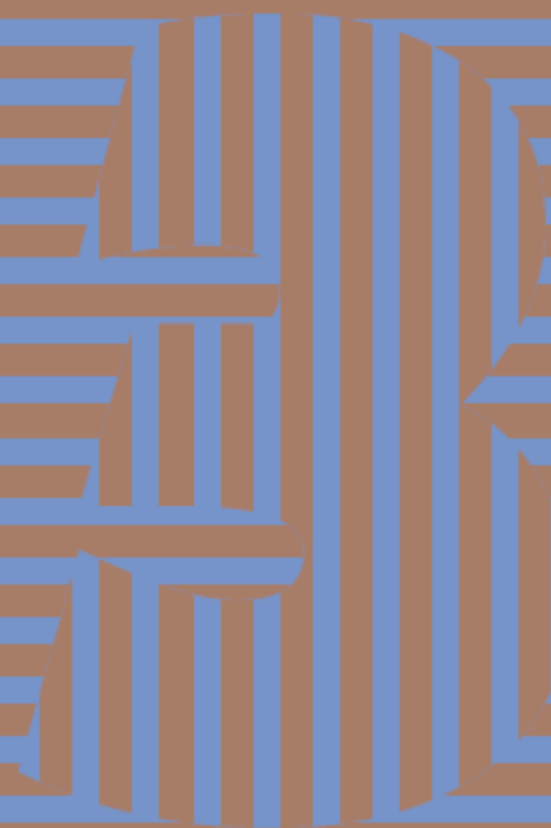


# RAPPORTO



**CEr**

CENTRO EUROPA RICERCHE

n. 3/2025



# 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](mailto:info@centroeuroparicerche.it)  
[www.centroeuroparicerche.it](http://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 – febbraio 2025

# EQUILIBRI MULTIPLI

---

Rapporto CER 3/2025

Il Rapporto è stato elaborato da: Marco Capone, Felice Cincotti, Elena Dell'Endice, Stefano Fantacone, Antonio Forte, Massimiliano Parco, Francesco Tomasone.

<b>LO SCENARIO INTERNAZIONALE</b>	<b>7</b>
EQUILIBRI MULTIPLI	7
RIQUADRO R1: LA NUOVA STRATEGIA PER LA SICUREZZA NAZIONALE NEGLI STATI UNITI	15
<b>LA DEFINIZIONE DELLE ESOGENE</b>	<b>19</b>
LO SCENARIO INTERNAZIONALE	19
<b>LA PREVISIONE MACROECONOMICA</b>	<b>27</b>
IL QUADRO RIASSUNTIVO	27
IL 2026	28
LA PREVISIONE PER IL BIENNIO 2027-2028	30
<b>LA MANOVRA DI BILANCIO E LE PROSPETTIVE DELLA FINANZA PUBBLICA</b>	<b>41</b>
LA MANOVRA DI BILANCIO 2026-2028	41
LE PREVISIONI DI FINANZA PUBBLICA	47
<b>SPESA PER LA DIFESA E INNOVAZIONE: QUALE LEGAME?</b>	<b>55</b>
RIQUADRO R2: LA SPECIFICAZIONE DEL MODELLO DI STIMA: LOCAL PROJECTIONS STATE DEPENDENT	67



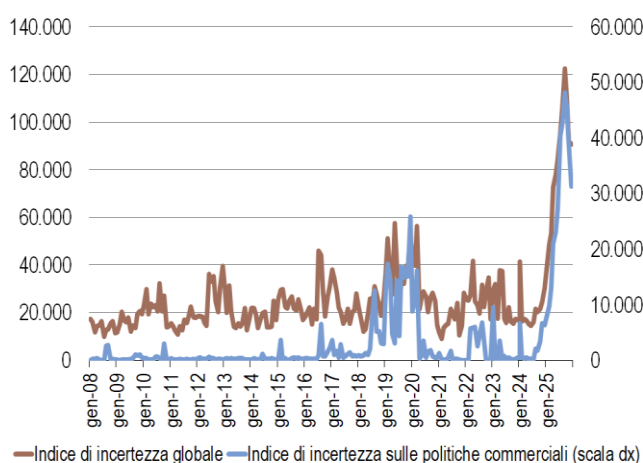
# LO SCENARIO INTERNAZIONALE

## EQUILIBRI MULTIPLI

1

Abbiamo evidenziato nel precedente Rapporto come l'allontanamento dai principi del libero scambio da parte dell'Amministrazione statunitense sposti l'economia internazionale verso un assetto a equilibri multipli. Deriva da ciò un fisiologico aumento del grado di incertezza, inizialmente confinato alla sola sfera economica e al tema specifico dei dazi, ora sempre più associato alla nuova strategia di sicurezza degli Stati Uniti (esterna, ma anche interna, vedi riquadro "La nuova strategia per la sicurezza nazionale negli Stati Uniti"), con preoccupanti risvolti di natura bellica. Nonostante la minaccia tariffaria sia stata ridimensionata rispetto agli annunci iniziali, la misura fornita dal *World Uncertainty Index* continua così a col-

**Grafico 1.1. Indici di incertezza politica e di incertezza commerciale**



Fonte: WUI Database.

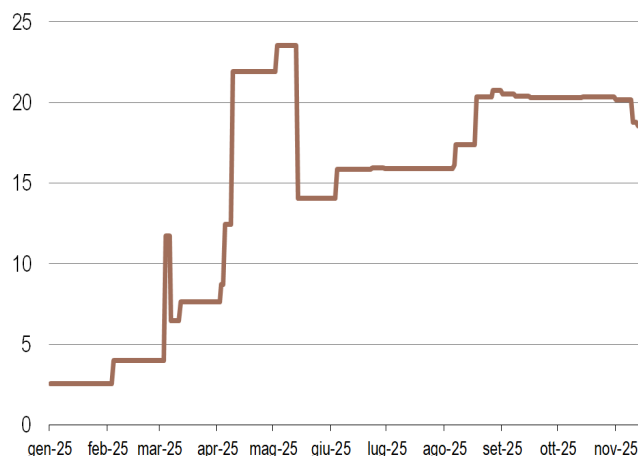
locarsi su livelli di massimo storico, del tutto fuori scala rispetto al passato e con un rientro appena accennato dal picco dello scorso aprile; un andamento analogo si riscontra per il *World Trade Uncertainty Index* (grafico 1.1). Le scelte di investimento e di consumo restano quindi condizionate da news di segno diverso che si succedono senza soluzione di continuità, esponendo il ciclo dell'economia mondiale al rischio di brusche inversioni di tendenza. Il pronunciamento con cui la Corte suprema ha dichiarato illegittime le decisioni tariffarie della Presidenza Trump mette inoltre in evidenza come le azioni intraprese stiano scardinando non solo l'ordine internazionale, ma anche l'assetto istituzionale interno degli Stati Uniti, aumentando ulteriormente, in prospettiva, il grado di incertezza. Tanto più che gli accordi fino a oggi conclusi potrebbero perdere di valore, portando a bloccare i transiti doganali, non essendo chiaro quale livello di dazi vada applicato sulle importazioni provenienti dai vari paesi.

## 2

Nel precedente Rapporto evidenziavamo altresì come una delle condizioni per evitare l'avvitamento dell'economia mondiale sia il mantenimento della fiducia nel libero scambio da parte degli altri paesi. Questa sembra essere effettivamente la direzione intrapresa, con alcune nazioni - in primis la Cina - che hanno predisposto misure ritorsive, ma al solo fine di dotarsi di uno strumento con cui contrattare un trattamento più "generoso" da parte dell'Amministrazione statunitense, e altre economie, come quelle europee, che hanno comunque confidato in un'applicazione parziale dei dazi annunciati, senza adottare a loro volta contromosse tariffarie. Anche laddove c'è stata, la retaliation rispetto alla nuova politica commerciale degli Stati Uniti è rimasta cioè contenuta e, almeno fino a oggi, lo spettro del tracollo degli scambi internazionali, come fu negli anni Trenta del secolo passato, non si è materializzato (si veda oltre su questo punto).

Deriva da ciò una forte asimmetria, dal momento che la tariffa media effettiva applicata dagli Stati Uniti sulle importazioni, pur rientrando dai picchi misurati fra aprile e maggio dello scorso anno, è aumentata fra l'inizio e la fine del 2025 dal 2,5% al 18,5% (grafico 1.2), mentre è rimasta invariata negli altri paesi. Una situazione, va osservato, non del tutto incoerente con l'esigenza di frenare il disavanzo estero statunitense e, più in generale, di promuovere il riassorbimento degli squilibri di parte corrente.

**Grafico 1.2. Stati Uniti, tariffa media effettiva sulle importazioni**



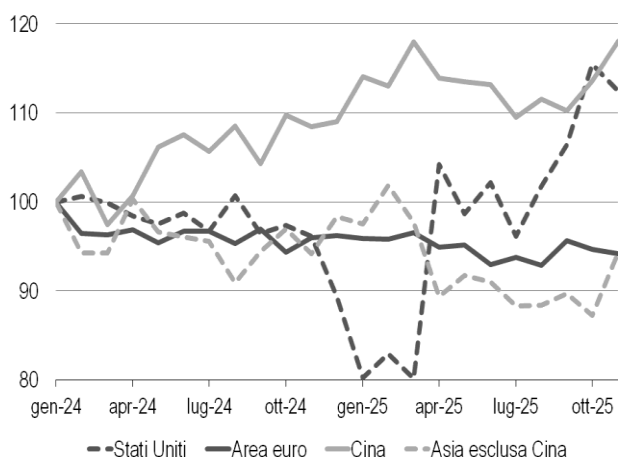
Fonte: World Economic Outlook, Update, January, 2026.

## 3

Osserviamo al riguardo (grafico 1.3) come negli Stati Uniti il rapporto in quantità fra esportazioni e importazioni (ossia il saldo commerciale), dopo essere fortemente diminuito nel primo trimestre 2025 per via di un anticipo degli acquisti dall'estero in vista dell'adozione dei dazi (front loading), abbia assunto inclinazione positiva fino a segnare a fine anno un valore superiore di oltre il 12% rispetto alla base di inizio 2024. Andamento appunto funzionale alla riduzione dello squilibrio con l'estero e favorito, oltre che dalla politica tariffaria, dalla svalutazione del dollaro (vedi oltre). Il medesimo indicatore mostra per la Cina il ripiegamento della tendenza crescente a partire dal mese di aprile, che in prospettiva lascia il paese

asiatico in condizioni di avanzo commerciale ampio, ma non più in aumento. Svolgono un ruolo di shock absorber, con una tendenza a ridurre i propri avanzi commerciali, l'Unione europea e gli altri paesi emergenti asiatici, sia pur con determinanti diversi. Per i paesi asiatici rileva un consistente aumento delle importazioni, probabilmente legato a un fenomeno di "commercio di transito" di merci cinesi

**Grafico 1.3. Rapporto esportazioni/importazioni di beni in alcuni paesi (volumi, indici 2024.1=100)**



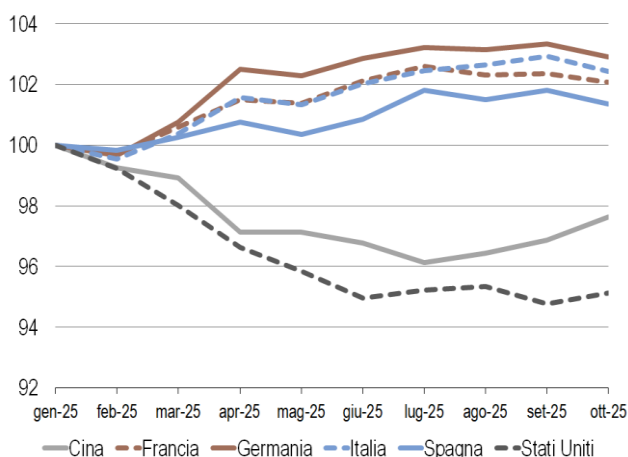
Fonte: elaborazioni CER su dati CPB Trade Monitor.

dirette al mercato finale statunitense. Nel caso dell'Unione europea potrebbe di contro prefigurarsi una perdita di competitività strutturale legata tanto a fattori di costo, quanto allo stadio di maturità raggiunto dal modello di specializzazione. Resta comunque il dubbio di quale contributo le misure tariffarie possano apportare per il rientro del deficit estero statunitense. I dati di fine anno segnalano al riguardo un aumento del disavanzo rispetto al 2024 e soprattutto un consistente rallentamento del tasso di crescita del PIL, esito al momento diverso da quello sperato.

#### 4

Informazioni più di dettaglio sulla competitività di prezzo sono riportate nel grafico 1.4. Si osserva una chiara divergenza, con flessioni del cambio reale in Cina e in misura maggiore negli Stati Uniti, e un apprezzamento nei quattro principali paesi

**Grafico 1.4. Tassi di cambio reali di alcuni paesi**



Nota: un andamento crescente indica perdita di competitività di prezzo e viceversa. Fonte: Banca d'Italia.

europei, confermando come il nuovo assetto delle relazioni internazionali, centrato sulla crescente competizione fra Stati Uniti e Cina, stia mettendo a repentaglio il modello europeo basato sull'accumulo di avanzi commerciali e su una crescita controllata della domanda interna. Dal momento che quest'ultimo aspetto è legato al rigore della politica di bilancio, un ripensamento della strategia

*export-led* è in corso nelle sedi europee e un corollario di ciò è costituito dal ritorno della spesa per la difesa fra le priorità dell'intervento pubblico. Le possibili ricadute tecnologiche di tale scelta sono esplorate nel capitolo quinto del Rapporto.

## 5

La svalutazione del dollaro costituisce un fattore che va caratterizzando le dinamiche innestate dalla svolta protezionistica degli Stati Uniti. Sempre nello scorso Rapporto avevamo sottolineato l'ambiguità del nuovo corso statunitense verso il

cambio. Da una parte si attribuisce a un valore troppo elevato del dollaro la situazione di disavanzo commerciale in cui sono scivolati da molto tempo gli Stati Uniti. Dall'altra parte si riconosce che un apprezzamento del cambio consentirebbe di attenuare le pressioni inflazionistiche eventualmente generate dall'aumento delle tariffe sui beni importati. Quest'ultima

posizione richiama le conclusioni standard della letteratura, che indicano come il tasso di cambio del paese che ricorre ai dazi tenda ad apprezzarsi, per via della minore domanda di importazioni e di valuta estera<sup>1</sup>. Nell'esperienza recente, le elaborazioni del Fondo Monetario Internazionale (grafico 1.5) mostrano come l'andamento corrente del dollaro sia in effetti diverso da quello riscontrato in occasione dell'aumento delle tariffe deciso dalla prima Amministrazione, che fu accompagnato da un apprezzamento della valuta.

## 6

L'apparente allontanamento dall'esperienza passata e dai risultati della letteratura si presta a una valutazione preoccupata, centrata su una possibile crisi di fiducia che potrebbe investire il dollaro nel suo ruolo di riserva internazionale. Una

**Grafico 1.5. Politiche tariffarie e tasso di cambio nominale effettivo del dollaro**



Nota: il grafico mostra l'andamento del tasso di cambio nelle 25 settimane precedenti e successive alle decisioni tariffarie della Prima e della seconda Amministrazione Trump (rispettivamente 2018 e 2025). Un andamento crescente indica apprezzamento del dollaro e viceversa.

Fonte: Fondo Monetario Internazionale.

<sup>1</sup> Per un'analisi recente su questo tema vedi O.Jeanne, Son J., "To what extent are tariffs offset by exchange rates?", *Journal of International Money and Finance*, (2024).

diversa lettura può essere data facendo riferimento a quanto accadde negli anni Trenta, inevitabilmente richiamati come termine di confronto per l'odierna torsione protezionistica degli Stati Uniti. La ricostruzione storica svolta in Pellegrino (2026)<sup>2</sup> ricorda a tal proposito il ruolo svolto dal sistema dei cambi nell'inesco della Grande Depressione, a cui solo in seguito fecero da detonatore le politiche tariffarie. L'inasprimento monetario varato nel 1928 dalla Federal Reserve, mantenuto anche dopo il crollo di borsa del 1929, mise infatti sotto tensione il sistema di cambi fissi allora operante (*gold standard*), portando gran parte dei paesi ad adottare politiche macroeconomiche deflazionistiche con cui difendere la parità aurea. Nel contesto economico pre-keynesiano del tempo, la conservazione delle riserve auree costituiva infatti il principale obiettivo delle banche centrali e la stabilizzazione della domanda aggregata ancora non rientrava nella funzione di preferenza delle autorità monetarie. L'atteggiamento restrittivo di politica monetaria venne così conservato nonostante lo scivolamento in recessione delle singole economie, portando a uno dei più grandi e riconosciuti errori di politica economica della storia. In queste condizioni, anche l'inasprimento delle barriere tariffarie venne utilizzato per ripristinare l'equilibrio delle bilance dei pagamenti, ma sotto il vincolo della parità aurea ciò si tradusse in una vera e propria spirale protezionistica che aggravò oltremodo la portata della depressione.

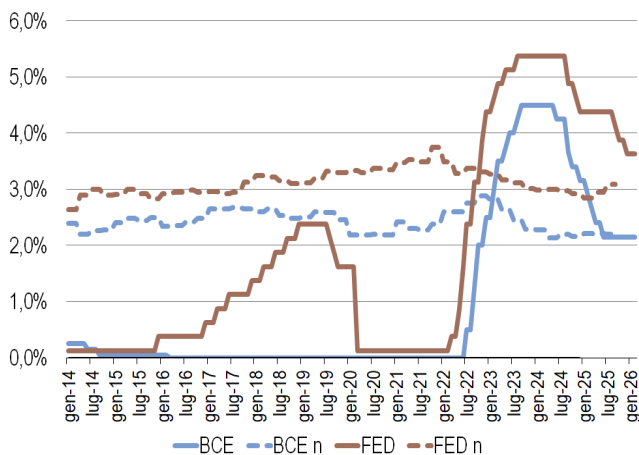
Oggi il *modus operandi* delle politiche monetarie è profondamente cambiato e se ne è avuta dimostrazione tanto nel 2008 quanto nel 2020, quando le recessioni innescate prima dalla crisi finanziaria e poi dalla pandemia sono state contrastate – efficacemente - attraverso misure straordinarie di aumento della liquidità. Soprattutto, prevale ormai un sistema di cambi flessibili, che se non può essere considerato tale da isolare i singoli paesi da episodi recessivi esterni, quanto meno non funge necessariamente da amplificatore degli stessi. Ciò considerando, lo scivolamento del dollaro può essere ritenuto come un fattore capace di attenuare l'impatto delle tariffe sulla domanda aggregata statunitense, in particolare sospingendo le esportazioni. Fatto che determina certo una qualche spinta recessiva sugli altri paesi, resa tuttavia sostenibile dalla presenza di ampi avanzi commerciali nei confronti degli Stati Uniti.

## 7

Va altresì rilevato che l'ambiente monetario in cui si concretizzano le scelte protezionistiche dell'Amministrazione Trump è vicino alla neutralità e molto lontano

<sup>2</sup> Pellegrino D., Il protezionismo negli anni '30 del Novecento: breve storia di un "Trade Policy Disaster", Banca d'Italia, Quaderni di storia economica, n.57, Roma, gennaio, 2026.

**Grafico 1.6. Tassi di policy nell'Eurozona e negli Stati Uniti e tassi naturali**

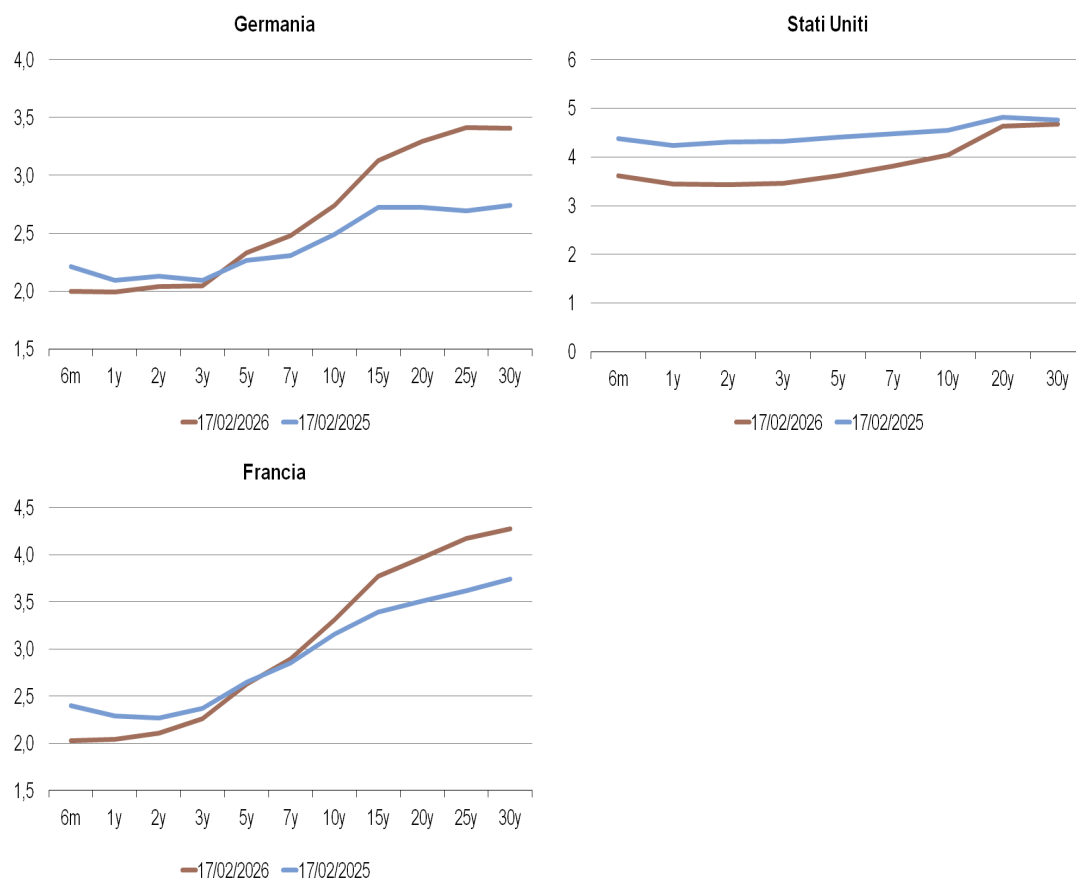


Fonte: elaborazioni CER su dati BCE e Federal Reserve.

dalla dimensione restrittiva degli anni Trenta. Se ne ha un'evidenza dal grafico 1.6, dove si mostra l'attuale sovrapposizione fra il tasso di riferimento della BCE e il corrispondente valore del *tasso naturale*; nel caso degli Stati Uniti l'impostazione appare lievemente più restrittiva, ma la tendenza all'allenta-

mento dai valori del 2023-24 è comunque ben definita. Anche le curve per scadenza hanno assunto un'inclinazione più ripida, tanto in Europa, quanto negli Stati Uniti, segnalando un'impostazione monetaria più accomodante rispetto alle aspettative di inflazione e crescita dei mercati (grafico 1.7).

**Grafico 1.7. Curve per scadenze in alcuni paesi europei e negli Stati Uniti**

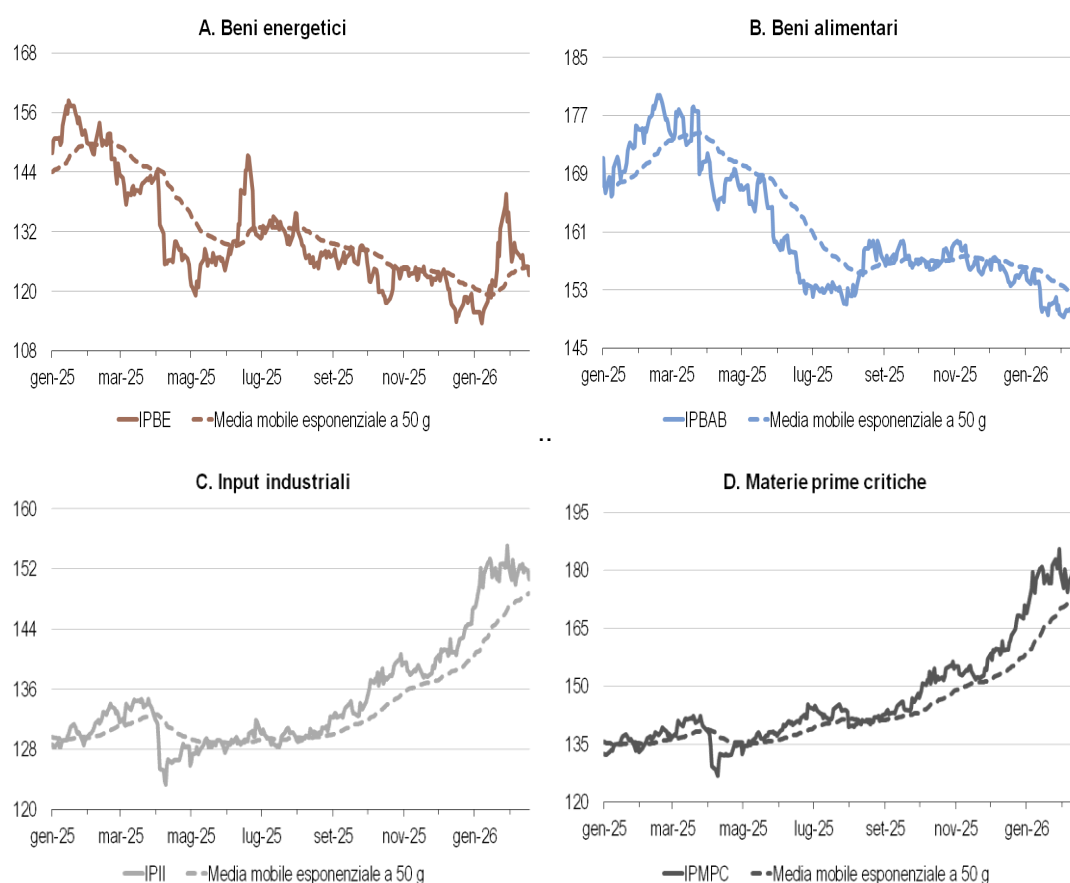


Fonte: modello econometrico CER.

## 8

Nel complesso, è possibile ritenere che le politiche monetarie siano al momento sufficientemente accomodanti da poter assorbire gli impatti potenzialmente recessivi del protezionismo statunitense. Una condizione fortemente dipendente dalla stabilità dei prezzi e qui giocano un ruolo fondamentale i corsi internazionali delle materie prime (grafico 1.8). Non sembra azzardato affermare che il principale fattore stabilizzante dell'odierna congiuntura internazionale sia il ripiegamento dei prezzi energetici, con l'indice da noi elaborato che registra un calo del 7,3% nel 2025 e la media mobile a 50 giorni che accentua la sua inclinazione negativa a partire dal mese di aprile, ossia all'indomani dell'annuncio della nuova politica tariffaria statunitense. Ugualmente in flessione risultano i prezzi dei beni alimentari (-10,5% a fine 2025 rispetto alle media del primo trimestre), altro elemento che contribuisce a mantenere i tassi di inflazione in linea con gli obiettivi delle banche centrali. Spingono in direzione opposta sia i prezzi dei beni industriali, sia i corsi delle materie critiche, ma per ragioni di ponderazione questa flessione manca di scaricarsi sui tassi di inflazione fintanto che restano in fase flettente i beni energetici e i beni alimentari.

**Grafico 1.8. Prezzi delle materie prime internazionali**



Fonte: modello econometrico CER ed elaborazioni su dati FMI.

Qualche incrinatura su questo contesto stabilizzante inizia a manifestarsi a inizio 2026, con un'apparente inversione nell'andamento dei prezzi energetici, i cui livelli si mantengono comunque al di sotto di quelli di inizio 2025 e restano compatibili con elementi specifici legati alle condizioni climatiche o a momentanee incertezze del quadro geopolitico. Cionondimeno, è al contempo poco probabile che nel corso del 2026 i prezzi dei beni energetici scendano ulteriormente, lasciando spazio all'impatto inflazionistico dei maggiori corsi industriali. Dalla fine del 2025, lo spazio di manovra per le politiche monetarie appare dunque essersi ridotto.

## 9

Un'ulteriore lettura che può essere data per la tenuta dell'economia internazionale di fronte alle scelte della Presidenza Trump rimanda al fatto che l'economia statunitense, nonostante le sue dimensioni, è ormai in grado di esercitare un impatto limitato sul ciclo reale mondiale. È proprio questa, a ben vedere, una delle principali motivazioni che muove l'attuale Amministrazione statunitense, le cui scelte tariffarie vengono appunto giustificate alla luce della perduta rilevanza sulle produzioni manifatturiere globali. L'egemonia statunitense resta invece sui mercati finanziari, che dopo la caduta registrata nei giorni immediatamente successivi all'annuncio della sterzata protezionistica, sono tornati ad assumere un'intonazione marcatamente espansiva. Anche su questo fronte stanno peraltro manifestandosi segnali di indebolimento, in particolare con riferimento a una possibile sopravvalutazione dei listini delle aziende tecnologiche. Se una correzione delle quotazioni può a questo punto risultare fisiologica, e forse desiderabile in considerazione dei forti guadagni realizzati, ben altre conseguenze avrebbe l'innescò di un vero e proprio movimento discendente, dal momento che un arretramento della borsa statunitense difficilmente mancherebbe di ripercuotersi sui mercati finanziari mondiali.

## RIQUADRO R1

### LA NUOVA STRATEGIA PER LA SICUREZZA NAZIONALE NEGLI STATI UNITI

Il nuovo documento sulla Strategia di Sicurezza Nazionale (National Security Strategy – NSS) esplicita le priorità di politica estera dell'Amministrazione Trump e costituisce il punto di partenza per la discussione all'interno del Congresso, che affinerà le priorità strategiche dell'attuale corso statunitense. Il documento ha carattere generale - precedendo la stesura di altri documenti con focus più specifici, come il National Defense Strategy - e ha prevalentemente un valore di comunicazione sia interna, per legittimare la posizione dell'esecutivo agli occhi di vari stakeholder nazionali, sia esterna, per le cancellerie degli altri paesi. In questo senso, l'NSS vuole rappresentare una forma di comunicazione politica trasparente, assertiva e vincolante, che comunica quale sia la visione del mondo dell'Amministrazione e anticipa le azioni con cui se ne darà attuazione.

All'interno di questo quadro di riferimento che vale per ogni Amministrazione, il documento adottato dalla Presidenza Trump contiene elementi distintivi molto netti e potenzialmente tali da incidere profondamente sul quadro delle relazioni internazionali.

#### **Dottrina Monroe e geopolitica**

Il documento pone molta attenzione sull'assetto pragmatico che gli Stati Uniti dovrebbero avere riguardo alla politica estera. Viene contestata alle precedenti amministrazioni la volontà di intervenire militarmente in diverse regioni del mondo per imporre sistemi economici liberali, spesso forzando il modello politico autocotono (la famosa "esportazione della democrazia" di cui gli Stati Uniti sono stati accusati per decenni nel periodo post-Guerra Fredda).

Allontanandosi da questa visione e per la prima volta in un documento di questo tipo, l'interesse strategico viene concentrato sul continente americano e sui Caraibi, con l'intenzione esplicita di ritornare alla Dottrina Monroe. Elaborata nel 1823, tale Dottrina Monroe costituì la base ideologica e politica per la costruzione della superpotenza americana, in contrapposizione alle politiche coloniali dei paesi europei. L'intervento in Venezuela sembra appunto confermare la volontà degli Stati Uniti di tornare a considerare il resto del continente americano come il proprio "giardino di casa".

Questo ha una valenza in chiave geoeconomica, in quanto sul continente americano esteso hanno sede importanti giacimenti energetici e di terre rare, centrali per lo sviluppo delle tecnologie future e per la competizione con la Cina. Inoltre, il tema dell'immigrazione dal Messico e dai paesi centroamericani è fattore destabilizzante negli USA. In questa chiave vanno anche letti i primi atti della presidenza Trump in politica estera: minaccia di annessione della Groenlandia;

Canada come cinquantunesimo stato e nazionalizzazione del Canale di Panama. Questi annunci, che non necessariamente avranno una traduzione pratica effettiva, lanciano un segnale agli altri stati americani e ai rivali che provano ad interagire ed estendere la loro influenza (vedi la Cina).

### **Kulturkampf?**

Molto ampio nel documento è lo spazio dato ad una visione ben precisa di un modello socioculturale su cui si dovrebbe rifondare l'occidente. Questo modello riprende le istanze della base MAGA del partito repubblicano e, più in generale, contrappone una visione conservatrice della società al cosiddetto *wokeism*, fenomeno sociale complesso e sfaccettato che ha contraddistinto gli States nell'ultimo decennio. Una delle principali priorità identificata nel documento è la fine della "era dell'immigrazione". Il tema è centrale per la cultura americana che proprio sulla migrazione si fonda e che è sempre stato celebrato in maniera bipartisan (vedere discorso di insediamento presidenza Reagan). L'opzione anti immigrazione è inoltre estesa all'Europa, accusata di accettare l'allontanamento dai propri valori tradizionali e di costruire così i presupposti per riorientare le future alleanze strategiche sulla base di una struttura sociale e culturale profondamente mutata dalle ondate migratorie.

### **Europa**

Contenuto molto rilevante della NSS è appunto quello che riguarda l'Europa. Molti commentatori si sono soffermati su questo aspetto, sottolineando il rischio di una definitiva fine dell'alleanza transatlantica, posizione ribadita anche ai più alti livelli politici di alcuni dei paesi europei. Vanno però fatte delle importanti precisazioni. L'Europa è e rimarrà un'area fondamentale per gli Stati Uniti. I legami commerciali e militari strategici non sono solo garanzia di sicurezza per gli europei; al contrario, essi rappresentano la testa di ponte sulla costa atlantica del continente euroasiatico per gli statunitensi.

Qui appare evidente il valore propagandistico della NSS, pensato per attori esterni. Da un lato abbiamo quella che è stata definita la "*reverse Nixon strategy*" che fa riferimento alla diplomazia del pingpong che Nixon aveva messo in piedi per accentuare ed esacerbare le tensioni sino-sovietiche e separare così Unione Sovietica e Cina. Oggi l'obiettivo americano è inverso, quasi un'eterogenesi dei fini: far leva su Putin e separarlo dalla Cina. Il documento contiene quindi l'intenzione di evidenziare le vulnerabilità europee, arrivando a prospettare la fine dell'espansione della NATO, in funzione pacificatrice con la Federazione Russa. Dall'altro lato, l'obiettivo è un attacco diretto al modello dell'Unione europea. L'UE è vista come rappresentante di eccessiva burocrazia, di interventismo statale e financo di minaccia alla "libertà di parole"; valori antitetici a quelli del modello sociale americano.

In generale, dal punto di vista geopolitico un'Europa divisa è un'Europa più debole e di conseguenza più funzionale alle strategie americane di contenimento russo. Ciò senza un'organicità continentale, che finirebbe per minacciare la supremazia statunitense o comunque non farne i diretti interessi. In questo senso la NATO rimane uno strumento fondamentale di controllo militare dell'Europa che deve gestire i costi ordinari della propria difesa lasciando intelligence e strategia direttamente a Washington.

Inoltre, come detto prima, la NSS presenta un vero attacco culturale all'Europa. Descritta come pigra, indolente e ormai in declino costante, l'attuale sistema politico dell'Unione (sebbene mai citato esplicitamente) viene identificato come responsabile dell'arretramento. Così viene giustificato l'utilizzo di mezzi e risorse per aiutare e sovvenzionare i partiti più in linea con il modello che gli Stati Uniti auspicano.

Antimmigrazione e priorità data alle nazioni sono i concetti chiave dell'attacco all'Europa con una più o meno velata minaccia di ingerenze dirette nel processo elettivo e decisionale dei vari paesi. L'ingerenza americana nella politica europea (e mondiale) non è d'altronde una novità, ma quello che oggi è cambiato è la diminuita rilevanza dell'integrazione europea per gli obiettivi strategici degli Stati Uniti. Il sostegno anche economico alla costruzione europea ha costituito un elemento centrale delle relazioni transatlantiche durante la guerra fredda, per il timore che un malessere economico-sociale potesse favorire i partiti comunisti; inoltre, un'Europa più unita, e più forte, era una garanzia contro la presenza politica e militare dell'URSS. Oggi le premesse sono cambiate, il contenimento militare russo è ritenuto meno impellente e una frammentazione interna all'Europa non è più ritenuta un rischio, ma forse un'opportunità in chiave di un accrescimento del potere contrattuale statunitense, anche e soprattutto in chiave anti cinese.



# LA DEFINIZIONE DELLE ESOGENE

## LO SCENARIO INTERNAZIONALE

1

Il 2025 sarà ricordato come un anno in cui l'incertezza è stata la variabile fondamentale: conflitti insoliti, nuove politiche degli Stati Uniti, incertezza sul fronte delle relazioni internazionali, prezzi di alcune materie prime in costante ascesa, debolezza del dollaro pur in presenza di tassi di interesse più elevati negli Stati Uniti. Il 2026 dovrebbe proseguire sulla stessa traiettoria, considerando che gli attori in campo saranno gli stessi. Inoltre, il 2026 è l'anno in cui i cambiamenti avvenuti nel 2025 andranno a dispiegare per la prima volta compiutamente i loro effetti. Quindi, non è difficile ipotizzare che lo scenario di riferimento rimanga sostanzialmente invariato, pervaso da incertezza. Tuttavia, alcuni indicatori economici mostrano una stabilità e resistenza inaspettata. Si pensi alla tenuta del commercio mondiale o alla performance di alcune economie, come quella statunitense, che hanno superato i marosi del 2025 con conseguenze meno devastanti rispetto a quanto si poteva prevedere, data la profondità dei cambiamenti in corso. In questo scenario difficile da decifrare si inserisce l'annuncio da parte della presidenza Trump del futuro presidente della Federal Reserve. Visti gli attriti, non celati, tra Trump e l'attuale Presidente Powell (nominato dallo stesso Trump nel corso del suo primo mandato), ci si attendeva un nuovo Presidente molto più incline a seguire i desiderata dall'attuale Presidente degli Stati Uniti. Invece, il nome di Kevin Warsh come futuro Presidente della Federal Reserve ha aumentato i dubbi, in quanto potrebbe difendere con più forza del previsto l'indipendenza della Fed. Proprio per questo motivo, dopo l'annuncio del suo nome, sui mercati si è osservato un netto calo della quotazione dell'oro. La situazione, quindi, è diventata di ancor più difficile interpretazione. Se in questo contesto si aggiungono le frequenti minacce di aumento dei dazi, seguite da accordi, più o meno stabili, ecco che il quadro di incertezza sembra rimanere una costante anche per il nuovo anno. A livello di politiche monetarie, la Federal Reserve ha ripreso a ridurre il tasso di policy a settembre 2025, dopo una pausa di otto mesi, ma a gennaio 2026 ha deciso di lasciarli invariati. È difficile trovare un equilibrio tra un mercato del lavoro che rallenta e che, quindi, necessiterebbe di uno stimolo, e un tasso di inflazione colpito da tensioni, dazi e incertezze, che richiede una politica monetaria più accorta. Le scelte del futuro Presidente non saranno facili.

La Banca Centrale Europea, invece, è in una fase di stasi: il tasso di policy ha raggiunto il livello naturale, intorno al 2%, e, quindi, ora la politica monetaria è diventata neutrale. Il tasso di inflazione sembra tornato stabile e l'economia, pur non brillando, continua ad espandersi, con una crescita dello 0,3% in ognuno degli ultimi due trimestri 2025. Quindi, se negli Stati Uniti le decisioni di politica monetaria appaiono più difficili, nell'Area euro lo scenario pare più equilibrato e rende più agevole le scelte della BCE.

Sullo sfondo rimangono costanti minacce alla stabilità dei prezzi: il conflitto russo-ucraino pare di difficile risoluzione; le tensioni in Medio Oriente sono solo lievemente diminuite e rimangono potenzialmente molto pericolose; stanno nuovamente crescendo le tensioni tra US e Iran, dopo la dura repressione delle rivolte a Teheran e in altre città iraniane; la guerra commerciale potrebbe avere conseguenze sui prezzi proprio a partire da quest'anno, sia come effetto diretto dei dazi sia a seguito della riduzione della spinta concorrenziale; l'esplosione dei prezzi di alcune materie prime potrebbe gonfiare i prezzi di alcuni importanti prodotti.

Tenendo a mente tutti questi fattori, in prospettiva, la distanza tra i tassi di policy di FED e BCE andrà gradualmente a ridursi. Di tenore opposto la situazione delle politiche fiscali, con una maggior espansione negli Stati Uniti (nel 2025 vi sono stati diversi provvedimenti espansivi, come il Beautiful Bill Act) e una maggior attenzione ai saldi di finanza pubblica in Europa, essendo ritornato a regime il nuovo patto di Stabilità. Nell'Area euro si configurerebbe una situazione di politica monetaria neutrale e assenza di stimoli fiscali, mentre negli US si avrebbe stimolo fiscale e politica monetaria lievemente restrittiva.

Infine, si conferma un rallentamento delle politiche per la transizione green, rinviando ancora una volta gli obiettivi di riduzione dell'inquinamento. Gli Stati Uniti hanno compiuto una virata netta in questo campo, abbandonando i principali accordi internazionali, mentre in Europa, pur rimodulando il processo, gli obiettivi di medio termine di riduzione dell'impatto ambientale sembrano rimanere intatti.

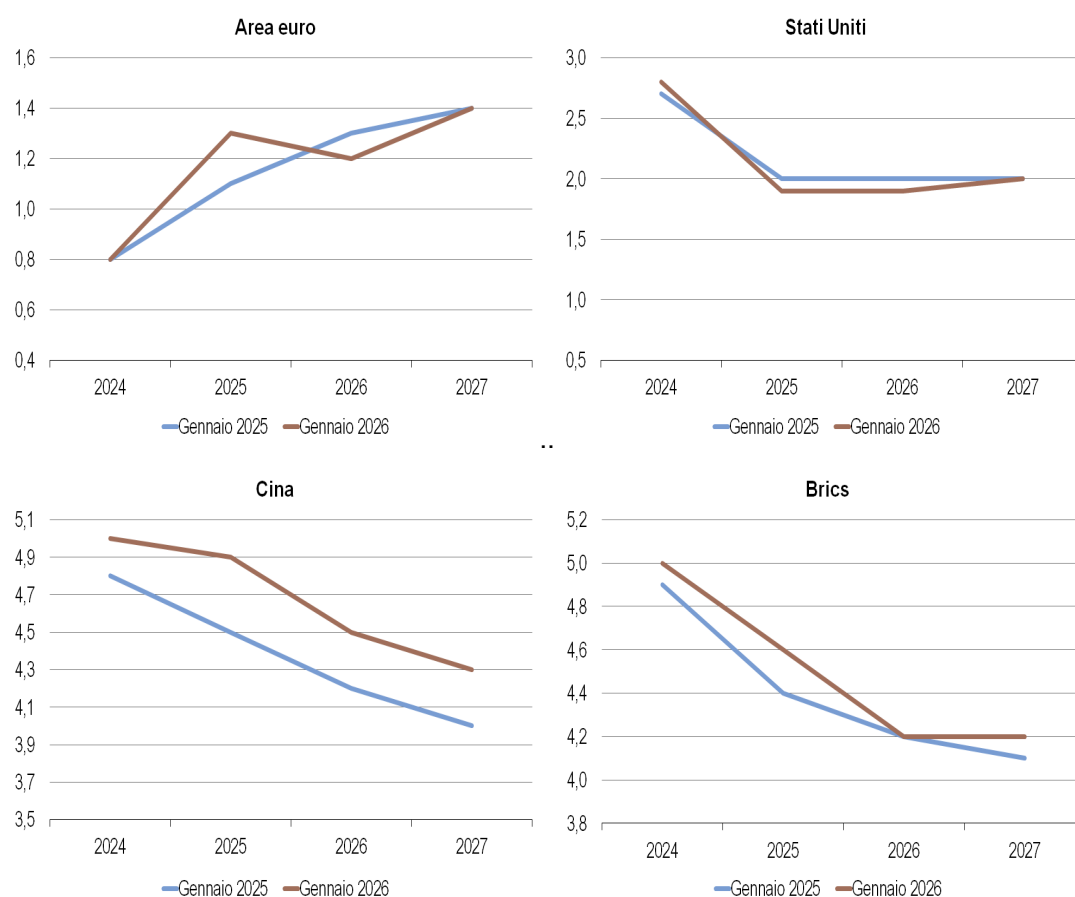
In conclusione, negli ultimi Rapporti di previsione era già stato evidenziato il crescente livello di incertezza nella definizione dello scenario e, a distanza di un anno, lo scenario di riferimento appare ancora particolarmente instabile.

## 2

Con il grafico 2.1 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 a gennaio 2025 e a gennaio 2026. A distanza di un anno, le stime di espansione per l'Eurozona sono lievemente migliorate per il 2025, hanno subito una limatura per il 2026, sono rimaste invariate per il 2027 e marginalmente migliorate per il 2028. Il

miglioramento è stato di 2 decimi per il 2025, seguito da una riduzione di 1 decimo per il 2026 e dopo un 2027 invariato, un miglioramento di 1 decimo nel 2028. Nel preconsuntivo 2025 la crescita dell'Area è pari all'1,3%, per poi scendere all'1,2% nel 2026 e rimanere all'1,4% nei due anni seguenti. Per gli Stati Uniti, invece, si osserva un lieve peggioramento nel preconsuntivo 2025, ora di 1 decimo inferiore rispetto alla previsione di gennaio 2025, un taglio di 1 decimo nel 2026, una previsione stabile nel 2027 e un miglioramento di 1 decimo nel 2028. In tutto l'arco di previsione la crescita è prevista posizionarsi intorno al 2%, quindi almeno mezzo punto più alta di quella dell'Area euro. Non sono tassi di espansione da primato, ma le attuali valutazioni confermano per tutto il triennio 2026-28 un'espansione più rapida negli Stati Uniti che nell'Eurozona, con differenze immutate nelle previsioni di gennaio 2025 e gennaio 2026.

**Grafico 2.1. Previsione di crescita per le principali aree**



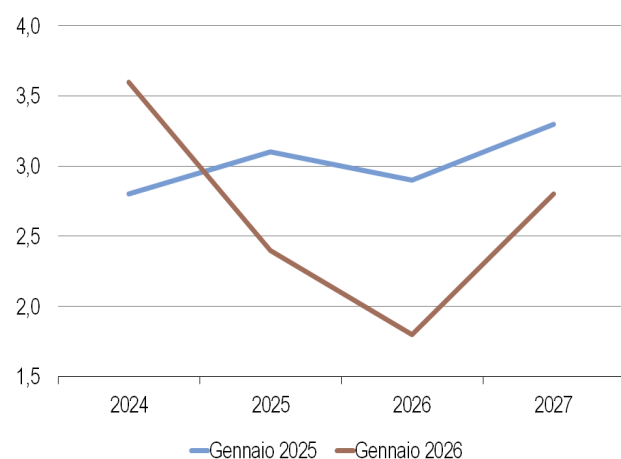
Fonte: Focus Economics.

Per la Cina e i BRIC le stime più recenti scontano una dinamica di crescita migliore per quasi tutti gli anni di previsione, con incrementi di 3-4 decimi per la Cina e di 1-2 decimi per i BRIC. Per la Cina si conferma il graduale rallentamento, ma

il dato del 2028 si situa oltre la soglia del 4%, contrariamente a quanto previsto a gennaio 2025. Anche per i BRIC la crescita si conferma oltre il 4% fino al 2028, ma con un ritmo costante tra 2026 e 2028.

Le modifiche apportate alle previsioni sul commercio mondiale (export mondiale) nell'ultimo anno sono mostrate nel grafico 2.2. Per il 2025 l'ultima previsione è

**Grafico 2.2. Previsione di crescita per il commercio internazionale**



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

ora peggiore di 7 decimi, indicando un'espansione del 2,4%. Pur essendo inferiore alla previsione di gennaio 2025, è bene evidenziare che questo dato è migliorato nel corso degli ultimi mesi. Infatti, nel precedente Rapporto CER il dato di espansione per il 2025 era inferiore al 2%. Per il 2026 la revisione al ribasso è stata di 1,1 punti,

portando il ritmo di crescita all'1,8%. Nel 2027 vi è una ripresa, con una crescita del 2,8%, ma questa recente previsione è comunque inferiore di mezzo punto rispetto a quella elaborata nel gennaio 2025. Nell'ultimo anno di previsione, l'attuale stima di crescita dell'export mondiale è pari ad un +3%, che è 3 decimi inferiore rispetto alla previsione di gennaio 2025. Lo scenario attuale, quindi, mostra una crescita lenta del commercio con un tasso di espansione che nei primi due anni è inferiore al 3% e arriva a questa soglia solo nel 2028. È evidente in questo scenario l'impatto delle nuove politiche commerciali degli Stati Uniti, con le barriere tariffarie introdotte nel corso del 2025.

### 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 o leggermente migliori (tavola 2.1). Per il 2026 il ritmo di espansione assunto per gli Stati Uniti è pari al 2,0%, mentre per l'Eurozona è dell'1,2%. Nel 2027 e 2028 la crescita si collocherebbe all'1,4% e all'1,5% nell'Eurozona, contro saggi di espansione del 2,3% e del 2,5% negli Stati Uniti.

Per il commercio mondiale ipotizziamo un rallentamento nel 2026 rispetto al 2025 (con crescita del 2,5%) e poi un tasso di espansione in graduale ripresa nei due anni successivi, per arrivare al +3,0% nel 2028.

**Tavola 2.1. Le esogene della previsione**

	2024	2025	2026	2027	2028
PIL Stati Uniti	2,8%	2,2%	2,0%	2,3%	2,5%
PIL Area euro	0,8%	1,3%	1,2%	1,4%	1,5%
Commercio mondiale	3,5%	4,0%	2,5%	2,8%	3,0%
Tassi di Policy (media annua)					
- BCE (*)	4,1%	2,4%	2,0%	2,0%	2,2%
- Federal Reserve (**)	5,2%	4,2%	3,5%	3,2%	3,1%
Tassi di interesse a breve termine (3 mesi, media annua)					
- euro	3,6%	2,2%	2,1%	1,9%	2,3%
- dollaro	5,0%	4,1%	3,3%	3,0%	2,9%
Tassi di interesse a lungo termine (10 anni, media annua)					
- Germania	2,3%	2,6%	2,8%	2,9%	3,0%
- Stati Uniti	4,2%	4,3%	4,0%	3,8%	3,8%
Cambio dollaro-euro (media annua)	1,08	1,13	1,18	1,20	1,20
- variazioni percentuali	0,1%	4,6%	4,4%	1,7%	0,0%
Prezzi delle materie prime					
- Brent (barile in \$, media annua)	81,0	68,0	62,0	62,0	62,0
- Indice materie prime Italia (var %)	-8,0%	-14,0%	-5,0%	-1,7%	0,0%

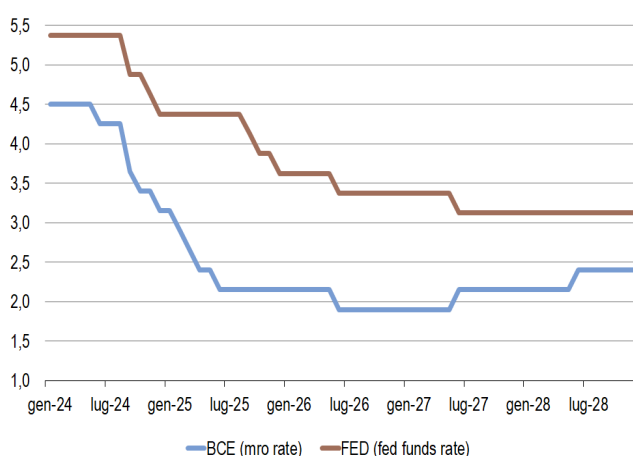
(\*) Si considera il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.

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

#### 4

Con riferimento ai tassi d'interesse, riportiamo nel grafico 2.3 le nostre ipotesi sull'evoluzione della politica monetaria. Sui tassi statunitensi proiettiamo le ultime previsioni del board della Federal Reserve che prevedono un tasso sui federal funds al 3,4% a fine 2026 e al 3,1% a fine 2027 e 2028. Per i tassi di

**Grafico 2.3. Tassi di policy della Federal Reserve e della BCE**



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

policy europei (consideriamo il tasso BCE MRO) riteniamo che possa esserci un solo taglio nel 2026, che non modificherebbe nella sostanza la *stance* della politica monetaria, seguito da un aumento nel 2027 e da uno nel 2028. Rispetto al precedente Rapporto di previsione del CER, questa dinamica dei tassi di policy porta ad un valore del tasso di policy lievemente più basso per la Federal Reserve e più alto per la BCE.

Nelle medie annue, dopo i valori del 2024 e 2025 pari al 4,07% e 2,38% per la BCE e a 5,15% e 4,21% per la Fed, le nostre assunzioni si traducono per gli Stati Uniti in un tasso medio 2026 pari al 3,5%, in un calo al 3,2% nel 2027 e al 3,1% nel 2028 (rispetto al precedente Rapporto di previsione il tasso è più basso di 3 decimi sia nel 2026 che nel 2027). Il tasso BCE MRO, invece, sarebbe pari al 2,00% nella media 2026, per poi salire al 2,05% medio nel 2027 e arrivare al 2,30% nel 2028 (rispetto al precedente Rapporto di previsione, il tasso è più basso di 15 punti base nel 2026 e di 10 pb nel 2027).

## 5

Venendo ai tassi di mercato, per i rendimenti a 3 mesi, negli Stati Uniti nel 2025 il livello medio annuo è stato pari al 4,1% (Treasury Bill), nel 2026 il tasso scende al 3,3%, per poi attestarsi al 3,0% nel 2027 e al 2,9% nel 2028 (rispetto al precedente Rapporto il valore è 4 decimi inferiore nel 2026 e 5 decimi più basso nel 2027). Per l'Area euro, dopo il dato medio del 2025 pari al 2,2%, si osserva un lieve calo dell'Euribor 3 mesi al 2,1% nel 2026 e all'1,9% nel 2027 prima di risalire al 2,3% nel 2028. Rispetto al precedente Rapporto, l'Euribor 3 mesi è stimato 1 decimo più alto nel 2026 e invariato nel 2027.

Per i tassi a lunga adottiamo uno scenario di lieve crescita per il decennale tedesco e di lieve riduzione per quello statunitense. I livelli dei tassi decennali sono stati in marginale crescita nel 2025 negli Stati Uniti e in Germania (come avevamo previsto). Negli anni di previsione, il decennale statunitense cala al 4,0% nel 2026, poi scende al 3,8% nel 2027 e rimane invariato nel 2028. Il tasso sul Bund decennale, invece, sale al 2,8% nel 2026, per poi crescere di 1 decimo nel 2027, al 2,9%, e ancora di 1 decimo nel 2028 al 3,0%. Per i tassi decennali statunitensi, la differenza rispetto al precedente scenario è nulla sia nel 2026 che nel 2027, avendo riproposto la stessa previsione. Invece, per il decennale tedesco, rispetto al precedente Rapporto di previsione, il tasso è più elevato di 4 decimi nel 2026 e di 6 decimi nel 2027. Il differenziale tra i tassi decennali tedeschi e statunitensi è previsto in riduzione, passando dai 170 punti base del 2025 agli 80 del 2028.

## 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 è passato dalla media annua di 1,08 del 2024 a 1,13 del 2025. Nel 2026 e 2027 l'incremento è previsto meno marcato, con il cambio che arriva a 1,18 nel 2026 e a 1,20 nel 2027 per stabilizzarsi a questo livello nel 2028. Il livello del tasso di cambio è invariato rispetto al precedente Rapporto, poiché era stato già inglobato nella previsione 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 anche per effetto dell'apprezzamento dell'euro. Più precisamente, proprio nel biennio 2026-27 la riduzione dell'indice delle materie prime è da ricondurre quasi esclusivamente ad un apprezzamento dell'euro. Per il Brent, dopo la riduzione del 2025, si assume un ulteriore lieve calo nel 2026 e poi l'ipotesi tecnica di stabilità nei due anni finali di previsione. Rispetto alla precedente previsione il Brent è più basso di 3 dollari e le materie prime sono ora in calo lievemente più marcato nel 2026 rispetto a quanto precedentemente impostato.

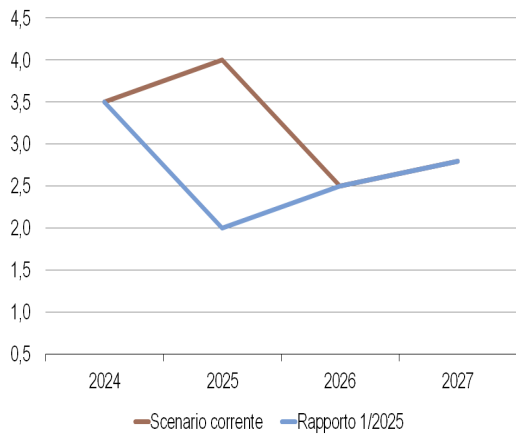
## 7

I grafici 2.4-2.9 illustrano più in dettaglio le differenze apportate alle esogene rispetto al precedente esercizio di previsione. La crescita del commercio mondiale è stata migliore del previsto nell'anno appena chiuso, ma in previsione viene confermata l'impostazione precedente, con un 2026 di crescita più lenta e accelerazione nel 2027 e nel 2028. Questo andamento è, ovviamente, collegato alla rimodulazione del commercio globale a seguito delle nuove politiche degli Stati Uniti. Per il petrolio, come detto in precedenza, la revisione è stata al ribasso: mentre nel Rapporto 1/2025 si assumeva un valore di 65 dollari al barile per il Brent nel 2026 e 2027, adesso la previsione tecnica è di un prezzo di 62 dollari nel triennio di stima. Per il PIL dell'Area euro la crescita è stata 6 decimi più alta nel 2025, ed è prevista più alta di 1 decimo nel 2026 e più bassa di 1 decimo nel 2027. Per gli Stati Uniti la revisione positiva della crescita nel 2025 è stata di 7 decimi, mentre in previsione lo scenario corrente mostra una crescita più forte di 2 decimi nel 2026 e di 3 decimi nel 2027.

Per i tassi di interesse europei, la nuova ipotesi sull'Euribor a 3 mesi è superiore di 1 decimo nel 2026 ed è rimata invariata nel 2027. Il tasso sul titolo decennale tedesco è posizionato 40 punti base più in alto nel 2026 e 60 punti base più in alto nel 2027.

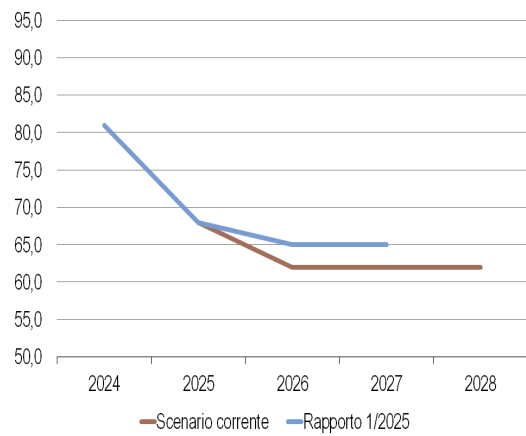
Per i tassi statunitensi la nuova ipotesi sul tasso a 3 mesi è 40 punti base più bassa nel 2026 e 50 punti base inferiore nel 2027. Invece, rispetto al precedente Rapporto di previsione, il tasso sul titolo decennale statunitense è posizionato allo stesso livello sia nel 2026 che nel 2027.

**Grafico 2.4. Il Commercio internazionale**



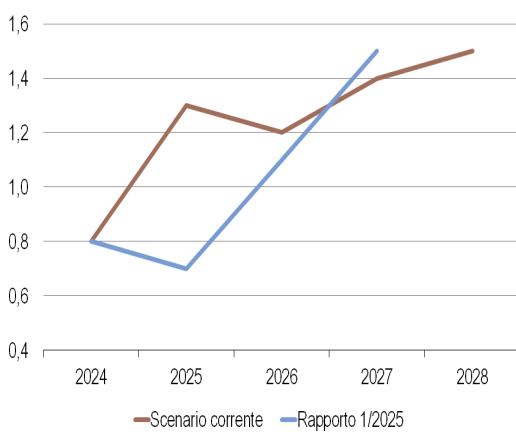
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 2.5. Prezzo del petrolio Brent**



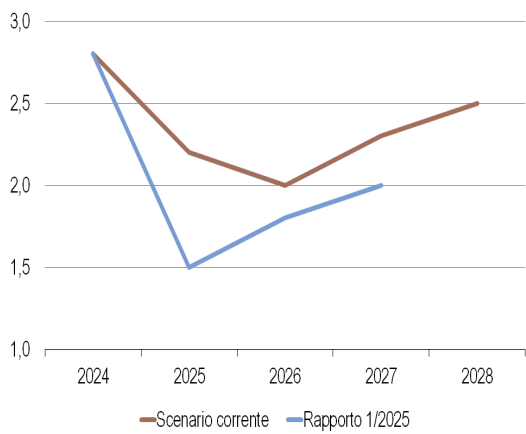
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 2.6. Variazione PIL Area euro**



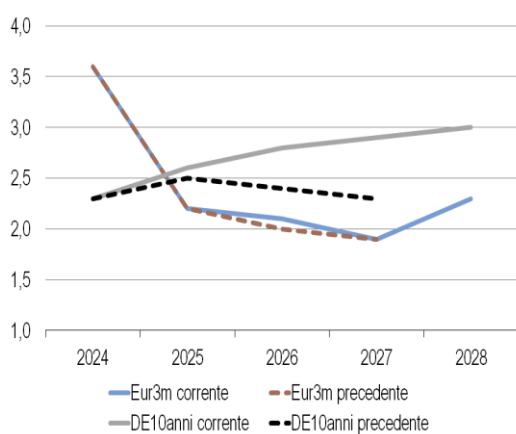
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 2.7. Variazione PIL Stati Uniti**



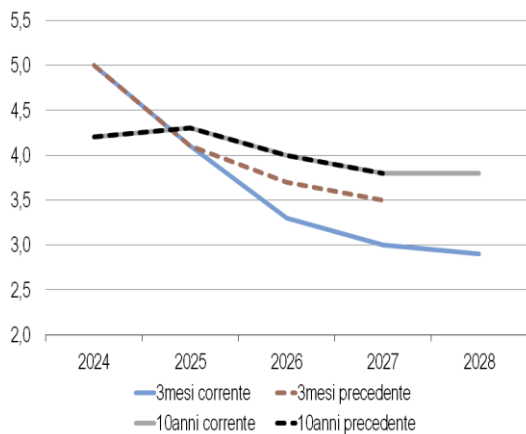
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 2.8. Tassi Area euro**



Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 2.9. Tassi Stati Uniti**



Fonte: modello econometrico CER.

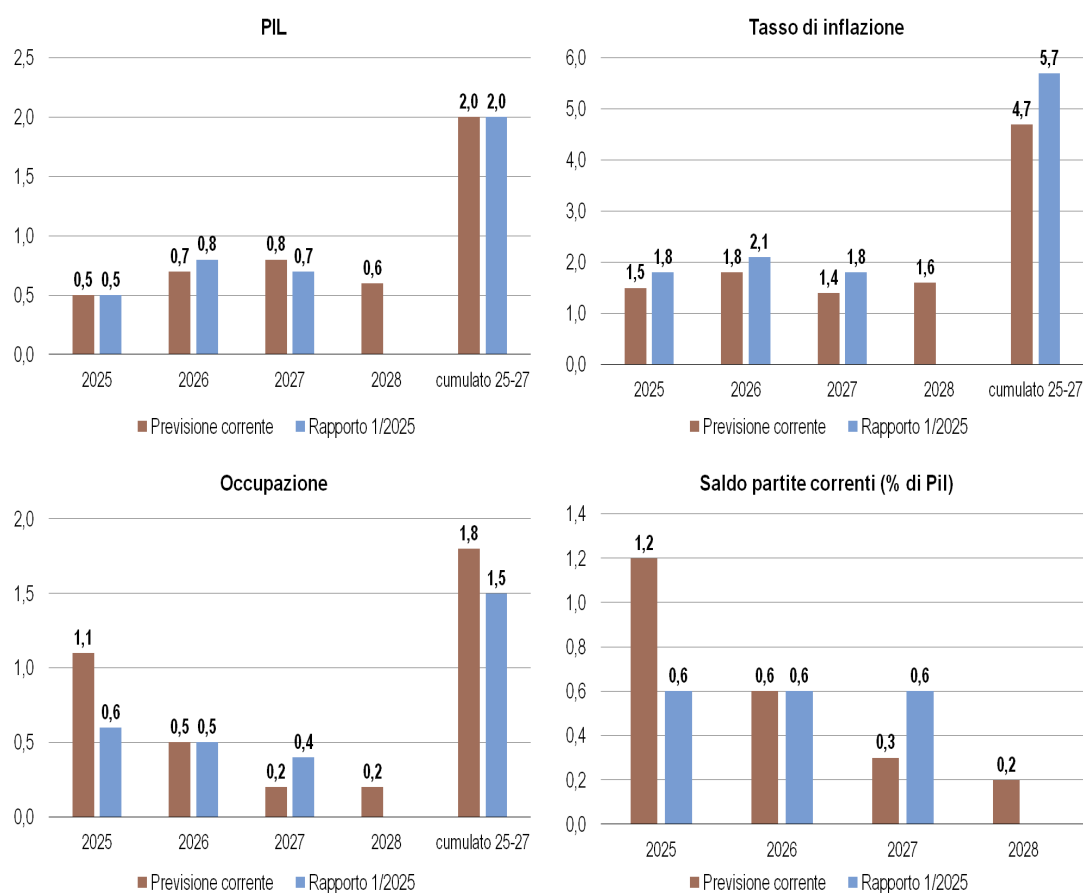
# LA PREVISIONE MACROECONOMICA

## IL QUADRO RIASSUNTIVO

1

Nel capitolo precedente è stata analizzata la performance dell'economia italiana nel 2025, mentre in precedenza sono state illustrate le esogene della previsione. Partendo da quelle esogene e dal pre-consuntivo 2025, si sviluppa la nuova previsione macroeconomica descritta in questo capitolo. I cambiamenti apportati alle esogene e la base 2025 hanno fatto lievemente modificare le previsioni di espansione per il 2026 e gli anni seguenti, mostrando un andamento molto simile a quello stimato nel precedente rapporto. Nel grafico 3.1 è mostrato il confronto tra l'attuale previsione e quella precedente con riferimento a quattro variabili economiche: PIL, tasso di inflazione, occupazione e saldo delle partite correnti.

Grafico 3.1. I principali risultati della previsione: un confronto



Partendo dal PIL, l'attuale previsione è stata rivista in riduzione di 1 decimo nel 2026 (ora pari a +0,7%), ma rivista in rialzo di 1 decimi nel 2027 (nuova previsione pari a +0,8%). Cumulando l'espansione nel periodo 2025-2027, non vi sono differenze rispetto alla precedente previsione, è modificato lievemente solo il profilo di crescita. In questo nuovo scenario l'anno più problematico appare il 2028, ma la differenza rispetto ai primi due anni di previsione è comunque limitata ad un paio di decimi.

Per quanto riguarda il tasso di inflazione, la differenza rispetto alla precedente previsione non è trascurabile. Nel 2026 il tasso d'inflazione previsto è ora inferiore di 3 decimi (+1,8% vs +2,1%), mentre nel 2027 la riduzione è stata di 4 decimi. Se si considera il triennio 2025-27 la differenza è di 1 punto tra i dati attuali e quelli previsti nel precedente Rapporto di previsione.

Per l'occupazione la variazione cumulata 2025-2027 è lievemente migliore rispetto alla precedente previsione perché il 2025 si è rivelato più positivo rispetto a quanto indicato nel precedente Rapporto (+1,1% vs +0,6%). Nel triennio di previsione 2026-2028 il ritmo di espansione dell'occupazione diventa gradualmente meno forte. Si conferma, quindi, un rallentamento nella crescita stimata dell'occupazione, dopo la corsa degli ultimi anni, con tassi di espansione annui che si posizionano al di sotto del mezzo punto percentuale nei due anni finali di previsione.

La nuova previsione per il saldo delle partite correnti è allineata nel 2026, mentre è inferiore nel 2027. Il valore in quota di PIL scenderebbe dall'1,2% del 2025 allo 0,6% del 2026 (allineata al precedente Rapporto di previsione). Nel 2027 il dato è stato ribassato di 3 decimi, scendendo allo 0,3% del PIL e nell'ultimo anno è prevista una ulteriore lieve riduzione, con il rapporto tra Saldo partite correnti e PIL che scende allo 0,2%. Questo ridimensionamento è principalmente riconducibile alla voce Merci, il cui avanzo è previsto in riduzione di una ventina di miliardi tra 2025 e 2028.

## IL 2026

### 2

Prevediamo per il 2026 un aumento dei consumi delle famiglie dello 0,8%, con un contributo alla crescita di 5 decimi (tavole 3.1 e 3.2). Meno consistente è l'aumento da noi atteso per i consumi pubblici (+0,6%), con una variazione dei consumi finali interni che rimarrebbe stabile allo 0,8%, come nel 2025.

La stima sui consumi delle famiglie è elaborata incorporando una sostanziale stabilizzazione della propensione al consumo, che scenderebbe di 2 decimi rispetto al 2025 fermandosi al 91,0% del reddito disponibile. A una variazione nominale di quest'ultimo del 3,2% corrisponderebbe infatti un incremento del potere

d'acquisto dell'1,1% (reddito reale), lievemente superiore alla crescita della spesa delle famiglie (tavola 3.1).

Per quanto riguarda le componenti del reddito disponibile delle famiglie (tavola 3.3), stimiamo aumenti del 3,1% per il reddito da lavoro dipendente, a fronte di una crescita pari a quasi la metà dei redditi da lavoro autonomo (+1,7%). In rallentamento, ma ancora robusta, la spinta fornita dai redditi da capitale (+3,5%), mentre il risultato lordo di gestione mostrerebbe una dinamica di buona espansione (+3,1%).

### 3

Dal lato degli investimenti, la crescita complessiva prevista è del 2,2%, a sintesi di un incremento abbastanza robusto della componente in macchinari (+2,6%) e di una tenuta migliore del previsto delle costruzioni (+1,8%). Gli investimenti privati mostrano una crescita in rallentamento (+1,5%), mentre quelli pubblici sono previsti in robusta crescita, anche superiore al dato del 2025 (+5,6% vs +4,0%). Nel 2026 il contributo fornito alla crescita dall'accumulazione di capitale resterebbe positivo (5 decimi), lievemente inferiore al 2025.

Con riferimento alle componenti di commercio estero, l'import è previsto crescere più dell'export (+2,9% vs +0,9%), con un contributo delle esportazioni nette che diverrebbe, quindi, negativo per 5 decimi di punto.

A compensare marginalmente tale andamento negativo sarebbero le scorte, per le quali il ciclo di decumulo risulterebbe concluso e che apporterebbero nel 2026 un contributo alla crescita di 0,1 punti.

Con riferimento a prezzi e disoccupazione, i primi si riavvicinano al 2%, in crescita di 3 decimi sul 2025, mentre il tasso di disoccupazione scenderebbe di 2 decimi, fermandosi al 5,8% nella media del 2026.

Il tasso di interesse medio sui Bot è previsto stabile al 2,1% (1 solo decimo in più rispetto alla precedente previsione), mentre il tasso sui BTP a dieci anni scenderebbe al 3,5% (sostanzialmente allineato al precedente Rapporto di previsione).

### 4

Nel complesso, il 2026 costituirebbe un anno di continuità degli andamenti macroeconomici di fondo, con la spesa delle famiglie a svolgere il ruolo di principale traino della crescita e l'affievolirsi degli impulsi straordinari derivanti dagli investimenti. Le esportazioni nette darebbero un contributo negativo, così come nel 2025, per una lenta dinamica dell'export associata ad una buona espansione dell'import. Le esportazioni, quindi, costituirebbero un elemento di temporanea debolezza, dando un contributo molto limitato alla crescita nel 2026. Il saldo merci della bilancia dei pagamenti (tavola 3.4) continuerebbe a scendere dal picco del

2024 per attestarsi a circa 37 miliardi nel 2026, l'1,6% del PIL e il saldo di conto corrente scenderebbe di 10 miliardi fermandosi a 13,4 miliardi, lo 0,6% del PIL. L'attivo è 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

Meno forte rispetto al 2024 e 2025 è prevista la dinamica di crescita del Clup totale, che nel 2026 segnerebbe un rallentamento di oltre 1 punto rispetto al 2025 (+2,4% vs +3,5%, tavola 3.7), a seguito di una crescita delle retribuzioni più rapida dell'inflazione e di una dinamica dell'occupazione lievemente inferiore a quella del prodotto (+0,5% nell'aggregato di contabilità nazionale, tavola 3.6). A ciò corrisponderebbe una lieve crescita della produttività (+0,3%), che però seguirebbe la discesa di oltre 3 punti registrata dal 2023 al 2025. L'aumento del Clup e la lenta ripresa 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 2027-2028

6

Nella nostra previsione il 2027 viene a costituire il momento di massima del triennio di previsione, seppur per valori comunque contenuti, con un incremento del PIL dello 0,8%. La maggiore espansione è spiegata dalla crescita dei consumi delle famiglie (+0,9%), dalla tenuta degli investimenti (+1,9%), con un incremento del 3,3% per la componente in macchinari e un'attenuazione al +0,6% della crescita della componente in costruzioni) e dalla ripresa delle esportazioni (+2,0%). Contestualmente, le importazioni confermerebbero una forte espansione (+3,4%), ma la differenza con l'export si ridurrebbe migliorando lievemente il contributo delle esportazioni nette.

Con riferimento ai contributi alla crescita, la spesa delle famiglie apporterebbe 5 decimi di punto, gli investimenti 4 decimi, le scorte 2 decimi, mentre il contributo delle esportazioni rimarrebbe negativo togliendo 4 decimi alla crescita del Prodotto.

7

Nel 2028 il tasso di crescita rallenterebbe allo 0,6%, risultato determinato da una crescita più lenta dei consumi delle famiglie (+0,7%) e dal rallentamento degli investimenti (+1,3%), dovuto principalmente alla contrazione della componente in

costruzioni (-0,9%), al primo calo dopo molti anni di espansione. L'import rallenta di 4 decimi (+3,0%), mentre l'export accelera di 5 decimi (+2,5%) rimanendo meno vivace.

Per quel che riguarda i contributi alla crescita, quello dei consumi delle famiglie si riduce a 4 decimi, quello dei consumi collettivi ritorna positivo, ma per 1 solo decimo, gli investimenti apportano 3 decimi e le scorte non apportano alcun contributo. Le esportazioni nette per continuare a fornire un contributo negativo, limitano il dato a -1 decimo, migliorando di 3 decimi rispetto all'anno prima.

## 8

L'inflazione è prevista scendere all'1,4% nel 2027 per poi risalire all'1,6% nel 2028, in linea con gli obiettivi di stabilità dei prezzi e al di sotto dell'obiettivo BCE per tutto il triennio. Le retribuzioni unitarie sono stimate aumentare un po' più dell'inflazione sia nel 2027 (+2,4%) che nel 2028 (+1,9%), con incrementi del reddito disponibile reale di 1,1 punti nel 2027 e di mezzo punto nel 2028.

Resterebbero positive, ma in graduale rallentamento, le dinamiche del mercato del lavoro con incrementi degli occupati nel settore privato dello 0,1% nel 2027 e dello 0,2% nel 2028. Lievemente più rapida la crescita dei dipendenti pubblici con un incremento di 5 decimi sia nel 2027 che nel 2028. Al contempo, si fermerebbe la discesa del tasso di disoccupazione che si attesterebbe poco al di sotto del 6,0% nel 2027 e nel 2028.

Dal lato della bilancia dei pagamenti, le dinamiche indicate in precedenza di importazioni ed esportazioni generano avanzi di conto corrente decrescenti nel tempo, di 6,7 miliardi nel 2027 e di 5,7 miliardi nel 2028. In rapporto al PIL ciò significa che il saldo di conto corrente si attesterebbe intorno allo 0,3%-0,2%. Il saldo merci scenderebbe in valore assoluto al di sotto dei 28 miliardi, poco sopra l'1% del PIL nel 2028.

Dopo un 2027 di stasi, i tassi di interesse sono previsti in lieve aumento nel 2028. Il tasso di interesse medio sui Bot è previsto, quindi, rimanere sostanzialmente piatto nel biennio 2027 e arriva al 2,4% nel 2028, mentre il tasso sul BTP decennale rimane vicino al 3,5% nel 2027 per arrivare al 3,8% nell'anno finale di previsione.

## LE TAVOLE DELLA PREVISIONE

**Tavola 3.1. Principali indicatori economici**  
(variazioni percentuali)

	2024	2025	2026	2027	2028
Prodotto interno lordo	0,7	0,5	0,7	0,8	0,6
Importazioni di merci e servizi	-0,4	2,6	2,9	3,4	3,0
Consumi finali nazionali	0,7	0,8	0,8	0,6	0,6
- delle famiglie	0,5	0,9	0,8	0,9	0,7
- collettivi	1,0	0,5	0,6	-0,2	0,4
Investimenti fissi lordi	0,5	2,7	2,2	1,9	1,3
- in costruzioni	1,5	2,7	1,8	0,6	-0,9
- in macchinari, attrezzature e vari	-0,7	2,6	2,6	3,3	3,7
- Investimenti settore privato	-2,2	2,4	1,5	1,5	1,5
- Investimenti della P.A.	16,9	4,0	5,6	3,7	0,7
Esportazioni di merci e servizi	0,0	0,7	0,9	2,0	2,5
Prezzi al consumo	1,0	1,5	1,8	1,4	1,6
Deflatore del Pil	2,0	2,1	2,2	1,9	1,9
Ragioni di scambio (a)	1,8	1,1	0,0	0,1	0,0
Retribuzioni unitarie settore privato	0,9	1,8	2,2	2,4	1,9
Clup settore privato	4,3	3,8	2,6	2,0	1,8
Bilancia dei pagamenti (b)	1,1	1,2	0,6	0,4	0,4
Indebitamento netto della PA (in % del PIL)	-3,4	-2,9	-2,8	-2,8	-2,7
Avanzo primario della PA (in % del PIL)	0,5	1,0	1,0	1,1	1,3
Debito PA (definizione Ue, in % del PIL)	134,9	136,3	137,4	137,2	137,0
Tasso medio sui Bot (a)	3,3	2,1	2,1	2,2	2,4
Tasso BTP 10 anni (a)	3,7	3,6	3,5	3,6	3,8
Costo medio del debito (c)	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0
Reddito disponibile delle famiglie:					
- nominale	2,7	3,5	3,2	2,7	2,2
- reale	1,1	1,8	1,1	1,1	0,5
Propensione al consumo (d)	92,1	91,2	91,0	90,9	91,2
Tasso di disoccupazione	6,5	6,0	5,8	5,9	5,8

(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 3.2. Contributi alla crescita del PIL reale**  
(valori percentuali)

	2024	2025	2026	2027	2028
Importazioni merci e servizi	0,1	-0,7	-0,8	-1,0	-0,9
Consumi finali	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5
- delle famiglie	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4
- collettivi	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1
Investimenti fissi lordi	0,1	0,6	0,5	0,4	0,3
Variazione delle scorte	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,0
Esportazioni di merci e servizi	0,0	0,2	0,3	0,6	0,8

**Tavola 3.3. Reddito disponibile delle famiglie**  
(variazioni percentuali)

	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Reddito lordo disponibile</b>					
- nominale	2,7	3,5	3,2	2,7	2,2
- reale	1,1	1,8	1,1	1,1	0,5
- risultato lordo di gestione	1,4	2,8	3,1	3,2	3,8
- redditi da lavoro dipendente	5,1	3,6	3,1	2,8	2,2
- redditi da lavoro autonomo	0,5	1,5	1,7	1,7	1,2
- rendite e redditi da capitale	8,2	4,1	3,5	3,6	3,4
- prestazioni sociali	5,2	3,1	2,9	3,1	2,2
- imposte sul reddito e sul patrimonio	8,1	-0,8	1,1	2,8	2,6
- contributi sociali	3,9	6,3	3,0	2,7	2,1
<b>Redditi netti da lavoro (a)</b>	3,5	2,9	2,6	2,4	1,9
<b>Imposte sul reddito (b)</b>	8,6	-0,9	1,2	3,0	2,6
<b>Redditi da lavoro al netto della tassazione</b>	1,7	4,2	3,1	2,2	1,6
<b>Pressione fiscale sulle famiglie</b>					
(in % del totale delle risorse delle famiglie)					
- complessiva	30,7	30,6	30,4	30,4	30,4
- al netto dei contributi figurativi	30,1	30,0	29,8	29,8	29,9
- al netto delle imposte sui redditi					
da capitale	28,9	28,8	28,6	28,7	28,7
<b>Propensione al consumo</b>					
(in % del reddito disponibile)	92,1	91,2	91,0	90,9	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 3.4. Bilancia dei pagamenti**

	2024	2025	2026	2027	2028
MILIARDI DI EURO					
Conto corrente	23,8	27,4	13,4	6,7	5,7
- Merci	55,0	51,7	37,1	29,7	27,5
- Servizi	-4,9	-6,0	-5,8	-6,7	-7,1
- Redditi	-7,6	3,4	1,3	2,5	3,7
- Trasferimenti	-18,7	-21,6	-19,2	-18,8	-18,4
Conto capitale	-0,4	2,2	1,7	2,6	3,3
IN % DEL PIL					
Conto corrente	1,1	1,2	0,6	0,3	0,2
- Merci	2,5	2,3	1,6	1,2	1,1
- Servizi	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
- Redditi	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
- Trasferimenti	-0,9	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8
Conto capitale	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
<i>Per memoria:</i>					
Ragioni di scambio (a)	1,8	1,1	0,0	0,1	0,0

(a) Variazioni percentuali.

**Tavola 3.5. Conto economico risorse e impieghi**  
(miliardi di euro)

	2024	2025	2026	2027	2028
<b>PREZZI CORRENTI</b>					
Pil	2.199,6	2.256,4	2.323,7	2.386,6	2.447,7
Importazioni di merci e servizi	666,9	689,4	715,5	745,1	773,7
Consumi finali nazionali	1.654,9	1.694,3	1.742,7	1.780,0	1.818,2
- delle famiglie	1.246,3	1.278,0	1.314,3	1.347,6	1.379,1
- collettivi	408,6	416,3	428,5	432,4	439,1
Investimenti fissi lordi	487,3	508,9	530,4	549,5	566,3
Domanda interna (a)	2.142,2	2.203,2	2.273,1	2.329,5	2.384,5
Variazione delle scorte	9,3	9,6	19,4	34,2	42,9
Esportazioni di merci e servizi	715,0	732,9	746,7	767,9	794,0
Domanda totale (a)	2.094,1	2.159,7	2.241,9	2.306,6	2.364,2
<b>CONCATENATI - ANNO 2015</b>					
Pil	1.938,8	1.948,5	1.962,6	1.977,5	1.990,2
Importazioni di merci e servizi	538,6	552,7	568,5	587,9	605,4
Consumi finali nazionali	1.452,9	1.464,3	1.475,7	1.485,0	1.494,4
- delle famiglie	1.078,3	1.087,6	1.096,8	1.106,7	1.114,4
- collettivi	374,6	376,6	379,0	378,4	380,0
Investimenti fissi lordi	438,6	450,3	460,2	468,8	475,0
Domanda interna (a)	1.891,5	1.914,6	1.936,0	1.953,8	1.969,4
Variazione delle scorte	-14,5	-17,8	-14,9	-10,7	-11,7
Esportazioni di merci e servizi	600,4	604,4	610,0	622,4	637,9
Domanda totale (a)	1.829,8	1.862,9	1.894,4	1.919,4	1.936,9
<b>DEFLATORI (variazione %)</b>					
Pil	2,0	2,1	2,2	1,9	1,9
Importazioni di merci e servizi	-1,7	0,7	0,9	0,7	0,8
Consumi finali nazionali	1,8	1,6	2,1	1,5	1,5
- delle famiglie	1,5	1,7	2,0	1,6	1,6
- collettivi	2,8	2,0	2,5	1,3	1,4
Investimenti fissi lordi	-0,1	1,7	2,0	1,7	1,7
Domanda interna (a)	1,4	1,6	2,0	1,5	1,6
Esportazioni di merci e servizi	0,1	1,8	0,9	0,8	0,9
Domanda totale (a)	0,8	1,3	2,1	1,5	1,6

(a) Escluse le scorte.

**Tavola 3.6. Retribuzioni, redditi e costo del lavoro**  
(variazioni percentuali)

	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Retribuzioni unitarie</b>					
- totale	2,9	2,8	2,6	2,4	1,9
- settore privato	0,9	1,8	2,2	2,4	1,9
<b>Redditi unitari da lavoro dipendente</b>					
- totale	2,8	2,8	2,6	2,4	1,9
- settore privato	2,7	3,2	2,9	2,7	2,3
- servizi pubblici	3,9	1,5	1,8	1,3	0,1
<b>Massa retributiva</b>					
- totale	5,3	3,7	3,2	2,8	2,3
- settore privato	5,3	4,1	3,4	3,1	2,7
- servizi pubblici	5,1	2,2	2,4	1,8	0,6
<b>Massa dei redditi da lavoro dipendente</b>					
- totale	5,2	3,7	3,2	2,8	2,3
- settore privato	5,3	4,1	3,4	3,1	2,7
- servizi pubblici	4,8	2,2	2,4	1,8	0,6
<b>Produttività del lavoro</b>					
- totale	-1,6	-0,6	0,3	0,6	0,4
- settore privato	-1,5	-0,5	0,5	0,8	0,7
<b>Clup</b>					
- totale	4,3	3,5	2,4	1,9	1,5
- settore privato	4,3	3,8	2,6	2,0	1,8
<b>Mol settore privato</b>					
- in % del valore aggiunto	34,7	33,6	33,7	33,9	34,1
- in % del valore aggiunto al netto della tassazione	28,0	26,8	26,9	27,3	27,5

**Tavola 3.7. Occupazione e forza lavoro**

	2024	2025	2026	2027	2028
MIGLIAIA DI UNITÀ					
Popolazione	58.990	58.963	58.916	58.850	58.768
Forza lavoro (a)	25.626	25.688	25.736	25.768	25.797
Occupati (a)	23.949	24.137	24.238	24.255	24.309
Occupati (b)	25.143	25.418	25.536	25.585	25.635
- settore privato	21.902	22.154	22.251	22.283	22.317
dipendenti	14.749	14.883	14.955	15.012	15.070
indipendenti	7.153	7.271	7.296	7.270	7.247
- servizi pubblici	3.241	3.264	3.285	3.302	3.318
Disoccupati (a)	1.677	1.550	1.498	1.513	1.488
VARIAZIONI PERCENTUALI					
Popolazione	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Forza lavoro (a)	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1
Occupati (a)	1,6	0,8	0,4	0,1	0,2
Occupati (b)	2,2	1,1	0,5	0,2	0,2
- settore privato	2,3	1,1	0,4	0,1	0,2
dipendenti	2,6	0,9	0,5	0,4	0,4
indipendenti	1,8	1,7	0,3	-0,3	-0,3
- servizi pubblici	1,2	0,7	0,7	0,5	0,5
Disoccupati (a)	-14,2	-7,6	-3,4	1,0	-1,7
Tasso di attività (a) (c)	68,6	68,9	69,0	69,2	69,4
Tasso di disoccupazione (a)	6,5	6,0	5,8	5,9	5,8
NAIRU (d)	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2

(a) Rilevazione Continua sulle Forze di Lavoro.

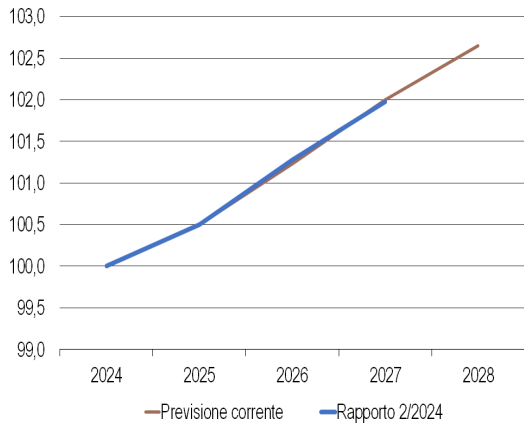
(b) Contabilità Nazionale (unità standard di lavoro).

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

(d) Tasso di disoccupazione a lungo termine.

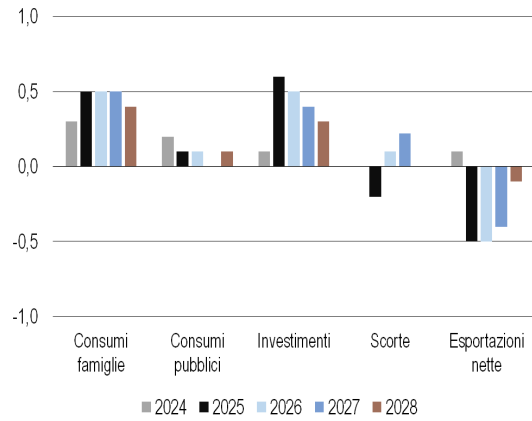
## I GRAFICI DELLA PREVISIONE

**Grafico 3.2. Il PIL (valori concatenati, 100=2023)**



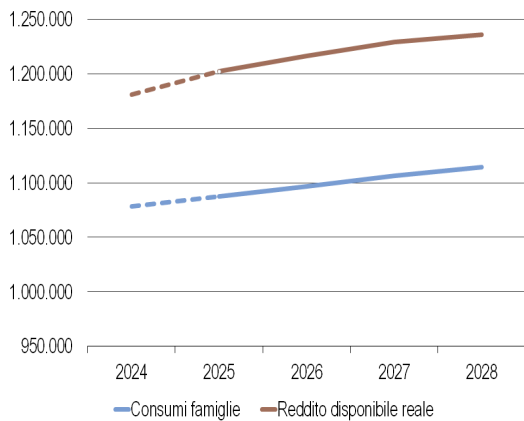
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 3.3. I contributi alla crescita**



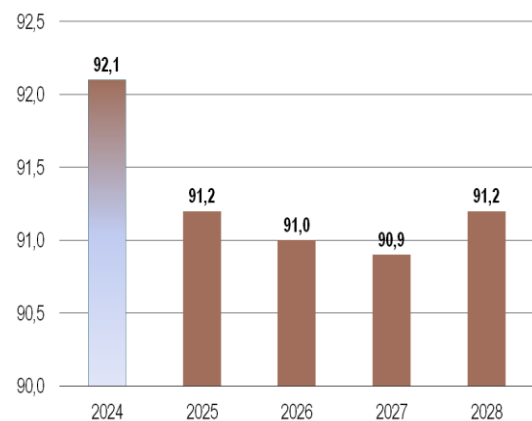
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 3.4. I consumi e il reddito disponibile delle famiglie (valori concatenati, milioni)**



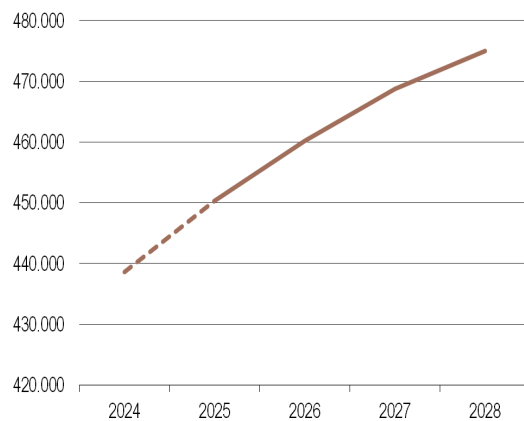
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 3.5. La propensione al consumo**



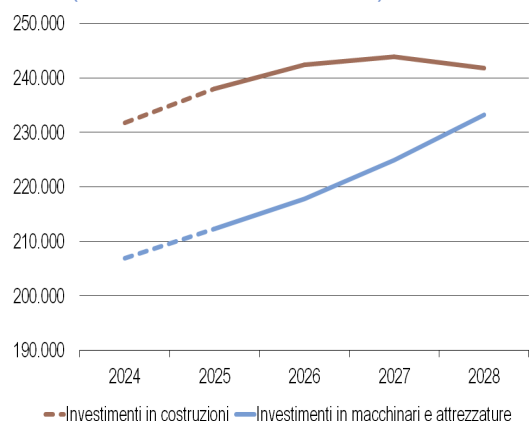
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 3.6. Gli investimenti fissi lordi (valori concatenati, milioni)**



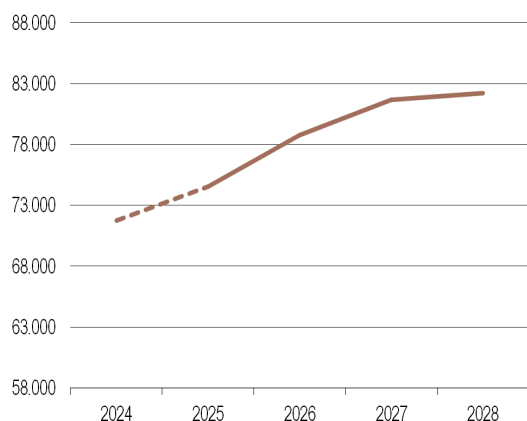
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 3.7. Gli investimenti nella componente Costruzioni e Macchinari e attrezzature (valori concatenati, milioni)**



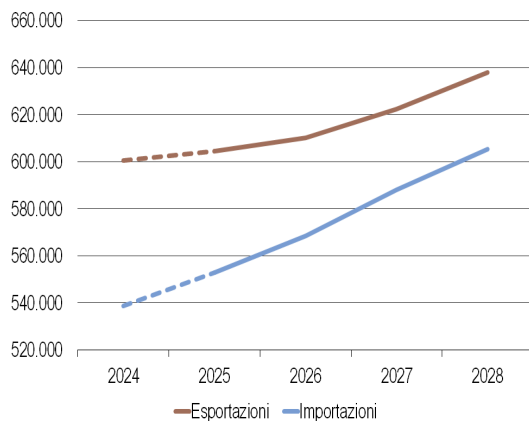
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 3.8. Gli investimenti pubblici**  
(valori concatenati, milioni)



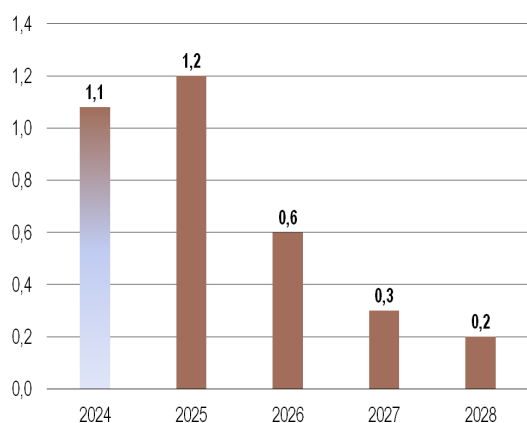
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 3.9. Il commercio estero**  
(valori concatenati, milioni)



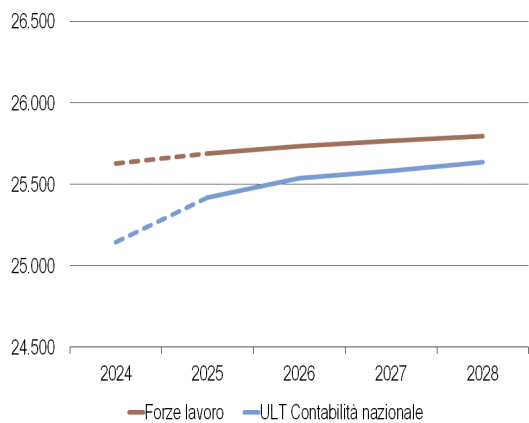
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 3.10. Saldo conto corrente bilancia dei pagamenti (% del PIL)**



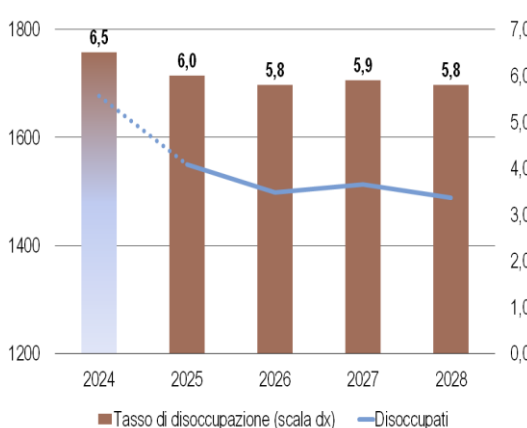
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 3.11. Gli occupati e le Unità di lavoro**  
(migliaia)



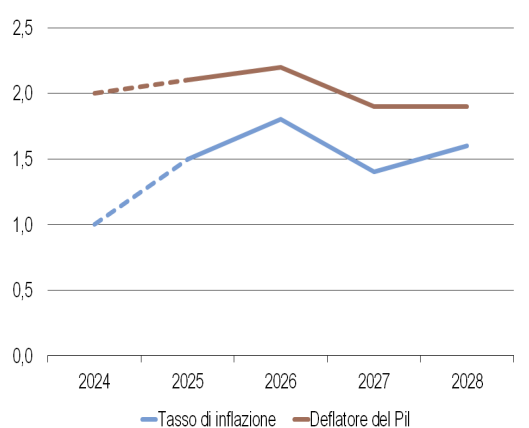
Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 3.12. La disoccupazione**



Fonte: modello econometrico CER.

**Grafico 3.13. L'inflazione**



Fonte: modello econometrico CER.



# LA MANOVRA DI BILANCIO E LE PROSPETTIVE DELLA FINANZA PUBBLICA

## LA MANOVRA DI BILANCIO 2026-2028

1

La manovra di bilancio determina un aumento dell'indebitamento netto o *deficit* della Pubblica amministrazione (PA) nel triennio 2026-2028 (rispettivamente, 0,8, 5,7 e 6,8 miliardi di euro), rispetto agli andamenti definiti nel quadro "tendenziale" o a legislazione vigente<sup>3</sup>.

Esaminando più da vicino la manovra, si può vedere come il costo delle misure espansive, gli Interventi, scende da 26,9 miliardi di euro nel 2026 a 22,3 miliardi nel 2028 (tavola 4.1). Gli interventi di riduzione delle entrate – calcolati al netto degli effetti di segno contrario impliciti nei provvedimenti stessi - sono circa un terzo (il 27,4%) del totale nel triennio, mentre tra le maggiori spese prevalgono nettamente quelle correnti, pari al 65,6% del totale. Tra le Coperture, infine, le risorse derivanti dalle maggiori entrate ("nette"), pari nel complesso al 51,6% del totale, prevalgono di poco sulle riduzioni della spesa, oltre la metà della quale

**Tavola 4.1. Effetti della manovra di bilancio sul conto economico della PA**  
(milioni di euro)

	2026	2027	2028
<b>COPERTURE</b>	26.089	18.243	15.517
Maggiori entrate	11.579	10.308	9.004
Minori spese correnti	4.345	2.768	3.573
Minori spese in c. cap.	10.164	5.167	2.941
<b>INTERVENTI</b>	26.882	23.945	22.309
Minori entrate	7.910	6.462	5.642
Maggiori spese correnti	12.285	11.255	11.284
Maggiori spese in c. cap.	6.687	6.229	5.383
<b>EFFETTO NETTO (*)</b>	-794	-5.703	-6.792
Entrate nette	3.669	3.846	3.361
Spese nette	4.463	9.548	10.154
- Spese nette correnti	7.940	8.486	7.712
- Spese nette in c. cap.	-3.477	1.062	2.442

(\*) Il segno negativo indica un aumento del deficit, quello positivo una riduzione.  
Fonte: elaborazioni CER.

<sup>3</sup> Cfr. L. 199/2025 approvata lo scorso 30 dicembre.

costituita da quella in conto capitale (il 63,1% circa in media d'anno). Pesano, inoltre, gli effetti attesi della rimodulazione del PNRR che, tra slittamenti delle spese e, in misura minore, delle entrate, concorre a ridurre il deficit per 4,8 miliardi di euro nel 2026 e 0,7 e 0,1 miliardi nei due anni seguenti (cfr. oltre). Ne consegue che il maggior deficit programmato è riconducibile interamente alle maggiori spese previste, mentre la manovra sulle entrate concorre a ridurre il deficit atteso.

## 2

Esaminando più nel dettaglio la manovra, nella tavola 4.2 abbiamo riportato i principali Interventi, distinti a seconda che operino dal lato delle entrate (nette) o delle spese (i valori negativi delle minori entrate rappresentano effetti di segno opposto e cioè incrementi di imposta). Dal lato delle entrate la misura più importante dal punto di vista quantitativo è la riduzione di due punti percentuali (dal 35 al 33%) dell'aliquota Irpef del secondo scaglione (ossia per i redditi da 28 a 50 mila euro), seguita dalla nuova definizione agevolata dei carichi residui affidati all'agente della riscossione (la cosiddetta "rottamazione" quinquies delle cartelle). La prima, secondo le stime ufficiali, coinvolge 13,6 milioni di contribuenti e comporta un minor gettito di poco meno di 3 miliardi di euro in media d'anno, considerando anche il parziale recupero derivante dalla nuova limitazione al ricorso alle detrazioni fiscali per i redditi superiori a 200 mila euro<sup>4</sup>. Alla seconda è associata un minor gettito di 1,5 miliardi nel 2026 e 0,5 miliardi in media nei due anni successivi:

**Tavola 4.2. I principali Interventi della manovra (milioni di euro)**

	2026	2027	2028
<b>INTERVENTI</b>	26.882	23.945	22.309
<b>MINORI ENTRATE</b>	7.910	6.462	5.642
Revisione IRPEF	2.901	2.976	2.985
Rottamazione cartelle	1.478	614	452
Detassazione dip. privati	1.461	521	43
Detassazione dip. pubblici	359	60	-5
Posticipo plastic e sugar tax	385	-35	27
Iper ammortamento	0	414	1.292
Proroga agevolazioni edilizie	-15	455	647
<b>MAGGIORI SPESE</b>	18.972	17.483	16.667
Credito di imposta ZES unica	2.833	1.000	750
SSN	2.382	2.631	2.633
Rifinanziamenti spese già in essere	2.257	3.929	4.717
Fondo contenziosi naz. e europei	2.200	0	0
Industria 4.0	1.300	0	0

Fonte: elaborazioni CER.

<sup>4</sup> Per i redditi superiori a 200 mila euro si introduce una riduzione di 440 euro ad alcune detrazioni per spese tra cui quelle ad aliquota del 19%.

rispetto alle versioni del passato, la nuova rottamazione risulta più favorevole per il contribuente grazie all'allungamento dei tempi di pagamento, che può raggiungere anche un massimo di cinquantaquattro rate bimestrali, sebbene sia limitata alle sole irregolarità dovute a difficoltà economiche e ad esclusione dei casi riconducibili a condotte esplicitamente evasive.

### 3

Seguono, in ordine di rilevanza quantitativa, le misure di sgravio fiscale per i lavoratori dipendenti privati e pubblici. In particolare, per i dipendenti privati sono previste diverse forme di detassazione, le più significative delle quali sono la tassazione agevolata delle indennità di turno e delle retribuzioni per il lavoro svolto nel corso di quest'anno in orari notturni o festivi corrisposte e degli incrementi retributivi derivanti di contratti sottoscritti nel biennio 2025-26, riservati rispettivamente ai dipendenti con redditi non superiori a 40 e 28 mila euro. Per i dipendenti pubblici con reddito annuo non superiore a 50 mila euro, invece, è prevista una tassazione agevolata al 15% del trattamento accessorio corrisposto nel corso di quest'anno.

### 4

Tra le altre misure di riduzione della pressione fiscale si segnalano, infine, lo slittamento di un altro anno dell'entrata in vigore delle *plastic* e *sugar tax*, l'iper ammortamento per gli investimenti privati in beni strumentali di Transizione 4.0 e 5.0 e la proroga delle agevolazioni edilizie<sup>5</sup>.

### 5

Dal lato delle maggiori spese la manovra si presenta molto frammentata con numerosi interventi di modesta entità. Le misure più importanti sono la proroga del credito d'imposta per gli investimenti realizzati nella Zona Economica Speciale unica (cosiddetta ZES unica) e il rifinanziamento del Servizio sanitario nazionale (SSN). Gli incentivi destinati alla ZES unica, in cui a partire dalla fine dello scorso anno oltre al Mezzogiorno sono ricomprese anche le zone assistite di Marche e Umbria, sono rifinanziati per un importo di 2,8 miliardi di euro per quest'anno e di uno inferiore di oltre la metà negli anni seguenti<sup>6</sup>. Il rifinanziamento del SSN, pari

<sup>5</sup> Per quanto riguarda l'iper ammortamento, la dimensione dell'agevolazione fiscale – una maggiorazione dell'ammortamento – decresce all'aumentare dell'investimento e si annulla per quelli superiori a 20 milioni di euro. Inoltre, l'agevolazione è più elevata per i beni da cui ci si attende una determinata riduzione dei consumi energetici, in analogia con Transizione 5.0.

<sup>6</sup> Con la ZES unica, istituita con il DL 124/2023 a decorrere da gennaio 2024, si è inteso ridefinire le politiche di crescita territoriale puntando su una più spinta semplificazione amministrativa e su un sostegno agli investimenti privati, ricorrendo ad opportune agevolazioni differenziate a loro volta a seconda del tipo e dell'ammontare degli investimenti effettuati, della dimensione d'impresa e delle aree e dei settori interessati.

a 2,4 miliardi di euro nel 2026 e a 2,6 miliardi all'anno nel biennio 2027-2028, a sua volta, è destinato oltre che a nuove assunzioni e all'erogazione di diverse e specifiche indennità al personale dipendente a diversi obiettivi, tra cui il rafforzamento delle misure di prevenzione e l'incremento dei tetti di spesa della farmaceutica ospedaliera, dei dispositivi medici e delle prestazioni acquistate da operatori accreditati. Con tale incremento, secondo la nostra ricostruzione, il finanziamento del Ssn salirebbe nel 2026 a 142,9 miliardi di euro, con un incremento del 4,7% rispetto a quello dello scorso anno. Più modesti gli incrementi per gli anni successivi (0,7% in media d'anno) a causa del più basso livello del finanziamento tendenziale (o a legislazione vigente). In percentuale del PIL, il finanziamento previsto per il 2026 salirebbe al 6,1% appena un decimo di punto percentuale in più di quello del 2025 e in linea con quello del 2024, per poi ridursi di un decimo di punto percentuale all'anno nei due anni seguenti e attestarsi nel 2028 sul 5,9%.

## 6

Si segnalano infine il rifinanziamento delle misure già in essere – tra cui spiccano i contratti di programma di ANAS e RFI – per una maggiore spesa prevista di circa 2,3 miliardi di euro nel 2026 che sale a 3,9 miliardi nel 2027 e a 4,7 nel 2028, l'istituzione di un apposito Fondo con cui fronteggiare gli effetti finanziari derivanti da contenziosi nazionali ed europei (2,2 miliardi di euro nel 2026) e l'incremento delle risorse per i crediti di imposta a sostegno degli investimenti delle imprese sul modello di Industria 4.0 (1,3 miliardi di euro nel 2026).

## 7

Nella tavola 4.3 abbiamo riportato le principali misure di copertura adottate nella manovra, anche in questo caso distinte a seconda che siano relative alle entrate (nette) o alle spese (il segno negativo associato all'intervento sul PNRR nel 2028 indica un aumento di spesa, anziché una sua riduzione). Le maggiori entrate acquisite al bilancio pubblico derivano per la gran parte da un inasprimento della tassazione a carico delle imprese che assicurerebbe un maggior gettito di 8,1 miliardi di euro nel 2026, 6,4 e 4 miliardi nel 2026-2027, in gran parte a carico dei soli intermediari finanziari e assicurazioni (5,6, 4,3 e 1,6 miliardi di euro). Il maggior gettito acquisito, a cui concorrono numerose misure, alcune già adottate nel recente passato ed altre di nuova definizione, può essere suddiviso in almeno tre gruppi: il gettito che è un'anticipazione di imposte future e che è compensato da una riduzione negli anni successivi al 2028, quello di natura temporanea o una tantum, senza perdite negli anni seguenti, e quello permanente o strutturale. Il primo gruppo è riconducibile, come nel recente passato, per la gran parte al differimento temporaneo delle deduzioni delle componenti negative connesse con le attività per imposte anticipate (deferred tax assets, DTA) e alla limitazione

all'utilizzo di perdite e ACE per i periodi d'imposta 2026 e 2027. Al maggior gettito temporaneo concorrono, per rimanere alle misure più significative, il nuovo contributo straordinario sugli intermediari finanziari (1,7 miliardi nel 2026), l'incremento di due punti percentuali dell'IRAP per questi ultimi e per le compagnie assicurative per il triennio 2026-2028 (1,1 miliardi di euro in media all'anno) e la revisione del versamento del contributo sul premio delle assicurazioni dei veicoli e dei natanti (1,3 miliardi di euro solo per quest'anno). Al maggior gettito strutturale, infine, contribuisce soprattutto l'ampliamento della platea delle imprese private tenute a versare gli accantonamenti relativi ai trattamenti di fine rapporto dei propri dipendenti non destinati a un fondo pensione all'INPS, deliberato nella legge di bilancio, da cui deriverebbero 1,3 miliardi di euro nel 2026 che salgono a 1,6 nel 2028 (e a 2,4 nel 2035)<sup>7</sup>.

**Tavola 4.3. Le principali misure di copertura della manovra (milioni di euro)**

	2026	2027	2028
<b>COPERTURE</b>	26.089	18.243	15.517
<b>MAGGIORI ENTRATE</b>	11.579	10.308	9.004
Imprese	8.143	6.436	3.956
- anticipazioni	2.331	3.338	786
- one-off e temporanee	4.438	1.647	1.468
- strutturali	1.375	1.452	1.703
Tassazione imprese	1.236	842	735
Accise tabacchi e gasolio	907	1.109	1.398
Lotta all'evasione	853	993	1.792
<b>MINORI SPESE</b>	14.509	7.935	6.513
Rimodulazione PNRR	5.703	1.257	-1
Definanziamenti spese già in essere	2.003	1.417	1.101
Riduzione FSC	1.832	1.100	100
Fondo scostamenti spesa netta	1.396	0	0
Ministeri	1.303	1.163	2.783

Fonte: elaborazioni CER.

## 8

Ulteriori risorse vengono, infine, reperite da un nuovo inasprimento della lotta all'evasione, che può avvalersi di nuovi limiti all'utilizzo delle compensazioni di imposta e di un miglioramento dell'attività di contrasto da parte delle amministrazioni, e la rimodulazione delle accise sul tabacco e sui carburanti.

<sup>7</sup> Secondo la normativa previgente erano tenute al versamento le aziende che nell'anno di fondazione avevano più di 49 addetti. La nuova normativa aggancia tale soglia alla media annua degli addetti dell'anno precedente e ridefinisce le nuove soglie dimensionali: 59 addetti per il biennio 2026-2027, 49 per gli anni 2028-2031 e 39 a decorrere dal 2032. D'altra parte va tenuto conto che la misura dà origine anche a nuove spese per prestazioni sociali, crescenti nel tempo. In particolare, il saldo tra i due effetti si mantiene positivo, secondo le stime ufficiali, fino al 2030, per poi mutare di segno (-1,2 miliardi di euro nel 2035).

9

Dal lato delle spese la principale fonte di copertura rimanda alla (sesta) revisione e rimodulazione del PNRR approvata dal Consiglio UE lo scorso 27 novembre che secondo le indicazioni ufficiali ora disponibili comporta una minore spesa per il biennio 2026-27 di 5,7 e 1,3 miliardi di euro dal lato della spesa<sup>8</sup>. La revisione, infatti, mentre lascia invariato l'ammontare complessivo del Piano, ne modifica il contenuto defianziando e in alcuni casi eliminando i Progetti ritenuti "critici", rafforzandone altri e introducendone di nuovi<sup>9</sup>. Rimangono ancora non del tutto chiare le caratteristiche della rimodulazione e in particolare il profilo programmato della spesa, se non per il fatto che si introducono nuovi strumenti attuativi che consentirebbero di posticipare l'effettiva messa a terra delle misure collegate anche dopo il 2026, per un ammontare pari complessivamente a 23,8 miliardi di euro.

10

Decisamente più contenuto il risparmio di risorse derivante dalla riduzione del Fondo Sviluppo e Coesione 2021-2027 e dai tagli alle dotazioni dei Ministeri. Le riduzioni della spesa ministeriale, che si aggiungono a quelle previste nella legge di bilancio dello scorso anno, sono pari a 1,3 miliardi di euro nel 2026 e salgono fino a 2,8 miliardi nel 2028. Viene al contempo rafforzato il percorso di messa a punto di un sistema di analisi e valutazioni delle politiche pubbliche, richiedendo a ciascun ministero di realizzare entro la metà di quest'anno la valutazione delle politiche di propria competenza, mediante la redazione di un apposito Piano di analisi e valutazione della spesa (PAVS). Per quanto riguarda la Riduzione del FSC si segnala che gran parte (1,1 miliardi di euro nel 2026 e 1 miliardo nel 2027) è attribuibile al "recupero" dei residui presenti nell'apposito capitolo di bilancio del MEF e che solo la parte residuale si riferisce ad una riduzione delle risorse per il ciclo di programmazione 2021-2027.

<sup>8</sup> Nel 2028, al contrario è prevista una maggiore spesa di importo trascurabile (800 mila euro). La revisione ha conseguenze anche sulle entrate in seguito alla riallocazione di sovvenzioni e prestiti consistenti in una riduzione delle entrate di 1 e 0,5 miliardi di euro nel 2026-2027 e un lieve incremento nel 2028 (81 milioni di euro).

<sup>9</sup> In sintesi, 32 misure sono state defianziate, di cui 4 completamente, per un ammontare complessivo di 13,4 miliardi di euro. Sono state al contempo rafforzate 7 misure già esistenti, per un valore di 4,4 miliardi di euro, e introdotte 8 nuove misure per un valore di 9,1 miliardi. Inoltre, 4 misure esistenti 4 misure pre-esistenti – relative al rafforzamento delle ferrovie regionali – sono state accorpate in un unico nuovo investimento dello stesso importo complessivo.

11

Concorre infine alla riduzione del deficit lo smobilizzo dell'apposito fondo istituito per correggere eventuali deviazioni dal sentiero programmato della spesa netta stabilito dalle autorità europee (1,4 miliardi di euro).

## LE PREVISIONI DI FINANZA PUBBLICA

12

Oltre agli effetti della nuova legge di bilancio pesano sulle previsioni le ipotesi adottate sull'implementazione del PNRR. A tal riguardo, oltre a tener conto degli effetti sulla composizione della spesa delle revisioni apportate al Piano nella prima metà dello scorso anno, ne abbiamo modificato il profilo temporale ipotizzando una conclusione degli interventi nel 2028. In particolare, ricostruita la spesa che sarebbe stata realizzata al 2025, quella residua è stata "spalmata" nel triennio, con criteri specifici a ciascuna categoria economica di spesa.

13

Nelle nostre previsioni stimiamo per il 2025 un miglioramento dei conti pubblici. L'indebitamento netto è, infatti, atteso ridursi di mezzo punto percentuale di PIL e attestarsi al 2,9% (tavola 4.4). In modo analogo, sono previsti in miglioramento sia il saldo primario che quello corrente (rispettivamente di 0,5 e 0,3 punti percentuali di PIL). Aumenta, invece, il debito pubblico rispetto al PIL che è previsto attestarsi sul 136,3%, 1,4 punti percentuali in più del 2024.

**Tavola 4.4. Saldi di finanza pubblica (milioni di euro)**

	2024	2025	2026	2027	2028
MILIARDI DI EURO					
PUBBLICA AMMINISTRAZIONE					
Indebitamento netto	-73,9	-66,0	-66,0	-67,9	-66,2
Avanzo primario	11,7	21,9	24,4	26,4	32,0
Spesa per interessi	85,2	88,0	90,4	94,4	98,2
Saldo corrente	36,2	43,6	44,7	40,1	43,7
Debito (definizione UE)	2.966,9	3.075,2	3.192,1	3.275,4	3.353,1
IN % DEL PIL					
PUBBLICA AMMINISTRAZIONE					
Indebitamento netto	-3,4	-2,9	-2,8	-2,8	-2,7
Avanzo primario	0,5	1,0	1,0	1,1	1,3
Spesa per interessi	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0
Saldo corrente	1,6	1,9	1,9	1,7	1,8
Debito (definizione UE)	134,9	136,3	137,4	137,2	137,0

Fonte: elaborazione CER.

14

Il miglioramento continuerebbe nel triennio 2026-28, anche se in modo meno significativo. Per il deficit, infatti, stimiamo un'ulteriore riduzione nei prossimi tre anni fino a raggiungere il 2,7% del PIL nel 2028. Una dinamica simile è attesa per il saldo primario che è previsto attestarsi sull'1,3% del PIL nel 2028, mentre quello corrente è previsto ridursi lievemente per raggiungere l'1,8% nel 2028. Il debito, infine, è previsto aumentare la sua incidenza anche quest'anno, per poi ridursi di due decimi di punti percentuali all'anno nel biennio seguente.

15

Esaminando i conti più nel dettaglio (tavola 4.5), il miglioramento dei saldi descritti in precedenza è da attribuire, in sintesi, alla dinamica attesa delle entrate che si mantiene al di sopra di quella della spesa. In particolare, per le entrate l'incremento stimato per il quadriennio è del 2,6% in media d'anno, con una dinamica che diventa progressivamente meno sostenuta nel tempo. La spesa a sua volta è prevista crescere del 2,3% in media d'anno e seguire un profilo non del tutto dissimile a quello delle entrate, con tassi di crescita più vivaci nel biennio 2025-2026 (2,9% in media), per poi sperimentare una dinamica meno sostenuta, ad un punto percentuale in meno in media d'anno. In percentuale del PIL, le entrate sono attese crescere fino a quest'anno (47,7% del PIL, sei decimi di punti percentuali in più rispetto al 2024), per poi ridursi di otto decimi di punti percentuali e attestarsi sul 46,9% nel 2028. In modo analogo, l'incidenza della spesa sul PIL è prevista in crescita nel primo biennio di previsione, anche se appena di un decimo di punto percentuale di PIL all'anno, fino a toccare il 50,6% del PIL per poi ridursi di un punto percentuale nei due anni seguenti.

17

Scendendo più nel dettaglio, le entrate in conto capitale, dopo essersi ridotte del 70,8% nel 2024, sono stimate crescere nel biennio 2025-2026 e ridursi nei due anni seguenti, senza ritornare sui valori di "partenza". Le entrate correnti non tributarie, a loro volta, sono attese crescere del 4,4% in media d'anno nel biennio 2025-2026, per poi ridursi dello 0,6% in media d'anno nei due anni seguenti. In entrambi i casi, un ruolo rilevante è giocato dall'incasso delle risorse previste nell'ambito del programma NGEU (contabilizzate appunto tra i trasferimenti in entrata in conto capitale e le entrate correnti non tributarie) che, nelle nostre stime, crescono nel biennio 2025 per poi ridursi in quello successivo.

**Tavola 4.5a. Conto consolidato delle Amministrazioni Pubbliche**

	MILIONI DI EURO				
	2024	2025	2026	2027	2028
<b>A. ENTRATE CORRENTI</b>	1.028.024	1.062.911	1.094.206	1.112.880	1.138.280
Imposte dirette	343.466	345.608	350.777	358.168	368.767
Imposte indirette	309.123	317.080	327.474	335.216	341.515
Contributi sociali	279.705	300.525	311.673	318.417	325.059
Altre entrate	95.730	99.698	104.283	101.079	102.939
<b>B. ENTRATE IN CONTO</b>					
<b>CAPITALE</b>	7.193	9.950	14.560	11.334	9.695
<b>C. TOTALE ENTRATE (A+B)</b>	1.035.217	1.072.862	1.108.767	1.124.213	1.147.975
<b>D. SPESE CORRENTI</b>	991.848	1.019.284	1.049.554	1.072.771	1.094.564
Redditi	197.169	201.472	206.372	210.164	211.372
Consumi intermedi	179.406	184.035	190.730	189.556	194.140
Prestazioni sociali	445.739	459.262	472.721	487.435	498.004
Altre uscite correnti	83.913	86.550	89.320	91.253	92.841
Interessi passivi	85.180	87.964	90.413	94.363	98.207
<b>E. SPESE CORRENTI AL</b>					
<b>NETTO DEGLI INTERESSI</b>	906.227	931.320	959.142	978.408	996.357
<b>F. SPESE IN CONTO</b>					
<b>CAPITALE</b>	117.306	119.614	125.256	119.361	119.620
Investimenti lordi	78.118	82.986	88.114	91.573	92.426
Altre spese	39.188	36.628	37.142	27.788	27.195
<b>G. TOTALE SPESE (D+F)</b>	1.109.154	1.138.897	1.174.811	1.192.132	1.214.184
<b>H. SALDO</b>					
<b>CORRENTE (A-D)</b>	36.176	43.628	44.652	40.109	43.716
<b>I. INDEBITAMENTO</b>					
<b>NETTO (C-G)</b>	-73.937	-66.036	-66.044	-67.919	-66.209
Per memoria:					
Consumi collettivi	397.504	405.437	416.293	418.484	423.606

Fonte: elaborazioni CER.

## 18

Tra le entrate tributarie (correnti), per le indirette stimiamo un incremento del 2,6% nel 2025 e di un decimo più basso in media d'anno nei tre anni seguenti: pesa il progressivo rallentamento dell'Iva, solo parzialmente compensato dagli incrementi deliberati nella legge di bilancio di Irapp e accise. Per le dirette stimiamo per il 2025 una dinamica decisamente contenuta (0,6%, ossia 7,6 punti percentuali in meno dell'incremento medio registrato nel periodo 2021-2024), su cui pesano la riforma Irpef e la messa a regime degli sgravi contributivi sui lavoratori dipendenti deliberati nella legge di bilancio 2025, per poi sperimentare un profilo progressivamente più dinamico (2,2% in media d'anno nel triennio 2026-2028).

**Tavola 4.5b. Conto consolidato delle Amministrazioni Pubbliche**

	VARIAZIONI PERCENTUALI (*)				
	2024	2025	2026	2027	2028
<b>A. ENTRATE CORRENTI</b>	5,8	3,4	2,9	1,7	2,3
Imposte dirette	6,7	0,6	1,5	2,1	3,0
Imposte indirette	6,1	2,6	3,3	2,4	1,9
Contributi sociali	4,3	7,4	3,7	2,2	2,1
Altre entrate	6,5	4,1	4,6	-3,1	1,8
<b>B. ENTRATE IN CONTO</b>					
CAPITALE	-70,8	38,3	46,3	-22,2	-14,5
<b>C. TOTALE ENTRATE (A+B)</b>	3,9	3,6	3,3	1,4	2,1
<b>D. SPESE CORRENTI</b>	4,0	2,8	3,0	2,2	2,0
Redditi	4,8	2,2	2,4	1,8	0,6
Consumi intermedi	2,9	2,6	3,6	-0,6	2,4
Prestazioni sociali	5,1	3,0	2,9	3,1	2,2
Altre uscite correnti	-5,7	3,1	3,2	2,2	1,7
Interessi passivi	9,5	3,3	2,8	4,4	4,1
<b>E. SPESE CORRENTI AL</b>					
NETTO DEGLI INTERESSI	3,5	2,8	3,0	2,0	1,8
<b>F. SPESE IN CONTO</b>					
CAPITALE	-40,0	2,0	4,7	-4,7	0,2
Investimenti lordi	16,5	4,2	6,2	3,9	0,9
Altre spese	-69,5	-2,7	1,4	-25,2	-2,1
<b>G. TOTALE SPESE (D+F)</b>	-3,5	2,7	3,2	1,5	1,8
<b>H. SALDO</b>					
CORRENTE (A-D)	0,8	0,3	0,0	-0,2	0,1
<b>I. INDEBITAMENTO</b>					
NETTO (C-G)	3,8	0,4	0,1	0,0	0,1
Per memoria:					
Consumi collettivi	3,8	2,0	2,7	0,5	1,2

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

Fonte: elaborazioni CER.

## 19

Per le entrate contributive stimiamo per il 2025 un aumento del 7,4%, circa il doppio di quello dell'anno prima (4,3%), riconducibile al venir meno dello sgravio contributivo a favore dei lavoratori dipendenti che, come detto, si scaricano ora sull'Irpef e sulle spese per prestazioni sociali. Per il triennio 2026-2028 le entrate contributive crescerebbero ad un tasso medio annuo del 2,7%, in linea con gli andamenti attesi delle retribuzioni.

**Tavola 4.5c. Conto consolidato delle Amministrazioni Pubbliche**

	IN % DEL PIL				
	2024	2025	2026	2027	2028
<b>A. ENTRATE CORRENTI</b>	46,7	47,1	47,1	46,6	46,5
Imposte dirette	15,6	15,3	15,1	15,0	15,1
Imposte indirette	14,1	14,1	14,1	14,0	14,0
Contributi sociali	12,7	13,3	13,4	13,3	13,3
Altre entrate	4,4	4,4	4,5	4,2	4,2
<b>B. ENTRATE IN CONTO</b>					
CAPITALE	0,3	0,4	0,6	0,5	0,4
<b>C. TOTALE ENTRATE (A+B)</b>	47,1	47,5	47,7	47,1	46,9
<b>D. SPESE CORRENTI</b>	45,1	45,2	45,2	44,9	44,7
Redditi	9,0	8,9	8,9	8,8	8,6
Consumi intermedi	8,2	8,2	8,2	7,9	7,9
Prestazioni sociali	20,3	20,4	20,3	20,4	20,3
Altre uscite correnti	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Interessi passivi	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0
<b>E. SPESE CORRENTI AL</b>					
NETTO DEGLI INTERESSI	41,2	41,3	41,3	41,0	40,7
<b>F. SPESE IN CONTO</b>					
CAPITALE	5,3	5,3	5,4	5,0	4,9
Investimenti lordi	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8
Altre spese	1,8	1,6	1,6	1,2	1,1
<b>G. TOTALE SPESE (D+F)</b>	50,4	50,5	50,6	50,0	49,6
<b>H. SALDO</b>					
CORRENTE (A-D)	1,6	1,9	1,9	1,7	1,8
<b>I. INDEBITAMENTO</b>					
NETTO (C-G)	-3,4	-2,9	-2,8	-2,8	-2,7
Per memoria:					
Consumi collettivi	18,1	18,0	17,9	17,5	17,3

Fonte: elaborazioni CER.

## 20

Nell'arco del quadriennio di previsione stimiamo una riduzione della pressione fiscale di 1 decimo di punto percentuale di PIL. In particolare, la pressione fiscale aumenterebbe nel 2025, quando la crescita della pressione contributiva più che compenserebbe la riduzione di quella fiscale. Negli anni seguenti alla sostanziale stazionarietà della pressione contributiva si “sommerebbe” una continua riduzione di quella fiscale fino a portare la pressione fiscale un decimo di punto al di sotto di quella registrata nel 2024. (tavola 4.6).

**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.

## 21

Passando a considerare la dinamica delle principali voci della spesa pubblica, quella per redditi, dopo essere aumentata del 4,8% nel 2024, sostenuta anche dalla contabilizzazione nell'anno di maggiori spese una tantum, è prevista crescere di circa la metà nel primo biennio di previsione (2,3% in media d'anno). Per i due anni seguenti, stimiamo un ulteriore affievolimento del profilo dinamico anche a causa dell'incidenza relativamente più contenuta dei rinnovi contrattuali deliberati in passato e delle risorse destinate al personale nell'ambito del rifinanziamento del SSN previsto nella legge di bilancio 2026.

## 22

Per i consumi intermedi stimiamo un aumento del 2,6% nel 2025 e uno più sostenuto per quest'anno (3,6%), a cui seguirebbe una riduzione nel 2027 (-0,6) e una ripresa della dinamica espansiva nel 2028 (2,4). Pesano sulle nostre stime il profilo temporale degli effetti della manovra di bilancio sostanzialmente piatto nel biennio 2026-27 e quello di completamento dei programmi del PNRR che nelle ipotesi adottate vede una forte concentrazione della spesa per consumi intermedi nel corso del 2026.

## 23

Per le prestazioni sociali stimiamo un incremento del 2,8% in media d'anno nel quadriennio di previsione, più contenuto di quello del biennio precedente. Pesano da una parte l'affievolimento della dinamica inflazionistica, che contiene la spesa per pensioni, e dall'altra l'erogazione del bonus introdotto per mettere a regime gli sgravi contributivi per i dipendenti, che comporta una crescita più sostenuta delle altre prestazioni. In percentuale del PIL, la spesa rimane sostanzialmente stazionaria nel periodo di previsione, attestandosi su un valore medio del 20,4%.

## 24

Per le altre spese correnti stimiamo una crescita del 3,2% in media d'anno nel biennio 2025-2026, a cui seguirebbe un affievolimento del profilo dinamico con un incremento del 2%, anche a causa del progressivo ridimensionamento della spesa legata al completamento del PNRR.

25

Dopo il rimbalzo fatto registrare nel 2024 (9,5%), la spesa per interessi è stimata crescere ad un ritmo decisamente più contenuto: al 3% in media d'anno nel biennio 2025-26 e al 4,1% in quello successivo. In percentuale al PIL, la spesa si manterrebbe al 3,9% fino al 2026, per poi attestarsi al 4% nei due anni successivi.

26

La spesa in conto capitale, infine, è prevista crescere fino al 2026, per poi ridursi del 2,3% nel biennio finale di previsione. In particolare, mentre gli investimenti crescono per tutto il periodo di previsione (anche se "solo" dello 0,9% nel 2028), per le altre spese in conto capitale stimiamo una contrazione della spesa a partire dal 2027. Per entrambe le voci la dinamica prevista risente oltre che delle misure deliberate nelle recenti manovre di bilancio, anche delle ipotesi adottate in merito all'articolazione temporale delle spese riconducibili al PNRR. In particolare, per gli investimenti l'apporto del PNRR si mantiene nel 2025 sostanzialmente in linea con quello stimato per l'anno precedente, sia in valore assoluto che in percentuale del totale (oltre il 16% del totale), per poi accrescere la sua incidenza di 8 punti percentuali in media d'anno nel triennio finale di previsione. Per le altre spese in conto capitale e per i contributi agli investimenti privati in particolare, la spesa riconducibile al PNRR pesa per circa il 22% nel biennio 2025-26, per accrescere la sua incidenza di 10 punti percentuali nel biennio seguente.



# SPESA PER LA DIFESA E INNOVAZIONE: QUALE LEGAME?

1

Le politiche dell'Amministrazione Trump impongono una radicale discontinuità nel sistema delle relazioni internazionali e obbligano l'Europa a un altrettanto radicale torsione del proprio modello di politica economica e sociale. Uno dei modi in cui questo cambiamento sta prendendo forma è la disponibilità, da parte di governi e opinione pubblica europei, a prendere in considerazione una strategia di riarmo, opzione di fatto rifiutata, o quantomeno rimasta sotto traccia, dalla fine dell'ultimo conflitto mondiale. In termini di analisi economica, riemerge così il tema di quale sia, e se vi sia, la relazione fra spese per la difesa e capacità di innovazione, tanto da portare a chiedersi quanto un diverso atteggiamento verso gli investimenti di natura militare possa contribuire a ridurre il ritardo tecnologico europeo. Non casualmente, l'interrogativo assume rilevanza nel momento in cui i paesi europei si trovano a constatare come il *driver* della transizione energetica non abbia portato a riguadagnare posizioni di leadership tecnologica.

2

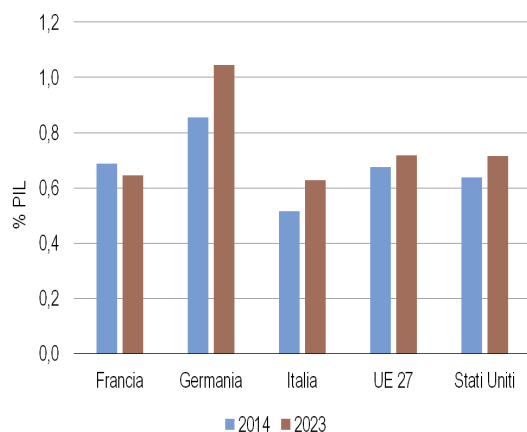
Il ritardo tecnologico europeo trova riscontro in numerosi indicatori, a cominciare da quelli relativi ai livelli della spesa in innovazione, sia pubblica sia privata. Limitandosi, per ora, a un confronto fra Europa e Stati Uniti, consideriamo al riguardo alcune elaborazioni effettuate sui dati di fonte OECD: *Government Budget Allocations for R&D* (GBARD), che misura la totalità delle risorse pubbliche destinate alla ricerca e sviluppo (R&S), e *Business Enterprise R&D Expenditure* (BERD), che cattura invece le attività di R&S svolte dal settore privato.

I grafici 5.1 e 5.2 illustrano, rispettivamente, i livelli di spesa pubblica e privata in R&S per le tre principali economie europee (Germania, Francia e Italia), per gli Stati Uniti e per una media calcolata sui 27 paesi dell'Unione europea. Tutti i valori sono espressi in percentuale del PIL. Come anni di riferimento consideriamo il 2014, che riflette la situazione post-crisi finanziaria e del debito sovrano, e il 2023, ultimo anno per il quale sono disponibili dati completi.

Per quanto riguarda la spesa pubblica in ricerca e sviluppo, i livelli europei e statunitensi appaiono relativamente allineati e piuttosto omogenei. Sia per l'Unione europea a 27 paesi sia per gli Stati Uniti, la spesa si attestava attorno allo 0,7% del PIL nel 2014 ed è aumentata solo marginalmente nel 2023, raggiungendo

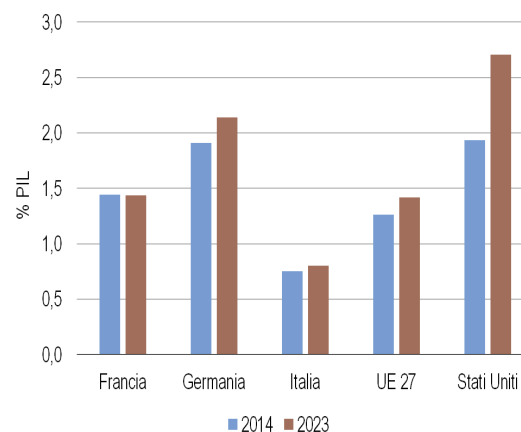
circa lo 0,72%. In questo contesto, l'Italia evidenzia un ritardo significativo rispetto sia alla media europea sia, in particolare, alla Germania, che nel 2023 ha superato l'1% del PIL in investimenti pubblici in R&S, a fronte dello 0,63% italiano.

**Grafico 5.1. Spesa pubblica in R&S**



Fonte: elaborazioni CER su dati OECD.

**Grafico 5.2. Spesa in R&S realizzata nelle imprese private**



Fonte: elaborazioni CER su dati OECD.

Un quadro diverso emerge dall'analisi della spesa privata. Dal grafico 5.2 si possono ricavare tre informazioni principali:

- le imprese europee hanno aumentato solo marginalmente la quota di investimenti in R&S nell'ultimo decennio. Al contrario, negli Stati Uniti l'incremento è stato particolarmente marcato: la spesa privata in innovazione è passata dall'1,93% del PIL nel 2014 al 2,70% nel 2023, registrando un aumento di circa il 40%;
- nel 2023 il divario tra la spesa delle imprese statunitensi e quella media delle imprese europee risulta estremamente ampio: 2,70% del PIL, quasi il doppio dell'1,40% che si riscontrava nel 2014;
- l'Italia si conferma come fanalino di coda del processo innovativo europeo, con livelli di spesa privata pressoché invariati nel corso del passato decennio e pari a un quarto della spesa effettuata dalle imprese tedesche a un terzo della spesa delle imprese francesi.

Una lettura immediata di questi dati suggerisce che l'ondata innovativa dell'ultimo decennio, che ha prodotto tecnologie cruciali per affrontare le sfide future, come il *quantum computing* e l'intelligenza artificiale, sia stata colta in modo profondamente asimmetrico dalle imprese europee e da quelle statunitensi e in misura assolutamente insufficiente dalle imprese italiane.

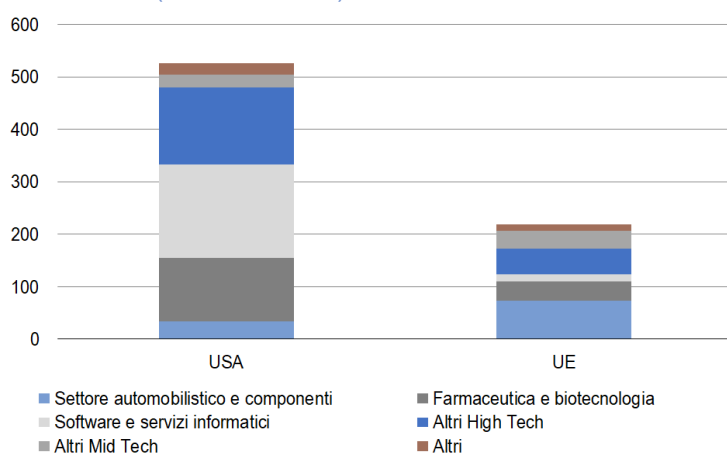
### 3

Il rapporto *EU Innovation Policy – How to escape the middle technology trap*,

commissionato dalla Commissione europea, mostra inoltre come la composizione (oltre che l'entità) della spesa privata in R&S sia profondamente diversa nel confronto con gli Stati Uniti. A partire da un dataset composto dalle 2.500 imprese che a livello globale investono maggiormente in ricerca e sviluppo, emerge come le industrie *high-tech* statunitensi, costituite prevalentemente da servizi informatici e dai settori farmaceutico e delle biotecnologie, rappresentino circa l'85% della spesa privata in innovazione. Al contrario, in Europa circa il 50% di tale spesa è riconducibile a industrie *mid-tech*, in particolare al comparto automobilistico, caratterizzato da un contenuto tecnologico relativamente inferiore.

A ulteriore conferma di questo divario, i dati dell'*Industrial R&D Investment Scoreboard* collocano ben sei imprese statunitensi tra le prime dieci al mondo per spesa complessiva in ricerca e sviluppo. Le prime quattro, Alphabet, Meta, Microsoft e Apple, tutte statunitensi, operano nel settore informatico, sia software sia hardware. L'unica azienda europea presente tra le prime dieci è tedesca (Volkswagen) e appartiene al settore automobilistico, che certo non si trova oggi in uno stato di salute paragonabile a quello delle industrie tecnologiche propriamente dette. Il grafico 5.3 sintetizza efficacemente tali evidenze, mettendo in luce la marcata sproporzione, sia in termini di entità sia di composizione, della spesa in ricerca high-tech tra Europa e Stati Uniti.

**Grafico 5.3. Contenuto tecnologico della spesa privata in R&S in USA e UE (miliardi di euro)**



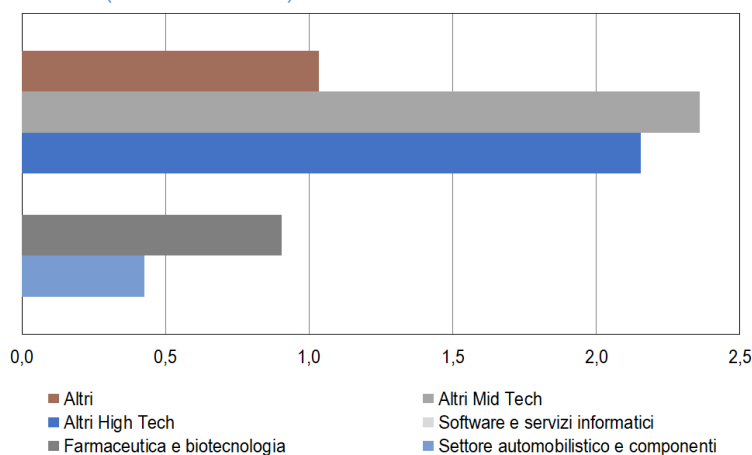
Fonte: elaborazioni CER su dati Industrial R&D Investment Scoreboard (2023), top 2500 companies.

Seguendo la classificazione della medesima fonte:

- High-tech include i settori dell'aerospazio e difesa, energie alternative, apparecchiature elettroniche ed elettriche, apparecchiature e servizi per la sanità, industria farmaceutica e biotecnologie, software e servizi informatici, nonché hardware tecnologico e apparecchiature informatiche.
- Mid-tech include i settori automobilistico e dei componenti, chimica, servizi finanziari, telecomunicazioni fisse, ingegneria industriale, metalli industriali ed estrazione mineraria, trasporti industriali, beni per il tempo libero, telecomunicazioni mobili e beni di consumo personali.

Il grafico 5.4 si concentra invece sul caso italiano. Emerge con particolare evidenza la totale assenza di investimenti in ambito software e nei servizi informatici, mentre la spesa in ricerca e sviluppo risulta prevalentemente indirizzata al settore automobilistico e ad altri comparti riconducibili alle industrie mid-tech. Leonardo è l'azienda italiana che investe il maggior volume di risorse in ricerca e sviluppo. Opera nel settore Aerospace & Defence e rappresenta di gran lunga la principale quota della ricerca high-tech svolta in Italia.

**Grafico 5.4. Contenuto tecnologico della spesa privata in R&S in Italia (miliardi di euro)**



Fonte: si veda il grafico precedente.

#### 4

Come si collocano in questo contesto le spese per la difesa? Il grafico 5.5 mostra la spesa pubblica militare (in % del PIL) per i paesi europei negli stessi due anni di riferimento, 2014 e 2023. È immediatamente evidente come l'invasione russa dell'Ucraina abbia determinato un aumento generalizzato della spesa militare, con valori nel 2023 superiori a quelli del 2014 per la maggior parte dei paesi considerati. Ciononostante, tali livelli restano ancora molto distanti dall'obiettivo del 5% del PIL stabilito dagli accordi del 2025, considerando che la media europea si colloca attorno all'1,5%<sup>10</sup>.

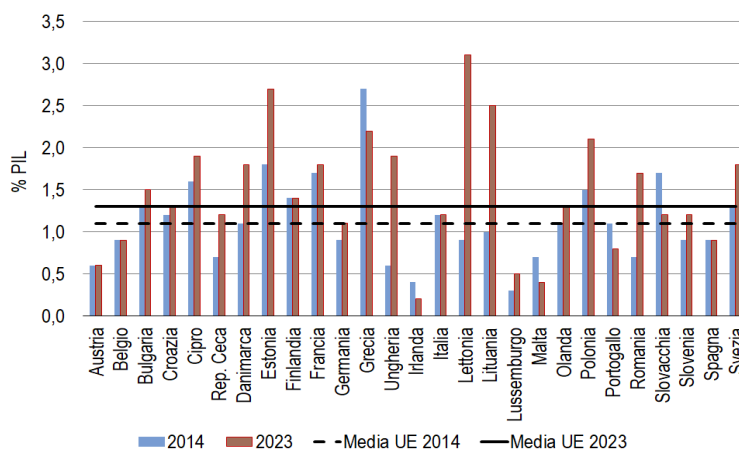
Un ulteriore e cruciale aspetto su cui si concentrerà il resto del lavoro riguarda la quota di spesa pubblica allocata per R&S (la già citata GBARD) destinata all'ambito militare. In questo caso, come evidenziato dal grafico 5.6, il divario tra Stati Uniti ed Europa risulta ancora più pronunciato di quanto osservato per il settore

<sup>10</sup> Si evidenzia che i dati del grafico 5.6 provengono dal database COFOG di Eurostat, che non è perfettamente allineato con la metodologia NATO per il calcolo della spesa militare. Tuttavia, ai fini della presente analisi, le differenze tra le due definizioni risultano relativamente contenute.

privato nel suo complesso. Nel 2023, oltre il 50% della spesa pubblica in R&S statunitense era destinata al settore della difesa. Al contrario, la media europea si collocava al di sotto del 5%, con un massimo dell'8,5% in Francia e un minimo dello 0,41% in Italia.

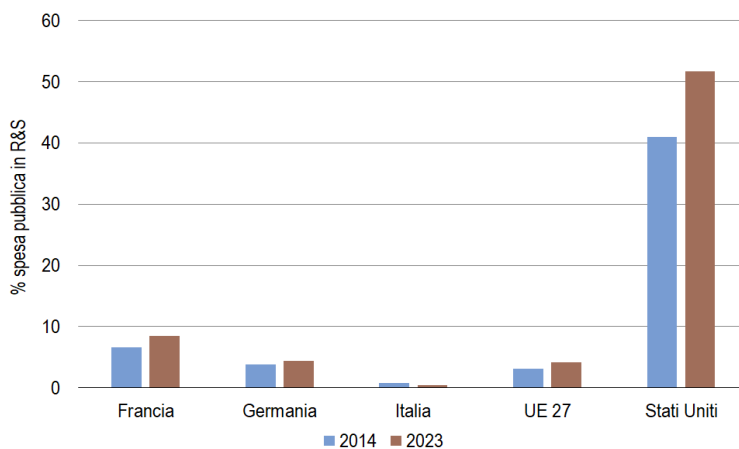
Questi numeri sollevano una seconda questione fondamentale riguardo alla spesa militare europea, e in particolare a quella italiana. Mentre il dibattito pubblico tende a concentrarsi prevalentemente sull'ammontare complessivo delle risorse da destinare alla difesa, appare altrettanto importante analizzarne la composizione. In particolare, la quota destinata all'innovazione riveste un ruolo centrale: come mostreremo nei paragrafi successivi, essa è associata a effetti positivi sulla spesa privata in ricerca e sviluppo in molteplici settori, non limitati a quello militare.

**Grafico 5.5. Spesa pubblica in Difesa**



Fonte: elaborazioni CER su dati EUROSTAT

**Grafico 5.6. Ricerca e sviluppo nel settore Difesa**



Fonte: elaborazioni CER su dati OECD.

La proposta della Commissione Europea, formalizzata nel *ReArm Europe Plan / Readiness 2030*, mira a mobilitare oltre 800 miliardi di euro in spesa per la difesa attraverso una combinazione di flessibilità fiscale a livello nazionale, l'introduzione di un nuovo strumento di prestito da 150 miliardi di euro (SAFE) per il procurement congiunto, la possibile riallocazione dei fondi di coesione e un ampliamento del supporto fornito dalla Banca Europea per gli Investimenti. Nell'analisi che segue ci proponiamo di verificare da un punto di vista econometrico in che misura tale piano di riarmo possa contribuire allo sviluppo tecnologico e innovativo dei paesi europei. A tal fine, ci concentriamo su una componente specifica della spesa pubblica per la difesa, ovvero la spesa in ricerca e sviluppo (R&S), al fine di valutare gli effetti che un suo eventuale incremento eserciterebbe sulla capacità innovativa delle economie considerate.<sup>11</sup>

Nel modello di stima utilizzato, la variabile indipendente è rappresentata dalla quota di *GBARD* (spesa pubblica in ricerca) destinata al settore militare. Le variabili dipendenti selezionate per misurare la performance innovativa sono invece le seguenti.

- Spesa in attività di ricerca e sviluppo finanziata dal settore privato.  
La scelta di questa variabile è cruciale per valutare se un incremento degli investimenti pubblici in ambito militare generi un effetto di spiazzamento (*crowding out*) oppure, al contrario, produca una dinamica di complementarità (*crowding in*) rispetto alla spesa privata in innovazione. Poiché, sia in Europa sia negli Stati Uniti, la componente privata rappresenta la quota predominante della spesa domestica in R&S, risulta fondamentale verificare che gli investimenti pubblici non ne compromettano la dinamica, ma, idealmente, la rafforzino.
- Numero di brevetti registrati presso l'European Patent Office (EPO).  
I brevetti costituiscono un indicatore ampiamente utilizzato nella letteratura economica come proxy dello sviluppo tecnologico e della capacità innovativa di un paese, in quanto rappresentano l'output tangibile delle attività di ricerca. Analizzarne l'evoluzione in risposta a uno shock di spesa pubblica in R&S militare consente di valutare se e in che misura il sistema economico nel suo complesso benefici di avanzamenti tecnologici.
- Prodotto interno lordo (PIL) pro capite.  
Infine, consideriamo l'effetto dello shock anche sul PIL pro capite, con l'obiettivo di stimare se un aumento degli investimenti pubblici in R&S militare sia in

<sup>11</sup> La stima riprende l'analisi svolta in Tomasone, F., Calò, S., and Krämer, R., "The impact of public defence r&d spending on private r&d spending," *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 24, No. 3 (2025).

grado di generare ricadute macroeconomiche significative e positive sul livello di reddito medio del paese.

L'analisi mira a stimare le *Impulse Response Functions* (da ora in avanti IRFs, funzioni di risposta all'impulso) delle tre variabili considerate in seguito a uno shock di spesa pubblica in R&S militare. La dinamica delle risposte viene osservata su un orizzonte temporale di dieci anni, coerentemente con la natura strutturalmente lenta dei processi di innovazione e diffusione tecnologica.

Per chiarire i meccanismi alla base delle relazioni analizzate, si consideri, ad esempio, uno dei canali di trasmissione oggetto di studio: l'effetto della R&S nel settore militare sulla produzione di brevetti. Un canale intuitivo è quello secondo cui gli investimenti pubblici in innovazione militare effettuati nell'anno  $t$  (ad esempio tramite l'assunzione di nuovi ricercatori o il finanziamento di nuovi laboratori) stimolino attività di ricerca che richiederanno diversi anni - e molteplici tentativi - prima di tradursi in brevetti in ambito militare. Un orizzonte temporale ancora più lungo è verosimilmente necessario affinché tali tecnologie generino esternalità di conoscenza trasferibili ad altri settori, che potranno successivamente sviluppare in modo autonomo nuove linee di ricerca e produrre ulteriori brevetti.

Un esempio classico, ma particolarmente efficace, di questo tipo di dinamica è rappresentato dal progetto militare-statale ARPANET, sviluppato alla fine degli anni Sessanta dall'ARPA (*Advanced Research Projects Agency*). Nato come sistema di comunicazione per finalità esclusivamente militari, esso ha successivamente costituito la base tecnologica su cui si è sviluppata Internet, con effetti dirompenti sull'intero sistema economico globale.

Un'ulteriore questione centrale riguarda la potenziale eterogeneità degli effetti tra i paesi. In particolare, la teoria della crescita schumpeteriana evidenzia come la distanza dalla frontiera tecnologica sia un elemento cruciale nella capacità di un'economia di assorbire e trasformare uno shock innovativo, quale può essere un incremento della spesa pubblica in R&S militare. I paesi più prossimi alla frontiera (definiti *Leaders*) dispongono generalmente di una maggiore dotazione di capitale umano, infrastrutture scientifiche e capacità istituzionali, che consentono loro di tradurre più efficacemente l'aumento della spesa pubblica in innovazioni di frontiera. Al contrario, i paesi più distanti dalla frontiera (i cosiddetti *Followers*) tendono ad avere una minore capacità di assorbimento e trasformazione autonoma delle nuove conoscenze.

Per distinguere i paesi del campione tra *Leaders* e *Followers*, utilizziamo il *Global Innovation Index*, una classifica annuale pubblicata dalla *World Intellectual Property Organization* (WIPO), che misura le capacità e le performance innovative dei paesi sulla base di indicatori relativi al contesto istituzionale, al sistema educativo, alle infrastrutture, al capitale umano e agli output creativi.

A titolo esemplificativo, nell'edizione 2024 della classifica, Svizzera, Svezia e Stati Uniti occupano le prime posizioni. Tra i paesi europei, Regno Unito, Finlandia, Paesi Bassi e Germania rientrano stabilmente nella top 10 e sono classificabili come *Leaders*. Al contrario, limitatamente al campione considerato (descritto in dettaglio nella prossima sezione), l'Italia risulta collocarsi tra i *Followers*, con una 26ª posizione, alle spalle, tra gli altri, di Francia, Estonia, Austria, Irlanda e Belgio. L'obiettivo finale dell'analisi è pertanto quello di valutare se uno shock innovativo comune, quale il piano *ReArm Europe* della Commissione europea, sia in grado di promuovere uno sviluppo tecnologico diffuso tra i paesi coinvolti, oppure se, al contrario, esso possa generare effetti asimmetrici, amplificando le divergenze esistenti. In quest'ultimo caso, potrebbe innescarsi un circolo vizioso in cui i paesi già più avanzati in termini di capacità innovative beneficiano in misura maggiore della spesa pubblica, contribuendo ad ampliare ulteriormente il divario tecnologico rispetto ai paesi meno avanzati.

## 6

Le IRFs sono stimate mediante l'approccio delle *Local Projections* (LP)<sup>12</sup>. Questo stimatore risulta particolarmente adatto al contesto analizzato, in quanto consente di ottenere risposte all'impulso consistenti su lontani orizzonti temporali multipli (dieci anni nel nostro caso) anche in presenza di un numero finito e ridotto di lag. Il modello, a causa di vincoli legati alla disponibilità dei dati, consente infatti l'inclusione di un numero limitato di ritardi della variabile indipendente, pari a uno. L'utilizzo di uno (o più) lag è in linea con numerosi studi che mirano a stimare gli effetti macroeconomici della spesa in ricerca e sviluppo, i quali evidenziano la necessità di includere almeno un lag per tener conto dei tempi di diffusione e assorbimento delle innovazioni tecnologiche. L'orizzonte massimo di dieci anni è stato selezionato con l'obiettivo di catturare effetti di medio-lungo periodo, che vadano oltre la tipica durata del ciclo economico, comunemente stimata intorno agli otto anni.<sup>13</sup>

Per quanto concerne la potenziale endogeneità del regressore principale, la teoria economica suggerisce che la spesa in R&S militare possa essere considerata, in larga misura, ortogonale rispetto a grandezze quali l'investimento privato in ricerca e sviluppo. Ciò è dovuto principalmente alla specificità di questa categoria di spesa, la cui determinazione risponde prevalentemente a considerazioni di natura geopolitica e strategica piuttosto che a dinamiche strettamente

<sup>12</sup> Jorda, O. (2005), 'Estimation and inference of impulse responses by local projections,' *American Economic Review*, 95(1):161-182.

<sup>13</sup> In linea con il lavoro simile di Antolin-Diaz, J. and Surico, P. (2025), 'The long-run effects of government spending,' *American Economic Review*, 115(7):2376-2413.

economiche<sup>14</sup>. In tal senso, la letteratura tende a considerare la spesa militare come relativamente esogena rispetto al ciclo economico e, in molti casi, la utilizza come strumento per l'identificazione di shock più generali di spesa pubblica.

A ulteriore mitigazione dei rischi di endogeneità, il nostro modello include un insieme di variabili di controllo, tra cui: il tasso di crescita del PIL, la spesa pubblica in R&S a uso civile, la spesa pubblica totale, il supporto pubblico alla R&S svolta dalle imprese private, il tasso di crescita della popolazione e il tasso di interesse a breve termine. L'inclusione di tali controlli consente di isolare con maggiore precisione l'effetto specifico dello shock di interesse.

Il modello ipotizza uno shock di spesa pubblica in R&S militare pari all'1% del PIL. Sebbene, in termini assoluti, tale entità possa apparire elevata rispetto ai livelli correnti, essa risulta plausibile se interpretata alla luce degli obiettivi di incremento della spesa per la difesa attualmente discussi a livello europeo. Ad esempio, assumendo un aumento della spesa complessiva in difesa fino al 5% del PIL, a fronte di un livello medio europeo attuale approssimativamente pari all'1,5%, un incremento della componente di R&S pari all'1% del PIL rappresenterebbe meno di un terzo del differenziale complessivo da colmare (3,5 punti percentuali). Le risposte sono mostrate in termini cumulati, coerentemente con il nostro interesse per gli effetti di medio-lungo periodo.

Il campione di paesi è stato selezionato sulla base del criterio della disponibilità dei dati. Sono stati inclusi tutti i paesi sviluppati per i quali fosse disponibile una serie storica continua di almeno 30 anni, considerando due raggruppamenti (*Leaders* e *Followers*), sulla base della loro capacità innovativa, misurata attraverso *Global Innovation Index* (GII). I paesi inclusi nei due gruppi sono i seguenti:

- *Leaders*: Canada, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Corea del Sud e Paesi Bassi.
- *Followers*: Austria, Belgio, Grecia, Italia, Norvegia, Portogallo, Romania e Spagna.

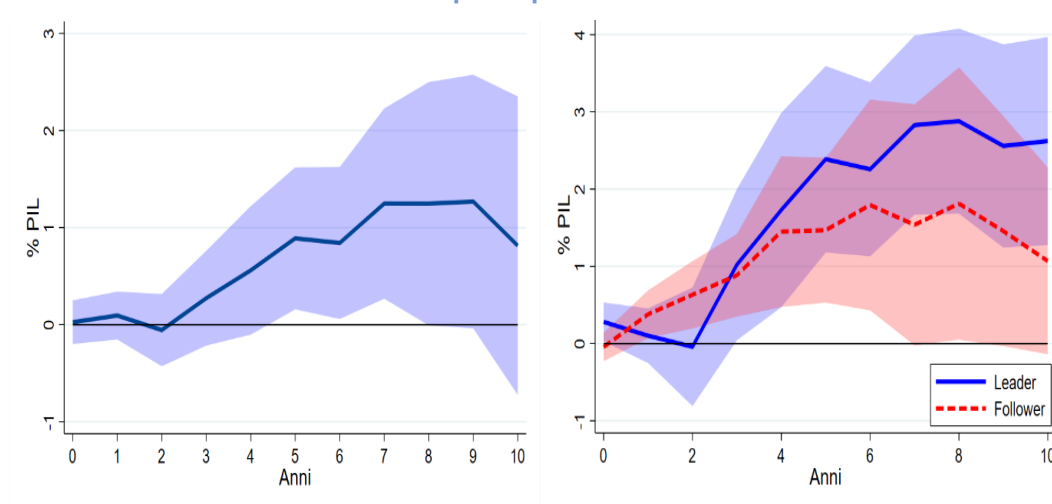
7

Il grafico 5.7 mostra la risposta cumulata dell'innovazione nel settore privato in seguito allo shock di spesa pubblica in R&S militare. I risultati evidenziano un chiaro pattern di *crowding in*. Il modello stima un effetto positivo e statisticamente significativo sulla spesa privata in R&S a partire dal quinto anno successivo allo shock, con un picco tra l'ottavo e il nono anno, quando l'aumento cumulato supera l'1% del PIL. La distinzione tra paesi *Leaders* e *Followers* si rivela cruciale.

<sup>14</sup> Ramey, V. A. and Shapiro, M. D. (1998), 'Costly capital reallocation and the effects of government spending,' *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 48:145–194

Entrambi i gruppi mostrino una dinamica positiva e qualitativamente simile, ma le imprese dei paesi *Leaders* beneficiano dello shock pubblico in misura significativamente maggiore rispetto a quelle nei paesi *Followers*. Dopo dieci anni, la spesa privata in R&S nei *Leaders* aumenta di quasi il 3%, mentre nei *Followers* l'incremento si attesta intorno all'1%.

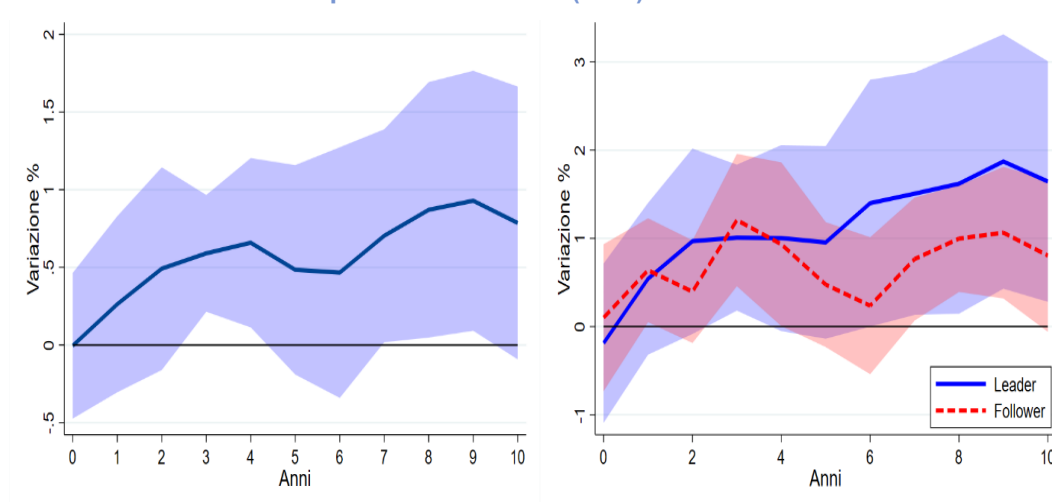
**Grafico 5.7. R&S realizzata nelle imprese private**



Nota: IRFs cumulate. L'area azzurra rappresenta un intervallo di confidenza al 90%.

Fonte: elaborazioni CER.

**Grafico 5.8. Brevetti European Patent Office (EPO)**



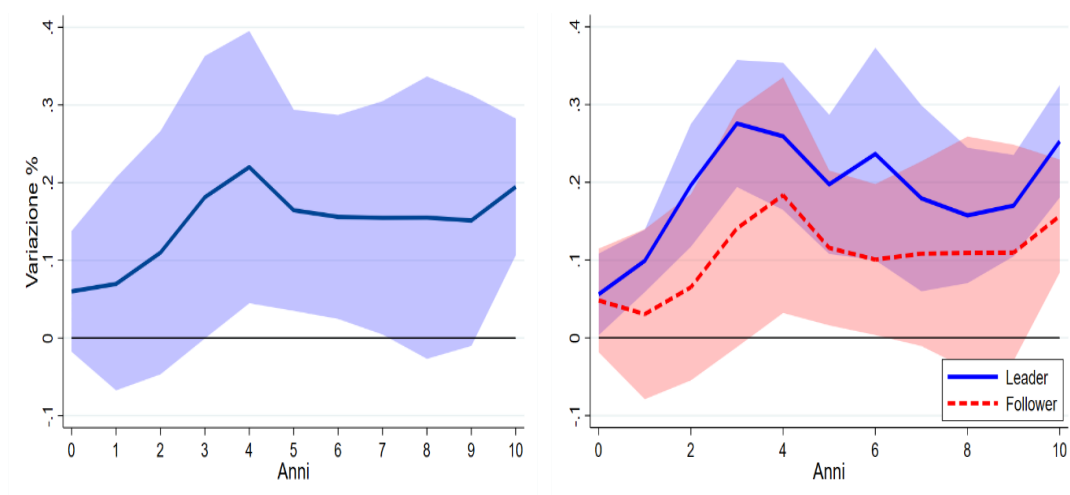
Nota: IRFs cumulate. L'area azzurra rappresenta un intervallo di confidenza al 90%.

Fonte: elaborazioni CER.

Un analogo pattern di divergenza emerge anche per quanto riguarda la dinamica dei brevetti registrati presso l'European Patent Office (EPO), così come mostrato nel grafico 5.8. Considerando l'intero campione, il numero di brevetti aumenta di quasi l'1% a dieci anni dallo shock, confermando un rafforzamento complessivo

della capacità innovativa in risposta all'intervento pubblico. Il canale di trasmissione ipotizzato nel precedente paragrafo risulta pertanto supportato empiricamente. I risultati confermano inoltre che i paesi più prossimi alla frontiera tecnologica riescono a tradurre con maggiore efficacia l'aumento degli investimenti in R&S in output innovativi concreti, qui approssimati dal numero di brevetti. In linea con i primi due risultati, sono le dinamiche del PIL a seguito dello shock (grafico 5.9). Il reddito pro-capite mostra un piccolo ma significativo aumento intorno allo 0,2% a dieci anni dallo shock. Anche in questo caso emergono differenze rilevanti tra i due gruppi: nei paesi *Leaders* l'aumento raggiunge valori prossimi allo 0,3%, mentre nei *Followers* si attesta su livelli inferiori di circa 0,1 punti percentuali, sfiorando complessivamente una crescita cumulata dello 0,2%.

**Grafico 5.9. PIL pro capite**



Nota: IRFs cumulate. L'area azzurra rappresenta un intervallo di confidenza al 90%.  
Fonte: elaborazioni CER.

## 8

Nel contesto geopolitico contemporaneo, gli equilibri di potere e i rapporti di forza tra gli Stati sembrano sempre più ruotare attorno alla capacità di primeggiare nella competizione tecnologica - in particolare nei campi dell'intelligenza artificiale e del quantum computing - e di disporre di un apparato militare credibile, avanzato e in grado di esercitare una funzione deterrente su scala globale. Alla luce dell'urgenza con cui l'Unione europea sta riconsiderando la propria postura strategica strategico-militare, emerge con chiarezza come non sia soltanto il volume complessivo delle risorse stanziato a essere rilevante, ma anche - e soprattutto - la loro composizione.

I risultati di questa analisi mostrano che gli investimenti in ricerca e sviluppo in ambito militare non rappresentano una spesa puramente difensiva, ma anche un driver di innovazione tecnologica. In particolare, essi generano effetti di

complementarità con la spesa privata in R&S, evidenziando un chiaro meccanismo di *crowding in*. Come avviene in altri settori ad alta intensità di conoscenza, la spesa in innovazione produce spillover significativi che, se opportunamente sostenuti e canalizzati, possono diffondersi ben oltre il perimetro del comparto militare, contribuendo a rafforzare la base produttiva e tecnologica dell'intero sistema economico. In questo senso, tali investimenti potrebbero risultare funzionali al rafforzamento del processo di sviluppo europeo e costituire uno dei pilastri di una possibile rinascita economica europea di medio-lungo periodo.

Allo stesso tempo, i risultati dell'analisi mettono in evidenza anche un rischio non trascurabile. Le economie non sono omogenee nella loro capacità di assorbire, rielaborare e trasformare gli investimenti in innovazione in vantaggi competitivi concreti. Le differenze nella dotazione di capitale umano, nelle infrastrutture scientifiche e nella qualità delle istituzioni rendono alcuni paesi più pronti di altri a beneficiare di tali shock tecnologici. Di conseguenza, il pericolo di un ampliamento del divario tecnologico tra paesi *Leaders* e *Followers* è reale.

Affinché la spinta innovativa generata da un piano di riarmo non si traduca in una fonte di ulteriore frammentazione, ma piuttosto in un volano di convergenza, è dunque fondamentale accompagnare questi investimenti con adeguate politiche di coesione. Tali politiche dovrebbero essere mirate a rafforzare la capacità di assorbimento dei paesi *Followers*, facilitando la diffusione delle nuove tecnologie, sostenendo l'adozione industriale delle innovazioni e promuovendo lo sviluppo delle competenze necessarie. Solo in questo modo sarà possibile garantire che la traiettoria di crescita europea sia non solo più innovativa, ma anche più equilibrata e inclusiva.

Va altresì rilevato che, almeno a questo stadio dell'analisi, l'impatto della maggiore spesa militare sul PIL risulta limitata. Ciò invita a considerare questa tipologia di spesa come forse necessaria, ma non sufficiente a determinare un effettivo innalzamento del potenziale di sviluppo europeo. È bene dunque che non vi sia un dirottamento di risorse da altre tipologie di investimento, non presentandosi da questo punto di vista un'alternativa fra investimenti nella difesa e investimenti, ad esempio, dedicati alla transizione energetica.

Infine, appare essenziale richiamare l'attenzione sulla necessità di ridurre al minimo gli sprechi di risorse, quali ad esempio quelli derivanti dalla duplicazione delle capacità produttive. Tale obiettivo risulta difficilmente perseguibile attraverso iniziative frammentate a livello nazionale, mentre è più realisticamente conseguibile mediante un coordinamento degli investimenti a livello europeo, in grado di prevenire inefficienze associate a interventi disordinati e non coordinati dei singoli Paesi.

## RIQUADRO R2

### LA SPECIFICAZIONE DEL MODELLO DI STIMA: LOCAL PROJECTIONS STATE DEPENDENT

Tra gli strumenti econometrici più utilizzati per stimare la risposta di una variabile dipendente a uno shock esogeno rientrano i modelli Structural Vector Autoregressive (SVAR) e le Local Projections.

I risultati presentati in questo capitolo si basano sull'utilizzo di queste ultime. La scelta di adottare le Local Projections è motivata da due principali ragioni.

In primo luogo, esse garantiscono una maggiore flessibilità modellistica. In particolare, come illustrato nelle sezioni successive, si è reso necessario interagire la variabile indipendente di interesse con due variabili dummy rappresentative dello stato di innovazione dei paesi. La struttura delle Local Projections consente di implementare agevolmente tale specificazione.

In secondo luogo, nel caso della stima delle impulse response functions (IRFs) su orizzonti temporali lunghi, pari a dieci anni nel presente lavoro, Jordà et al. (2020)<sup>(\*)</sup> mostrano che le Local Projections producono stime più consistenti rispetto ai modelli SVAR quando si utilizza un numero finito di ritardi.

La specificazione della Local Projection cumulata utilizzata per la stima delle IRFs sull'intero campione è la seguente:

$$y_{i,t+h} - y_{i,t-1} = \alpha_{i,h} + \lambda_{t,h} + \sum_{j=0}^1 \beta_{h,j} * GovDefR\&D_{i,t-j} + \sigma_h * X_{i,t-1} + u_{i,t+h}$$

Dove  $y$  rappresenta la variabile dipendente (crescita del PIL, numero di brevetti o spesa privata in R&D),  $\alpha_i$  e  $\lambda_t$  rappresentano, rispettivamente, gli effetti fissi paese e tempo che assorbono le caratteristiche strutturali invariabili dei singoli paesi e gli shock comuni di natura trasversale che hanno interessato l'intero campione. Il coefficiente  $\beta_{h,0}$  costituisce il principale parametro di interesse e sintetizza l'effetto di un incremento della spesa pubblica in ricerca e sviluppo in ambito militare ( $GovDefR\&D$ ) sulla variabile dipendente. Il modello include inoltre un ritardo di tale variabile, al fine di catturarne eventuali effetti differiti nel tempo. L'indice  $h$  identifica l'orizzonte temporale su cui l'effetto viene stimato, fino a un massimo di dieci anni.  $\sigma_h$  è un vettore di coefficienti associati alle variabili di controllo laggate, contenute in  $X$  (crescita del PIL, spesa pubblica in R&D non militare, spesa pubblica complessiva, R&S realizzata dalle imprese ma finanziata dal settore pubblico, tasso di crescita della popolazione e il tasso di interesse a breve termine). Come anticipato, il modello viene successivamente esteso per stimare l'effetto della  $GovDefR\&D$  sulle medesime variabili dipendenti distinguendo tra due gruppi di paesi: i paesi leader dell'innovazione (*Leaders*) e i paesi tecnologicamente più arretrati (*Followers*).

$$y_{i,t+h} - y_{i,t-1} = \alpha_{i,h} + \lambda_{t,h} + I_i \left[ \sum_{j=0}^1 \beta_{LEAD\ h,j} * GovDefR\&D_{i,t-j} + \sigma_{LEAD\ h} * X_{i,t-1} \right] + (1 - I_i) \left[ \sum_{j=0}^1 \beta_{FOLL\ h,j} * GovDefR\&D_{i,t-j} + \sigma_{FOLL\ h} * X_{i,t-1} \right] + u_{i,t+h}$$

Dove  $I_i$  è una funzione indicatrice che assume valore pari a 1 se il paese  $i$  rientra nel gruppo dei leader dell'innovazione, e pari a 0 se appartiene al gruppo dei followers.

L'attenzione è pertanto rivolta ai coefficienti  $\beta_{LEAD\ h,0}$  e  $\beta_{FOLL\ h,0}$  i quali, sui dieci orizzonti temporali considerati, catturano le risposte all'impulso generato da un medesimo shock per i due distinti gruppi di paesi.

(\*) Jorda, Singh, S. R., and Taylor, A. M. (2020), 'The long-run effects of monetary policy,' Working Paper 26666, National Bureau of Economic Research.



