

RAPPORTO



CENTRO EUROPA RICERCHE

n. 1/2026

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@centroeuparicerche.it
www.centroeuparicerche.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 Ciucciuvino, 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 XXXXIV
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 – luglio 2026

POLITICA MONETARIA, CRESCITA E OCCUPAZIONE

Rapporto CER 1/2026

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

SOMMARIO E CONCLUSIONI	7
POLITICA MONETARIA E INFLAZIONE. NUOVA O VECCHIA POLITICA MONETARIA?	11
LA DEFINIZIONE DELLE ESOGENE	21
LO SCENARIO INTERNAZIONALE	21
LA PREVISIONE MACROECONOMICA	31
IL QUADRO RIASSUNTIVO	31
IL 2026	32
LA PREVISIONE PER IL BIENNIO 2027-2028	34
LA FINANZA PUBBLICA	45
UN PRECONSUNTIVO DELLA POLITICA DI BILANCIO DELLA XIX LEGISLATURA	45
LE PREVISIONI DI FINANZA PUBBLICA	50
OCCUPAZIONE E CRESCITA NELL'ECONOMIA ITALIANA	57
L'AUMENTO DELL'OCCUPAZIONE	57
L'ELASTICITÀ OCCUPAZIONE/CRESCITA: UN MODELLO DI STIMA CON PARAMETRI VARIABILI NEL TEMPO	59
ELASTICITÀ DI LUNGO E DI BREVE PERIODO	61
IL RUOLO DEI SETTORI	66

SOMMARIO E CONCLUSIONI

1

Il ciclo economico sembra risentire poco della frattura intervenuta nel sistema delle relazioni internazionali e delle tensioni belliche che ne stanno conseguendo. All'approssimarsi della pausa estiva, il prezzo del petrolio quota il 15% in più rispetto a inizio 2026 e per il gas TTF si misura un incremento del 52%. Con più specifico riferimento all'Italia, l'indice di prezzo delle materie prime energetiche segna un incremento complessivo, a inizio agosto, di quasi il 23%. La spinta inflazionistica propagata dai mercati energetici si sovrappone alla grande incertezza legata alla politica commerciale statunitense, con l'eliminazione del primo ciclo di dazi imposto per via giudiziaria, ma con la prospettiva di nuove tariffe già annunciate dall'Amministrazione Trump. Al contempo, le politiche monetarie sembrano orientarsi verso un atteggiamento se non restrittivo quantomeno non accomodante, con un rialzo dei tassi già avviato in Europa e una progressiva restrizione delle condizioni di liquidità in atto negli Stati Uniti. Un'analisi sulle prospettive delle politiche monetarie negli Stati Uniti e nell'Eurozona è contenuta nel primo capitolo del Rapporto.

Ciononostante, i principali indicatori reali restano indirizzati in senso espansivo, con segnali di accelerazione che hanno iniziato a manifestarsi nel corso del secondo trimestre. Secondo le elaborazioni CPB, il volume degli scambi di beni sarebbe aumentato nei primi cinque mesi del 2026 a un saggio medio del 5,4%, quasi un punto in più rispetto allo stesso periodo del 2025 (+4,6%), che pure aveva sorpreso in positivo. Meno brillanti, sempre secondo le stime CPB, sono gli andamenti della produzione industriale mondiale, con variazioni scese, tra gennaio e aprile, dal +3,5% al +1%. Gli indicatori Markit collocano comunque in zona espansiva il ciclo manifatturiero dei maggiori paesi, con l'eccezione recente della Cina, e analoga misurazione viene fornita per il comparto dei servizi. In fase positiva rimangono anche i mercati azionari, sospinti dai massicci investimenti nell'intelligenza artificiale.

2

Nella nostra valutazione, i segnali di rasserenamento dello scenario internazionale non sono ancora sufficienti a modificare le prospettive di fondo della nostra economia, ma i timori di rallentamento associati all'aumento dei prezzi energetici

(vedi la nostra pubblicazione *Previsione Aggiornamenti*, 1° aprile 2026) sono al momento fugati. Confermiamo pertanto le stime di crescita presentate nel Rapporto 3/2025, con un aumento complessivo del PIL di 2,6 punti nel triennio 2026-28. Ciò con una prospettiva di rialzo che potrebbe essere apportata nel caso anche il terzo trimestre conservasse la buona intonazione congiunturale dei primi sei mesi del 2026. Molto dipenderà, inoltre, dal contenuto della legge di bilancio che sarà varata nel corso del prossimo autunno. Alla conservazione dello scenario previsivo fanno da sfondo la stima di una maggiore inflazione (+8,1% nel triennio a fronte del 6,3% stimato nel Rapporto 3/2025), ma anche di una più robusta crescita dell'occupazione. L'erosione del potere d'acquisto individuale causato dall'inflazione viene così compensato, almeno in parte, dalla crescita della massa reddituale generata dalla dinamica dell'occupazione. All'elevata intensità di lavoro che caratterizza l'economia italiana è dedicata l'analisi monografica del quinto capitolo del Rapporto.

3

Dal lato della finanza pubblica, proponiamo nel quarto capitolo un primo preconsuntivo dei risultati conseguiti nel corso della XIX legislatura, riferito al triennio 2022-25. I saldi di bilancio hanno segnato un chiaro miglioramento, con un deficit che quest'anno rientrerà all'interno della soglia del 3%, segnando una riduzione di oltre cinque punti dall'inizio della Legislatura. L'andamento è stato favorito dal venire meno di provvedimenti straordinari estremamente costosi per il bilancio pubblico, quali il Super bonus. Nella parte "ordinaria" i risultati di bilancio rivelano, nel corso della Legislatura, un aumento complessivo della spesa corrente rimasto al di sotto del 10% e di un incremento di gran lunga più pronunciato dal lato delle entrate (+19,2% per le imposte dirette e + 13,5% per le imposte indirette). In quota di PIL, fra il 2022 e il 2025 le spese correnti sono diminuite di 1,6 punti, mentre le entrate sono aumentate di 1,3 punti. L'aggiustamento di bilancio ha quindi fatto forte affidamento sull'incremento della pressione fiscale, a sua volta determinato dagli effetti dell'inflazione, via fiscal drag o via aumento delle basi imponibili delle imposte indirette. Prevediamo che la pressione fiscale possa scendere di sei decimi di punto nel triennio 2026-28, restando tuttavia un punto al di sopra del livello del 2022, continuando dunque a esercitare un freno sulla crescita dell'economia italiana.

4

Crescita che sempre più va caratterizzandosi per l'elevato contenuto di lavoro. Considerando il solo periodo post-Covid, l'aumento delle unità di lavoro è stato infatti superiore a quello del PIL (rispettivamente, +7,7% e +7%). Se da una parte

ciò ha consentito di abbattere il tasso di disoccupazione, oggi collocato sui livelli più bassi degli ultimi anni e da noi visto in ulteriore diminuzione fino al 2028, dall'altra parte ne risulta un limite per i miglioramenti di produttività. L'analisi del quinto capitolo mostra, in particolare, come, nella tendenza di lungo periodo, occupazione e crescita siano legati da un coefficiente di elasticità particolarmente elevato, che nelle dinamiche cicliche registra una variabilità, anche elevata, legata a fattori specifici quali la distribuzione settoriale degli incrementi del PIL, il *labour hoarding*, l'utilizzo di strumenti di politica economica volti ad attenuare le ripercussioni di fenomeni recessivi sul mercato del lavoro. Ciò in un contesto di riforme istituzionali teso ad accrescere la flessibilità del mercato del lavoro e, quindi, a favorire l'aumento del contenuto occupazionale nel processo di crescita. L'esito apparente a cui si è giunti è che il principale problema del mercato del lavoro italiano non è oggi la disoccupazione, quanto la dinamica troppo bassa delle retribuzioni. Accanto a quello fiscale, sembra essere questo il tema principale da affrontare nella legislatura che verrà.

POLITICA MONETARIA E INFLAZIONE. NUOVA O VECCHIA POLITICA?

1

In questo capitolo presentiamo un'analisi sulla politica monetaria, concentrandoci sull'attività BCE, ma proponendo un confronto con la Federal Reserve. L'obiettivo è quello di analizzare il comportamento dell'Istituto di Francoforte dalla sua fondazione per provare a delineare la politica monetaria nel nuovo scenario inflazionistico e capire quali differenze ci sono state e potrebbero esserci nella condotta della politica monetaria sulle due sponde dell'Atlantico.

Al fine di riprodurre le decisioni delle banche centrali ci avvarremo di una Regola di Taylor. Nello specifico, andremo a stimare una semplice Regola di Taylor per poi utilizzare i risultati in uno scenario di crescita di inflazione e capire quale potrebbe essere la reazione in termini di variazione dei tassi di policy.

Lo studio sarà utile anche per fornire ulteriori indicazioni su ciò che è successo negli ultimi anni all'operatività della BCE e della Fed. Si premette che si è deliberatamente deciso di utilizzare la TR nella sua forma più semplice, tralasciando ulteriori affinamenti statistici (come le differenze prime per ovviare ai problemi di stazionarietà) per rimanere il più vicini possibile allo spirito iniziale della proposta di Taylor.

2

Nel 1993 J. B. Taylor pubblicò uno dei paper economici più famosi di sempre, intitolato "Discretion versus policy rules in practice"¹. In questa ricerca, egli propose una semplice formula che, applicata alla politica monetaria della Federal Reserve tra il 1987 e il 1992, riproduceva molto fedelmente il comportamento della banca centrale statunitense. L'intuizione alla base della formula era molto semplice: la Fed muove i tassi di interesse in risposta a oscillazioni dell'inflazione intorno al suo obiettivo e agli andamenti dell'output gap (quindi ad oscillazioni del PIL intorno al potenziale). Più l'inflazione si allontana dall'obiettivo e più l'output gap diventa positivo, più i tassi di policy tendono a crescere e viceversa.

¹ John B. Taylor, Discretion versus policy rules in practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Volume 39, 1993, Pages 195-214, ISSN 0167-2231.

La formulazione classica della formula è la seguente:

$$i = r^* + \pi + 0.5(\pi - \pi^*) + 0.5(y - y^*)$$

in cui:

i = tasso d'interesse nominale;

r^* = tasso reale di equilibrio;

π = inflazione osservata;

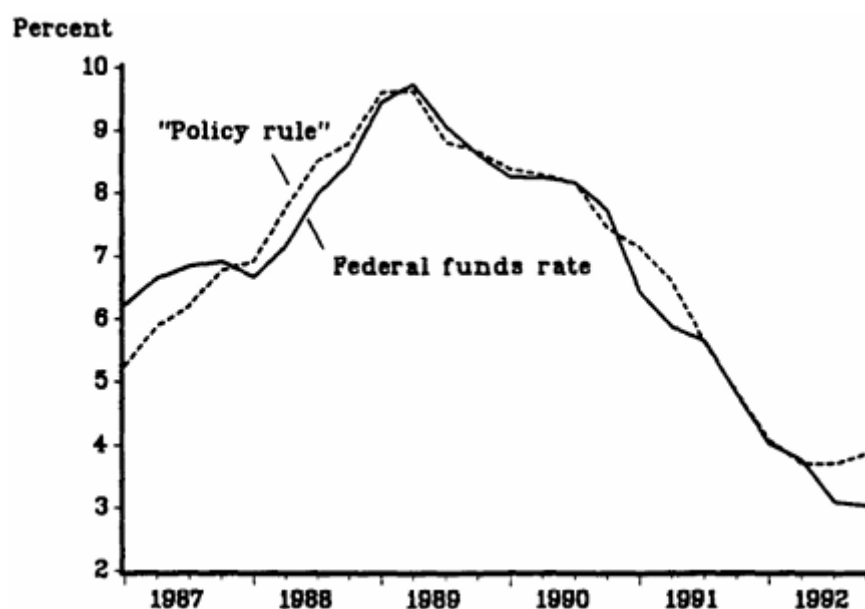
π^* = inflazione obiettivo;

$y - y^*$ = output gap.

Inoltre, Taylor assunse che l'inflazione target fosse pari al 2%, che il tasso reale di equilibrio fosse pari al 2% e che i coefficienti di reazione della Banca Centrale alla variazione di inflation gap e output gap fossero uguali e pari a 0,5. Ciò implicava che la Fed fosse parimenti reattiva a deviazioni di inflazione e PIL dai loro livelli di riferimento.

È bene sottolineare che Taylor non utilizzò alcun processo econometrico-statistico per stimare i due coefficienti, ma assunse, come detto, che la Fed desse pari importanza a scostamenti dell'inflazione e del prodotto dai loro valori *normali* e suppose che coefficienti pari a 0,5 fossero ideali per riprodurre l'azione del Fed. In effetti, questa Taylor Rule riproduceva molto fedelmente l'andamento del tasso sui *federal funds* nel periodo esaminato da Taylor (vedi grafico 1.1).

Grafico 1.1. Taylor rule vs tassi sui federal funds, 1987-1992



Fonte: J.B. Taylor (1993).

La semplicità della formula e la sua potenza nello spiegare la politica monetaria della Fed hanno reso molto celebre la Taylor Rule. Nel corso dei decenni sono stati innumerevoli i tentativi di modificarla, ampliarla e testarla sulla politica monetaria di altre banche centrali. L'obiettivo degli studi della TR è sempre stato quello di capire l'impostazione della politica monetaria nelle varie giurisdizioni per confrontare l'attività delle banche centrali, la loro attenzione alla variazione dell'inflazione e all'andamento del ciclo economico.

In questo capitolo si prende spunto dalla Taylor Rule originaria e la si utilizza per osservare il comportamento della BCE a confronto con la Fed.

I risultati mostrati nel seguito del capitolo sono stati ottenuti con una semplice stima econometrica (OLS), con l'obiettivo di discutere la natura dei coefficienti su inflation gap e output gap.

Le serie storiche utilizzate sono mensili. Prima di discutere i risultati si descrivono brevemente i dati utilizzati. Partendo dalla BCE-Area euro, come tasso di policy, per evitare di utilizzare i valori discreti del tasso BCE, si è utilizzato il tasso interbancario overnight (prima l'Euribor a 1 giorno, il day to day rate, e da gennaio 2022 l'Euro short-term rate €STR). L'inflation gap è stato determinato calcolando la differenza mensile tra l'inflazione obiettivo, pari al 2%, e l'inflazione su base annua registrata da Eurostat per l'Area euro. L'output gap è stato calcolato su base trimestrale come differenza tra la variazione percentuale trimestrale del PIL reale dell'Area euro e un valore di crescita di riferimento pari a $+0,5\%^2$ (crescita trimestrale superiore a $+0,5\%$ genera un output gap positivo e viceversa). Il dato trimestrale dell'output gap è stato poi utilizzato nei tre mesi di riferimento di ogni trimestre.

Per la Fed-Stati Uniti il tasso di interesse è l'Effective Federal Funds Rate, che si muove intorno al Federal Funds rate. Per l'inflation gap si è proceduto come per la BCE, utilizzando un'inflazione obiettivo del 2%. Invece, per l'output gap, pur seguendo la stessa procedura, come valore di riferimento è stata scelta una crescita congiunturale dello $0,7\%^3$, al fine di considerare un andamento più rapido nella crescita del PIL negli Stati Uniti.

Basandosi su queste elaborazioni, si è proceduto a stimare una equazione simile alla TR, così costruita:

$$i = c + \beta_1 (\pi - \pi^*) + \beta_2 (y - y^*)$$

² Questo valore è desunto dalla formula che ha portato la BCE a definire una crescita di M3 del 4,5% come una crescita neutrale per l'economia. Il 4,5% derivava da un tasso di inflazione pari al 2%, da una crescita reale annua del Pil pari al 2% e da una riduzione della velocità di circolazione della moneta pari a -0,5%.

³ Il valore di $+0,7\%$ è allineato alla media di lungo periodo (1970-2019) della crescita congiunturale del Pil negli Stati Uniti.

in cui:

i = tasso d'interesse a breve termine;

c = costante, equivalente al tasso nominale di equilibrio;

β_1 = coefficiente sull'inflation gap

$\pi - \pi^*$ = inflation gap;

$y - y^*$ = output gap.

β_2 = coefficiente sull'output gap

Nei prossimi paragrafi si discuteranno i risultati ottenuti stimando questa equazione.

4

I risultati delle regressioni permettono di evidenziare alcune interessanti caratteristiche delle politiche monetarie.

In primo luogo, testando la TR su un sample esteso, dal gennaio 1999 al marzo 2026, i risultati sono abbastanza deboli in termini di significatività dei coefficienti e di R^2 .

La tavola 1.1 riporta la forma base della TR calcolata per la BCE e per la Fed sull'intero periodo considerato e presentando la miglior regressione ottenuta a seguito di alcune prove.

Tavola 1.1. TR intero periodo

Variabile dipendente: tasso di interesse a breve termine	Sample: 1999M04 2026M03 Osservazioni: 324	
	BCE	FED
Costante	1.466792*** (0.091411)	1.876250*** (0.113932)
β_1 (-3 BCE e FED)	0.284026*** (0.051521)	0.427397*** (0.063274)
β_2 (-3 BCE e FED)	0.036151 (0.054125)	0.090833 (0.087825)
Adj R2	0.08	0.12
F-statistic	15.36***	23.98***
DW stat	0.01	0.02

*significativo al 10%; **significativo al 5%; ***significativo all'1%.

I numeri ci dicono che utilizzare una semplice TR su un esteso arco di tempo mostra coefficienti sull'inflation gap significativi, ma il loro valore è molto basso, indicando una limitata reattività delle due banche centrali alle oscillazioni dell'inflazione. Al contempo, il coefficiente sull'output gap, pur essendo positivo, non è significativo ed ha un valore molto limitato. Inoltre, la forma migliore è stata ottenuta con una impostazione backward looking in entrambi i casi. Se facessimo affidamento su questa formula, emergerebbero due banche centrali poco reattive all'inflazione (con la BCE meno reattiva della Fed) e non attente al ciclo economico.

5

Tuttavia, un periodo così lungo e così pieno di eventi particolari, potrebbe aver modificato la funzione di reazione (cioè la TR) della banca centrale. Quindi, diventerebbe sostanzialmente impossibile riprodurre il comportamento della banca centrale con una sola TR che copra l'intero periodo. Diventa quindi necessario provare a segmentare il *sample*. Una possibilità è quella di considerare la pandemia come un fattore che ha prodotto un break strutturale, modificando l'usuale condotta della politica monetaria. A tal fine, si è deciso di stimare nuovamente la TR, ma su due periodi, dal 1999 fino a dicembre 2019 e da gennaio 2020 fino alla fine del sample. Con questa suddivisione, la TR appare riprodurre in modo più appropriato il comportamento delle due banche centrali nei due periodi. La tavola 1.2 mostra i risultati relativi al primo sottoperiodo, mentre la tavola 1.3 riporta i risultati delle regressioni relative al periodo che parte nel gennaio 2020.

Tavola 1.2. TR sottoperiodo 1, pre-Covid

Variabile dipendente: tasso di interesse a breve termine	Sample: 1999M02 2019M12 Osservazioni: 251	Sample: 1999M08 2019M12 Osservazioni: 245
	BCE	FED
Costante	1.948630*** (0.095437)	1.758699*** (0.111817)
β_1 (-1 BCE)	1.109748*** (0.097031)	0.810786*** (0.090523)
β_2 (-7 FED)	0.504023*** (0.148637)	0.323516* (0.189163)
Adj R2	0.34	0.29
F-statistic	65.86***	51.50***
DW stat	0.05	0.06

*significativo al 10%; **significativo al 5%; ***significativo all'1%.

Come fatto in precedenza, nelle tavole sono mostrati i risultati migliori ottenuti dopo una serie di prove. In generale, partendo dal periodo pre-Covid, le TR si comportano meglio usando qualche ritardo nei regressori, palesando una impostazione backward looking. Entrambe le banche centrali pongono più attenzione all'inflation gap rispetto all'output gap (il coefficiente sull'inflation gap è più grande di quello sull'output gap). Nel confronto tra BCE e Fed la prima appare più *falco* contro l'inflazione: 1) il coefficiente sull'inflation gap è più grande per la BCE; 2) il coefficiente della BCE è superiore a 1, ciò mostra che il tasso di policy si è mosso con una intensità maggiore rispetto alle oscillazioni dell'inflazione.

Tavola 1.3. TR sottoperiodo 2, post-Covid

Variabile dipendente: tasso di interesse a breve termine	Sample: 2020M01 2026M03 Osservazioni: 75	
	BCE	FED
Costante	0.726680*** (0.130721)	1.703629*** (0.236515)
β_1 (-12 BCE e FED)	0.484951*** (0.040430)	0.615188*** (0.079712)
β_2	0.013926 (0.036028)	0.000583 (0.082303)
Adj R2	0.66	0.44
F-statistic	72.08***	29.79***
DW stat	0.05	0.04

*significativo al 10%; **significativo al 5%; ***significativo all'1%.

Passando alla tavola 1.3, che mostra i migliori risultati delle TR del periodo post-Covid, la differenza rispetto al periodo pre-pandemia è evidente. In primo luogo, l'output gap sembra non avere avuto alcun ruolo nel guidare le variazioni dei tassi di policy, sia nell'Area euro che negli Stati Uniti. Al contempo, il coefficiente sull'inflation gap si è di molto ridotto e per trovare significatività è necessario utilizzare un ritardo non indifferente, di circa 12 mesi. Questo risultato delle TR è in linea con ciò che abbiamo visto negli ultimi anni: le banche centrali hanno reagito con molto ritardo alla risalita dell'inflazione (tutti ricordiamo le iniziali dichiarazioni di Fed e BCE in merito alla transitorietà della fiammata inflazionistica nel periodo iniziale, a giustificazione della mancata azione restrittiva sui tassi di interesse) e lo hanno fatto con una manovra restrittiva non particolarmente forte, che non ha fatto innalzare i tassi di interesse in modo più forte della crescita dell'inflazione

(ciò è testimoniato dal coefficiente sull'inflation gap molto contenuto in valore). Quindi, nel periodo post-Covid abbiamo un cambiamento non trascurabile, con le due banche centrali che diventano molto più accomodanti rispetto all'inflation gap (sia in termini di rapidità nella risposta che nella sua intensità).

6

La suddivisione in due sottoperiodi ha mostrato come la politica monetaria sia profondamente cambiata nel corso degli anni⁴. Facendo affidamento sull'intuizione alla base di questi numeri, possiamo dire che ci sono state due politiche monetarie negli ultimi 30 anni: la vecchia politica monetaria era reattiva alle oscillazioni dell'inflazione e considerava anche il ciclo economico, mentre la nuova politica monetaria è risultata più attendista e più accomodante, focalizzata sull'inflazione.

7

Utilizzando i dati forniti dalle TR ottenuti suddividendo il sample, si può provare ad ipotizzare quale sarebbe la risposta della politica monetaria in presenza di un nuovo scenario inflazionistico, come quello che si sta manifestando a seguito della crisi US-Iran. In primo luogo, è facile dedurre che, se le Banche Centrali continuassero ad utilizzare l'impostazione post-Covid, si avrebbe una risposta molto ritardata alla risalita dell'inflazione e, di conseguenza, il 2026 si chiuderebbe senza modifiche dei tassi di policy. Diverso sarebbe il risultato nel caso si ritornasse all'impostazione pre-Covid, che mostrava una politica monetaria più reattiva. Utilizzando le TR pre pandemia sarebbe possibile determinare la reazione delle Banche Centrali alla divergenza del tasso di inflazione già nel corso del 2026.

Ipotizzando due scenari, uno con basso impatto (inflazione moderata e nessun impatto sul ciclo) e uno con alto impatto (inflazione alta e peggioramento del ciclo) è possibile osservare la reazione dei tassi di policy così come anticipata dalle TR pre pandemia (vedi tavola 1.4 per i dettagli degli scenari).

⁴ Sarebbe sicuramente possibile affinare ulteriormente lo studio econometrico, ad esempio utilizzando le differenze prime per eliminare problemi di stazionarietà delle serie, ma si perderebbe la facilità di lettura e interpretazione della TR originaria.

Tavola 1.4. Scenari inflazionistici per Area euro e Stati Uniti

	Scenario basso impatto		Scenario alto impatto	
	BCE	FED	BCE	FED
Inflazione	4,0% (da agosto a dicembre)	5,0% (da agosto a dicembre)	6,0% (da ottobre a dicembre)	7,0% (da ottobre a dicembre)
Output gap	Stabile rispetto al valor medio del 2025	Stabile rispetto al valor medio 2025	Valore mezzo punto al di sotto di quello medio 2025 dal II al IV trimestre	Valore mezzo punto al di sotto di quello medio 2025 dal II al IV trimestre

8

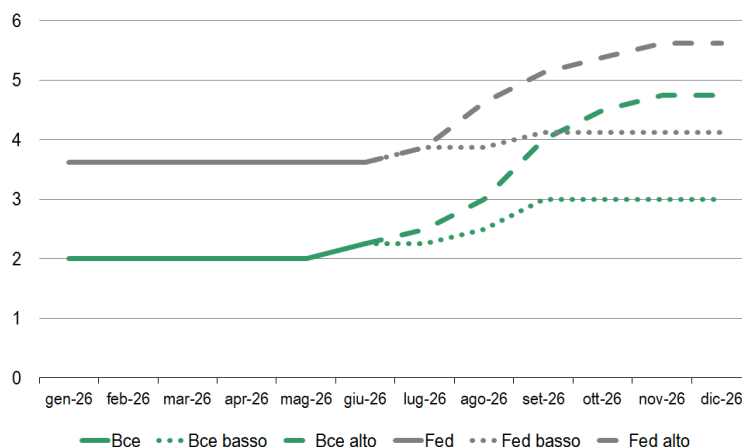
Nel caso dello scenario a basso impatto, per BCE-Area euro si ipotizza un tasso di inflazione che arriva al 4% in agosto per poi rimanere stabile e un Gdp gap pari al valor medio del 2025. In questo caso gli effetti sul tasso BCE sarebbero pari ad un incremento di 90 punti base partendo da giugno (quindi, circa 65pb in più rispetto alla prima stretta già varata dalla BCE), con tasso di policy fermo dalla seconda metà del 2026 fino a fine anno al 3,00% (arrotondando). Invece, per Fed-Stati Uniti si ipotizza un tasso di inflazione che arriva al 5% in agosto e rimane su questo livello fino a fine anno e un Gdp gap pari a quello medio del 2025. In questo caso la reazione della Fed avrebbe portato ad un aumento del tasso di policy di 50 pb, con il tasso di riferimento fatto salire al 4-4,25% a fine estate e poi tenuto costante.

9

Nel caso dello scenario con alto impatto, per BCE-Area euro si ipotizza un tasso di inflazione che sale più in alto, arrivando al 6% ad ottobre e rimanendo a quel livello fino a dicembre e un gap sul PIL che peggiora di mezzo punto nel terzo e quarto trimestre rispetto alla media del Gdp gap del 2025. In questo caso la reazione dei tassi sarebbe pari ad un incremento di 280 punti base partendo da giugno (circa 250pb in più rispetto alla prima stretta già varata dalla BCE), con tasso di policy a fine anno pari al 4,75%. Il rallentamento del ciclo incide per circa 30pb sul tasso di policy a fine periodo. Invece, per Fed-Stati Uniti si ipotizza una inflazione che sale fino al 7% ad ottobre, per poi rimanere su questo livello fino a fine anno, e un gap sul PIL che peggiora di mezzo punto nel terzo e quarto trimestre rispetto alla media del 2025. In questo caso la reazione della Fed avrebbe portato ad un aumento del tasso di policy di 190 pb, con il tasso di riferimento fatto salire al 5,625% (arrotondando). Si evidenzia che, dato il ritardo presente su β_2 nella TR utilizzata per gli Stati Uniti (7 mesi), il peggioramento del ciclo a partire da luglio non ha impatto nel periodo di tempo considerato.

Il grafico 1.2 riassume le previsioni per le due banche centrali e nei due scenari.

Grafico 1.2. Previsioni tassi di policy BCE e Fed in due scenari con utilizzo di una Taylor Rule



Fonte: elaborazioni CER.

10

Questo capitolo ha esaminato l'andamento dei tassi di policy (approssimato dai tassi a breve termine) di BCE e Fed su un lungo arco di tempo. Ne è emerso un cambiamento della politica monetaria nel corso degli anni, soprattutto nel periodo post-Covid. Per l'analisi è stata adottata una Regola di Taylor in una versione semplificata. L'analisi ha mostrato una maggior reattività all'inflazione rispetto al ciclo economico nel periodo pre-Covid, con una BCE più falco della Fed nel rispondere alle variazioni dei prezzi. Nel periodo post-Covid, invece, le due banche centrali si sono rivelate molto lente e molto accomodanti con l'inflazione, visto che il coefficiente sull'inflation gap si è molto ridotto ed ha mostrato significatività solo con un ampio ritardo. Questa duplice impostazione della politica monetaria conduce, ovviamente, a scenari diversi dei tassi di policy nel nuovo contesto inflattivo. Se le banche centrali continuassero ad utilizzare l'impostazione recente, non avremmo modifiche dei tassi per tutto il 2026. Al contrario, se tornasse la vecchia impostazione della politica monetaria ciò implicherebbe una maggior prontezza nel variare i tassi di policy in risposta alla risalita dell'inflazione. Proprio utilizzando l'impostazione della politica monetaria pre-Covid emersa con le TR si è provato a definire il profilo dei tassi di policy nel corso del 2026 in presenza di due scenari di inflazione, uno più moderato e uno a più alto impatto. Il risultato è che, se l'inflazione non dovesse rientrare su livelli più contenuti, entrambe le banche centrali dovrebbero continuare ad aumentare i tassi di policy nei prossimi mesi, arrivando in un range compreso tra il 3% e il 4,75% per la BCE e tra il 4,13%-5,63% per la Fed. Nei prossimi mesi si capirà se l'impostazione della politica monetaria avrà rispecchiato più la *vecchia* o la *nuova* Taylor Rule.

LA DEFINIZIONE DELLE ESOGENE

LO SCENARIO INTERNAZIONALE

1

Come avevamo anticipato nel precedente esercizio di previsione, il 2026 si sta rivelando un anno dall'elevato livello di incertezza. Ai conflitti insoliti, Russia-Ucraina e Israele con i Paesi limitrofi, si è aggiunto il conflitto con USA-Israele-Iran. L'incertezza regna sovrana, non essendo chiara la *ratio* alla base di tali scontri armati (supposto che nel XXI secolo sia possibile trovare una ragione per le guerre). Al contempo, è rimasta sullo sfondo la guerra commerciale avviata dagli Stati Uniti: la Corte Suprema ha bocciato i dazi voluti dal Presidente Trump, il quale, ha prima introdotto dazi temporanei e poi, a luglio, ha deciso di riproporli verso tutti i partner, seppur in forma ridotta (intorno al 10%) e basandosi su nuove motivazioni (presenza di lavoro forzato nei Paesi partner). Inoltre, la Presidenza statunitense preannuncia ulteriori dazi nei prossimi anni, con quelli sui farmaci generici previsti al 100% nel 2028 e al 200% l'anno successivo.

I conflitti stanno sicuramente producendo alcuni effetti: far risalire l'inflazione, causata principalmente dall'incremento dei prezzi delle materie prime energetiche; creare difficoltà crescenti nell'offerta di alcune materie prime, a causa della chiusura dello Stretto di Hormuz; mantenere alta l'incertezza, con le conseguenze che ciò comporta in termini di decisioni di consumo e investimento. Nonostante uno scenario così complesso, i dati economici sono rimasti più che soddisfacenti: il 2025 si è chiuso meglio del previsto, in termini di crescita e, soprattutto, di commercio mondiale, e fino alla metà del 2026 gli indicatori non hanno mostrato cedimenti degni di nota.

Un effetto di secondo ordine è stato l'incremento dei tassi di policy da parte della BCE (ma anche di altre banche centrali). Il ritorno di un'inflazione più elevata ha indotto l'Istituto di Francoforte ad intervenire, questa volta prontamente, per lanciare un messaggio ai mercati e agli operatori economici: la BCE non sarà attendista come nel 2022 e interverrà prontamente per evitare un allontanamento ampio dell'inflazione rispetto all'obiettivo del 2%. Dall'altra parte dell'oceano, invece, nonostante un'inflazione più alta, la Federale Reserve del nuovo Presidente Warsh ha deciso di modificare quasi tutto nella condotta della politica monetaria, tranne i tassi di policy. Sarà interessante osservare come si concluderà questo processo complessivo di revisione della gestione della politica monetaria

statunitense, per provare a tracciare il comportamento futuro della Fed. Al momento, le prime previsioni mostrate dopo la riunione di giugno del Federal Open Market Committee hanno portato ad un incremento dei tassi di policy obiettivo a fine 2026-27 e 2028. Vedremo se tali previsioni saranno poi confermate dalle azioni della Fed.

Allo stato attuale, la politica monetaria della Federal Reserve è più restrittiva rispetto a quella della BCE se raffrontata ai tassi naturali e, se lo shock sui prezzi dovesse fermarsi (gli ultimi dati dell'inflazione hanno mostrato un lieve calo) è possibile che lo spread tra i tassi di policy si vada a ridurre per azioni espansive della Fed, piuttosto che per ulteriori azioni restrittive della BCE.

D'altronde, nell'Area euro il ciclo appare ancora molto fiacco, quindi non pare esserci una spinta sui prezzi proveniente dalla domanda, e, quindi, la situazione dei tassi di policy appare equilibrata. Negli Stati Uniti l'espansione è più forte di quella dell'Area euro, sta resistendo alle varie crisi, ma è meno forte rispetto al potenziale degli ultimi anni, quindi, potrebbe indurre la Fed ad allentare un po' la politica monetaria. Ovviamente, questi andamenti si basano sull'assenza di un vero shock dell'inflazione, che potrebbe modificare sostanzialmente le scelte di politica monetaria.

La politica fiscale sarà più espansiva negli Stati Uniti (nel 2025 vi sono stati diversi provvedimenti espansivi, come il Beautiful Bill Act), anche in vista delle elezioni di metà mandato, mentre rimane attenta ai saldi di finanza pubblica in Europa. Quindi, nell'Area euro si conferma una situazione con politica monetaria sostanzialmente 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. In Europa rimangono immutati gli obiettivi di lungo termine, ma il ritmo della transizione viene lentamente rallentato dalle nuove norme europee. Al contrario, gli Stati Uniti hanno abbandonato i principali accordi internazionali e, al momento, non mostrano alcuna intenzione di intervenire per riavviare un processo di riduzione dell'impatto ambientale.

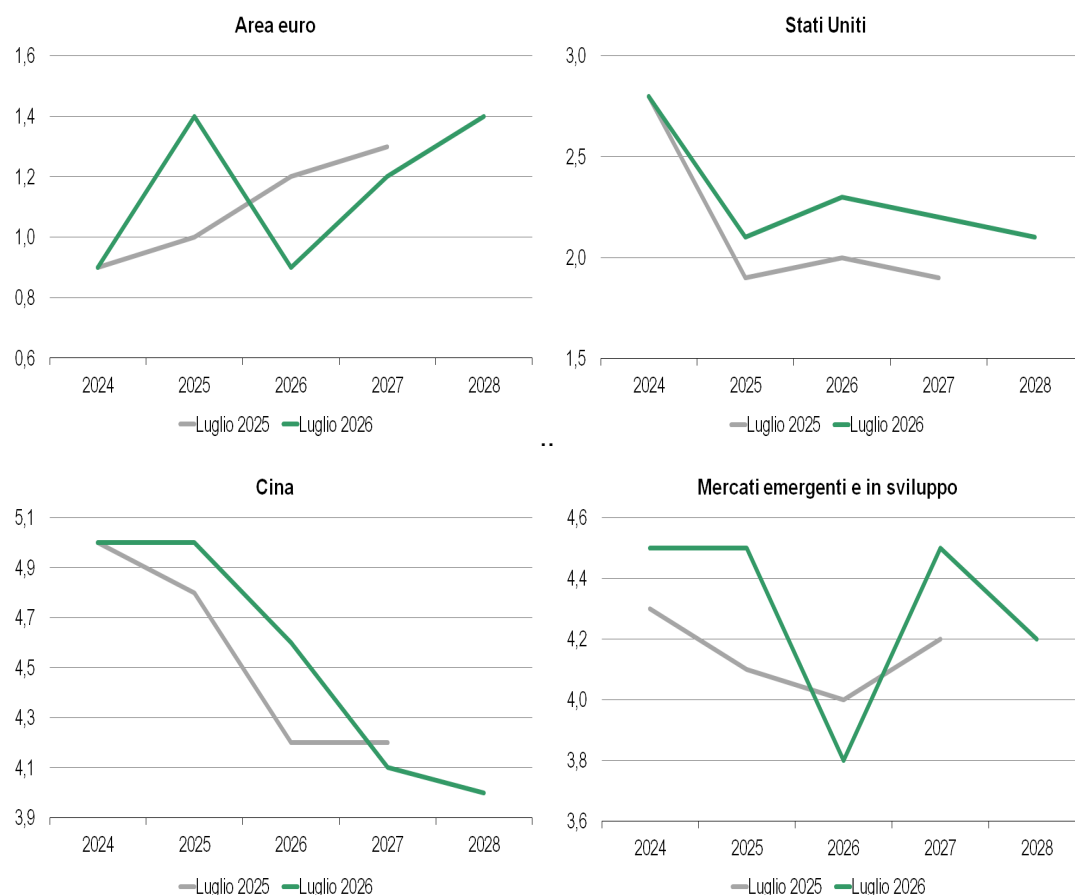
In conclusione, negli ultimi Rapporti di previsione era già stato ampiamente evidenziato il crescente livello di incertezza nella definizione dello scenario. In questo nuovo Rapporto le nebbie dell'incertezza non si sono diradate e appare difficile riuscire a delineare uno scenario certo per il prossimo futuro.

2

Con il grafico 2.1 si esaminano le modifiche intercorse nell'ultimo anno nelle previsioni di crescita delle maggiori economie, elaborando le stime del Fondo Monetario Internazionale. Le previsioni mostrate nei grafici sono le ultime disponibili a luglio

2026 e a luglio 2025, tratte dai vari World Economic Outlook. A distanza di un anno, le stime di espansione per l'Eurozona sono peggiorate per il 2026 e hanno subito una limatura per il 2027. Il peggioramento è stato di 3 decimi per il 2026, seguito da una riduzione di 1 decimo per il 2027. Nei tassi di crescita, dopo un 2025 migliore delle attese, +1,4%, la crescita dell'Area è prevista pari allo 0,9% nel 2026, per poi salire all'1,2% nel 2027 e arrivare all'1,4% nel 2028. Per gli Stati Uniti, invece, si osserva un miglioramento per il 2026 e per il 2027, in entrambi i casi pari a 3 decimi. Dopo un 2025 chiuso poco sopra il 2%, meglio delle attese, la previsione è di una crescita del 2,3% nel 2026, del 2,2% nel 2027 e del 2,1% nel 2028. Non sono tassi di espansione da primato per gli Stati Uniti, ma la differenza rispetto all'Area euro si è ampliata, arrivando a quasi un punto e mezzo nel 2026, un punto nel 2027 e oltre mezzo punto nel 2028.

Grafico 2.1. Previsione di crescita per le principali aree



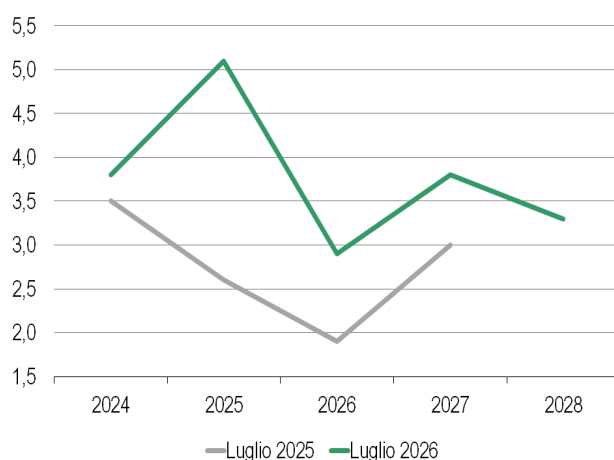
Fonte: elaborazioni su dati FMI.

Per la Cina e i Mercati Emergenti le stime più recenti mostrano una dinamica migliore in Cina nel 2026 e peggiore nel 2027, mentre l'esatto opposto accade per le Economie in sviluppo. Infatti, le ultime previsioni mostrano una crescita

cinese del 4,6% nel 2026 (4 decimi in più rispetto ad un anno prima) e del 4,1% nel 2027 (1 decimo in meno) e del 4,0% nel 2028. Per i Mercati emergenti e in sviluppo il FMI stima una espansione del 3,8% nel 2026 (2 decimi in meno rispetto alla previsione di un anno fa), del 4,5% nel 2027 (3 decimi in più) e del 4,2% nel 2028. Per la Cina si nota un assestamento verso il 4,0%, dopo anni di crescita al 5%.

Le modifiche apportate alle previsioni sul commercio mondiale (export mondiale) nell'ultimo anno sono mostrate nel grafico 2.2. In primo luogo, è bene evidenziare la differenza nel 2025, con una crescita che è risultata sostanzialmente doppia

Grafico 2.2. Previsione di crescita per il commercio internazionale



Fonte: elaborazioni su dati FMI. I valori mostrati sono relativi alla variazione del "Trade volume (goods and services)".

rispetto a quella prevista un anno fa. Per il 2026 la revisione è stata di 1 punto a rialzo, portando il ritmo di crescita al 2,9%. Un miglioramento della previsione anche nel 2027, di 8 decimi, con una crescita del 3,8%. Nell'ultimo anno di previsione, l'attuale stima di crescita dell'export mondiale è pari ad un +3,3%. Lo scenario attuale, quindi, mostra

una crescita più rapida del commercio con un tasso di espansione che solo nel 2026 dovrebbe scendere al di sotto del 3%. Questi dati confermano quanto indicato in precedenza, ossia che la guerra commerciale avviata dagli Stati Uniti non ha prodotto impatti negativi sulla dinamica di crescita del commercio mondiale.

3

Le ipotesi sulle esogene della previsione, mostrate nella tavola 2.1, dipingono un quadro non molto distante da quello appena descritto con i dati del FMI. 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 3,3%) e poi un tasso di espansione in ripresa nel 2027 e in calo nel 2028 (+3,6 e +3,0%).

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	3,8%	5,1%	3,3%	3,6%	3,0%
Tassi di Policy (media annua)					
- BCE (*)	4,1%	2,4%	2,4%	2,5%	2,3%
- Federal Reserve (**)	5,2%	4,2%	3,8%	3,7%	3,5%
Tassi di interesse a breve termine (3 mesi, media annua)					
- euro	3,6%	2,2%	2,5%	2,5%	2,3%
- dollaro	5,2%	4,2%	3,8%	3,6%	3,4%
Tassi di interesse a lungo termine (10 anni, media annua)					
- Germania	2,3%	2,6%	2,9%	3,0%	3,0%
- Stati Uniti	4,2%	4,3%	4,4%	4,2%	4,0%
Cambio dollaro-euro (media annua)	1,08	1,13	1,17	1,14	1,14
- variazioni percentuali	0,1%	4,6%	3,5%	-2,6%	0,0%
Prezzi delle materie prime					
- Brent (barile in \$, media annua)	81,0	68,0	80,0	65,0	65,0
- Indice materie prime Italia (var %)	-8,0%	-14,0%	24,2%	-9,9%	-5,4%

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

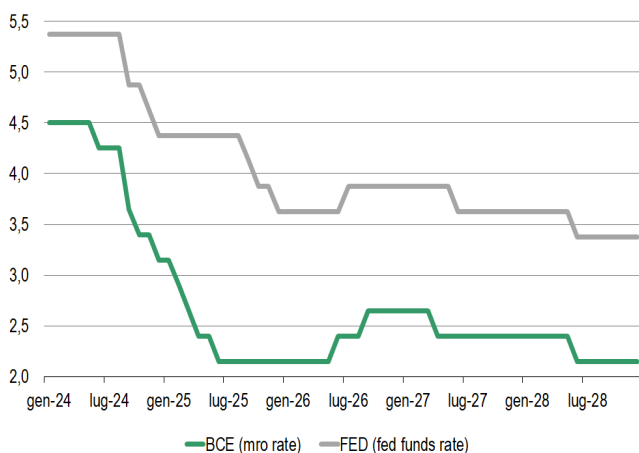
(**) Calcolato sulle più recenti previsioni FOMC Fed.

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 3,87% a fine 2026, al 3,6% a fine 2027 e al 3,4% a fine 2028. Per i tassi di policy europei (consideriamo il tasso BCE MRO) riteniamo che possa esserci un altro incremento nel 2026, che porterebbe la media 2026 allo stesso livello di quella 2025, e poi un taglio nel 2027 e uno nel 2028, che riporterebbe i tassi allo stesso livello di inizio 2026. Rispetto al precedente Rapporto di previsione del CER, questa dinamica dei tassi di policy porta ad un valore del tasso di policy più elevato sia per la Federal Reserve che per la BCE in tutti gli anni di previsione, ma con differenza che si amplia nel 2027 e si riduce nel 2028.

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 3,8%, in un calo al 3,7% nel 2027 e al 3,5%

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



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

nel 2028 (rispetto al precedente Rapporto di previsione il tasso è più alto di 3 decimi nel 2026, di 5 decimi nel 2027). Il tasso BCE MRO, invece, sarebbe pari al 2,38% nella media 2026, per poi salire al 2,46% medio nel 2027 e scendere al 2,25% nel 2028 (rispetto al precedente Rapporto di previsione, il tasso è più alto

di 38 punti base nel 2026, di 41 pb nel 2027, ma più basso di 5 pb nel 2028).

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 4,2% (Treasury Securities a 3 mesi), nel 2026 il tasso scende al 3,8%, per poi attestarsi al 3,6% nel 2027 e al 3,4% nel 2028 (rispetto al precedente Rapporto il valore è 5 decimi superiore nel 2026, 6 decimi più alto nel 2027 e 5 decimi nel 2028). Per l'Area euro, dopo il dato medio del 2025 pari al 2,2%, si osserva un incremento dell'Euribor 3 mesi al 2,5% nel 2026, una stabilizzazione su questo livello nel 2027 prima di scendere al 2,3% nel 2028. Rispetto al precedente Rapporto, l'Euribor 3 mesi è stimato 4 decimi più alto nel 2026, 6 decimi più alto nel 2027 e 1 decimo nel 2028.

Per i tassi a lunga adottiamo uno scenario di crescita nel 2026 per il decennale tedesco, per poi rimanere sostanzialmente stabile, mentre per quello statunitense si ipotizza un lieve incremento nel 2026 e poi una graduale discesa nei due anni successivi. I livelli dei tassi decennali sono stati in marginale crescita nel 2025 negli Stati Uniti e in Germania. Negli anni di previsione, il decennale statunitense sale al 4,4% nel 2026, poi scende al 4,2% nel 2027 e al 4,0% nel 2028. Il tasso sul Bund decennale, invece, sale al 2,9% nel 2026, per poi crescere di 1 decimo nel 2027 e rimanere al 3,0% nel 2028. Per i tassi decennali statunitensi, il livello è 4 decimi superiore rispetto al precedente scenario nel 2026 e nel 2027, mentre nel 2028 rimane 2 decimi superiore. Invece, per il decennale tedesco, rispetto al precedente Rapporto di previsione, il tasso è più elevato di 1 decimo nel 2026 e nel 2027 ed è allineato nel 2028. Il differenziale tra i tassi decennali tedeschi e statunitensi è previsto in riduzione, passando dai 170 punti base del 2025 ai 100 del 2028.

6

Per il tasso di cambio euro/dollaro prevediamo un apprezzamento nel 2026 e poi un valore più basso nel biennio finale di previsione. Nel 2026 la crescita è del 3,5%, con il tasso di cambio che passa da 1,13 del 2025 alla media di 1,17. Nel 2027 e 2028 il tasso è fissato a 1,14, valore prevalente al momento dell'elaborazione di queste previsioni. Il livello del tasso di cambio è inferiore rispetto al precedente Rapporto, inglobando un diverso andamento registrato nella prima parte del 2026, con un euro più debole rispetto alle precedenti previsioni. Il cambiamento di scenario è visibile anche nell'andamento delle materie prime: rispetto al precedente Rapporto sia l'andamento del Brent che quello dell'Indice delle materie prime sono in crescita nel 2026, contro la precedente previsione di calo. Più precisamente, per l'Indice delle materie prime si prevede un incremento di circa il 24% nel 2026 e poi un calo del 9,9% nel 2027 e del 5,4% nel 2028. Per il Brent, dopo la riduzione del 2025, si assume una risalita nel 2026, con un valore che torna simile a quello del 2024, e poi un assestamento sui 65 dollari al barile nei due anni finali di previsione. Lo shock è quindi concentrato nell'anno in corso, con un ritorno su livelli più accettabili dei prezzi delle materie prime già dal 2027.

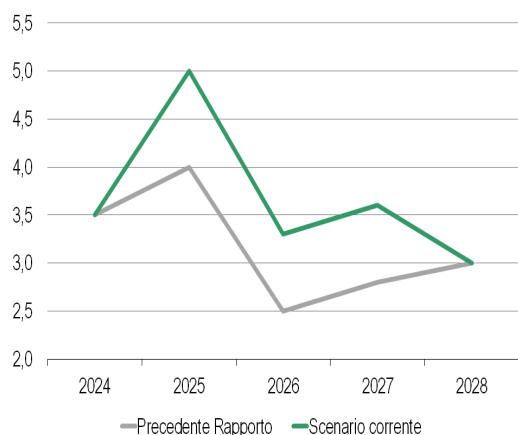
7

I grafici 2.4-2.9 illustrano più in dettaglio le differenze apportate alle esogene rispetto al precedente esercizio di previsione (Rapporto 3/2025). La crescita del commercio mondiale è stata migliore del previsto nel 2025 e in previsione l'andamento è migliore nel primo biennio della previsione. Questo andamento è, ovviamente, collegato ad una maggior solidità dell'andamento degli scambi commerciali a livello mondiale, nonostante le guerre commerciali avviate dagli Stati Uniti. Per questo motivo, la crescita sarà sempre oltre il 3% e nel primo biennio il miglioramento è di 8 decimi rispetto al precedente Rapporto.

Per il petrolio, come detto in precedenza, la revisione è stata al rialzo: mentre nel Rapporto 3/2025 si assumeva un valore di 62 dollari al barile per il Brent dal 2026 al 2028, adesso si è impostata una crescita a 80 dollari nel 2026 e poi un valore costante a 65 dollari nei due anni successivi.

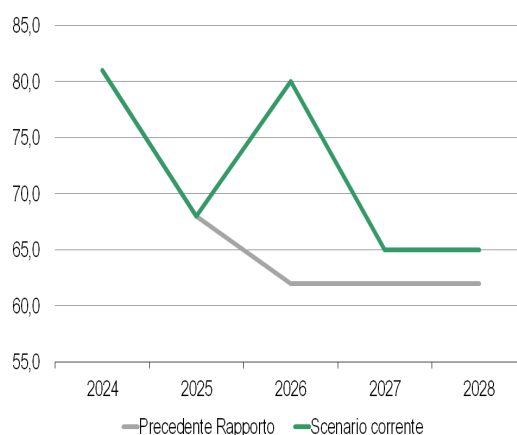
Per il PIL dell'Area euro la crescita è stata 1 decimo più alta nel 2025 a seguito delle revisioni, ma in previsione è stimata più bassa di 3 decimi nel 2026 e di 1 decimo nel 2027 e poi allineata nel 2028. Per gli Stati Uniti la revisione positiva della crescita nel 2026 è stata di 2 decimi, mentre lo scenario corrente mostra una crescita più debole di 3 decimi nel 2027 e immutata rispetto al precedente Rapporto nel 2028.

Grafico 2.4. Il Commercio internazionale



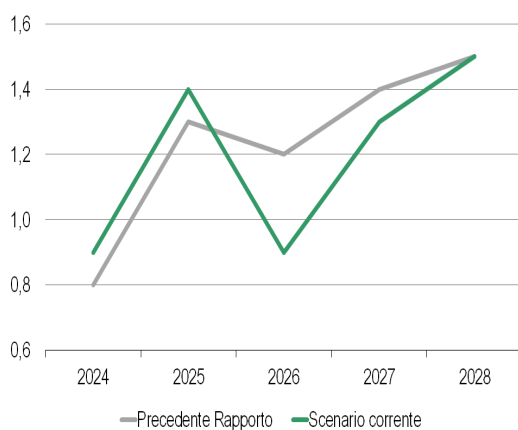
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 2.5. Prezzo del petrolio Brent



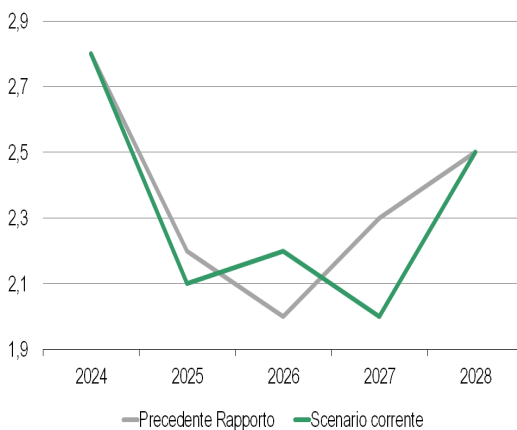
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 2.6. Variazione PIL Area euro



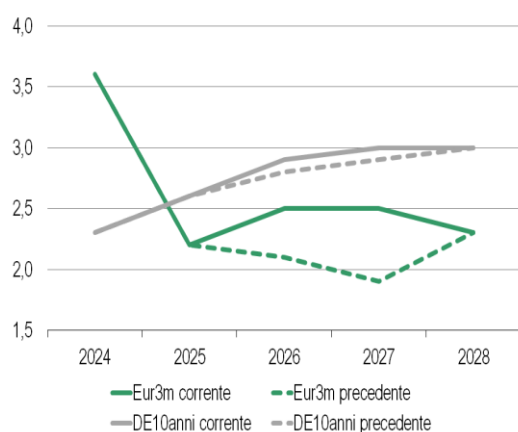
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 2.7. Variazione PIL Stati Uniti



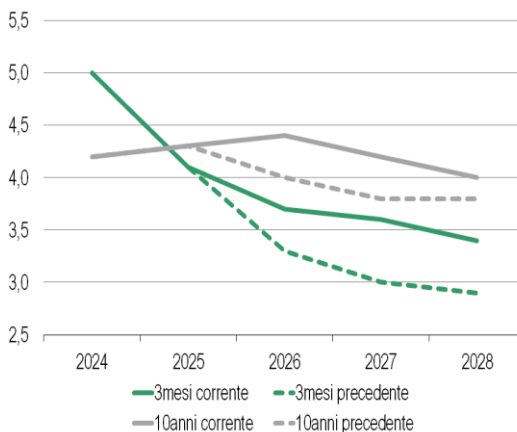
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 2.8. Tassi Area euro



Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 2.9. Tassi Stati Uniti



Fonte: modello econometrico CER.

Per i tassi di interesse europei, la nuova ipotesi sull'Euribor a 3 mesi è superiore di 4 decimi nel 2026 e di 6 decimi nel 2027, ma allineata nel 2028. Il tasso sul titolo decennale tedesco è posizionato 10 punti base più in alto nel 2026 e nel 2027 ed è allineato al precedente valore nel 2028.

Per i tassi statunitensi la nuova ipotesi sul tasso a 3 mesi è più alta di 40 punti base nel 2026, di 60 punti base nel 2027 e di 50 punti base nel 2028. Invece, rispetto al precedente Rapporto di previsione, il tasso sul titolo decennale statunitense è posizionato più in alto di 40 punti base nel 2026 e nel 2027 e di 20 punti base nel 2028.

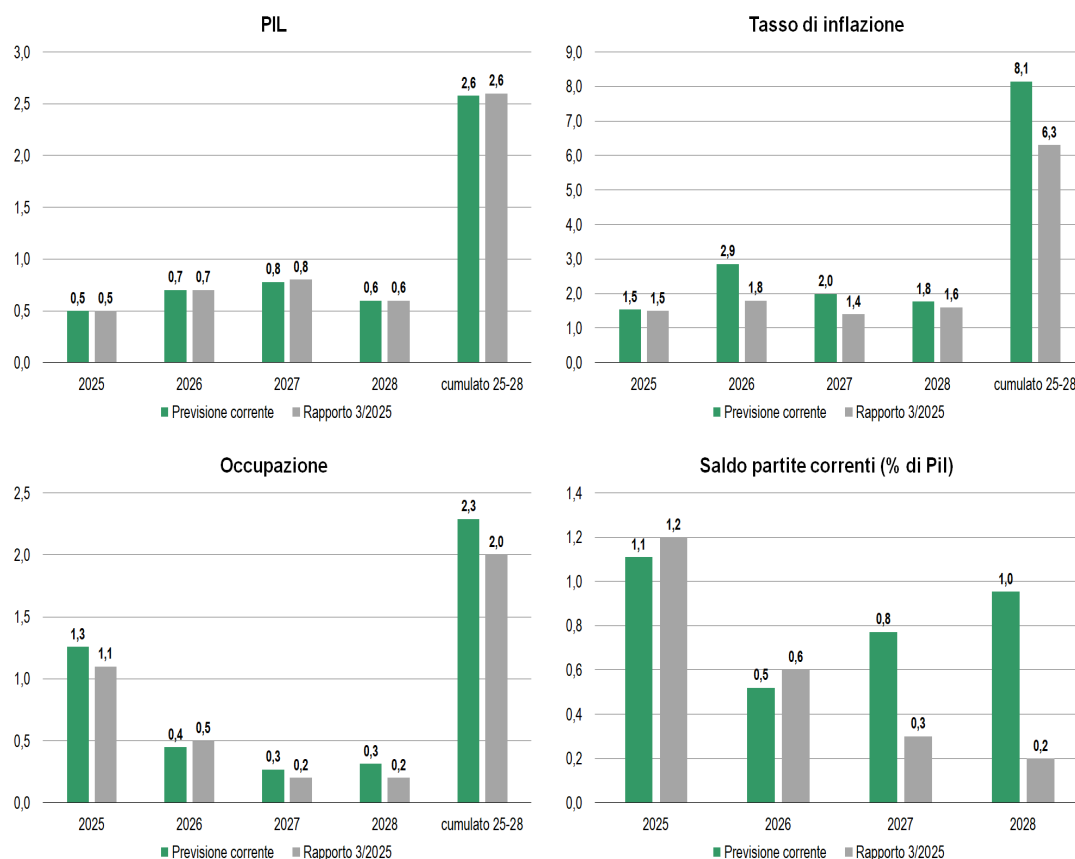
LA PREVISIONE MACROECONOMICA

IL QUADRO RIASSUNTIVO

1

Nel capitolo precedente sono state illustrate le esogene della previsione. Partendo da quelle esogene, si sviluppa la nuova previsione macroeconomica descritta in questo capitolo. I cambiamenti apportati alle esogene e la base 2025 aggiornata pubblicata dall'Istat hanno determinato lievi modifiche alle previsioni di espansione per il 2026 e per gli anni seguenti rispetto a quanto stimato nel precedente rapporto di previsione, il Rapporto CER 3/2025. 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 allineata a quella del precedente rapporto di previsione sia nel 2026 (+0,7%), che nel 2027 (+0,8%) e nel 2028 (+0,6%). Cumulando l'espansione nel periodo 2025-2028, non vi sono differenze rispetto alla precedente previsione, con un dato cumulato pari a +2,6%. In questo nuovo scenario l'anno più problematico appare il 2028, ma la differenza rispetto agli altri anni di previsione è comunque limitata a 1-2 decimi.

Per quanto riguarda il tasso di inflazione, la differenza rispetto alla precedente previsione non è trascurabile, visto il cambiamento radicale nei prezzi delle materie prime energetiche. Nel 2026 il tasso d'inflazione previsto è ora superiore di 1,1 punti (+2,9% vs +1,8%), mentre nel 2027 l'incremento è di 6 decimi e di 2 decimi nel 2028. Se si considera il quadriennio 2025-28 la differenza è di 1,8 punti tra i dati attuali, più alti, e quelli previsti nel precedente Rapporto di previsione.

Per l'occupazione la variazione cumulata 2025-2028 è lievemente migliore rispetto alla precedente previsione perché a consuntivo il 2025 si è rivelato più positivo rispetto a quanto indicato nel precedente Rapporto (+1,3% vs +1,1%). 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 dal 2026 al 2028. Nel cumulato del quadriennio 2025-28 si passerebbe dal +2,0% precedente al +2,3% attuale.

La nuova previsione per il saldo delle partite correnti è lievemente inferiore nel 2026, ma è migliore di 5 decimi nel 2027 e di 8 decimi nel 2028. Il valore in quota di PIL scenderebbe dall'1,1% del 2025 allo 0,5% del 2026 (1 decimo in meno dal precedente Rapporto di previsione). Nel 2027 il dato è stato rialzato di 5 decimi, risalendo allo 0,8% del PIL e nell'ultimo anno è previsto un ulteriore lieve aumento, con il rapporto tra Saldo partite correnti e PIL che si riallinea a quelli del 2024-25 risalendo all'1,0%. Questo miglioramento è riconducibile alla tenuta dell'export italiano, che mostra un andamento migliore rispetto a quanto previsto in precedenza alla luce della resilienza mostrata alle conseguenze della guerra commerciale avviata dagli Stati Uniti.

IL 2026

2

Prevediamo per il 2026 un aumento dei consumi delle famiglie dello 0,9%, 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 (+0,3%), con una variazione dei consumi finali interni che scenderebbe di 1 decimo dal 2025 per segnare +0,8%.

La stima sui consumi delle famiglie è elaborata incorporando un lieve incremento

della propensione al consumo, che salirebbe di 3 decimi rispetto al 2025 fermandosi al 93,0% del reddito disponibile. A una variazione nominale di quest'ultimo del 3,3% corrisponderebbe infatti un incremento del potere d'acquisto dello 0,6% (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 2,9% per il reddito da lavoro dipendente, a fronte di una crescita più contenuta dei redditi da lavoro autonomo (+2,0%). Ancora robusta la spinta fornita dai redditi da capitale (+2,7%), mentre il risultato lordo di gestione mostrerebbe una dinamica in rallentamento, ma ancora in espansione (+2,0%).

3

Dal lato degli investimenti, la crescita complessiva prevista è dell'1,2%, a sintesi di un incremento abbastanza robusto della componente in macchinari (+3,0%) e di una lieve contrazione degli investimenti in costruzioni (-0,7%). Gli investimenti privati mostrano una crescita in rallentamento (+1,8%), mentre quelli pubblici sono previsti in calo, dopo l'ultimo balzo del 2025 (-1,8% vs +9,5%). Nel 2026 il contributo fornito alla crescita dall'accumulazione di capitale resterebbe positivo (3 decimi), ma in calo dal 2025.

Con riferimento alle componenti di commercio estero, l'import è previsto crescere più dell'export (+2,5% vs +1,6%), con un contributo delle esportazioni nette che si confermerebbe negativo, sottraendo 2 decimi di punto alla crescita.

Le scorte non darebbero alcun contributo alla crescita, non rappresentando più un freno all'espansione.

Con riferimento a prezzi e disoccupazione, i primi risentono del nuovo quadro internazionale e l'inflazione arriva al +2,9% medio annuo, in crescita di 1,4 punti sul 2025, mentre il tasso di disoccupazione scenderebbe di 5 decimi, fermandosi al 5,5% nella media del 2026.

Il tasso di interesse medio sui Bot è previsto in crescita al 2,4% medio annuo (3 decimi in più rispetto alla precedente previsione) a seguito della nuova impostazione della politica monetaria, mentre il tasso sui BTP a dieci anni è previsto risalire al 3,8% in media annua (3 decimi in più rispetto 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, ma la dinamica dell'export è stata migliorata rispetto a quanto previsto in precedenza, riducendo il freno alla crescita. Il saldo merci della bilancia dei pagamenti (tavola 3.4) continuerebbe a scendere dal picco del 2024 per attestarsi a poco meno di 37 miliardi nel 2026, l'1,6% del PIL e il saldo di conto corrente scenderebbe di 13 miliardi fermandosi a 12,1 miliardi, lo 0,5% del PIL. L'attivo è ancora 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 (+2,6% vs +3,6%, tavola 3.6), a seguito di una crescita delle retribuzioni lievemente più lenta dell'inflazione e di una dinamica di crescita dell'occupazione inferiore a quella del prodotto (+0,4% nell'aggregato di contabilità nazionale, tavola 3.7). A ciò corrisponderebbe una marginale ripresa della produttività (+0,1%), che però seguirebbe la discesa di 4 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 nuova previsione il 2027 si conferma come 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 ripresa sia degli investimenti (+1,8% con un incremento del 2,7% per la componente in macchinari e un ritorno alla crescita della componente in costruzioni, +0,9%) che dalla ripresa delle esportazioni (+2,7%). Contestualmente, le importazioni confermerebbero una forte espansione (+3,0%), ma la differenza con l'export si ridurrebbe migliorando il contributo delle esportazioni nette, e i consumi delle famiglie mostrerebbe una tenuta (+0,6%),

Con riferimento ai contributi alla crescita, la spesa delle famiglie apporterebbe 3 decimi di punto, i consumi collettivi 1 decimo, gli investimenti 4 decimi, le scorte non darebbero alcun contributo e, allo stesso modo, il contributo delle esportazioni nette sarebbe nullo, ma migliorando rispetto al 2026.

7

Nel 2028 il tasso di crescita rallenterebbe allo 0,7%, risultato determinato da una crescita su ritmi costanti dei consumi delle famiglie (+0,6%) e dal rallentamento degli investimenti (+0,9%), dovuto principalmente alla contrazione della componente in costruzioni (-1,4%), legato al calo degli investimenti pubblici (-4,7%). L'import rafforza il ritmo di crescita di 1 decimo (+3,1%), mentre l'export accelera di 2 decimi (+2,9%), rimanendo però meno vivace dell'import.

Per quel che riguarda i contributi alla crescita, quello dei consumi delle famiglie si conferma pari a 3 decimi, quello dei consumi collettivi si riduce e diventa nullo, gli investimenti apportano 2 decimi e le scorte altri 2 decimi. Le esportazioni nette continuano a fornire un contributo nullo, visto che l'export apporta 9 decimi e l'import ne sottrae altrettanti.

8

L'inflazione è prevista scendere al 2,0% nel 2027 per poi scendere all'1,8% nel 2028, in linea con gli obiettivi di stabilità dei prezzi nel 2027 e al di sotto dell'obiettivo BCE nel 2028. Le retribuzioni unitarie recuperano nel 2027-28 rispetto alla dinamica dei prezzi poiché sono stimate aumentare un po' più dell'inflazione sia nel 2027 (+2,7%) che nel 2028 (+2,2%), con incrementi del reddito disponibile reale di 0,7 punti nel 2027 e di 4 decimi nel 2028.

Come indicato in apertura di capitolo, resterebbero positive, ma in graduale rallentamento, le dinamiche del mercato del lavoro con incrementi degli occupati nel settore privato dello 0,2% nel 2027 e dello 0,3% nel 2028. Lievemente più rapida la crescita dei dipendenti pubblici con un incremento di 6 decimi nel 2027 e di 7 decimi nel 2028. Al contempo, continuerebbe la discesa del tasso di disoccupazione che si attesterebbe al 5,2% nel 2027 e al 5,0% nel 2028.

Dal lato della bilancia dei pagamenti, le dinamiche indicate in precedenza di importazioni ed esportazioni generano avanzi di conto corrente crescenti nel tempo, di 18,5 miliardi nel 2027 (dai 12,1 mld del 2026) e di 23,5 miliardi nel 2028. In rapporto al PIL ciò significa che il saldo di conto corrente si attesterebbe intorno allo 0,8%-1,0%. Il saldo Merci, dopo un minimo locale nel 2026, salirebbe in valore assoluto poco al di sopra dei 40 miliardi nel 2027, per poi arrivare a 44 miliardi nel 2028, pari all'1,8% del PIL.

Passando ai tassi di interesse, nella media annua, il tasso di interesse medio sui Bot è previsto in lieve aumento nel 2027, 2,5%, per poi attestarsi al 2,4% nel 2028. Il tasso sul BTP decennale sale di un decimo nel 2027, 3,9%, e poi riscende di un decimo nel 2028, ritornando 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	0,8	0,5	0,7	0,8	0,6
Importazioni di merci e servizi	-1,0	3,6	2,5	3,0	3,1
Consumi finali nazionali	1,3	0,9	0,8	0,5	0,5
- delle famiglie	1,2	1,0	0,9	0,6	0,6
- collettivi	1,5	0,7	0,3	0,5	0,2
Investimenti fissi lordi	-3,1	3,5	1,2	1,8	0,9
- in costruzioni	-5,7	3,3	-0,7	0,9	-1,4
- in macchinari, attrezzature e vari	-0,2	3,6	3,0	2,7	3,1
- Investimenti settore privato	-6,2	2,3	1,8	1,4	2,0
- Investimenti della P.A.	16,4	9,5	-1,8	3,5	-4,7
Esportazioni di merci e servizi	-0,4	1,2	1,6	2,7	2,9
Prezzi al consumo	1,0	1,5	2,9	2,0	1,8
Deflatore del PIL	2,0	2,0	2,4	2,4	2,1
Ragioni di scambio (a)	1,3	1,9	-1,2	0,8	0,5
Retribuzioni unitarie settore privato	0,8	1,6	2,1	2,7	2,2
Clup settore privato	4,2	3,7	2,7	2,5	2,2
Bilancia dei pagamenti (b)	1,1	1,3	0,7	1,0	1,1
Indebitamento netto della PA (in % del PIL)	-3,4	-3,1	-2,9	-2,9	-2,7
Avanzo primario della PA (in % del PIL)	0,5	0,8	1,2	1,2	1,6
Debito PA (definizione Ue, in % del PIL)	134,7	137,1	137,8	137,3	136,3
Tasso medio sui Bot (a)	3,3	2,1	2,4	2,5	2,4
Tasso BTP 10 anni (a)	3,7	3,6	3,8	3,9	3,8
Costo medio del debito (c)	2,9	2,9	3,0	3,0	3,1
Reddito disponibile delle famiglie:					
- nominale	2,7	2,7	3,3	2,8	2,3
- reale	0,9	1,2	0,6	0,7	0,4
Propensione al consumo (d)	92,9	92,7	93,0	92,9	93,1
Tasso di disoccupazione	6,5	6,0	5,5	5,2	5,0

(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	0,3	-1,0	-0,7	-0,9	-0,9
Consumi finali	1,0	0,7	0,6	0,4	0,3
- delle famiglie	0,7	0,6	0,5	0,3	0,3
- collettivi	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0
Investimenti fissi lordi	-0,7	0,8	0,3	0,4	0,2
Variazione delle scorte	0,4	-0,3	0,0	0,0	0,1
Esportazioni di merci e servizi	-0,1	0,4	0,5	0,9	0,9

Tavola 3.3. Reddito disponibile delle famiglie
(variazioni percentuali)

	2024	2025	2026	2027	2028
Reddito lordo disponibile					
nominale	2,7	2,7	3,3	2,8	2,3
reale	0,9	1,2	0,6	0,7	0,4
- risultato lordo di gestione	4,8	3,6	2,0	2,3	3,0
- redditi da lavoro dipendente	4,9	3,8	2,9	3,0	2,6
- redditi da lavoro autonomo	0,5	1,7	2,0	2,3	1,7
- rendite e redditi da capitale	-1,6	2,5	2,7	2,0	1,8
- prestazioni sociali	5,3	3,3	2,8	3,6	2,4
- imposte sul reddito e sul patrimonio	8,4	-0,2	-1,1	3,6	2,6
- contributi sociali	3,9	8,3	2,9	2,9	2,4
Redditi netti da lavoro (a)					
Imposte sul reddito (b)	8,8	-0,4	-1,0	3,6	2,6
Redditi da lavoro al netto della tassazione	1,3	4,2	3,6	2,5	2,2
Pressione fiscale sulle famiglie					
(in % del totale delle risorse delle famiglie)					
- complessiva	30,8	31,1	30,6	30,7	30,8
- al netto dei contributi figurativi	30,2	30,6	30,1	30,2	30,2
- al netto delle imposte sui redditi da capital	28,9	29,2	28,8	28,9	29,0
Propensione al consumo					
(in % del reddito disponibile)	92,9	92,7	93,0	92,9	93,1

(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	24,1	25,0	12,1	18,5	23,5
- Merci	54,7	51,5	36,6	41,1	44,3
- Servizi	-6,2	-7,8	-7,3	-6,9	-6,7
- Redditi	-6,5	1,1	1,3	2,6	3,9
- Trasferimenti	-17,9	-19,7	-18,6	-18,3	-17,9
Conto capitale	0,3	3,9	4,3	4,6	4,8
IN % DEL PIL					
Conto corrente	1,1	1,1	0,5	0,8	1,0
- Merci	2,5	2,3	1,6	1,7	1,8
- Servizi	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
- Redditi	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,2
- Trasferimenti	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7
Conto capitale	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
<i>Per memoria:</i>					
Ragioni di scambio (a)	1,3	1,9	-1,2	0,8	0,5

(a) Variazioni percentuali.

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

	2024	2025	2026	2027	2028
PREZZI CORRENTI					
PIL	2.202,0	2.258,0	2.327,3	2.401,4	2.468,2
Importazioni di merci e servizi	666,3	684,1	728,2	752,0	777,5
Consumi finali nazionali	1.665,9	1.712,0	1.768,9	1.813,3	1.850,5
- delle famiglie	1.256,7	1.288,3	1.335,8	1.370,9	1.404,0
- collettivi	409,2	423,8	433,1	442,4	446,5
Investimenti fissi lordi	473,7	493,0	511,2	530,8	545,5
Domanda interna (a)	2.139,6	2.205,1	2.280,1	2.344,2	2.396,0
Variazione delle scorte	16,7	9,4	16,6	21,8	33,3
Esportazioni di merci e servizi	712,0	727,7	758,8	787,5	816,4
Domanda totale (a)	2.093,9	2.161,5	2.249,5	2.308,7	2.357,1
CONCATENATI - ANNO 2020					
PIL	1.939,5	1.950,0	1.962,8	1.978,2	1.990,7
Importazioni di merci e servizi	535,2	554,7	568,5	585,6	603,8
Consumi finali nazionali	1.461,5	1.475,3	1.486,6	1.494,7	1.501,6
- delle famiglie	1.085,3	1.096,3	1.106,7	1.112,8	1.119,0
- collettivi	376,2	379,0	379,9	381,9	382,6
Investimenti fissi lordi	423,4	438,1	443,1	450,9	454,9
Domanda interna (a)	1.884,9	1.913,4	1.929,7	1.945,6	1.956,4
Variazione delle scorte	-7,6	-13,6	-13,3	-13,5	-12,0
Esportazioni di merci e servizi	597,5	604,9	614,9	631,7	650,0
Domanda totale (a)	1.822,6	1.863,2	1.883,4	1.899,5	1.910,1
DEFLATORI (variazione %)					
PIL	2,0	2,0	2,4	2,4	2,1
Importazioni di merci e servizi	-1,1	-0,9	3,9	0,3	0,3
Consumi finali nazionali	1,8	1,8	2,5	2,0	1,6
- delle famiglie	1,7	1,5	2,7	2,1	1,8
- collettivi	2,2	2,9	2,6	1,9	1,0
Investimenti fissi lordi	0,7	0,6	2,5	2,0	1,9
Domanda interna (a)	1,6	1,5	2,5	2,0	1,6
Esportazioni di merci e servizi	0,2	1,0	2,6	1,0	0,7
Domanda totale (a)	1,2	1,0	3,0	1,8	1,5

(a) Escluse le scorte.

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

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

Tavola 3.7. Occupazione e forza lavoro

	2024	2025	2026	2027	2028
MIGLIAIA DI UNITÀ					
Popolazione	58990	58963	58916	58850	58768
Forza lavoro (a)	25632	25668	25642	25624	25641
Occupati (a)	23954	24118	24239	24303	24355
Occupati (b)	25156	25473	25587	25656	25736
- settore privato	21918	22200	22290	22338	22397
dipendenti	14780	14931	14942	14986	15041
indipendenti	7139	7269	7348	7352	7356
- servizi pubblici	3238	3273	3297	3317	3339
Disoccupati (a)	1678	1550	1402	1321	1285
VARIAZIONI PERCENTUALI					
Popolazione	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Forza lavoro (a)	0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,1
Occupati (a)	1,6	0,7	0,5	0,3	0,2
Occupati (b)	2,2	1,3	0,4	0,3	0,3
- settore privato	2,4	1,3	0,4	0,2	0,3
dipendenti	2,8	1,0	0,1	0,3	0,4
indipendenti	1,6	1,8	1,1	0,1	0,1
- servizi pubblici	1,1	1,1	0,7	0,6	0,7
Disoccupati (a)	-14,1	-7,6	-9,5	-5,8	-2,7
Tasso di attività (a) (c)	68,6	68,8	68,8	68,8	69,0
Tasso di disoccupazione (a)	6,5	6,0	5,5	5,2	5,0
NAIRU (d)	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2

(a) Rilevazione Continua sulle Forze di Lavoro.

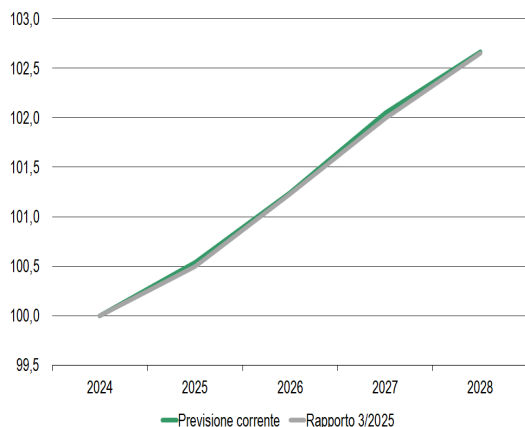
(b) Contabilità Nazionale (unità standard di lavoro).

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

(d) Tasso di disoccupazione a lungo termine.

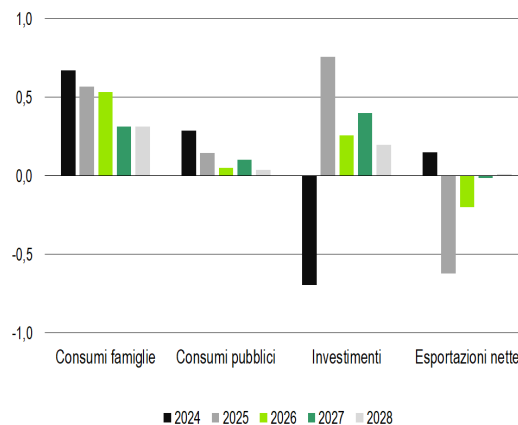
I GRAFICI DELLA PREVISIONE

Grafico 3.2. Il PIL (valori concatenati, 100=2024)



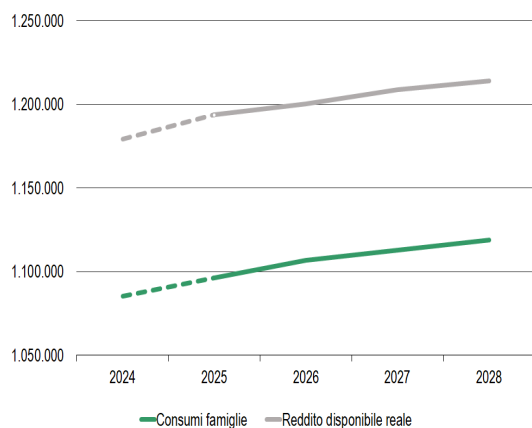
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.3. I contributi alla crescita



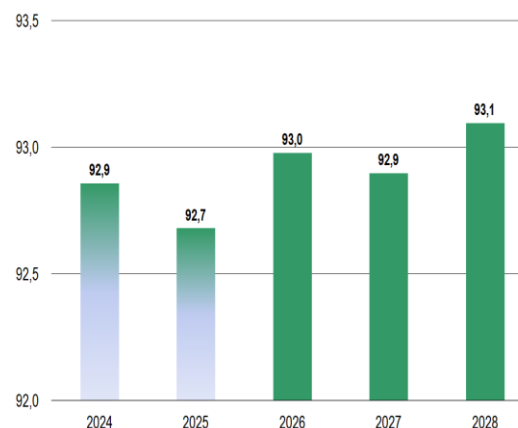
Fonte: modello econometrico CER.

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



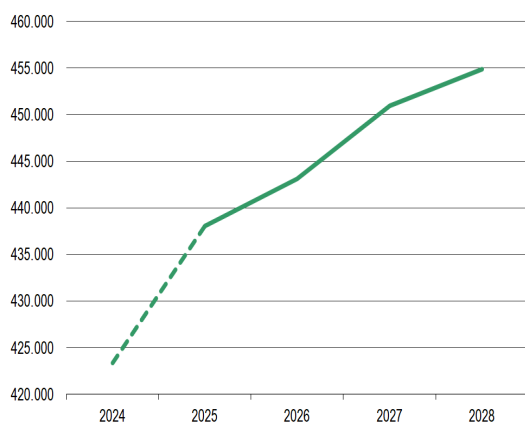
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.5. La propensione al consumo



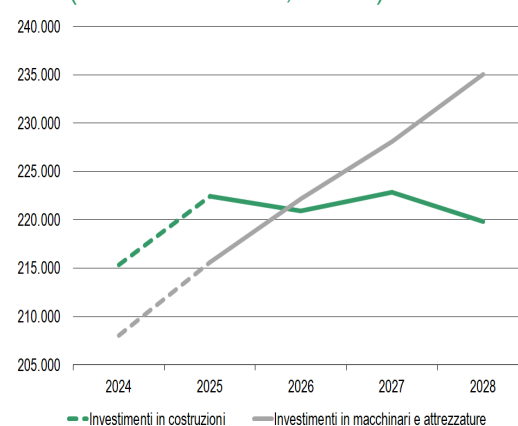
Fonte: modello econometrico CER.

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



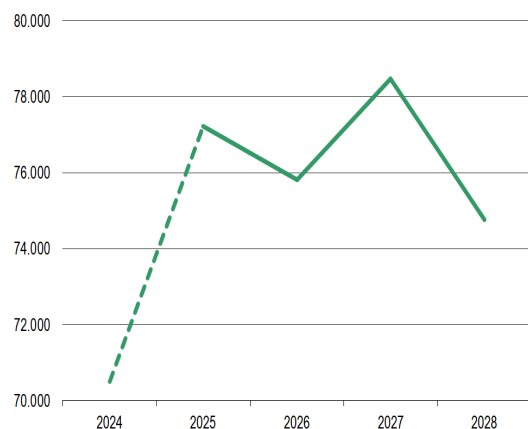
Fonte: modello econometrico CER.

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



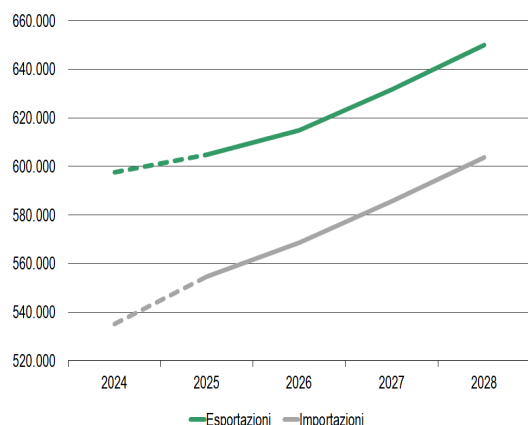
Fonte: modello econometrico CER.

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



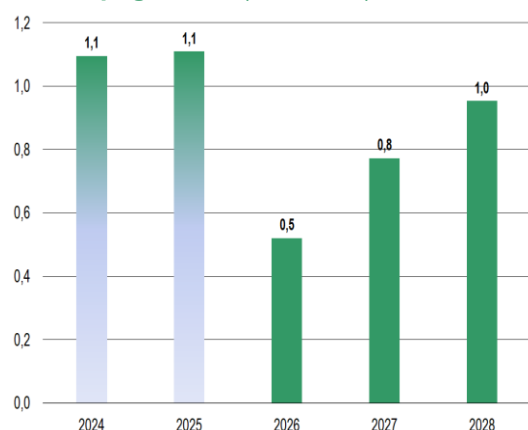
Fonte: modello econometrico CER.

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



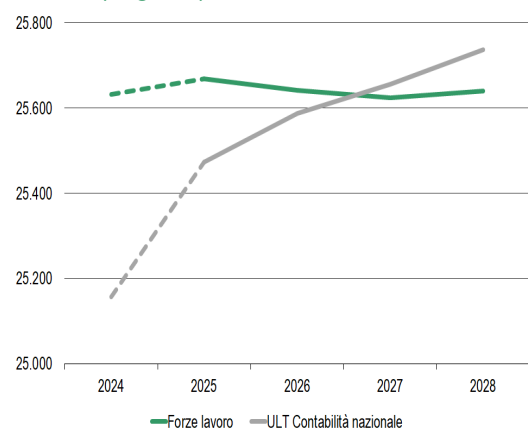
Fonte: modello econometrico CER.

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



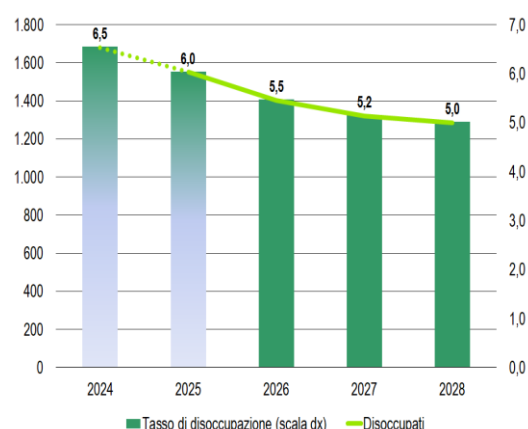
Fonte: modello econometrico CER.

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



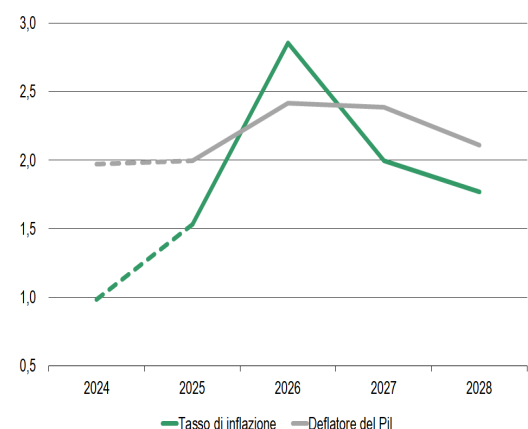
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.12. La disoccupazione



Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.13. L'inflazione



Fonte: modello econometrico CER.

LA FINANZA PUBBLICA

UN PRECONSUNTIVO DELLA POLITICA DI BILANCIO DELLA XIX LEGISLATURA

1

Ad un anno delle prossime elezioni politiche proviamo a dare una prima valutazione, una sorta di preconsuntivo, della politica di bilancio seguita nel corso di questa Legislatura. Oltre a valutare la dinamica complessiva dei conti pubblici così come può essere sintetizzata dall'andamento dei prospetti contabili della Pubblica Amministrazione, faremo un punto sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) e proveremo a dare indicazioni sugli eventuali spazi disponibili della prossima manovra di bilancio.

2

Nel corso della Legislatura i saldi di bilancio hanno registrato un netto miglioramento: dal 2022 al 2025 il deficit si è ridotto di 92,5 miliardi di euro in valore assoluto e di 5 punti percentuali del PIL, passando dall'8,1% al 3,1% (tavola 4.1).

Tavola 4.1. Conto della PA: la variazione delle voci di bilancio tra il 2022 e 2025

	Assoluta (mld. euro)	Cumulata (in %)	Media (in %)	In % del Pil (p.p. del Pil)
Entrate totali	150,2	16,0	5,1	1,3
Imposte dirette	55,7	19,2	6,0	0,8
Imposte indirette	37,6	13,5	4,3	0,1
Contributi sociali	45,6	17,5	5,5	0,5
Altre entrate	13,6	15,6	5,0	0,1
Entrate in c. cap.	-2,4	-13,1	-4,6	-0,2
Spese totali	57,7	5,3	1,7	-3,8
Spese correnti	86,0	9,2	3,0	-1,6
Spese in c.cap.	-28,4	-17,5	-6,2	-2,2
- investimenti	27,0	45,0	13,2	0,8
- altre spese	-55,3	-54,1	-22,8	-3,0
Deficit	92,5	-57,1	-24,6	5,0

Fonte: elaborazioni CER su dati ISTAT (2026)

Si tratta di un risultato significativo, tenuto conto del carattere formalmente espansivo, ossia peggiorativo rispetto agli andamenti tendenziali, delle manovre di bilancio varate nel periodo, ma che riflette anche il progressivo venir meno, come vedremo, di specifici fattori che ne avevano gonfiato le dimensioni. Esaminando più da vicino l'andamento dei conti emerge come al miglioramento contribuiscano sia le entrate che aumentano del 5,1% in media d'anno e di 1,3 punti percentuali in quota di PIL, che le spese in aumento di appena l'1,7% in media d'anno, ma in riduzione di 3,8 punti percentuali in termini di PIL.

3

Tra le spese quelle che si riducono in valore assoluto sono le spese in conto capitale e in particolare quelle diverse dagli investimenti che, al contrario, crescono del 13,2% in media d'anno. Tale riduzione (55,3 miliardi di euro in tre anni), rimanda al freno posto alle agevolazioni edilizie e al cosiddetto *superbonus* in particolare, sia riducendone l'aliquota di beneficio sia impedendo la cessione del relativo credito⁵. Quest'ultimo intervento inoltre ha comportato una nuova revisione delle regole di contabilizzazione del relativo onere che, invece di essere registrato, come è accaduto negli anni 2020-2023, tra le "altre spese in conto capitale" nell'anno in cui la detrazione è maturata sulla base dell'avanzamento dei lavori e per il suo intero ammontare, "è tornato" a essere contabilizzato come minori entrate al momento dell'effettivo utilizzo del credito in sede di pagamento delle imposte⁶. Rispetto al 2023, la riduzione di spesa che ne è conseguita è stata di circa 78,1 miliardi di euro nel 2024 e di 74,5 miliardi l'anno seguente.

Le spese correnti a loro volta, anche grazie all'impulso dato dalle manovre bilancio 2023-2025, sono cresciute nel triennio del 3%, ad un ritmo più sostenuto del decennio 2010-2019 (1,1% in media d'anno). Tutte le principali categorie di spesa mostrano una crescita più sostenuta di quella del decennio di riferimento, ad eccezione delle altre uscite correnti che, invece, si riducono durante la legislatura anche per il venir meno delle misure adottate per fronteggiare l'epidemia e il rincaro dei prodotti energetici.

⁵ In particolare, cfr. DL. 11/2023 (recante Misure urgenti in materia di cessione dei crediti di cui all'articolo 121 del DL 34/2020, convertito, con modificazioni, dalla legge 77/2020) e DL. 39/2024 (Misure urgenti in materia di agevolazioni fiscali di cui agli articoli 119 e 119-ter del DL. 34/2020, convertito, con modificazioni, dalla legge 77/2020, altre misure urgenti in materia fiscale e connesse a eventi eccezionali, nonché relative all'amministrazione finanziaria).

⁶ Cfr. Eurostat, Advice letter on Superbonus, July 2024. Continuano a essere contabilizzate da lato delle spese solo le detrazioni relative a crediti già ceduti e ai lavori in corso di completamento.

4

Dal lato delle entrate, a sostenerne la buona performance hanno contribuito tutte le principali forme di imposizione tributaria, anche se la voce più dinamica è risultata essere quella delle imposte dirette, cresciuta del 6% in media d'anno, mezzo punto percentuale in più di quella dei contributi sociali. Per questi ultimi va ricordato che l'aumento incorpora il balzo registrato nel 2025, determinato dalla scelta di rendere strutturale lo sconto contributivo di cui hanno goduto dal 2022 i lavoratori dipendenti con reddito medio-basso mediante interventi complementari - ossia non contributivi - che assicurassero lo stesso alleggerimento fiscale complessivo⁷.

Se per le entrate non fiscali la dinamica è influenzata dall'incasso delle sovvenzioni del PNRR redistribute tra le altre entrate correnti e quelle in conto capitale, nel caso di quelle fiscali un ruolo significativo è stato giocato dalla dinamica inflazionistica. Mentre per l'IVA l'aumento di gettito è praticamente automatico, per i contributi sociali e l'Irpef occorre un adeguamento retributivo, che in presenza di aliquote d'imposizione progressive può innescare il fenomeno del *fiscal drag*. Per quest'ultima imposta, secondo un recente studio dell'Istat, le riforme fiscali adottate tra il 2021 e il 2026 avrebbero sostanzialmente compensato il drenaggio fiscale verificatosi nello stesso periodo, compreso quello provocato a parità di redditi nominali dalla mancata indicizzazione delle aliquote alla minore capacità contributiva "reale"⁸. La "sovracompensazione" complessiva sarebbe, infatti, molto lieve, appena lo 0,1% del reddito disponibile e si distribuirebbe in maniera non uniforme tra le classi di reddito, E' molto significativa per le classi medio-basse e in particolare per quella con redditi inferiori ai 20 mila euro, sostanzialmente neutrale per i redditi medi e negativa per quelli più elevati, Un ruolo importante in tale risultato è giocato dalla considerazione tra le misure considerate della riforma delle detrazioni dei figli a carico e dell'introduzione, a partire dal 2022, dell'Assegno unico universale, senza la quale la compensazione risulterebbe incompleta.

5

Va, infine, ricordato il contributo dato dall'attività di recupero dell'evasione: secondo i dati dell'Agenzia delle entrate il maggior gettito recuperato dalla lotta all'evasione è passato da 25,2 miliardi di euro nel 2023 a 36,2 miliardi nel 2025,

⁷ In sintesi, in luogo della riduzione dei contributi si introducono una maggiorazione della detrazione Irpef per il lavoro dipendente e un nuovo *bonus*, a sua volta contabilizzato dal lato delle spese. Cfr. CER, Rapporto 2/2024, p.43.

⁸ Elisabetta Segre e Paola Tanda, Drenaggio fiscale e interventi normativi, in ISTAT, Nota sull'andamento dell'economia, 12 maggio 2026, pp. 8-10.

11 miliardi di euro in più⁹. Si tratta di un risultato apprezzabile, sebbene in parte riflette la più vivace dinamica dei prezzi, anche per il fatto che cresce nel periodo il cosiddetto recupero ordinario che è meno costoso di quello straordinario (per via degli sconti che quest'ultimo assicura al contribuente) e tende ad assicurare un incremento permanente di entrate¹⁰. I buoni risultati conseguiti nell'ultimo triennio, attribuiti a diverse misure (tra cui spiccano il contrasto ai crediti d'imposta fittizi legati alle agevolazioni edilizie e di quelli usati nelle dichiarazioni, alle istanze irregolari di rimborso IVA, alle truffe internazionali e allo sfruttamento dei lavoratori), si inseriscono in trend crescente più che decennale, se si esclude il biennio 2020-21, quando per via dell'emergenza pandemica le attività di riscossione sono state sospese¹¹.

6

In merito allo stato di attuazione del PNRR e alle prospettive del suo completamento, se si guarda alla questione dal lato della spesa realizzata, le indicazioni ufficiali disponibili, sebbene non proprio puntuali, denunciano un significativo ritardo. Sulla base delle indicazioni del Documento di Finanza Pubblica 2026 (DFP 2026) la spesa realizzata a fine 2025 ammonterebbe a 113,2 miliardi di euro, circa 36 miliardi di euro in meno di quella attesa nello scenario delineato all'indomani della revisione apportata al PNRR a fine 2023¹². Dalle stesse fonti si ricava altresì che la realizzazione del PNRR non si completerà entro l'anno ma si prolungherà oltre, almeno fino al 2029¹³.

⁹ Agenzia delle Entrate, Risultati 2025, pp. 8-10.

¹⁰ Il gettito recuperato con le procedure ordinarie raggiunge nel 2025 l'importo complessivo 31,5 miliardi di euro, oltre 8 miliardi di euro in più del 2022, mentre quello riscosso mediante misure straordinarie – rottamazione delle cartelle e misure analoghe raggiunge l'importo più elevato nel 2023 (8 miliardi di euro) per poi ridursi nei due anni seguenti di oltre il 40%.

¹¹ Sulla base dei dati disponibili, l'incremento di gettito recuperato nell'ultimo triennio (oltre il 40%) è in linea con il recupero registrato tra il 2023 e il 2019 (oltre la metà).

¹² Cfr. DFP 2026, p. 48, tav. II.1.2 e II.1.3, in cui si riporta la dinamica della spesa del PNRR fino al 2026. Si segnala che nelle tavole in questione - una relativa alle misure che beneficiano di "sovvenzioni" e l'altra a quelle finanziate con prestiti - la spesa è espressa in % del Pil, con una sola cifra decimale, il che rende le stime dei relativi valori assoluti esposte ad un discreto grado di approssimazione. La stima di 113 miliardi, in ogni caso, appare coerente con l'indicazione fornita ad inizio anno dal governo in occasione dell'ultima relazione sull'attuazione del Piano, laddove si parla di una spesa "di oltre 110 miliardi di euro". Cfr. Ministro per gli Affari europei, Settima Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, 2025, p. IV, 3 e 97.

¹³ Il cumulo "ufficiale" al 2026 della spesa totale (e per categoria economica considerata) risultano inferiori all'importo complessivo deliberato in sede europea (cfr. DFP 2026, tabelle citate). Il riferimento al 2029 come primo anno plausibile di conclusione del PNRR si ricava, invece, dagli effetti imputati alla revisione del PNRR nella definizione della manovra di bilancio 2026. I risparmi di spesa stimati per il triennio 2026-2028 (7,6 miliardi di euro nel triennio), stante l'invarianza della dimensione complessiva del Piano, sarebbero compensati da maggiori spese nell'anno seguente (o in quelli seguenti).

In realtà, non tutta la spesa deve essere necessariamente completata entro il 2026. Per alcune misure, costituite in gran parte da quelle la cui gestione è affidata ai cosiddetti strumenti finanziari, la spesa può essere realizzata oltre la scadenza del 2026, purché siano stati assunti gli impegni “giuridicamente vincolanti” necessari alla realizzazione delle misure¹⁴. Con gli aggiustamenti definiti con la sesta revisione del PNRR concordata con le autorità europee e ripresa nella legge di Bilancio 2026, viene infatti potenziato il ricorso a tali strumenti finanziari e l’ammontare di risorse veicolate in tal modo aumenta a 23,8 miliardi di euro, 5,3 miliardi di euro in più rispetto alla precedente versione del PNRR¹⁵. Si procede inoltre con l’obiettivo di accorciare i tempi necessari alla conclusione del Piano, modificandone le misure previste con l’introduzione di interventi già realizzati in precedenza con risorse nazionali, come la sostituzione parziale di Transizione 5.0 – defanziata per 3,6 miliardi di euro - con Transizione 4.0 che è rifanziata per 4,7 miliardi con cui riconoscere ulteriori crediti d’imposta, oltre a quelli già rendicontati relativamente al 2020-25¹⁶.

Avviando una prima riflessione sulla prossima legge di bilancio, va ricordato che il nostro Paese non è ancora fuoriuscito dalla procedura di disavanzo eccessivo a cui è stato sottoposto dal 2024, dopo il ripristino del Patto di stabilità e crescita, sospeso per gli anni 2020-2022 per dar modo ai singoli paesi di fronteggiare le conseguenze dell’epidemia da coronavirus prima e alla crisi energetica poi. Il governo è stato tenuto quindi a definire il Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-2029 (PSBMT 2025-2029) in cui si è impegnato, secondo le nuove regole europee di riforma della *governance*, a contenere la dinamica della cosiddetta spesa netta, l’indicatore utilizzato in sede europea per la valutazione di congruità della politica di bilancio nazionale, in modo tale da ridurre il rapporto debito/PIL e a mantenere il deficit sotto il tetto del 3%¹⁷. Ad oggi, in particolare, la riconduzione del deficit al di sotto del 3% è prevista per il 2026, in linea con le previsioni iniziali del PSBMT¹⁸.

¹⁴ Cfr. UPB, La sesta revisione del PNRR e gli effetti sull’indebitamento netto, Flash 1/2026, p. 5.

¹⁵ Secondo l’UPB tale incremento è leggermente superiore e pari 5,5 miliardi di euro. Cfr. UPB. 2026, cit. p.5.

¹⁶ Cfr. UPB, 2026, cit., p. 2.

¹⁷ Per un esame delle nuove regole europee, cfr. CER Rapporto 1/2024, pp. 55-8.

¹⁸ Cfr. rispettivamente DFP 2026, p. 88 e PSBMT 2025-2029, p.74. Lo scorso anno, al momento dell’impostazione della manovra di bilancio, il Governo aveva prospettato di anticipare di un anno l’obiettivo. Cfr. MEF, Documento Programmatico di Finanza pubblica 2025, 2025, pp.45-6. Il mancato raggiungimento

Nel DFP 2026 il governo non dà nessuna indicazione sulla politica di bilancio immediata e di medio periodo che intende seguire. Nello scenario tendenziale il deficit della PA si riduce nell'intero periodo passando dal 2,9% del PIL previsto per quest'anno al 2,8% nel 2027 e al 2,1% del 2029, con la concreta possibilità di uscire dalla procedura di disavanzo eccessivo già dal prossimo anno. Considerando che nelle stime ufficiali non si tiene conto delle spese relative alle cosiddette "politiche in essere" che il governo intende confermare per un esborso di circa un decimo di punto percentuale di PIL all'anno nel biennio 2027-2028, lo spazio di manovra disponibile appare nell'immediato decisamente scarso. Indicazioni più stringenti si ricavano dall'esame della dinamica della spesa netta. Ad oggi la sua dinamica ufficiale prevista appare essere in linea con le regole stabilite, nel senso che gli scostamenti accertati e previsti rispetto alla dinamica consentita rientrano negli spazi di flessibilità concessi, che invece verrebbero superati per la sola considerazione della maggiore spesa connessa alle politiche in essere¹⁹.

LE PREVISIONI DI FINANZA PUBBLICA

10

Nelle nostre previsioni stimiamo per il 2026 un ulteriore miglioramento dei conti pubblici. L'indebitamento netto è, infatti, atteso ridursi di due decimi di punti percentuali di PIL e attestarsi al 2,9% (tavola 4.2). Migliora anche il saldo primario (1,2% del PIL, quattro decimi di punti percentuali in più), mentre si riduce di tre decimi quello corrente che si attesta sull'1,8% del PIL. Aumenta, invece, il debito pubblico rispetto al PIL che è previsto attestarsi sul 137,8%, 0,7 punti percentuali in più del 2025.

11

Il miglioramento continuerebbe nel biennio 2027-28, anche se in modo meno significativo. Per il deficit, infatti, stimiamo un'ulteriore riduzione nel 2028 quando si attesterebbe sul 2,7% del PIL. Una dinamica simile è attesa per il saldo primario che è previsto raggiungere l'1,6% del PIL nel 2028, quattro decimi di punti percentuali in più del biennio precedente. Il saldo corrente è stimato ridursi nel biennio di un ulteriore decimo di punto percentuale e attestarsi sull'1,7% del PIL. Si riduce, infine, anche il debito che è previsto attestarsi nel 2028 al 136,3% del PIL, 1 punto percentuale e mezzo in meno del valore atteso quest'anno.

dell'obiettivo è riconducibile secondo il governo all'emersione tardiva di una maggiore spesa per superbonus (circa 8,4 miliardi di euro, pari allo 0,4% del Pil) relativi a lavori avviati prima della fine del 2024 e che godevano della cessione del relativo credito. Cfr. DFP 2026, cit., p. 80.

¹⁹ Cfr. Servizio Studi e Bilancio della Camera dei Deputati e del Senato della Repubblica, Dossier sul Documento di Finanza Pubblica 2026, Documentazione di finanza pubblica n. 19, 2026, p. 46.

Tavola 4.2. Saldi di finanza pubblica (milioni di euro)

	2024	2025	2026	2027	2028
MILIARDI DI EURO					
PUBBLICA AMMINISTRAZIONE					
Indebitamento netto	-73,8	-69,4	-66,6	-69,6	-65,4
Avanzo primario	11,7	17,8	27,2	29,4	39,3
Spesa per interessi	85,5	87,1	93,7	99,0	104,7
Saldo corrente	36,2	48,8	42,9	39,7	41,2
Debito (definizione UE)	2.967,0	3.095,9	3.206,9	3.296,7	3.365,0
IN % DEL PIL					
PUBBLICA AMMINISTRAZIONE					
Indebitamento netto	-3,4	-3,1	-2,9	-2,9	-2,7
Avanzo primario	0,5	0,8	1,2	1,2	1,6
Spesa per interessi	3,9	3,9	4,0	4,1	4,2
Saldo corrente	1,6	2,2	1,8	1,7	1,7
Debito (definizione UE)	134,7	137,1	137,8	137,3	136,3

Fonte: elaborazione CER.

12

Esaminando i conti più nel dettaglio (tavola 4.3), il lieve miglioramento dei saldi descritti in precedenza sono conseguenti ad un rallentamento della dinamica sia delle entrate che delle spese rispetto a quella del recente passato. Per le entrate il tasso di crescita atteso nel triennio è del 2,3% in media d'anno e tale da ridurre nel triennio di previsione la quota sul PIL di 1 punto percentuale rispetto allo scorso anno. Ancora più pronunciato il rallentamento delle spese, la cui quota sul PIL si riduce in tre anni di 1 punto percentuale e mezzo. Ad essere interessate sono soprattutto le spese in conto capitale la cui quota sul PIL si contrae di 1,3 punti percentuali, poco più del doppio di quella delle spese correnti primarie (0,6 punti percentuali).

13

Scendendo più nel dettaglio, le entrate in conto capitale, dopo essersi raddoppiate nel 2025, sono previste rimanere sostanzialmente stazionarie per poi ridursi nei due anni successivi di oltre 8 miliardi di euro. Le entrate correnti non tributarie, a loro volta, sono attese crescere del 4,5% nel 2026, per poi rimanere sostanzialmente stazionarie nel biennio seguente. In entrambi i casi, pesa il profilo stimato degli incassi delle sovvenzioni del PNRR (contabilizzate appunto tra i trasferimenti in entrata in conto capitale e le entrate correnti non tributarie) che si riducono nel triennio di previsione e in particolare nel 2028.

Tavola 4.3a. Conto consolidato delle Amministrazioni Pubbliche

	MILIONI DI EURO				
	2024	2025	2026	2027	2028
A. ENTRATE CORRENTI	1.028.190	1.070.161	1.097.540	1.127.595	1.153.481
Imposte dirette	343.558	346.040	350.328	361.858	372.040
Imposte indirette	309.600	317.491	327.315	337.818	345.002
Contributi sociali	278.140	305.876	314.583	323.459	331.198
Altre entrate	96.892	100.754	105.315	104.460	105.241
B. ENTRATE IN CONTO					
CAPITALE	7.835	15.767	16.105	14.320	8.026
C. TOTALE ENTRATE (A+B)	1.036.025	1.085.928	1.113.646	1.141.915	1.161.507
D. SPESE CORRENTI	991.972	1.021.400	1.054.652	1.087.905	1.112.236
Redditi	197.539	203.842	209.466	213.390	215.674
Consumi intermedi	179.539	185.936	190.043	195.338	196.744
Prestazioni sociali	445.636	459.198	472.155	489.449	501.123
Altre uscite correnti	83.775	85.278	89.248	90.722	93.972
Interessi passivi	85.483	87.146	93.741	99.005	104.722
E. SPESE CORRENTI AL					
NETTO DEGLI INTERESSI	906.489	934.254	960.911	988.900	1.007.514
F. SPESE IN CONTO					
CAPITALE	117.832	133.909	125.574	123.592	114.695
Investimenti lordi	78.895	86.907	87.903	92.756	89.958
Altre spese	38.937	47.002	37.671	30.836	24.738
G. TOTALE SPESE (D+F)	1.109.804	1.155.309	1.180.226	1.211.497	1.226.931
H. SALDO					
CORRENTE (A-D)	36.218	48.761	42.888	39.690	41.245
I. INDEBITAMENTO					
NETTO (C-G)	-73.779	-69.381	-66.581	-69.582	-65.424
Per memoria:					
Consumi collettivi	398.046	412.111	421.853	429.893	432.372

Fonte: elaborazioni CER.

14

Tra le entrate tributarie (correnti), per le indirette stimiamo per il biennio 2026-2027 una crescita (3,2% in media d'anno) più vivace di quella dello scorso anno, a cui seguirebbe un rallentamento nel 2028 (2,1%), per via dell'andamento meno sostenuto dell'IVA e dell'IRAP. Per le dirette stimiamo per quest'anno una dinamica lievemente più sostenuta del 2025 e un'ulteriore accelerazione nel biennio seguente ad un tasso medio annuo del 3,1%, su cui pesa la "stabilizzazione" degli effetti legati alle riforme fiscali introdotte nel recente passato.

Tavola 4.3b. Conto consolidato delle Amministrazioni Pubbliche

	VARIAZIONI PERCENTUALI (*)				
	2024	2025	2026	2027	2028
A. ENTRATE CORRENTI	5,8	4,1	2,6	2,7	2,3
Imposte dirette	6,8	0,7	1,2	3,3	2,8
Imposte indirette	6,2	2,5	3,1	3,2	2,1
Contributi sociali	3,7	10,0	2,8	2,8	2,4
Altre entrate	7,0	4,0	4,5	-0,8	0,7
B. ENTRATE IN CONTO					
CAPITALE	-67,7	101,2	2,1	-11,1	-44,0
C. TOTALE ENTRATE (A+B)	4,0	4,8	2,6	2,5	1,7
D. SPESE CORRENTI	4,0	3,0	3,3	3,2	2,2
Redditi	5,0	3,2	2,8	1,9	1,1
Consumi intermedi	3,0	3,6	2,2	2,8	0,7
Prestazioni sociali	5,0	3,0	2,8	3,7	2,4
Altre uscite correnti	-5,9	1,8	4,7	1,7	3,6
Interessi passivi	9,9	1,9	7,6	5,6	5,8
E. SPESE CORRENTI AL					
NETTO DEGLI INTERESSI	3,5	3,1	2,9	2,9	1,9
F. SPESE IN CONTO					
CAPITALE	-39,8	13,6	-6,2	-1,6	-7,2
Investimenti lordi	17,2	10,2	1,1	5,5	-3,0
Altre spese	-69,6	20,7	-19,9	-18,1	-19,8
G. TOTALE SPESE (D+F)	-3,4	4,1	2,2	2,6	1,3
H. SALDO					
CORRENTE (A-D)	0,8	0,5	-0,3	-0,2	0,0
I. INDEBITAMENTO					
NETTO (C-G)	3,8	0,3	0,2	0,0	0,2
Per memoria:					
Consumi collettivi	3,8	3,5	2,4	1,9	0,6

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

Fonte: elaborazioni CER.

15

Per le entrate contributive stimiamo dopo il significativo incremento dello scorso anno (10%), riconducibile al venir meno dello sgravio contributivo a favore dei lavoratori dipendenti che, come detto, si scarica ora sull'Irpef e sulle spese per prestazioni sociali, un incremento più contenuto nell'intero orizzonte di previsione, pari al 2,7% in media d'anno, in linea con gli andamenti attesi delle retribuzioni.

Tavola 4.3c. Conto consolidato delle Amministrazioni Pubbliche

	IN % DEL PIL				
	2024	2025	2026	2027	2028
A. ENTRATE CORRENTI	46,7	47,4	47,2	47,0	46,7
Imposte dirette	15,6	15,3	15,1	15,1	15,1
Imposte indirette	14,1	14,1	14,1	14,1	14,0
Contributi sociali	12,6	13,5	13,5	13,5	13,4
Altre entrate	4,4	4,5	4,5	4,4	4,3
B. ENTRATE IN CONTO					
CAPITALE	0,4	0,7	0,7	0,6	0,3
C. TOTALE ENTRATE (A+B)	47,0	48,1	47,9	47,6	47,1
D. SPESE CORRENTI	45,0	45,2	45,3	45,3	45,1
Redditi	9,0	9,0	9,0	8,9	8,7
Consumi intermedi	8,2	8,2	8,2	8,1	8,0
Prestazioni sociali	20,2	20,3	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	4,0	4,1	4,2
E. SPESE CORRENTI AL					
NETTO DEGLI INTERESSI	41,2	41,4	41,3	41,2	40,8
F. SPESE IN CONTO					
CAPITALE	5,4	5,9	5,4	5,1	4,6
Investimenti lordi	3,6	3,8	3,8	3,9	3,6
Altre spese	1,8	2,1	1,6	1,3	1,0
G. TOTALE SPESE (D+F)	50,4	51,2	50,7	50,5	49,7
H. SALDO					
CORRENTE (A-D)	1,6	2,2	1,8	1,7	1,7
I. INDEBITAMENTO					
NETTO (C-G)	-3,4	-3,1	-2,9	-2,9	-2,7
Per memoria:					
Consumi collettivi	18,1	18,3	18,1	17,9	17,5

Fonte: elaborazioni CER.

16

Nell'arco del triennio di previsione stimiamo una riduzione di sei decimi di punti percentuali della pressione fiscale. In particolare, la pressione tributaria si ridurrebbe di tre decimi di punti percentuali nel biennio 2026-27 e di un ulteriore decimo l'anno seguente. Quella contributiva, a sua volta, rimarrebbe stazionaria fino al 2027 e si ridurrebbe di un decimo di punto percentuale nel 2028 (tavola 4.4).

17

Passando a considerare la dinamica delle principali voci della spesa pubblica, quella per redditi, dopo essere aumentata del 3,2% nel 2025, è prevista crescere

del 2,8% quest'anno e a tassi progressivamente più contenuti nei due anni seguenti (1,5% in media d'anno), anche a causa dell'incidenza relativamente minore dei rinnovi contrattuali deliberati in passato e delle risorse destinate al personale nell'ambito del rifinanziamento del SSN previsto nella manovra di bilancio 2026.

Tavola 4.4. La pressione fiscale (in % del PIL)

	2024	2025	2026	2027	2028
Pressione tributaria	29,7	29,5	29,2	29,2	29,1
Pressione contributiva (a)	12,6	13,5	13,5	13,5	13,4
Pressione fiscale (a)	42,4	43,1	42,7	42,7	42,5

(a) Al lordo dei contributi figurativi.

18

Per i consumi intermedi stimiamo un aumento del 2,5% in media d'anno nel biennio 2026-2027 e un significativo rallentamento l'anno seguente (0,7%). Pesano nelle nostre stime il completamento, con riferimento a questa categoria di spesa, del PNRR nel 2027 e il profilo sostanzialmente piatto degli effetti delle manovre di bilancio passate.

19

Per le prestazioni sociali stimiamo un incremento del 2,8% quest'anno, uno più sostenuto nel 2027 (3,7%) e un rallentamento l'anno seguente (2,4%), che riflette l'impatto sulle pensioni dell'inflazione. Per le altre prestazioni si stima una crescita (2,8% in media d'anno) più contenuta di quella del 2025, che ha risentito del già ricordato *bonus* introdotto per mettere a regime gli sgravi contributivi per i dipendenti. In percentuale del PIL, la spesa rimane sostanzialmente stazionaria nel periodo di previsione, attestandosi su un valore medio del 20,3%.

20

Dopo il rallentamento fatto registrare nel 2025 (1,9%), la spesa per interessi è stimata crescere ad un ritmo decisamente più sostenuto: al 7,6% quest'anno e al 5,7% in media d'anno nel biennio 2027-28. L'incidenza della spesa sul PIL è stimata salire al 4%, un decimo di punto percentuale in più, quest'anno e di altri due decimi nei due anni seguenti.

21

Per la spesa capitale prevediamo per il triennio una riduzione del 5% in media d'anno. Più nel dettaglio, nelle nostre stime a ridursi (ad un tasso medio del

19,3%) è la spesa diversa dagli investimenti, per i quali al contrario si prevede un incremento dell'1,2% all'anno. Sulla dinamica delle altre spese influiscono il venir meno a partire da quest'anno delle spese legate al superbonus e al completamento nel 2027 dei relativi progetti del PNRR. Per gli investimenti la nostra previsione sconta un effetto particolarmente restrittivo delle manovre di bilancio per quest'anno, che si attenua nel biennio seguente, e la prosecuzione del PNRR fino al 2029.

OCCUPAZIONE E CRESCITA NELL'ECONOMIA ITALIANA

L'AUMENTO DELL'OCCUPAZIONE

1

Fra il primo trimestre 2019 e il primo trimestre 2026 il numero di unità di lavoro misurato dalla Contabilità nazionale è aumentato del 7,7%. Nello stesso periodo, il PIL espresso a valori concatenati ha registrato un incremento del 7,0%. Ciò significa che in Italia crescita del prodotto e dell'occupazione procedono di pari passi, senza alcun contributo apparente della produttività (almeno livello aggregato). Quest'ultima è anzi lievemente diminuita se calcolata rispetto alle unità di lavoro (-0,1% sempre nel periodo intercorso fra primo trimestre 2029 e primo trimestre 2026), segnando un più netto arretramento se valutata rispetto alle ore di lavoro (-1,2%).

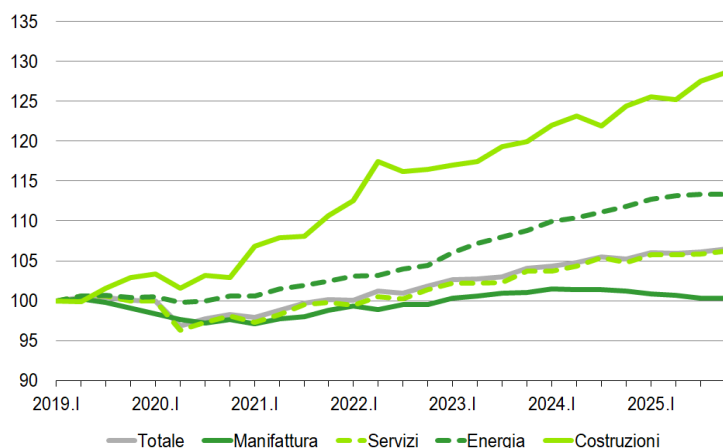
2

Come è stato osservato, una parte di questa dinamica può essere ricondotta agli effetti prodotti dagli shock che si sono susseguiti a partire dal 2020. Le interruzioni delle catene globali del valore conseguenti alla pandemia, il forte incremento dei prezzi dell'energia innescato dal conflitto russo-ucraino e il successivo orientamento restrittivo della politica monetaria, adottato per contenere le pressioni inflazionistiche, hanno determinato un aumento del prezzo relativo del capitale e dei beni intermedi rispetto al fattore lavoro. Rispetto agli altri input produttivi, le retribuzioni nominali hanno mostrato una dinamica di aggiustamento significativamente più graduale, fungendo da *shock absorber* e modificando gli incentivi delle imprese nella scelta della combinazione ottimale dei fattori produttivi, portate ad adottare processi relativamente più labour-intensive²⁰. Una seconda ragione alla base della dinamica occupazionale è riconducibile alla ripresa delle assunzioni nel settore pubblico, che ha arrestato il rapido calo dei dipendenti osservato tra il 2014 e il 2019. Infine, vi è stato il traino delle costruzioni, a cui si è aggiunto quello del turismo, settori tipicamente caratterizzati da un'alta intensità occupazionale. Il grafico 5.1 evidenzia a riguardo la forte differenza che si è andata

²⁰ Colonna, F., Scoccianti, F., & Viviano, E. (2025). The slowdown of productivity in the euro area and the role of input prices. *Bank of Italy Occasional Paper*, (918).

osservando fra gli andamenti settoriali dell'occupazione, con incrementi nettamente al di sopra della media per appunto le Costruzioni e l'Energia, ma con variazioni positive registrate anche nei Servizi e, fino al 2024, nel Manifatturiero.

Grafico 5.1. Occupati in Italia (primo trimestre 2019 = 100)



Fonte: dati ISTAT. Occupati (in migliaia). Dati destagionalizzati, edizione Marzo 2026.

3

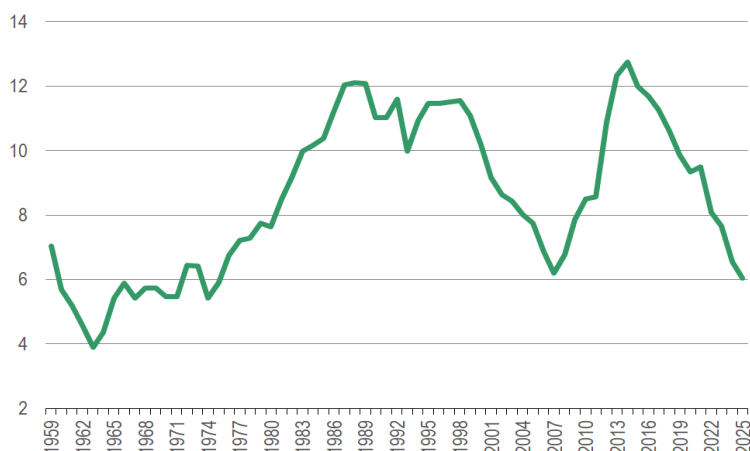
Quella italiana si presenta quindi a tutti gli effetti come un'economia ad alta intensità di lavoro, con uno dei tradizionali indicatori di disagio sociale, il tasso di disoccupazione (grafico 5.2), sceso sui livelli più bassi degli ultimi cinquanta anni e, secondo le nostre stime destinato a diminuire ulteriormente nel triennio 2026-28 (vedi oltre, Capitolo di previsione)²¹.

Peraltro, va osservato che l'aumento del contenuto occupazionale della crescita economica italiana si accompagna a un fenomeno di segno opposto, ossia la difficoltà denunciata dalle imprese nel reperire manodopera con competenze adeguate. Il *labour shortage*, già presente prima della pandemia, ha registrato un marcato incremento nella fase di ripresa successiva e, nonostante un graduale rientro dai valori di picco, sembra essersi stabilizzato su livelli significativamente superiori a quelli del 2019 (grafico 5.3). Almeno apparentemente, l'intensità

²¹ Di rilievo è il fatto che è il calo della disoccupazione si stia verificando a fronte di un contestuale aumento del tasso di partecipazione al mercato del lavoro. Quest'ultimo incremento è stato favorito dall'innalzamento del livello medio di istruzione della popolazione, dalla crescente partecipazione femminile e dagli interventi di riforma del sistema pensionistico, che hanno progressivamente posticipato l'uscita dal mercato del lavoro, aumentando la partecipazione dei lavoratori nelle fasce di età comprese tra i 55 e i 64 anni. Il meccanismo che sembra operare è quello per cui un aumento strutturale della partecipazione tende, nel medio-lungo periodo, a tradursi in un incremento del tasso di occupazione, ampliando la platea potenziale di lavoratori disponibili, vedi De Philippis, M. (2017). The dynamics of the Italian labour force participation rate: determinants and implications for the employment and unemployment rate. *Bank of Italy Occasional Paper*, (396).

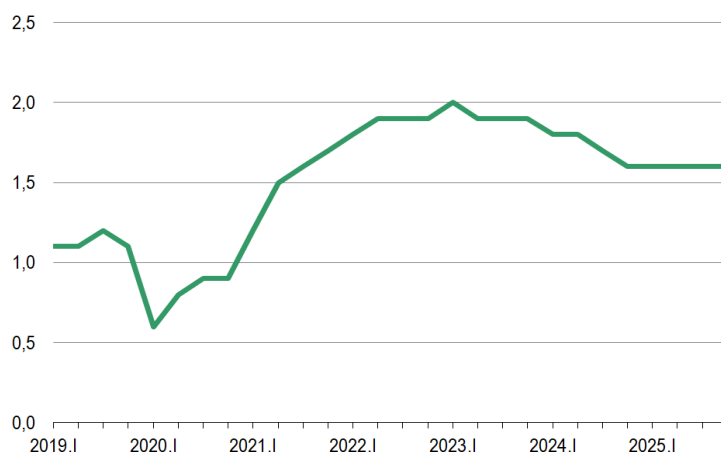
occupazionale potrebbe essere quindi anche maggiore di quella osservata²².

Grafico 5.2. Italia, tasso di disoccupazione



Fonte: ISTAT e modello econometrico CER.

Grafico 5.3. Tasso di vacancy



Fonte: dati ISTAT. Tasso di posti vacanti in imprese con dieci e più dipendenti. Dati destagionalizzati.

L'ELASTICITÀ OCCUPAZIONE/CRESCITA: UN MODELLO DI STIMA CON PARAMETRI VARIABILI NEL TEMPO

4

Dinamiche dell'occupazione quali quelle osservate portano a interrogarsi su quale sia la combinazione di equilibrio fra occupazione, salari e produttività verso la

²² La limitata diffusione dei percorsi di istruzione e formazione professionale, unita alla persistente carenza di laureati nelle discipline STEM, sono considerate una delle principali cause dei disallineamenti tra domanda e offerta di lavoro osservati negli ultimi anni, soprattutto nelle regioni settentrionali. Camussi, S. A., Locatelli, A., Mendicino, G., & Modena, F. (2024). Labour shortages in Italy: determinants, firms' responses and employment prospects. *Bank of Italy Occasional Paper*, (887).

quale si sta muovendo l'economia italiana. Avviamo in questo Rapporto un'analisi dedicata all'argomento, iniziando con una verifica dei cambiamenti intervenuti nell'elasticità dell'occupazione rispetto alla crescita economica, definita formalmente, in termini discreti, dalla seguente relazione:

$$\varepsilon_t = \frac{\Delta E_t}{\Delta VA_t} x \frac{VA_t}{E_t} \quad (1)$$

Dove ε_t è il valore di elasticità, E_t rappresenta l'occupazione e VA_t il valore aggiunto. Il parametro ε_t viene stimato su dati trimestrali per il periodo 1996-2025 come coefficiente variabile nel tempo (*time-varying coefficient*), secondo l'approccio proposto da Schlicht (2022)²³.

Tale metodologia contempla la stima congiuntamente delle equazioni (2) e (3).

$$\ln(E_t) = \alpha + \varepsilon_t \ln(VA_t) + u_t \quad (2)$$

$$\varepsilon_t = \varepsilon_{t-1} + v_t \quad (3)$$

Dove α rappresenta una costante, u_t è il termine di errore dell'equazione di osservazione e v_t è l'innovazione associata all'evoluzione del coefficiente. Il modello fornisce una misura del coefficiente ε_t lungo l'intero orizzonte temporale. Ciò senza imporre a priori né finestre temporali né discontinuità o rotture strutturali predeterminate. In altre parole, l'approccio adottato consente di seguire l'evoluzione della *employment intensity of growth* dell'economia italiana in termini neutrali dal punto di vista statistico. A partire da questa formulazione, l'analisi viene sviluppata lungo due direzioni principali. La prima riguarda la distinzione tra le componenti tendenziali e cicliche dell'occupazione e del valore aggiunto, la seconda introduce una componente settoriale.

5

La dinamica occupazionale risponde infatti tanto a fattori strutturali che operano su orizzonti temporali lunghi, quanto fattori ciclici, connessi alle oscillazioni dell'attività economica. Tra i primi rientrano l'evoluzione demografica, il progressivo invecchiamento della popolazione e l'innalzamento del livello di istruzione; i secondi sono invece associati alle fluttuazioni della domanda e dell'offerta di lavoro e agli shock temporanei che caratterizzano il ciclo economico. Utilizzando il consueto filtro di Hodrick-Prescott, il nostro esercizio di stima distingue quindi l'elasticità ciclica ε_t^C dall'elasticità di trend ε_t^T .

²³ Schlicht, E. (2022). *Estimating time-varying coefficients with Gretl using the VC method* (No. 2022-1). Munich Discussion Paper.

Per estrarre elementi interpretativi dalle serie storiche, consideriamo inoltre una scomposizione contabile de valore aggiunto rispetto all'occupazione, definita dalla seguente identità:

$$VA_t \equiv E_t \times \frac{H_t}{E_t} \times \frac{VA_t}{H_t} = E_t + h_t + prod_t \quad (4)$$

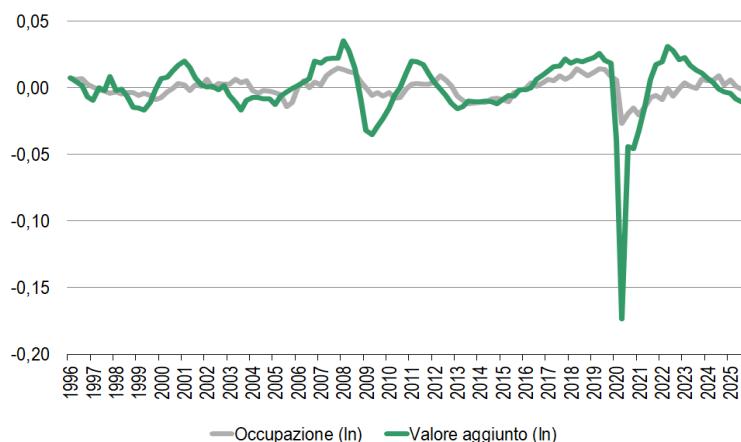
dove E_t rappresenta il numero di occupati e H_t il totale delle ore lavorate. La relazione consente di scomporre la dinamica del valore aggiunto in tre componenti: l'occupazione E_t , le ore medie lavorate per occupato $h_t = H_t/E_t$ e la produttività oraria del lavoro $prod_t = VA_t/H_t$. La scomposizione permette di approfondire i meccanismi attraverso i quali variazioni dell'attività economica si riflettono sull'input di lavoro, distinguendo il contributo derivante dalla variazione del numero di occupati da quello associato all'intensità oraria del lavoro e alla produttività. Anche in questo caso gli andamenti ciclici vengono distinti da quelli di trend attraverso l'applicazione del filtro HP.

ELASTICITÀ DI LUNGO E DI BREVE PERIODO

7

Il grafico 5.4 mostra le stime dell'elasticità dell'occupazione rispetto al valore aggiunto, distinguendo tra ε_t^C e ε_t^T . È immediatamente evidente la marcata differenza nella dinamica dei due coefficienti. L'elasticità associata alla componente tendenziale si mantiene stabile lungo l'intero orizzonte temporale considerato, con un coefficiente di variazione (rapporto tra deviazione standard e media) pari a 0,002. Al contrario, per l'elasticità ciclica il medesimo indicatore raggiunge un valore di 0,85, con una variabilità molto maggiore.

Grafico 5.4. Elasticità dell'occupazione rispetto al valore aggiunto



Nota: coefficienti *time-varying* di elasticità dell'occupazione rispetto al valore aggiunto, ottenuti a partire dalla componente ciclica e tendenziale (estratte con filtro HP) delle due serie.

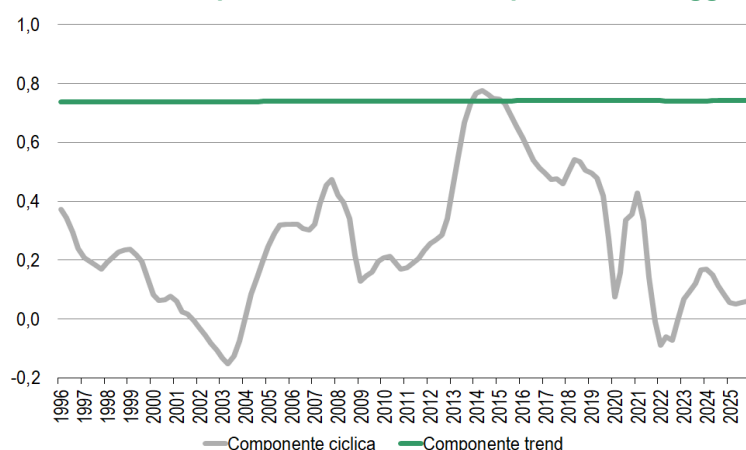
In termini assoluti, l'elasticità tendenziale si colloca intorno al valore di 0,74: per circa tre quarti, la crescita dell'economia italiana degli ultimi trenta anni ha fatto dunque affidamento su un bacino di occupazione sufficientemente ampio da potere essere inserito nei processi produttivi, senza la necessità di forzare le dinamiche della produttività. Se consideriamo il valore di trend estratto attraverso il filtro di Hodrick-Prescott, come una proxy del prodotto potenziale, l'evidenza sembra in altre parole collocare la natura *labour-intensive* dell'economia italiana all'interno di una relazione di natura strutturale, prima ancora che ciclica.

Ciò può essere interpretato come il risultato della compensazione tra forze di segno opposto. Da un lato, l'accumulazione di capitale e il progresso tecnico tendono ad accrescere la produttività del lavoro e, a parità di output, a ridurre il fabbisogno relativo di lavoro. Dall'altro, la trasformazione della struttura produttiva e la crescente rilevanza di comparti caratterizzati da una più elevata intensità occupazionale²⁴ possono sostenere la domanda di lavoro e operare nella direzione opposta.

8

Passando agli andamenti ciclici, il grafico 5.5 mostra come le serie dell'occupazione e del valore aggiunto presentino una marcata co-movimento, ma con una differenza significativa nella loro volatilità. Quest'ultima è meno pronunciata nel caso dell'occupazione che del valore aggiunto.

Grafico 5.5. Componente ciclica di occupati e valore aggiunto



Fonte: elaborazione CER su dati ISTAT. Occupati e valore aggiunto. Dati destagionalizzati, edizione *Marzo 2026*. Le serie del grafico sono stimate attraverso il filtro di Hodrick-Prescott (HP) e rappresentano la componente ciclica (logaritmica) delle serie originali.

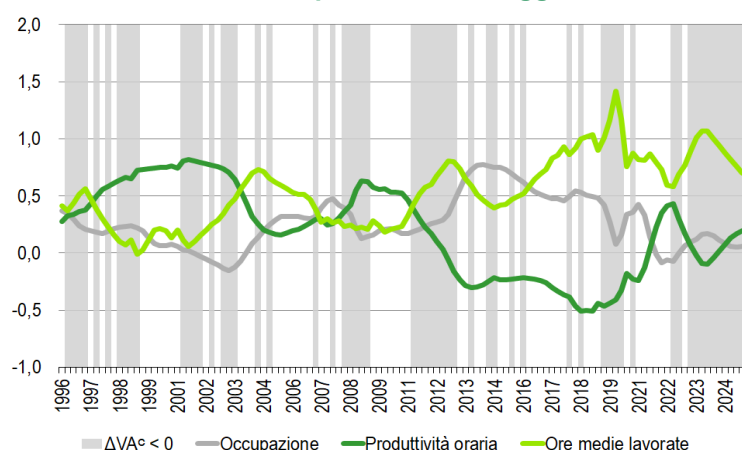
²⁴ OECD (2026), *Foundations for Growth and Competitiveness 2026*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/40a7532f-en>.

È d'altronde risultato sufficientemente noto che le variazioni cicliche del valore aggiunto, determinate dalle oscillazioni dell'attività economica e dagli shock che le producono, non si trasferiscono infatti all'occupazione in modo proporzionale e uniforme nel tempo. Secondo l'ipotesi del *labor hoarding*, le imprese tendono ad assorbire almeno una parte delle variazioni della domanda senza modificare immediatamente il numero degli occupati. Ciò spiega come mai l'elasticità ciclica dell'occupazione alla crescita sia tipicamente più bassa di quella associata tendenziale. L'informazione aggiuntiva a cui porta la nostra analisi attiene a come si determini nel tempo la volatilità di questa elasticità ciclica.

9

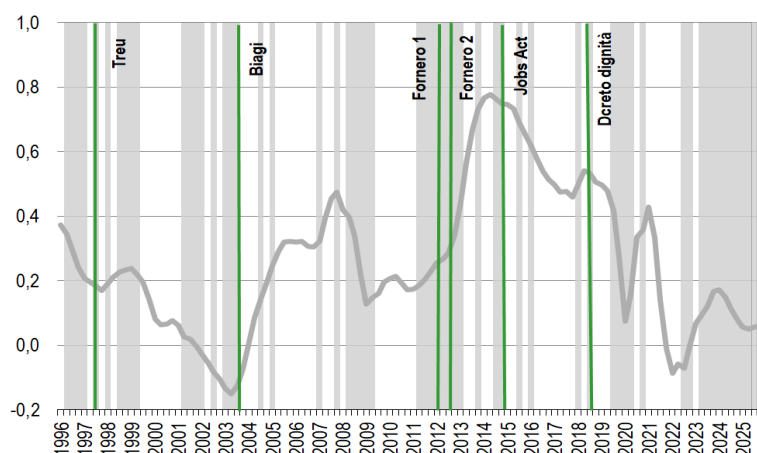
L'identità (4) consente di riferire l'andamento volatile ε_t^C a tre diversi canali di aggiustamento, ossia alle variazioni del numero degli occupati, delle ore lavorate o della produttività. L'operare di questi diversi canali di aggiustamento è illustrato nel grafico 5.6, la cui lettura va accompagnata a quella del grafico 5.7, dove ε_t^C è messa in relazione e con i principali interventi legislativi che hanno interessato il mercato del lavoro nel periodo. In entrambi i grafici, le aree grigie identificano i trimestri nei quali la componente ciclica del valore aggiunto diminuisce ($\Delta VA_t^C < 0$). Tale distinzione è essenziale per interpretare correttamente i coefficienti: un'elasticità occupazionale elevata durante un'espansione indica una forte capacità della crescita di generare occupazione; durante una fase discendente segnala, invece, una maggiore trasmissione della contrazione all'occupazione.

Grafico 5.6. Elasticità rispetto al valore aggiunto



Nota: coefficienti *time-varying* di elasticità dell'occupazione, produttività oraria e ore medie lavorate rispetto al valore aggiunto. Tutte le variabili sono espresse in termini di componente ciclica.

Grafico 5.7. Politiche e elasticità occupazionale



Nota: coefficiente *time-varying* di elasticità dell'occupazione rispetto al valore aggiunto (componenti cicliche). Le barre verticali rappresentano i principali interventi normativi sul mercato del lavoro negli ultimi anni.

10

Si osserva come la fine degli anni Novanta e i primi anni Duemila, l'elasticità occupazionale diminuisca progressivamente nonostante la prevalenza di fasi di crescita del valore aggiunto ciclico. In questo periodo l'espansione si traduce quindi sempre meno in nuova occupazione e in misura relativamente maggiore in incrementi di produttività. Il coefficiente occupazionale scende poi al di sotto dello zero nel corso del rallentamento ciclico del 2002-03.

La riduzione del coefficiente di elasticità fra occupazione e crescita prosegue anche dopo il pacchetto Treu, mentre in corrispondenza della legge Biagi del 2003 si osserva un'inversione: con la successiva ripresa l'elasticità dell'occupazione torna positiva e aumenta rapidamente. La crescita del valore aggiunto si accompagna così a una risposta occupazionale più intensa, coerente con una maggiore reattività delle assunzioni favorita dalla flessibilità contrattuale. La coincidenza con il passaggio dalla stagnazione alla ripresa non permette tuttavia di separare il contributo della riforma da quello congiunturale. Alla vigilia della crisi finanziaria, occupazione, ore lavorate e produttività partecipano in misura più equilibrata alla fase positiva del ciclo

11

La dinamica cambia nettamente nel 2008-09: a fronte della forte (e persistente) contrazione del valore aggiunto ciclico, l'elasticità dell'occupazione rimane relativamente contenuta, quella delle ore aumenta e quella della produttività diventa negativa. Il ricorso alla Cassa integrazione guadagni contribuisce a trasferire una parte rilevante dell'aggiustamento sulle ore lavorate e a limitare, almeno

inizialmente, la riduzione del numero degli occupati ²⁵. La capacità di preservare gli organici si attenua tuttavia durante la successiva crisi del debito sovrano. Durante la crisi del debito del 2011-2013, l'elasticità occupazionale aumenta infatti proprio mentre la componente ciclica del valore aggiunto diminuisce. A differenza di quanto accade in un'espansione, tale incremento non rappresenta quindi un miglioramento della capacità occupazionale della crescita, ma indica che il protrarsi della contrazione comincia a trasmettersi più intensamente agli organici. L'aumento ritardato del coefficiente è coerente con un'iniziale strategia di *labour hoarding*, seguita da un adeguamento dell'occupazione quando lo shock assume carattere persistente. Nella prima parte della crisi l'aggiustamento continua, infatti, a gravare soprattutto sulle ore e sulla produttività; successivamente cresce anche la risposta del numero degli occupati.

12

La riforma Fornero interviene dunque in una fase nella quale l'elasticità occupazionale aveva già iniziato ad aumentare; graficamente, tuttavia, la sua introduzione coincide con una netta accelerazione del coefficiente, che prosegue sia nei trimestri ancora caratterizzati dalla contrazione del valore aggiunto ciclico sia nella successiva fase di ripresa. Tale corrispondenza temporale è compatibile con una maggiore reattività dell'occupazione alle variazioni dell'attività economica, ma non consente di attribuire alla riforma un effetto causale distinto da quello prodotto dalla persistenza della recessione e dal successivo miglioramento congiunturale.

13

Con la ripresa ciclica e il Jobs Act del 2014-15, l'elasticità rimane elevata e poi si riduce gradualmente: nella prima fase l'occupazione risponde con forza alla crescita del valore aggiunto (piuttosto stabile fino al 2020), in un contesto in cui gli incentivi alle assunzioni e la nuova disciplina dei rapporti di lavoro possono averne sostenuto la reattività; l'assenza di una discontinuità netta in corrispondenza del provvedimento suggerisce però che riforma e ripresa abbiano operato congiuntamente.

In corrispondenza del decreto Dignità del 2018, che ha introdotto vincoli più stringenti sui contratti a termine, si osserva una più netta inversione dell'elasticità occupazionale, che torna a diminuire sensibilmente. La coincidenza temporale è coerente con una minore reattività dell'occupazione alle variazioni del valore aggiunto, potenzialmente associata alla maggiore rigidità dei rapporti a termine.

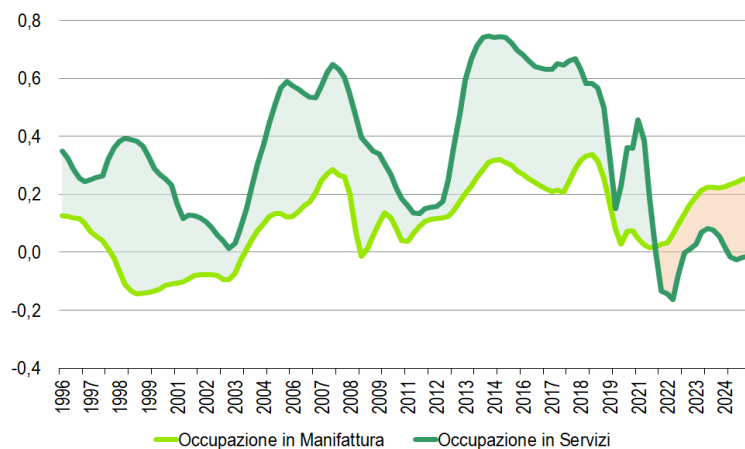
²⁵ Cingano, F., Torrini, R., & Viviano, E. (2010). *Il mercato del lavoro italiano durante la crisi*. Banca d'Italia.

La relazione diventa infine estremamente evidente durante la pandemia: nel 2020 la caduta dell'output è accompagnata da una contrazione eccezionalmente forte delle ore lavorate, mentre l'occupazione reagisce molto meno; la dinamica è coerente con la natura dello shock e con l'utilizzo massiccio degli strumenti di sostegno al reddito e di mantenimento dei rapporti di lavoro. In questo contesto, il mercato del lavoro mostra una risposta fortemente asimmetrica: rispetto al trimestre precedente, le ore lavorate diminuiscono del 13,1%, una contrazione persino leggermente superiore a quella del PIL, mentre il numero delle persone occupate si riduce comunque in misura significativa, del 2%. L'importante e rapido rimbalzo del valore aggiunto nella fase di riapertura post-Covid si traduce soprattutto in un recupero delle ore precedentemente ridotte, come evidenziato dall'elevata elasticità delle ore lavorate in corrispondenza del picco del secondo trimestre 2022 e dall'elasticità occupazionale addirittura negativa. Superata questa fase di forte rimbalzo, durante l'ultimo biennio, caratterizzato da una contrazione pressoché continua della componente ciclica del valore aggiunto, l'elasticità occupazionale sembra ristabilirsi su valori positivi ma prossimi allo zero. Ciò segnala una risposta ancora contenuta dell'occupazione al deterioramento ciclico dell'attività economica.

IL RUOLO DEI SETTORI

Venendo all'analisi settoriale, la lettura conferma la presenza di un'elasticità ciclica dell'occupazione al valore aggiunto più elevata nei servizi rispetto alla manifattura (grafico 5.8). Più significativo è tuttavia l'andamento del differenziale tra i

Grafico 5.8. Elasticità dell'occupazione rispetto al valore aggiunto: gli andamenti settoriali



Note: coefficienti *time-varying* di elasticità dell'occupazione totale, nel settore manifatturiero e in quello dei servizi rispetto al valore aggiunto (componenti cicliche).

due coefficienti, che varia sensibilmente nel tempo, alternando fasi di ampliamento e di convergenza fino a invertirsi nel periodo più recente.

Una prima significativa divergenza emerge alla fine degli anni Novanta, quando l'elasticità manifatturiera diventa negativa, mentre quella dei servizi rimane positiva. Il differenziale si riduce progressivamente durante la fase di debolezza del 2001-2003, poiché la contrazione del valore aggiunto si accompagna a una marcata diminuzione dell'elasticità nei servizi. Tale andamento è compatibile con una temporanea intensificazione del *labour hoarding* nel settore. Tra il 2004 e il 2008 e poi nella ripresa successiva alla crisi dei debiti sovrani, l'elasticità dei servizi aumenta molto più di quella manifatturiera, segnando nuovamente un netto divario tra i due coefficienti.

16

La crisi del 2011-2013 interrompe solo temporaneamente tale dinamica e, analogamente a quella del 2002-2003, produce un nuovo assottigliamento del differenziale. La crescita occupazionale italiana negli ultimi due decenni si concentra infatti nei servizi alle imprese, nelle attività professionali, nell'istruzione e nella sanità, oltre che nei comparti del turismo e della ristorazione: attività nelle quali l'espansione dell'output tende a richiedere incrementi relativamente elevati di lavoro. L'Istat rileva, in particolare, che l'alloggio e la ristorazione, settore caratterizzato da bassi livelli retributivi, hanno spiegato da soli oltre un terzo dell'aumento complessivo dell'input di lavoro tra il 2000 e il 2024, registrando contemporaneamente la più forte riduzione della produttività oraria²⁶. L'elevata elasticità dei servizi va pertanto interpretata in modo ambivalente: segnala una maggiore capacità della crescita di generare occupazione, ma può anche riflettere una specializzazione verso attività a basso salario e debole dinamica della produttività. Nella manifattura, al contrario, salari mediamente più elevati non implicano necessariamente una minore domanda di lavoro, ma si associano a maggiore produttività, capitale per addetto e investimento in competenze specifiche; ciò rende più conveniente preservare gli occupati durante le contrazioni e soddisfare inizialmente la ripresa aumentando ore e utilizzo degli impianti. La caduta simultanea delle elasticità durante la pandemia conferma queste differenze nei margini di aggiustamento: il blocco dei licenziamenti e l'estensione della Cassa integrazione hanno attenuato la risposta degli organici, mentre la successiva riapertura ha prodotto soprattutto un recupero delle ore, particolarmente intenso nei servizi turistici e ricreativi.

²⁶ ISTAT (2025), Rapporto Annuale 2025 – Capitolo 4 Sistema Economico e Generazioni, <https://doi.org/10.1787/40a7532f-en>.

Nel periodo più recente il recupero dell'elasticità manifatturiera e la debolezza di quella dei servizi potrebbero riflettere, rispettivamente, la normalizzazione dell'input industriale e le difficoltà di reperimento della manodopera in molti comparti terziari, particolarmente rilevanti nei comparti labour-intensive e nell'ICT. Nella manifattura, invece, il graduale superamento delle strozzature nelle catene di fornitura e dello shock energetico ha favorito la normalizzazione dei livelli produttivi e, con ritardo, dell'input di lavoro, riportando l'elasticità su valori positivi. L'inversione osservata non indica quindi necessariamente una maggiore intensità strutturale di lavoro della manifattura, ma riflette l'esaurimento dell'eccezionale spinta occupazionale post-riapertura nei servizi e il diverso timing con cui i due settori hanno adeguato gli organici dopo gli shock pandemici ed energetici.

Nel complesso, la prossimità tra il coefficiente dei servizi e quello dell'intera economia mostra che la crescente intensità occupazionale della crescita italiana è stata sostenuta soprattutto dalla terziarizzazione e dalla ricomposizione dell'occupazione verso attività labour-intensive; la stessa ricomposizione contribuisce però a spiegare perché alla robusta crescita degli occupati non abbia corrisposto un analogo avanzamento di salari reali e produttività.

