,7% | 8.200 | 0,0% | 1.782 |
| 10.000 | 11.122 | -11,2% | 9.295 | 7,0% | 1.827 |
| 15.000 | 15.031 | -0,2% | 12.692 | 15,4% | 2.338 |
| 20.000 | 18.436 | 7,8% | 16.009 | 20,0% | 2.427 |
| 25.000 | 21.617 | 13,5% | 19.326 | 22,7% | 2.292 |
| 30.000 | 24.632 | 17,9% | 22.467 | 25,1% | 2.165 |
| 35.000 | 26.862 | 23,3% | 25.347 | 27,6% | 1.515 |
| 40.000 | 28.776 | 28,1% | 28.226 | 29,4% | 550 |
| 50.000 | 33.985 | 32,0% | 33.985 | 32,0% | 0 |

Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

La disparità di trattamento è evidente comparando le aliquote impositive per reddito da lavoro dipendente e per reddito da pensione (grafico 6.3). La differenza di aliquota massima, pari al 21.7%, si raggiunge per un reddito di 8.200 euro, per il quale un dipendente somma Trattamento e Bonus, mentre il reddito del pensionato non riceve né imposizioni, né benefici. Per redditi superiori a 8.200 euro il

differenziale di aliquota si riduce lentamente fino ad annullarsi per un reddito di 50.000 euro. La differenza di reddito disponibile raggiunge il suo massimo in corrispondenza di un imponibile di 20.000 euro ed è pari a oltre 2.400 euro (tavola 6.3). Per imponibili superiori si riduce ma molto lentamente, rimanendo pari a circa 1.500 euro in corrispondenza di un importo di 35.000 euro.

5

Alla luce di questi dati, è importante ricordare che l'importo della pensione minima INPS, pari a 600 euro mensili, è inferiore a ognuna delle soglie di povertà assoluta stimate dall'ISTAT per un individuo tra i 60 e i 74 anni che viva da solo, indipendentemente dalla regione o dalla ampiezza del comune di residenza (tavola 6.4). È vero che, qualora vengano soddisfatti i requisiti di accesso, l'importo della pensione minima viene ulteriormente integrato da ulteriori prestazioni assistenziali e che il più generoso fra essi, l'importo aggiuntivo, comporta un incremento dell'ammontare mensile di circa 155 euro al raggiungimento del settantesimo anno di età. Tuttavia, il valore dell'importo aggiuntivo non viene automaticamente aggiustato all'inflazione ed è quindi rimasto pari a quanto stabilito nell'anno 2000, e anche sommando pensione minima INPS e importo aggiuntivo si arriva ad una somma che è inferiore a gran parte delle soglie di povertà assoluta regionali stimate dall'ISTAT.

Tavola 6.4. Soglie di povertà assoluta regionali valori minimi e massimi per ripartizioni geografiche. Anno 2023, euro, famiglia di un componente di età 60-70, spesa mensile

| | Centro area metropolitana | Periferia area metropolitana e comuni con 50.001 ab. e più | Altri comuni |
|--------|---------------------------|--|---------------|
| Nord | 1117.6 - 893.6 | 947.5 - 846.8 | 972.9 - 846.9 |
| Centro | 1056.5 - 1002.1 | 919.1 - 776.5 | 873.1 - 784.6 |
| Sud | 725.4 - 672.9 | 761.2 - 644.1 | 740.0 - 625.6 |
| Isole | 952.9 - 704.4 | 830.3 - 675.6 | 842.8 - 670.0 |

Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

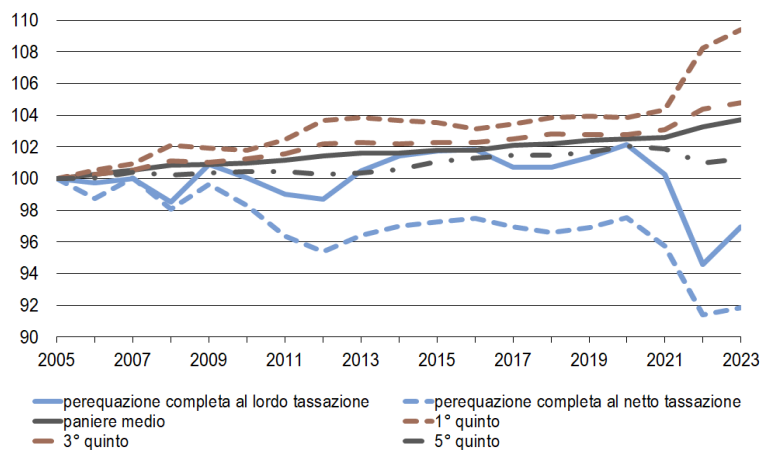
6

Un'ulteriore penalizzazione deriva, per i redditi da pensione, dal dispositivo automatico di adeguamento degli importi pensionistici, basato sulle variazioni dall'indice dei prezzi per le famiglie di operai e impiegati (FOI). Esistono altri due indici nazionali dei prezzi computati dall'ISTAT: l'indice dei prezzi per l'intera collettività nazionale (NIC), e l'indice armonizzato per i paesi dell'Unione europea (IPCA). In realtà il FOI è derivato dal NIC. L'inadeguatezza del FOI nel proteggere il potere di acquisto delle pensioni, e in particolare di quelle di importo minore, dipende da

due motivi. In primo luogo, nell'arco temporale di circa venti anni, il FOI ha sottovalutato l'incremento di costo del paniere di spesa medio delle famiglie più povere. In secondo luogo, anche considerando la spesa media dell'intero aggregato delle famiglie italiane, l'indice FOI sottovaluta l'aumento del suo costo.

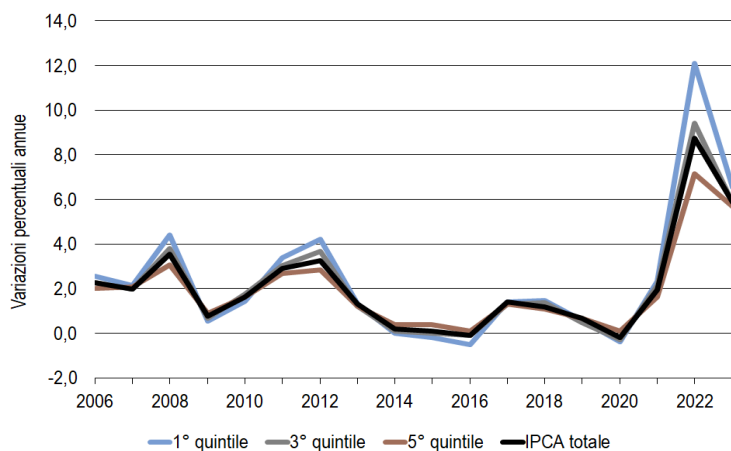
Per quanto riguarda il primo aspetto, le elaborazioni ISTAT mostrano che il quinto della popolazione più povera consuma un paniere di beni che tra il 2006 e il 2023 ha registrato una variazione di costo superiore di circa il nove per cento rispetto al contemporaneo incremento dell'indice dei prezzi FOI (grafico 6.4). Il meccanismo di aggiustamento periodico dei trattamenti pensionistici non è per questo sufficiente ad evitare l'impoverimento delle condizioni economiche delle famiglie più povere ogni volta che l'inflazione subisce una accelerazione (grafico 6.5).

Grafico 6.4. Panieri di consumo per classi di spesa delle famiglie. Numeri indici 205=100, valori a parità di potere di acquisto basato su Ipcfoint



Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

Grafico 6.5. Indice dei prezzi al consumo per classi di spesa. Anni 2006-2023, variazioni % annue

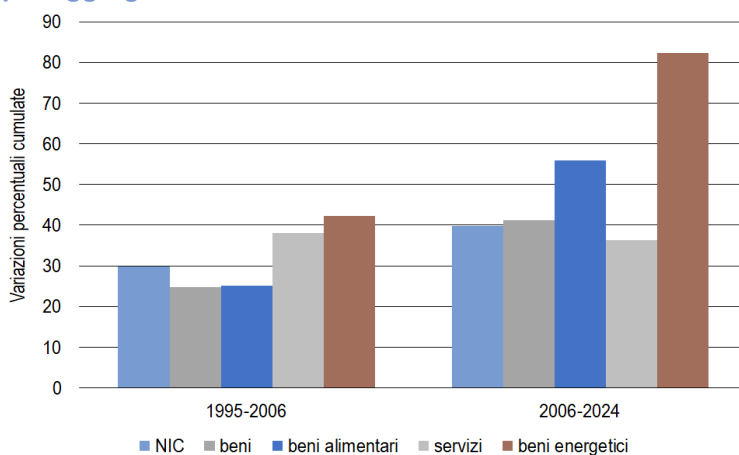


Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

7

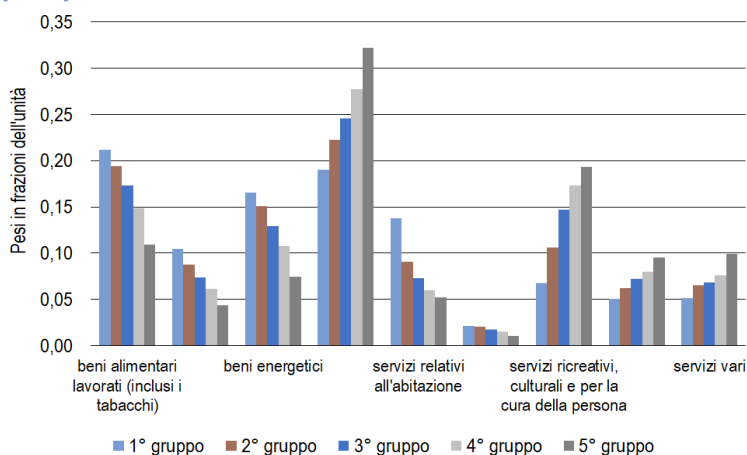
La rilevante distorsione prodotta dal FOI è il risultato di un cambiamento di natura dei processi inflattivi negli ultimi venti anni (grafico 6.6). Nel periodo 1995-2006 l'aggregato dei servizi trainava, accanto ai beni energetici, gli incrementi dei prezzi. In questo contesto, legare l'aggiustamento automatico di salari e pensioni alle variazioni dell'indicatore FOI creava un implicito vantaggio per le famiglie più povere, il cui paniere di consumo ha un minore contenuto di servizi e un maggiore contenuto di beni (grafico 6.7). A partire dal 2006, invece, l'aggregato dei servizi ha mostrato un incremento di prezzi inferiore all'indice medio complessivo, mentre i prezzi dei beni hanno trainato, insieme ai prodotti energetici, l'inflazione.

Grafico 6.6. Variazioni cumulate dei prezzi al consumo (NIC) per aggregati



Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

Grafico 6.7. Pesi degli aggregati speciali nei panieri di consumo medio per classi di spesa. Anno 2024. La somma dei pesi pari all'unità



Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

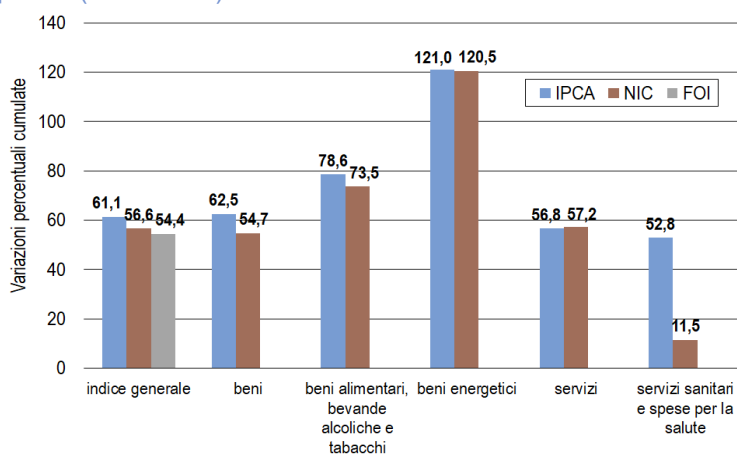
Nel nuovo contesto, le famiglie che consumano in proporzione una maggiore quantità di beni, cioè le famiglie più povere, hanno subito incrementi di costo del loro paniere di consumo superiori a quelli registrati dagli indicatori nazionali.

8

Ma le inadeguatezze del dispositivo automatico di adeguamento delle pensioni ai prezzi non si limitano a questo, perché, al di là degli effetti distributivi prodotti dall'utilizzo di un indicatore nazionale dei prezzi, il FOI è un indice che sottovaluta le variazioni di potere di acquisto delle famiglie. Negli ultimi venticinque anni la variazione cumulata dei prezzi registrata dal FOI è risultata di oltre sei punti percentuali inferiore rispetto a quella registrata dall'IPCA (grafico 6.8), che è basato sulla spesa effettiva delle famiglie, e non considera quindi i costi dei consumi per l'intera collettività nazionale, così come fanno il NIC e il FOI.

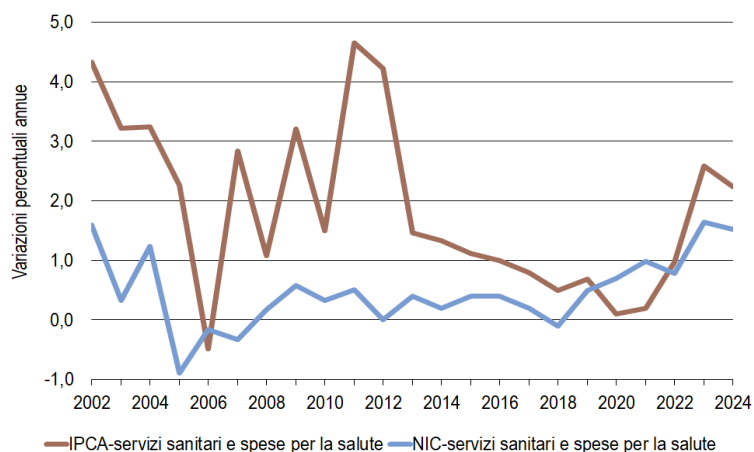
A questo riguardo, l'inadeguatezza specifica del FOI emerge con particolare evidenza quando, sullo stesso arco temporale, si mettano a confronto i tassi di variazione dei prezzi per i servizi sanitari e le spese per la salute registrate da indice NIC e indice IPCA (grafico 6.9). Le variazioni di prezzo registrate dal NIC sono notevolmente ridotte rispetto a quelle dell'IPCA perché considerano non solo le spese delle famiglie per sanità e salute, come fa l'IPCA, ma anche le spese della pubblica amministrazione, che ha esercitato un rilevante controllo sui costi sia della produzione di servizi sanitari che della spesa farmaceutica nel suo complesso.

Grafico 6.8. Variazioni cumulate a confronto degli indici dei prezzi (2001-2024)



Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

Grafico 6.9. Tassi di variazione dei prezzi nei servizi sanitari e spese per la salute. Confronto IPCA-NIC



Fonte: elaborazioni CER su dati INPS e ISTAT.

In definitiva, l'inflazione ha determinato un impoverimento delle pensioni negli ultimi quindici anni per più vie: tramite il drenaggio fiscale, che ha interessato pensioni di qualsiasi importo, tramite la parziale rivalutazione degli importi medio alti prevista dal dispositivo di aggiustamento automatico, tramite le inadeguatezze dell'indice dei prezzi FOI nel rappresentare la spesa dei pensionati¹⁷.

¹⁷ Per correggere almeno parzialmente tali distorsioni, CUPLA ha elaborato una proposta di bonus fiscale per i pensionati fino a 15mila euro di redditi, con un costo per l'erario di 2,8 miliardi e un beneficio medio superiore a 500 euro per i primi due decili di reddito equivalente. Per il dettaglio della proposta si rimanda al documento CUPLA.

