



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

Rapporto di Previsione

Per far crescere l'Italia: fronteggiare gli shock internazionali e rafforzare le imprese

Autunno 2026

Il Rapporto è stato coordinato da Alessandro Fontana e Ciro Rapacciuolo.

Gli autori del capitolo sono:

Tullio Buccellato, Piergiorgio Carapella, Stefano Di Colli, Guido Franco, Giovanna Labartino, Lorenzo Marchetti, Stefano Olivari, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo, Lorena Scaperrotta.

Gli autori dei Focus sono:

1. Stefano Di Colli.
2. Stefano Olivari.
3. Piergiorgio Carapella e Danilo Rosin (Sapienza Università di Roma).
4. Guido Franco e Ciro Rapacciuolo.
5. Cristina Pensa, Matteo Pignatti e Chiara Puccioni.

Si ringrazia l'area Politiche per l'Ambiente, l'Energia, e la Mobilità per il contributo al Focus n. 3

L'editing è stato curato da Vera Nardis.

Il Rapporto è stato chiuso con le informazioni al 5 ottobre 2026.

Indice

01

Introduzione

4

02

Le previsioni per l'economia italiana

16

- | | | |
|---|---|----|
| 1 | Il PIL | 18 |
| 2 | Le componenti del PIL
dal lato della domanda | 28 |
| 3 | L'occupazione | 40 |
| 4 | Le retribuzioni e i prezzi | 45 |
| 5 | La finanza pubblica | 54 |
| 6 | Il credito per le imprese | 59 |
| 7 | L'Eurozona | 63 |
| 8 | Lo scenario internazionale | 74 |

03

Focus

104

- | | | |
|---|--|-----|
| 1 | Produttività bassa e declino
demografico frenano la crescita italiana | 106 |
| 2 | PNRR, come è andata?
Una prima valutazione | 112 |
| 3 | Molte le ombre sulla strategia europea
di riduzione delle emissioni (ETS) | 120 |
| 4 | Patrimonializzazione cresciuta molto
in aggregato, ma ancora troppe
le imprese fragili | 128 |
| 5 | Scambi italiani sempre più interconnessi
con USA e Cina: emergenze e priorità | 134 |

Introduzione

01



PIL mondiale in rallentamento quest'anno (+2,8%) a causa di tensioni geopolitiche, incertezza e conflitti aperti di difficile risoluzione. Recupera il prossimo anno (+3,2%).

Scambi mondiali in forte crescita... Nei primi sette mesi del 2026, in volume, hanno superato del 9,5% il livello raggiunto nel 2024 e del 18,4% il livello pre-pandemia (2019). Una dinamica più che doppia rispetto a quella registrata dalla produzione industriale (+3,8% sul 2024 e +8,8% sul 2019). Trainano Giappone, Corea del Sud, Taiwan, Hong Kong e Cina, responsabili di due terzi della crescita. Anche gli USA contribuiscono ma con una intensità più contenuta. Ferma l'Europa.

...legati alla rapida riconfigurazione delle filiere globali a fronte dei dazi USA e all'espansione degli scambi high-tech, trainati dagli investimenti digitali. Un boom che ha origine dalla domanda di investimento negli Stati Uniti e ha attivato soprattutto le supply chain internazionali, localizzate principalmente in Asia. L'Europa è al momento esclusa da questa nuova rivoluzione digitale. Perché USA e Cina investono 1000 miliardi di dollari l'anno (a parità di potere d'acquisto) in R&S, l'UE solo 600, accumulando così un ritardo importante rispetto ai due paesi. Le prime 5 società al mondo per investimenti in ricerca sono americane, la sesta è cinese (Huawei).

Le tensioni geopolitiche stanno riducendo gli scambi tra i paesi tra cui c'è attrito e trasformando relazioni produttive in dipendenze, rendendo necessaria l'adozione di politiche industriali per ridurle.

Aumentano gli interventi di politica industriale nel mondo ma solo in Europa e ancor più in Italia sono orizzontali e non riducono le dipendenze. Gli USA fanno politiche industriali per acciaio e metalli, la Cina per la manifattura avanzata.

Strategico il ricorso a nuovi accordi e partnership commerciali, per diversificare i mercati di origine e sbocco e ridurre le dipendenze critiche. Ma soprattutto per ricreare un mondo multipolare: gli accordi commerciali rappresentano lo strumento che più si avvicina a un quadro di regole condivise. Canada, Sud America, Africa, India, Corea, Giappone, Australia, ASEAN sono le aree su cui puntare.

L'export italiano tende a beneficiare in misura maggiore degli accordi commerciali, grazie a una specializzazione nei settori in cui la riduzione dei dazi è generalmente più ampia e a una struttura del tessuto produttivo nazionale, caratterizzato da una forte presenza di piccole e medie imprese, che si avvantaggia di più dalla rimozione delle barriere tariffarie e, soprattutto, non tariffarie.

Nei primi tre mesi di applicazione dell'accordo UE-Mercosur, maggio-luglio 2026, le esportazioni italiane verso l'area sono cresciute del +10,0% rispetto allo stesso periodo del 2025, un aumento quasi doppio rispetto a quello registrato verso l'insieme dei paesi extra-UE (+5,9%).

Per l'Italia, un decimo dell'import proviene dalla Cina (10,2%, +2,8 punti percentuali sul 2019) e un decimo dell'export va negli USA (10,8% nel 2025, +1,3 punti percentuali). **Con entrambi emergono vulnerabilità, sebbene di natura diversa. I dazi USA stanno riducendo l'export italiano.** Quello di beni: -9,8% negli ultimi dodici mesi al netto di navi e farmaci, il cui aumento potrebbe essere temporaneo, almeno parzialmente. In prospettiva, la delocalizzazione, che è un fenomeno lento, potrebbe ridurre molto di più l'export e il valore aggiunto prodotto in Italia ed Europa. In aumento l'import italiano

anche al netto delle materie prime energetiche e così anche le dipendenze dagli USA (primo paese per forniture critiche in termini di quota in valore, 24%).

Cina rivale agguerrito ma fornitore essenziale per la manifattura italiana. La Cina è il secondo paese fornitore al mondo di input critici per l'industria italiana in valore dopo gli USA, ma primo per numerosità di prodotti (27%). Larga parte di questi prodotti è strategica per l'ICT e per la transizione verde. Una parte dell'import dalla Cina accresce la competitività dei prodotti italiani; un'altra parte, al contrario, accentua la crisi di alcuni settori (automotive e tessile - abbigliamento).

Rafforzare politicamente l'Unione europea appare essenziale ed è imprescindibile il completamento del mercato unico così come la rimozione delle barriere interne.

Rispetto alla Cina, difficile pensare che le relazioni possano mantenere l'assetto attuale perché i rapporti tecnologici e industriali appaiono decisamente sbilanciati. Occorre soddisfare una serie di condizioni:

- 1) rafforzare, molto, le politiche industriali europee e italiane. Gli interventi trasversali mostrano i loro limiti (non è ragionevole pensare di riportare tutte le produzioni in Europa); per questo gli sforzi vanno concentrati sui settori chiave nei quali possiamo mantenere, conquistare (o competere per) una leadership tecnologica e industriale.
- 2) gli investimenti cinesi in Europa devono essere vincolati ponendo soglie per componenti, lavoro, ricerca e dati.
- 3) sul versante commerciale, puntare a una partnership centrata sulla reciprocità reale nell'accesso al mercato e nel trattamento nazionale;
- 4) irrobustire la difesa commerciale, rendendo gli strumenti antidumping/antisovvenzioni più accessibili, rapidi ed efficaci; estendendo i meccanismi di protezione strutturale permanente come quello per l'acciaio (ex salvaguardia) ad altri settori sensibili e razionalizzando lo strumentario dell'autonomia strategica aperta (sussidi esteri; screening IDE; accesso agli appalti pubblici, anti-coercizione, ecc.).
- 5) il tutto va fatto in fretta, prima che diventi troppo tardi.

Per quanto riguarda la fase congiunturale (**Tabella A**), **tiene l'economia europea** che crescerà dello 0,8% nel 2026 e dell'1,0% nel 2027. La Francia, tra i grandi paesi, è quella più in difficoltà (+0,3% la crescita acquisita a giugno) non solo in termini di crescita del PIL ma anche per l'instabilità politica e il deficit pubblico che non è previsto rientrare; la Germania tiene (+0,9%), la Spagna vola grazie al traino del turismo e a bassi costi dell'energia e tassi minori che spingono i consumi.

Continua a crescere a ritmi sostenuti l'economia americana, spinta dai rincari delle materie prime energetiche di cui è esportatrice netta e dagli investimenti in data center connessi all'IA stimati intorno a 580 miliardi di dollari nel 2026 (1,8% del PIL), con un aumento fino a circa il 2,5% del PIL nel 2027. In negativo i rincari hanno spinto al rialzo l'inflazione (+3,4% ad agosto) comunque più bassa rispetto all'Europa, che ha costretto la FED al rialzo dei tassi di interesse che continuerà seppure moderato (un quarto di punto all'anno).

La Cina nel primo semestre è cresciuta del +4,7% sempre più grazie all'export: ad agosto +25,0% sull'anno, con un avanzo commerciale mensile di 119,1 miliardi di

Tabella A

Le esogene internazionali della previsione

(Var. %)

	2025	2026	2027
 Commercio mondiale	4,4	5,0	3,0
 PIL - Stati Uniti	2,1	2,0	2,1
 PIL - Area Euro	1,5	0,8	1,0
 PIL - Paesi emergenti	4,5	3,7	4,5
 Prezzo del petrolio ¹	69	94	75
 Prezzo del gas (Europa)	36	55	58
 Cambio dollaro/euro ²	1,13	1,16	1,15
 Tasso FED effettivo ³	4,21	3,83	4,37
 Tasso BCE ³ (dep)	2,26	2,24	3,08

Nota: ¹Brent, dollari per barile; ²livelli; ³valori %.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv, FMI, CPB.

dollari. Non adeguata la domanda interna, con le vendite al dettaglio salite appena del +0,4% e gli investimenti fissi calati del -7,2% nei primi otto mesi.

In generale, i paesi emergenti stanno soffrendo la guerra nel Golfo ma rimangono spinti dal traino degli investimenti ICT (che vale circa 2 punti percentuali di crescita l'anno). Dopo essere cresciuti del +4,5% nel 2025, cresceranno del +3,7% nel 2026 e del +4,5% nel 2027. Ma quasi tutta la risalita l'anno prossimo dovrebbe venire dalle otto economie del Golfo che valgono poco più di un ventesimo del PIL, una volta conclusa la guerra.

L'ipotesi alla base dello scenario di previsione per l'economia italiana è che dopo le elezioni di midterm negli Stati Uniti si trovi una soluzione alla guerra USA-Iran, come annunciato anche dal Presidente Trump, e da gennaio prenda avvio la normalizzazione dei transiti. Il protrarsi della chiusura dello Stretto sarebbe sostenibile fino a maggio prossimo, utilizzando tutte le riserve strategiche e commerciali mondiali. Superato quel mese senza un reale sblocco dello Stretto, sarebbe difficile approvvigionarsi e salirebbero le quotazioni del petrolio a livelli mai visti prima.

Inoltre, lo scenario previsivo è, come sempre, da considerarsi a legislazione vigente. Ciò significa che la clausola nazionale di salvaguardia destinata a finanziare maggiori spese per difesa e sicurezza energetica, che vale 14,4 miliardi di euro per il 2027, non è incorporata nello scenario di previsione.

In Italia, crescita del PIL nel 2026 sopra le attese di marzo scorso. Il PIL italiano è atteso crescere nel 2026 del +1,0%, sostanzialmente in linea con la variazione già acquisita, ossia quella che si registrerebbe a fine anno in presenza di una crescita congiunturale nulla nei due trimestri restanti (senza la correzione per i giorni lavorativi). Nel 2027 l'economia italiana dovrebbe rallentare (+0,6%), a un ritmo in linea con quello osservato nel 2025 (**Tabella B**). La revisione al rialzo della previsione di crescita del PIL per il 2026, rispetto al Rapporto di marzo scorso (di +0,5 punti percentuali), riflette diversi fattori:

- il buon andamento dell'economia italiana nella prima metà dell'anno (+0,3% nel 1° trimestre e +0,2% nel 2°), con il 1° trimestre rivisto al rialzo rispetto alla stima preliminare (da +0,2%). Ai positivi primi due trimestri del 2026 si è sommato anche un buon ritmo nel 4° 2025, chiuso a +0,3%. A questi ha contribuito anche la stabilità del prezzo del gas prima dell'inizio della guerra;
- il decisivo apporto del PNRR (concluso a fine agosto), il cui impatto sul PIL, stimato in circa mezzo punto percentuale nel 2026, ha spinto la dinamica soprattutto degli investimenti. Tale contributo ha riguardato gli investimenti previsti dal PNRR ma anche gli investimenti privati sostenuti da incentivi, come Transizione 5.0, che hanno riscosso molto successo tra le imprese;
- il contenuto trasferimento dei rincari energetici agli altri beni e servizi; l'inflazione al netto di energia e alimentari è ancora bassa (al +2,0% a settembre, 1,8% ad agosto come a gennaio), dopo sette mesi dall'inizio dei rincari, e ciò è attribuibile al fatto che la guerra ha fatto salire molto il prezzo del petrolio e meno, fino a settembre, quello del gas. Il rincaro del primo fa salire principalmente il costo dei trasporti mentre quello del gas, che è utilizzato sia come materia prima industriale che soprattutto come input produttivo dell'energia elettrica, impatta in modo importante tutti i settori dell'economia: un aumento del 100% del prezzo del petrolio fa salire l'incidenza dei costi energetici sui costi di produzione della manifattura di 0,3 punti percentuali; quello del gas di 0,8 punti percentuali;
- il rincaro inferiore alle aspettative del prezzo del petrolio grazie alla frenata della domanda mondiale di petrolio (soprattutto in Cina e Giappone) che ha seguito il calo dell'offerta (causato dalla guerra nei paesi del Golfo). Un divario meno ampio tra domanda e offerta ha limitato l'impennata del prezzo.

Tabella B
Le previsioni del CSC per l'Italia

(A legislazione vigente, var. %)

	2025	2026	2027
Prodotto interno lordo	0,6	1,0	0,6
Consumi delle famiglie residenti	1,2	1,1	0,5
Consumi collettivi	0,3	0,0	-0,3
Investimenti fissi lordi	3,9	3,3	0,8
Esportazioni di beni e servizi	1,7	2,9	1,7
Importazioni di beni e servizi	4,2	3,4	1,5
Occupazione totale (ULA)	1,2	1,0	0,4
Occupazione totale (persone)	0,8	0,8	0,3
Prezzi al consumo	1,5	3,2	2,2
Indebitamento della PA ¹	3,1	2,9	2,8
Debito della PA ¹	136,7	137,9	138,0

Nota: ¹ Valori in % del PIL. ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat, Banca d'Italia.

La crescita del PIL italiano del 2026 poggia sui consumi delle famiglie (+1,1%, fermi invece quelli pubblici) e sugli investimenti (+3,3%), trainati nel complesso dalle costruzioni nonostante il calo della componente abitativa. Resta invece negativo l'apporto della domanda estera netta nonostante la crescita dell'export (+2,7% quello di beni, +3,8% quello di servizi).

Rallentamento nei mesi finali dell'anno che si trascinerà al 2027. Nel 2027 la crescita media annua risentirà della debolezza della fase finale del 2026 e di un recupero solo moderato a inizio anno. Ciò, nonostante gli effetti positivi derivanti dalla riapertura dello Stretto di Hormuz: la progressiva discesa dei prezzi delle materie prime energetiche che consentirà il rientro dell'inflazione, la riduzione dell'incertezza, maggiore fiducia di famiglie e imprese, la ripartenza del commercio con i paesi del Golfo.

Agiranno negativamente dal 4° trimestre del 2026:

- il prezzo del petrolio tornato a settembre sui livelli massimi (102 dollari a barile) e destinato a rimanerci fino alla riapertura dello Stretto di Hormuz;
- il prezzo del gas, cresciuto già nei mesi scorsi, che ha raggiunto a settembre i livelli più alti dalla fine del 2022 (77 euro/MWh), ed è atteso rimanere così fino alla riapertura dello Stretto di Hormuz, sia per i timori di scarsità derivanti dalla sua chiusura, sia per la necessità, in Europa, di ricostituire le scorte, inferiori di 10 punti percentuali ai livelli normali, prima della stagione invernale;
- l'aumento del tasso di inflazione che, a settembre, ha toccato il suo massimo raggiungendo il 4,2% spinto dai rincari energetici e ridurrà il potere d'acquisto delle famiglie frenando i consumi nella parte finale dell'anno e poi anche all'inizio del 2027;
- i rialzi dei tassi di interesse: a settembre secondo rialzo dei tassi BCE di 0,25 punti percentuali che sarà seguito da altri tre rialzi attesi nei prossimi mesi. Il maggior costo del denaro frenerà consumi e investimenti;
- la fine del PNRR nel 2026 comporterà, a legislazione vigente (cui fa riferimento la previsione), un rallentamento della spesa per investimenti, moderato dalle ampie risorse PNRR residue che verranno spese dopo il 2026 (circa 47 miliardi, di cui 27 nel 2027, significativamente meno dei circa 42 miliardi spesi nel 2026). In realtà, con l'adozione della Clausola di salvaguardia, la spesa addizionale prevista, in larga parte per investimenti, sarà pressoché pari alla spesa del PNRR nel 2026.

Nel 2027 la dinamica del PIL sarà ancora trainata dai consumi delle famiglie e dagli investimenti che però rallenteranno significativamente: +0,5% e +0,8% rispettivamente. Le esportazioni nette torneranno a fornire un lieve apporto positivo, favorito dal miglioramento delle ragioni di scambio ma l'export rallenterà (+1,5% quello di beni, +2,5% quello dei servizi).

I rischi dello scenario di previsione sono legati all'evolversi dei transiti delle navi per lo Stretto di Hormuz e più in generale alla guerra nel Golfo.

Una riduzione dei transiti ed eventuali attacchi a impianti di produzione di gas e petrolio avrebbero impatti negativi sui prezzi delle materie prime energetiche e per questa via sull'inflazione; le banche centrali potrebbero decidere ulteriori rialzi dei tassi. Sono escluse dallo scenario azioni o misure governative di riduzione del consumo di petrolio,

gas e derivati che riducendo la domanda potrebbero dilatare i tempi di utilizzo delle scorte.

Un altro rischio dello scenario è legato alla volatilità sui mercati finanziari, causata proprio dalla tensione nel mercato mondiale del petrolio e del gas e dai suoi riflessi sulle quotazioni, sull'inflazione e, a cascata, sulle decisioni delle Banche Centrali relative ai tassi. In Europa negli ultimi giorni sono bruscamente saliti i rendimenti dei titoli sovrani, di più in Francia, ma anche in Italia, e maggiori acquisti di titoli tedeschi, con un allargamento degli spread. Se una tale tendenza proseguisse, porrebbe un freno alla crescita in tutto il Continente.

Dal lato dell'offerta, la produzione industriale sta tenendo grazie a export e investimenti in impianti e macchinari, spinti dal successo dell'iperammortamento, beneficiando anche della buona dinamica dei consumi: la crescita acquisita a luglio è di +0,4%. Sebbene ci siano segnali di miglioramento, la ripresa dell'industria **resta frenata dalle barriere commerciali e soprattutto dall'aumento dei costi di produzione e trasporto**. A livello settoriale, buona la dinamica del settore automotive, che registra la crescita acquisita più elevata (+8,8%) ma ancora largamente insufficiente a riportare la produzione ai livelli del 2023; bene anche "altri mezzi di trasporto", fabbricazione di computer e prodotti di elettronica, farmaceutica e metallurgia. Male mobili e tessile-abbigliamento-pelletteria, settori alle prese con una crisi strutturale che riguarda anche altri Paesi europei. In termini di valore aggiunto, invece, l'industria ha perso terreno. Servizi e costruzioni, invece, hanno trainato la dinamica del valore aggiunto in Italia fino alla metà del 2026 (+1,5% e +3,0% tendenziale nel 2° trimestre 2026).

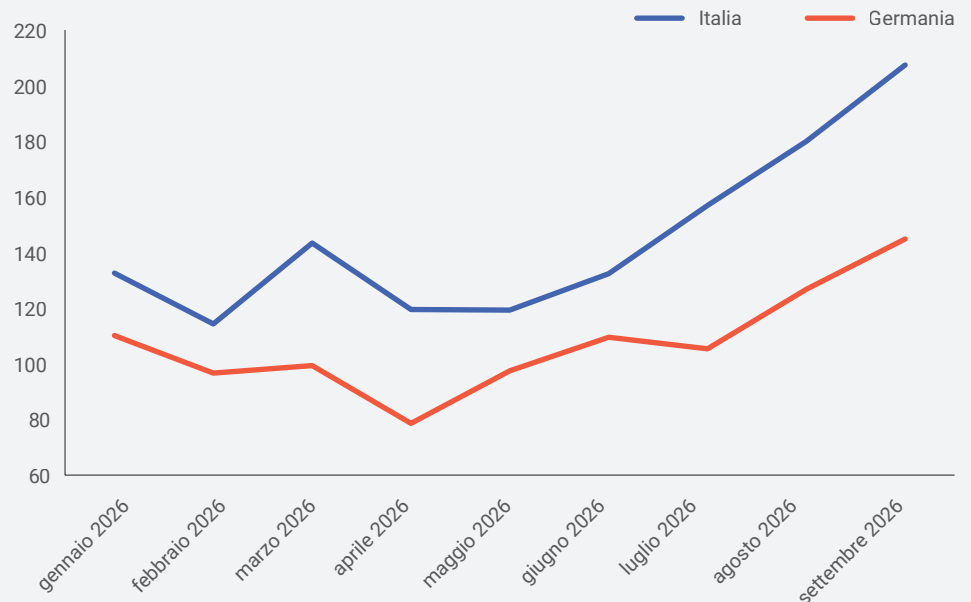
L'elevato costo dell'energia rimane la più importante vulnerabilità dell'economia italiana. Il prezzo dell'energia elettrica è sistematicamente più alto rispetto ai competitor europei (+35% rispetto alla Germania nei primi 9 mesi del 2026) e a settembre è salito a un picco di 208 euro/MWh, da 114 a febbraio, prima della Guerra (**Grafico A**). Rispetto a 6 anni fa, l'incidenza dei costi energetici (petrolio, gas, energia elettrica e altre fonti) sui costi totali è cresciuta del 34,5% (e del 40% per la sola manifattura). A settembre 2026 la quotazione del petrolio Brent è pari in media a 102 dollari al barile, da un minimo di 62 dollari a dicembre 2025 (+65%). Il prezzo del gas in Europa a settembre è salito al livello massimo da inizio anno, 77 euro/MWh in media, da 33 a febbraio (+133%). Il prezzo al consumo della benzina in Italia è salito del 26% a settembre 2026 rispetto al minimo registrato a gennaio.

Adesso il prezzo del gas è ai massimi dal 2022 e il petrolio oltre i 100 dollari, se continua o peggiora occorrerà intervenire. Secondo stime CSC, con un Brent a circa 126 dollari al barile in media annua nel 2027, rispetto ai 75 dello scenario di base e ai 94 di quest'anno, si potrebbe annullare la crescita del PIL prevista per il 2027; lo stesso accadrebbe con il prezzo del petrolio in media a 115 dollari al barile e quello del gas a 89 euro/MWh (invece dei 58 dello scenario base).

I recenti rincari riducono la competitività delle imprese italiane rispetto alle altre aree del mondo, in particolare, agli Stati Uniti. Il prezzo del gas naturale in Europa ad agosto 2026 è stato pari a quasi 8 volte quello in America, dove la quotazione non è aumentata nel corso di quest'anno.

Il meccanismo di riduzione delle emissioni di CO2 adottato dall'Unione Europea (ETS) al momento e in prospettiva aggrava tale vulnerabilità. E i benefici in termini

Grafico A
Lo shock si
estende al prezzo
dell'elettricità
 (Euro/MWh)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati GME.

di emissioni, nella manifattura, sono in buona parte riconducibili alla chiusura delle imprese mentre è stato efficace nel settore energetico.

Nella sola manifattura italiana sottoposta a ETS, tra il 2005 e il 2025 le emissioni sono diminuite del 43%. Nello stesso periodo sono stati chiusi 386 impianti manifatturieri, a un ritmo di 19 impianti l'anno. Le chiusure di impianti valgono circa la metà (48%) della riduzione delle emissioni. Questa parte della riduzione, quindi, non deriva da un reale processo di decarbonizzazione. Per la parte restante (52%), non è possibile stabilire quanta riduzione sia attribuibile a un calo dei volumi produttivi, che c'è stato, e quanta a un reale processo di decarbonizzazione.

L'azzeramento delle quote gratuite determinerà altre chiusure di imprese. L'acquisto dei diritti di emissione al prezzo di mercato per coprire le quote oggi gratuite determinerebbe un onere di spesa che supererebbe l'EBITDA per il 18% delle imprese manifatturiere in ETS, che impiegano circa 19mila dipendenti (16,5% del totale) e generano 744 milioni di valore aggiunto (5%).

La scarsa dinamica della produttività è la causa principale della bassa crescita dell'Italia. Guardando alle dinamiche di lungo periodo, la bassa crescita dell'economia italiana negli ultimi 30 anni (+0,7% in media all'anno contro l'1,5% dell'Eurozona e il 2,5% degli USA) è attribuibile alla bassa crescita della produttività che contribuisce algebricamente alla crescita del PIL.

Se, in astratto, avessimo la composizione dimensionale dell'economia tedesca la produttività delle imprese italiane salirebbe del +17,6% e supererebbe il livello della Germania del 2,8%; rispetto alla Francia crescerebbe del +14,8% colmando sostanzialmente il ritardo

Sulla sola manifattura, la produttività italiana con la composizione dimensionale tedesca salirebbe del 24,7%, con quella francese del 21,9% e anche in questo caso, il controfattuale azzererebbe il divario con Germania e Francia. La dinamica della produttività in Italia è, quindi, in buona parte legata a effetti di composizione della base produttiva, basata molto più che altrove su micro e piccole imprese con le prime che hanno una produttività decisamente più bassa delle corrispettive degli altri principali

paesi europei (contrariamente alle altre classi dimensionali). Maggiore produttività significa anche maggiori salari. Per questo occorre supportare la crescita dimensionale. In direzione contraria va la riforma dell'artigianato che, oltre a mantenere le attuali agevolazioni per gli artigiani e a determinare una riduzione del contributo alle entrate pubbliche delle imprese che verranno assimilate agli artigiani stessi, spingerà le imprese a rimanere sotto la soglia. Per questo avrà effetti negativi sulla produttività e quindi sui salari.

Decisivi per l'innalzamento della produttività sono anche gli investimenti, soprattutto quelli in beni immateriali, che, sebbene in crescita, sono su livelli inferiori a quelli dei nostri competitor europei. **La fine del PNRR causerà un rallentamento degli investimenti** nonostante l'ammontare cospicuo di risorse che si prevede di spendere nel prossimo triennio. Con quelle che potrebbero derivare dall'attivazione della clausola per energia e difesa, il rallentamento si avrà nel 2028 e negli anni seguenti.

L'incidenza degli investimenti sul PIL, con il PNRR, è aumentata in Italia di circa 3,7 punti percentuali rispetto al periodo precedente alla pandemia, mentre è diminuita di circa 2 punti nel gruppo di paesi dell'area euro con una dotazione PNRR più contenuta. Sarà cruciale trovare le modalità per mantenere elevata la quota di risorse destinate agli investimenti.

Non sono mancate criticità nell'implementazione del PNRR (a partire dalla selezione dei progetti), ma la valutazione complessiva appare positiva come mostra la riduzione dei tempi di realizzazione delle opere (per un'opera media PNRR, dalla progettazione all'inizio del collaudo, la durata è stimata in 31 mesi rispetto ai 38 delle opere precedenti al 2018; la riduzione dei tempi amministrativi attribuibile al Piano raggiunge il 55% nel Mezzogiorno, il 40% nel Centro e il 32% nel Nord), la riduzione dei tempi di pagamento delle PA (nel 2025 il tempo medio ponderato di pagamento dell'insieme delle amministrazioni è sceso a 27,2 giorni, dai 33,7 del 2023), la riduzione del tempo di smaltimento dei procedimenti penali (disposition time penale ridotto nel 2025 del 31,2% rispetto al 2019, superando l'obiettivo PNRR del 25%) e civili (dopo una riduzione del 28,8% a fine 2025, i dati ministeriali provvisori indicavano ad aprile 2026 un calo del 40,6%).

Un fattore in grado di incidere sulla resilienza delle imprese è la **solidità patrimoniale**. Minori vincoli finanziari migliorano la produttività tra il 5 e il 10%. Nel manifatturiero italiano, la quota di capitale proprio sul totale delle passività è passata dal 34,5% nel 2007 al 50,0% nel 2024 superando, in aggregato, le imprese spagnole e francesi. Il divario con la Germania si è ridotto da -21,3 punti percentuali nel 2007 ad appena -2,8 nel 2024.

La patrimonializzazione delle imprese è molto più bassa nelle costruzioni (33,6%) e nei servizi (40,6%) rispetto al manifatturiero. La stessa quota per il totale economia, in Italia, scende al 42,0% e, sebbene sia in forte crescita in tutti i settori, rimane ben lontana dall' analoga quota in Germania, pari al 50,9%.

Tra il 2015 e il 2024, la dispersione dei livelli di capitalizzazione tra le imprese è aumentata decisamente e non riguarda esclusivamente la coda inferiore della distribuzione, ma una fascia estesa di imprese collocate al di sotto della mediana. Queste imprese hanno partecipato solo in parte al rafforzamento patrimoniale

osservato in aggregato e rimangono fragili patrimonialmente con una capacità limitata di finanziare investimenti e assorbire nuovi shock.

Serve proseguire sulla strada avviata anni fa e poi interrotta nel 2023 con l'eliminazione dell'ACE che tanti benefici aveva determinato.

Le previsioni per l'economia italiana

2022



1 - Il PIL

2 - Le componenti del PIL dal lato della domanda

3 - L'occupazione

4 - Le retribuzioni e i prezzi

5 - La finanza pubblica

6 - Il credito per le imprese

7 - L'Eurozona

8 - Lo scenario internazionale

1. IL PIL

1.1

Prodotto Interno Lordo in aggregato

Crescita rivista al rialzo nel 2026

Nello scenario del CSC, che è costruito a legislazione vigente, il PIL italiano è atteso crescere nel 2026 del +1,0%, sostanzialmente in linea con la variazione già acquisita, ossia quella che si registrerebbe nella media dell'anno in presenza di una crescita congiunturale nulla nei due trimestri restanti (senza la correzione per i giorni lavorativi). Nel 2027 l'economia italiana dovrebbe rallentare (+0,6%), a un ritmo in linea con quello osservato nel 2025 (**Tabella 1**). La revisione al rialzo della previsione di crescita del PIL per il 2026, rispetto al Rapporto di marzo scorso (di +0,5 punti percentuali) riflette diversi fattori:

1. Il buon andamento dell'economia italiana nella prima metà dell'anno (+0,3% nel 1° trimestre e +0,2% nel 2°), con il 1° trimestre rivisto al rialzo rispetto alla stima preliminare (da +0,2%). Questo andamento, insieme al 4° trimestre 2025 che ha chiuso a un buon ritmo (+0,3%), ha consentito la revisione al rialzo della previsione;
2. il decisivo apporto del PNRR (concluso a fine agosto), il cui impatto sul PIL è stimato in circa mezzo punto percentuale nel 2026, ha spinto la dinamica soprattutto degli investimenti;
3. il contenuto trasferimento dei rincari energetici agli altri beni e servizi; l'inflazione al netto di energia e alimentari è ancora bassa (al +2,0% a settembre, 1,8% ad agosto come a gennaio), dopo sette mesi dall'inizio dei rincari, e ciò è attribuibile al fatto che la guerra ha fatto salire molto il prezzo del petrolio e meno, fino a settembre, quello del gas. Il rincaro del primo fa salire principalmente il costo dei trasporti: un aumento del 100% del prezzo fa salire l'incidenza sui costi di produzione della manifattura di 0,3 punti percentuali. Al contrario, il rincaro del gas che è utilizzato sia come materia prima industriale che soprattutto come input produttivo dell'energia elettrica, impatta in modo importante tutti i settori dell'economia: un rincaro del 100% porta a un aumento dell'incidenza sui costi di produzione manifatturieri di 0,8 punti percentuali. Va poi precisato che negli ultimi anni, una quota di imprese non trascurabile (20,5%) ha stipulato contratti di fornitura di elettricità a prezzo fisso e anche i contratti a lungo termine (*Power Purchase Agreement*, PPA) sono in crescita (si veda il par. 4.2) e questi attenuano l'esigenza di trasferire i rincari sui prezzi;
4. il rincaro inferiore alle aspettative del prezzo del petrolio, grazie alla frenata della domanda mondiale di petrolio che ha seguito in parte il calo dell'offerta (causato dalla guerra nei paesi del Golfo). La contrazione della domanda ha riguardato soprattutto Cina e Giappone ed è in gran parte il risultato delle misure governative adottate: il divario meno ampio del previsto tra la domanda e l'offerta mondiale ha limitato l'impennata del prezzo.

Tabella 1
Le previsioni del CSC per l'Italia

(A legislazione vigente, var. %)

	2024	2025	2026	2027
Prodotto interno lordo	1,1	0,6	1,0	0,6
Consumi delle famiglie residenti	1,4	1,2	1,1	0,5
Consumi collettivi	1,3	0,3	0,0	-0,3
Investimenti fissi lordi	-2,7	3,9	3,3	0,8
Scorte (contributo)	0,7	-0,3	-0,2	0,1
Esportazioni di beni e servizi	-0,8	1,7	2,9	1,7
Importazioni di beni e servizi	-0,7	4,2	3,4	1,5
Occupazione totale (ULA)	2,0	1,2	1,0	0,4
Occupazione totale (persone)	1,5	0,8	0,8	0,3
Tasso di disoccupazione ¹	6,5	6,1	6,1	6,1
Prezzi al consumo	1,0	1,5	3,2	2,2
Retribuzioni pro capite	2,1	2,6	2,6	2,6
Indebitamento della PA ²	3,4	3,1	2,9	2,8
Debito della PA ²	134,2	136,7	137,9	138,0

Nota: ¹ Valori %; ² valori in % del PIL. ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat, Banca d'Italia.

Bene il PIL nel 2° trimestre, migliora l'inerzia statistica

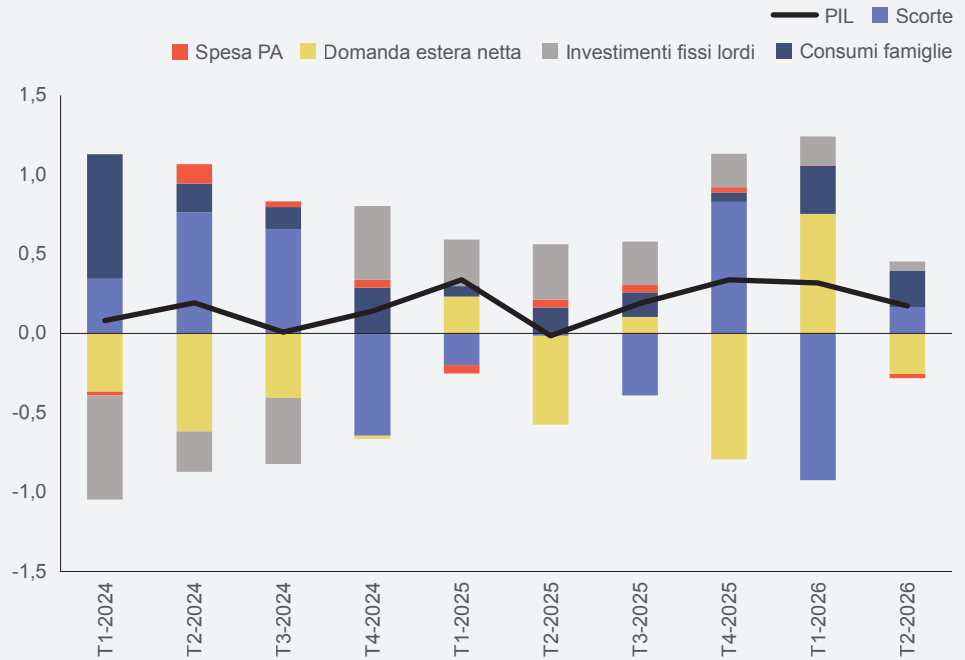
Nel 2° trimestre del 2026 il PIL è cresciuto dello 0,2%, un risultato migliore delle attese, sostenuto soprattutto dai consumi delle famiglie e, in misura minore, dagli investimenti. L'accumulo di scorte ha parzialmente compensato il contributo negativo della domanda estera netta. Pur continuando a crescere, gli investimenti hanno perso slancio, risentendo del forte calo delle costruzioni abitative e della flessione di impianti e macchinari, a fronte della robusta espansione degli investimenti in fabbricati non residenziali e dell'aumento di quelli in prodotti di proprietà intellettuale.

Il buon andamento della prima metà dell'anno consegna quindi alla seconda metà una crescita acquisita del PIL dello 0,8%, corretta per i giorni lavorativi e superiore alle attese. Questa inerzia favorevole poggia prevalentemente sui consumi, con una dinamica più vivace della spesa delle famiglie rispetto a quella pubblica, e sugli investimenti, trainati nel complesso dalle costruzioni nonostante il calo della componente abitativa. Resta invece negativo l'apporto della domanda estera netta (**Grafico 1**)

Nel 3° trimestre 2026, gli indicatori congiunturali sull'attività economica e sulla fiducia di imprese e famiglie delineano una fase di rafforzamento. L'indice PMI composito per l'Italia e l'indicatore Ita-coin, nei mesi di luglio e agosto, supportano la dinamica espansiva su livelli superiori alla media della prima metà dell'anno. Il credito alle imprese continua a crescere (si veda il par. 6), favorendo gli investimenti.

Grafico 1 Nella prima metà del 2026 i consumi privati hanno trainato il PIL

(Dati trimestrali, var. %, contributi alla var. %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Prospettive di rallentamento

Nei mesi finali dell'anno è atteso un rallentamento che si trascinerà al 2027. Una serie di fattori agirà negativamente dalla fine del 2026:

- il prezzo del petrolio tornato a settembre sui livelli massimi (102 dollari a barile) è destinato a rimanerci o a rincarare, fino alla riapertura dello Stretto di Hormuz. L'ulteriore riduzione dei transiti rispetto ai mesi scorsi (in cui erano già molto calati) sta facendo scendere significativamente l'offerta mondiale di petrolio al di sotto della domanda e per questo il prezzo del petrolio è risalito e rimarrà almeno sui livelli elevati di settembre;
- il prezzo del gas, cresciuto già nei mesi scorsi, ha raggiunto a settembre i livelli più alti dalla fine del 2022 (77 euro/MWh) e rimarrà così fino a fine anno; questo rincaro, come detto sopra, incide sull'inflazione e sui costi delle imprese, in Italia, più del rincaro del petrolio. I motivi dell'aumento del prezzo sono: i timori di scarsità, derivanti dalla chiusura di Hormuz; la necessità in Europa di ricostituire le scorte, inferiori di oltre 10 punti percentuali ai livelli normali, prima della stagione invernale;
- a settembre, anche il tasso di inflazione ha toccato il suo massimo, raggiungendo il 4,2% spinto dai rincari energetici. L'elevata inflazione ridurrà il potere d'acquisto delle famiglie e frenerà i consumi nella parte finale dell'anno e poi anche all'inizio del 2027;
- agirà negativamente, soprattutto il prossimo anno, anche il rialzo dei tassi di interesse (a settembre secondo rialzo dei tassi BCE di 0,25%) che sarà seguito da altri tre rialzi nei prossimi mesi. Il maggior costo del denaro frenerà consumi e investimenti;
- la fine del PNRR nel 2026 comporterà un rallentamento della spesa pubblica nel 2027, soprattutto per investimenti, che però sarà attenuato viste le ampie risorse che verranno spese dopo il 2026. Nello scenario a legislazione vigente del CSC si

è ipotizzato che nel triennio successivo le risorse da spendere ammontino a circa 47 miliardi, di cui 27 nel 2027, dopo i quasi 42 miliardi spesi nel 2026. Al contrario, non sono incluse nello scenario le risorse previste dalla clausola nazionale di salvaguardia per difesa ed energia, pari a 14 miliardi sia nel 2027 che nel 2028.

Nello scenario del Centro Studi Confindustria, il PIL italiano nel 2026 è sostenuto soprattutto dagli investimenti fissi lordi e dai consumi delle famiglie, con contributi rispettivamente di +0,7 e +0,6 punti percentuali. L'apporto dei consumi collettivi sarebbe nullo, mentre le esportazioni nette e le scorte contribuirebbero negativamente, in un contesto di rincaro dei beni energetici.

Ipotesi dello scenario

L'ipotesi principale alla base dello scenario di previsione è che la chiusura dello Stretto di Hormuz si protragga fino a fine anno e da quel momento prenda avvio la normalizzazione dei transiti. La soluzione alla guerra USA-Iran verrebbe trovata dopo le elezioni di *midterm* negli Stati Uniti, come annunciato anche dal Presidente americano Trump.

Il protrarsi della chiusura dello Stretto oltre la fine dell'anno, infatti, farebbe crescere ancora di più i prezzi delle materie prime energetiche e metterebbe a rischio gli approvvigionamenti. Secondo stime aggiornate del CSC, basate sui dati disponibili riguardo ai passaggi effettivi per lo Stretto di Hormuz tra marzo e settembre 2026, ipotizzando che nei mesi seguenti la percentuale di apertura resti pari alla media di tale periodo e incorporando l'inatteso calo della domanda mondiale tra marzo e settembre, le riserve strategiche mondiali di petrolio potrebbero esaurirsi a gennaio 2027 (a 11 mesi dallo shock); il temporaneo contenimento dei consumi ha rimandato di 2 mesi il verificarsi della scarsità nei volumi di greggio. Da gennaio, si dovrebbe ricorrere all'utilizzo delle riserve commerciali che potrebbero evitare la scarsità fino a maggio 2027 (altri 4 mesi). Superato quel mese senza lo sblocco dello Stretto, diventerebbe difficile approvvigionarsi e salirebbero le quotazioni del petrolio a livelli potenzialmente mai visti prima.

Il raggiungimento di un accordo tra USA e Iran e la riapertura dello Stretto di Hormuz avranno effetti positivi ben oltre la discesa dei prezzi delle materie prime energetiche. Consentiranno, infatti, il rientro dell'inflazione, una forte riduzione dell'incertezza, maggiore fiducia di famiglie e imprese, che argineranno parte dei fattori negativi indicati sopra. Ripartirà il commercio con i paesi del Golfo e di questo beneficeranno molto l'economia italiana e anche gli altri paesi europei.

Nel 2027 la crescita rallenterebbe al +0,6%, a causa della frenata a fine 2026 e di un recupero solo moderato a inizio anno prossimo. La dinamica del PIL sarebbe ancora trainata dai consumi delle famiglie e dagli investimenti, i cui contributi si ridurrebbero rispettivamente a +0,3 e +0,2 punti percentuali. Le esportazioni nette tornerebbero a fornire un lieve apporto positivo, favorito dal miglioramento delle ragioni di scambio, mentre resterebbe marginalmente negativo quello complessivo dei consumi collettivi e delle scorte.

I rischi della previsione

Nell'attuale contesto, lo scenario previsivo presenta un elevato profilo di incertezza dovuto al quadro internazionale. I rischi al ribasso sono:

1. La durata e l'intensità del conflitto nel Golfo costituiscono il principale rischio internazionale. Un prolungamento della chiusura dello Stretto di Hormuz oltre fine anno e/o ulteriori danni alle infrastrutture energetiche e logistiche della regione potrebbero determinare rincari aggiuntivi e prolungati di petrolio, gas, trasporti e input intermedi, oltre che far emergere gravi problemi di approvvigionamento. Per l'Italia e l'Eurozona, particolarmente dipendenti dalle importazioni di energia, ne deriverebbero un'ulteriore accelerazione dell'inflazione, una maggiore compressione del reddito disponibile reale delle famiglie e dei margini delle imprese e un più marcato indebolimento della domanda interna ed estera.
2. Il rialzo dei tassi deciso dalla BCE a settembre segnala che la fase di restrizione monetaria prosegue. Qualora lo shock energetico producesse effetti più persistenti sull'inflazione di fondo e sulle aspettative, potrebbero rendersi necessari ulteriori aumenti dei tassi rispetto a quelli già incorporati nello scenario o, comunque, il mantenimento di condizioni monetarie restrittive più a lungo. Anche la FED potrebbe attuare una stretta superiore a quella incorporata nello scenario. Ne deriverebbero condizioni di finanziamento meno favorevoli per famiglie e imprese, minori investimenti e un rallentamento della domanda USA.
3. L'evoluzione del cambio euro-dollaro resta incerta e presenta effetti di segno opposto. L'apprezzamento del dollaro osservato più di recente sostiene la competitività delle esportazioni europee, ma amplifica il costo, in euro, delle materie prime energetiche. Viceversa, una rapida conclusione del conflitto o un mutamento delle attese sui tassi potrebbe determinare un nuovo rafforzamento dell'euro, penalizzando le esportazioni italiane proprio mentre la domanda mondiale rimane debole. Il rischio più rilevante è dunque rappresentato da oscillazioni ampie e repentine del cambio, con effetti negativi sulla programmazione delle imprese.
4. Infine, condizioni finanziarie globali più tese potrebbero amplificare gli effetti degli shock reali. Tassi più elevati, debiti pubblici consistenti e valutazioni particolarmente alte in alcuni comparti azionari, soprattutto quelli legati all'ICT, accrescono la possibilità di brusche correzioni sui mercati. Un aumento dell'avversione al rischio potrebbe determinare rialzi dei rendimenti sovrani e degli spread, con conseguenze più rilevanti per i paesi ad alto debito, tra cui l'Italia. Le minute della FED segnalano già l'aumento dei rendimenti reali, l'allargamento degli spread nel comparto tecnologico e maggiori tensioni nel credito privato.

1.2

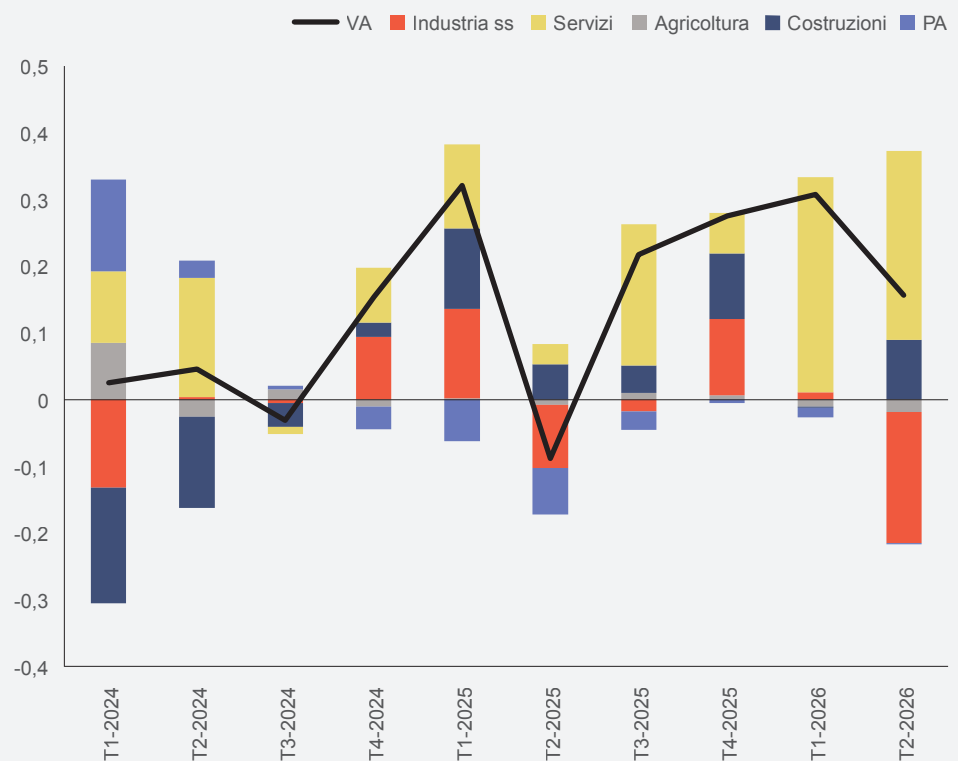
PIL dal lato dell'offerta

Grafico 2 Servizi e costruzioni hanno sostenuto il valore aggiunto nel 2° trimestre

(Dati trimestrali, var. %, contributi alla var. %)

Valore aggiunto trainato dai servizi

Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto nel 2° trimestre del 2026 (**Grafico 2**) è stato sostenuto dal buon andamento dei servizi privati (+0,5%) e delle costruzioni (+1,3%). Quello dell'industria in senso stretto è invece tornato in calo in modo significativo (-1,2%). In lieve diminuzione quello dell'agricoltura (-0,1%), mentre nei servizi della PA è rimasto pressoché fermo.



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT

Il ruolo trainante dei servizi privati e delle costruzioni si conferma anche nel confronto tendenziale: nel 2° trimestre, a fronte di una crescita complessiva del valore aggiunto dell'1,0%, i due settori sono cresciuti rispettivamente dell'1,5% e del 3,0%. La debolezza dell'industria in senso stretto è confermata anche su base annua (-0,3%), mentre nei servizi della PA il valore aggiunto è rimasto fermo. L'agricoltura ha registrato invece un incremento (+0,7%).

Per quanto riguarda il 3° trimestre, nei primi due mesi, l'attività nei servizi sembra aver accelerato: l'indice PMI è salito da 50,2 punti in giugno a 52,5 in luglio e a 55,2 in agosto, il valore più elevato dall'aprile 2023. La media di luglio e agosto è tornata su valori espansivi (53,9 punti), dopo il calo osservato nel 2° trimestre di quest'anno. L'espansione è supportata dal rapido incremento dei nuovi ordini, grazie al rafforzamento della domanda interna. Anche gli ordini esteri sono aumentati, al ritmo più sostenuto da ottobre, pur fornendo un contributo più contenuto. Le imprese hanno continuato ad

ampliare l'occupazione, nonostante la riduzione degli ordini invariati segnali l'assenza di rilevanti vincoli di capacità.

Le presenze turistiche totali a luglio sono risultate superiori del 3,5% rispetto allo stesso mese del 2025 (da +3,3% di giugno). Nel complesso, la variazione tendenziale acquisita del 3° trimestre delinea un miglioramento del +3,0% (+5,7% gli stranieri, -0,5% gli italiani), consolidando la crescita già osservata nei due trimestri precedenti (+5,3% nel 2° e +2,4% nel 1°). Meno bene, invece, gli arrivi turistici, perché a crescere è la permanenza media dei turisti.

Il clima di fiducia delle imprese dei servizi è migliorato nel 3° trimestre (+0,5%), nonostante il calo osservato a settembre. Il miglioramento riflette una percezione più favorevole dell'andamento generale della propria attività, nonché degli ordini e della domanda complessiva, attesi in crescita nei prossimi mesi.

Il protrarsi della guerra in Iran può incidere negativamente sul turismo. Le tensioni nell'area mediorientale possono ridurre i flussi di viaggio tra Asia ed Europa, determinare cancellazioni o deviazioni delle rotte e accrescere i costi operativi delle compagnie. Una parziale compensazione potrebbe provenire dalla domanda statunitense e dall'orientamento di una quota di turisti italiani verso destinazioni domestiche ritenute più sicure. Tuttavia, il persistere di quotazioni elevate dei carburanti, traducendosi in rincari dei trasporti e dei pacchetti turistici, rischia di comprimere progressivamente la domanda complessiva.

Il valore aggiunto dei servizi privati entra nella seconda metà del 2026 con un buon passo (+1,1% l'acquisito). La dinamica dovrebbe tuttavia rallentare nel 4° trimestre, per poi recuperare gradualmente nel 2027, pur mantenendo un ritmo contenuto. Nello scenario CSC, il valore aggiunto del settore crescerebbe del +1,3% nel 2026 e del +0,7% nel 2027. Il risultato di quest'anno beneficia soprattutto della crescita già acquisita nella prima metà, sostenuta dai consumi interni e dal turismo straniero. Nel trimestre finale dell'anno, i rincari energetici e dei trasporti frenerebbero la spesa delle famiglie per servizi, mentre il minore impulso degli investimenti modererebbe la domanda di servizi alle imprese. Nel 2027 il graduale recupero dei consumi sosterrrebbe l'attività, senza riportarla ai ritmi della prima metà del 2026.

Riguardo alle costruzioni, nella prima metà del 2026 si è osservato un forte calo degli investimenti in abitazioni, dopo la correzione positiva del 2025. La produzione nelle costruzioni si è ridotta molto a luglio (138,2 punti rispetto a 143,2 di media nel 2° trimestre). L'indice PMI di settore è recessivo da aprile e in fortissimo calo ad agosto (41,7 punti). Nel 3° trimestre 2026, la fiducia delle imprese di costruzioni continua in media a ridursi, a causa dei giudizi sul portafoglio ordini e sull'attività di costruzione che rimangono negativi, mentre i piani di costruzione nei prossimi tre mesi, l'occupazione nel settore e i prezzi sono percepiti positivamente. La durata dell'attività assicurata dai lavori in corso o da eseguire nel 2° trimestre si è ridotta a 15 mesi dal picco di 18 di metà 2025, un livello comunque elevato nel confronto storico. Le costruzioni non abitative hanno continuato a beneficiare, in estate, del completamento delle opere finanziate dal PNRR; tale sostegno si è tuttavia concluso a fine agosto, e condizioni creditizie nuovamente meno favorevoli potrebbero frenare la componente privata degli investimenti.

Nello scenario previsivo, il valore aggiunto complessivo del settore costruzioni registrerà un rallentamento nel corso del 2026 e un calo nel prossimo anno. Grazie alla buona inerzia statistica con cui è entrato nella seconda metà di quest'anno, il valore aggiunto dovrebbe crescere del +3,9% nel 2026 e diminuire dello 0,5% nel 2027. Il profilo riflette il sostegno delle opere non residenziali, anche legate al completamento degli interventi del PNRR, a fronte della flessione dell'edilizia abitativa. Nel 2027 l'attenuarsi di questo impulso, la persistente debolezza della componente residenziale e condizioni di finanziamento meno favorevoli frenerebbero l'avvio di nuovi lavori e l'attività del settore.

Industria: segnali di lento recupero

Dopo la sostanziale stabilità registrata nel 3° trimestre del 2025, l'attività industriale ha mostrato segnali di graduale recupero nella parte finale dell'anno scorso. Nel 4° trimestre la produzione è infatti tornata a crescere (+0,4%), contribuendo a contenere la contrazione complessiva dell'attività nel 2025 a un -0,3%. Il 2026 è cominciato con una contrazione nel 1° trimestre (-0,2%), seguita da un recupero nel 2° (+0,3%). Nel 3°, il calo a giugno (-1,1%) è stato solo parzialmente compensato a luglio (+0,7%) grazie al contributo positivo di tutte le componenti, a eccezione dei beni energetici. Questi ultimi, dopo l'exploit di maggio (+4,4%) e una moderata espansione a giugno, sono calati a luglio (-0,9%).

Complessivamente, l'industria sta tenendo nell'anno in corso grazie all'export in crescita e agli investimenti in impianti e macchinari, beneficiando anche della buona dinamica dei consumi: al momento la crescita acquisita della produzione per l'anno è di poco inferiore al mezzo punto percentuale (+0,4%). Sebbene ci siano segnali di miglioramento, la ripresa dell'industria resta frenata dalle barriere commerciali e soprattutto dall'aumento dei costi di produzione e trasporto.

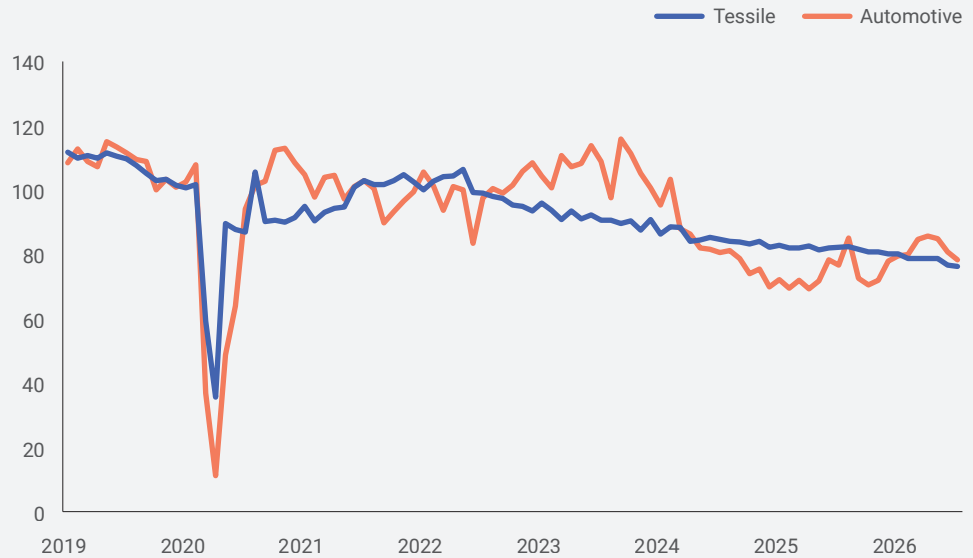
L'analisi settoriale della manifattura evidenzia una marcata eterogeneità nel 2026, con 10 settori in crescita e 12 in contrazione. Rispetto al 2025, il principale elemento di novità è rappresentato dalla buona dinamica del settore automotive, che presenta la crescita acquisita più elevata (+8,8%). Tuttavia il rimbalzo è ancora largamente insufficiente a riportare la produzione ai livelli del 2023 (**Grafico 3**). Il recupero è trainato dalla forte ripresa della fabbricazione di autoveicoli, con una crescita acquisita del +20,0%. La produzione di rimorchi, semirimorchi e carrozzerie, invece, si è mantenuta su livelli sostanzialmente stabili negli ultimi tre anni, mentre quella di parti e accessori mostra ancora una tendenza in calo dall'inizio del 2023. A conferma della buona performance del settore, i dati sulle immatricolazioni mostrano come il rimbalzo nell'anno in corso coincida con la crescita delle vendite di auto del produttore nazionale (la variazione gennaio-agosto 2026 è pari a +28,8%).

Oltre al settore *automotive*, i settori che registrano gli incrementi di produzione maggiori sono gli "altri mezzi di trasporto", sostenuti dal comparto della difesa, e la fabbricazione di computer e prodotti di elettronica, che beneficia del buon andamento degli investimenti in automazione e digitalizzazione e dell'esposizione a filiere tecnologiche in espansione, caratterizzate da una domanda crescente. Questi settori contribuiscono in misura significativa alla dinamica della produzione di beni strumentali, unica macro-componente della produzione su livelli superiori al 2021. Tra le attività in espansione si

Grafico 3

Automotive in fragile ripresa, tessile ancora in calo

(Produzione, dati mensili destagionalizzati, indici 2021=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

segnalano anche la farmaceutica e la metallurgia, sostenute dall'export, che si avviano a chiudere il secondo anno consecutivo di crescita, dopo il 2024 negativo.

Tra i settori in contrazione si distinguono in negativo le "altre attività manifatturiere", comparto molto eterogeneo che comprende produzioni che spaziano dalla gioielleria ai giocattoli e che rientra tra le attività rivolte alla produzione di beni di consumo, la cui dinamica è negativa da tre trimestri. Seguono i mobili e il tessile-abbigliamento-pelletteria, settori alle prese con una crisi strutturale che riguarda anche altri paesi europei.

Gli indicatori qualitativi suggeriscono un rafforzamento del settore industriale italiano. La fiducia delle imprese manifatturiere, con l'aumento di settembre, segna ormai il sesto mese consecutivo di crescita e si attesta sul valore massimo rilevato nel 2026 (91,9). I giudizi delle imprese sugli ordini, sia totali sia dall'estero, si sono stabilizzati su valori superiori alla media dell'anno precedente. Dopo il deciso miglioramento osservato a luglio, questi hanno quindi registrato una correzione al ribasso ad agosto, per poi risalire a settembre, toccando i valori massimi annuali (Grafico 4).

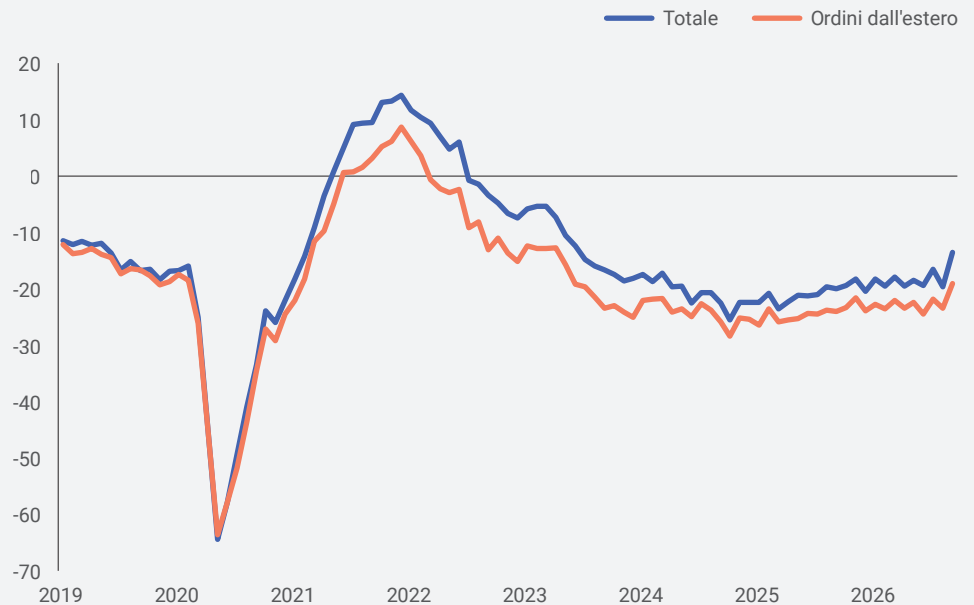
I giudizi sulle scorte, dopo il deciso calo di giugno (saldo sceso da 3 a 1), sono risaliti nel 3° trimestre 2026 (valore medio del saldo pari a 3,5), evidenziando una tendenza di crescita dell'accumulazione che dura da circa un anno. Questo indica che il ciclo delle scorte ha sostenuto la produzione, a fronte di una domanda relativamente debole.

Il PMI manifatturiero di agosto, in linea con la dinamica dei giudizi sugli ordini, è peggiorato, tornando appena sotto la soglia neutrale dopo sei mesi in area espansiva (49,6). S&P Global attribuisce il calo proprio alla debolezza degli ordini. Il dato di settembre ha riportato l'indice nuovamente sopra la soglia neutrale (50,4). Secondo S&P Global, gli ordini, seppur migliorati rispetto ad agosto, sono ancora deboli; tengono invece occupazione e aspettative per i prossimi mesi. Va notato che i dati dell'ultimo anno dell'industria italiana hanno evidenziato l'inversione della forbice tra l'andamento della produzione, complessivamente positivo, e quello del valore aggiunto dell'industria, in lieve calo.

Grafico 4

Ordini in aumento ma con ampia volatilità

(Manifattura, giudizi delle imprese, dati destagionalizzati, saldi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Nello scenario del CSC, il valore aggiunto dell'industria in senso stretto è previsto calare appena nel 2026 (-0,1%) e recuperare slancio nel 2027 (+0,7%). Per quanto riguarda la produzione industriale, ci si attende invece un biennio di moderata crescita, con un rallentamento nel 2027.

2. Le componenti del PIL dal lato della domanda

2.1

Consumi

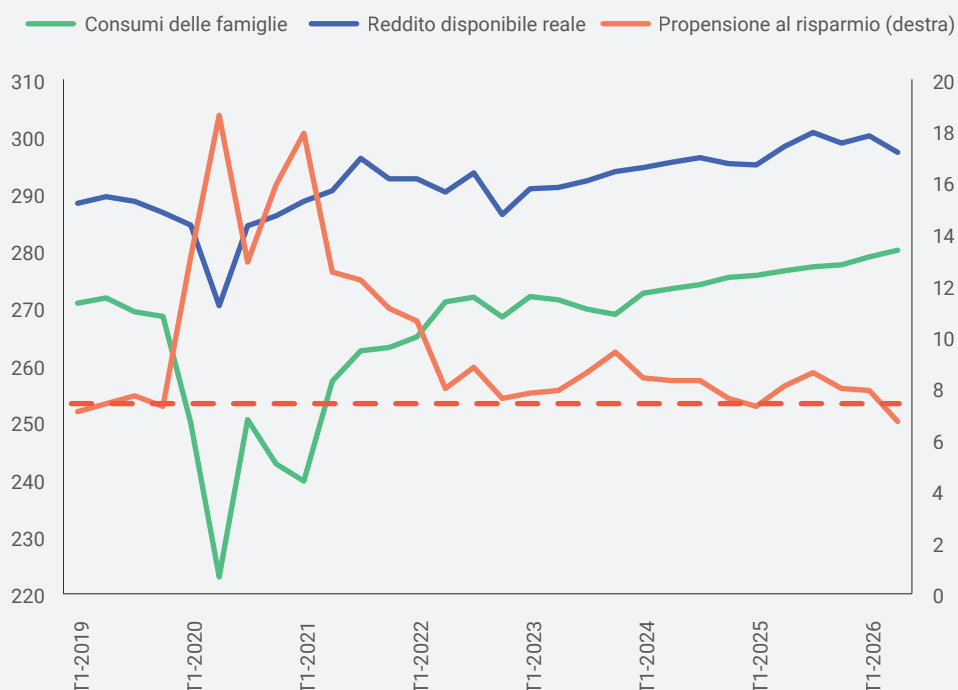
Consumi in rallentamento

La spesa per consumi delle famiglie si era rafforzata nella seconda metà del 2025, chiudendo l'anno a +1,2%, su livelli stabilmente sopra a quelli pre-Covid. Nei primi due trimestri del 2026, ha continuato a crescere senza risentire dei rincari energetici e ha dato slancio alla crescita del PIL. La dinamica trimestrale è stata vivace, con un aumento di +0,5% nel 1° e di +0,3% nel 2°, che ha portato la variazione acquisita per l'anno a +1,0%.

Nello scenario previsivo del CSC, la dinamica dei consumi è attesa decelerare a partire dalla seconda metà dell'anno, ma chiuderà comunque al +1,1% nel 2026 mentre rallenterà al +0,5% nel 2027. Faranno da freno l'alta inflazione che intaccherà il reddito reale e i rialzi dei tassi di interesse. Un elemento che sinora è stato di sostegno potrebbe, inoltre, venire meno nei prossimi mesi: la dinamica occupazionale, che mostra segnali di rallentamento.

Grafico 5 Consumi: crescita grazie alla contrazione dei risparmi

(Italia, famiglie, miliardi di euro e quote % di reddito)



Linea tratteggiata = media 2019 della propensione al risparmio.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Consumi in crescita, ma cala il potere d'acquisto

Nel 1° trimestre il reddito disponibile è cresciuto dello 0,8%, sostenuto dalla buona dinamica degli occupati e dal favorevole andamento dei mercati finanziari, che ha aumentato i redditi da capitale (**Grafico 5**). Nonostante i rincari e l'incertezza, il tasso di risparmio delle famiglie è aumentato solo marginalmente, di 0,2 punti percentuali, mantenendosi su livelli di poco inferiori alla media del 2025.

Nel 2° trimestre, l'aumento dell'1,4% del deflatore implicito dei consumi ha determinato una riduzione dello 0,9% del potere d'acquisto delle famiglie rispetto al trimestre precedente. Per sostenere i consumi, le famiglie hanno ridotto il tasso di risparmio al 6,7%, un livello nettamente inferiore alla media pre-Covid (7,4%).

Trainano i beni durevoli

Per quanto riguarda il consumo di beni, la crescita è stata trainata principalmente dai durevoli. Dopo il +0,9% registrato nel 2025, questi hanno accelerato nel 2026, con incrementi di circa un punto percentuale a trimestre, portando la variazione acquisita per l'anno a +3,6%. A questa buona dinamica ha contribuito il settore auto: la variazione tendenziale gennaio-agosto 2026 delle immatricolazioni di autovetture è stata pari a +8,5%.

All'opposto, i beni semidurevoli sono rimasti stagnanti: alla contrazione di -0,5% nel 1° trimestre ha fatto seguito un recupero nel 2° (+0,5%), portando la variazione acquisita appena sopra lo zero (+0,1%). I beni non durevoli, infine, dopo il +0,8% del 2025, hanno mantenuto una dinamica di crescita moderata, con una variazione acquisita pari a +0,4%. Complessivamente la crescita acquisita della spesa per beni si attesta a +0,9%.

La spesa per servizi, dopo il forte incremento registrato nel 2022 (+8,1%), ha continuato a crescere negli anni successivi, seppure a ritmi progressivamente più contenuti, mantenendo tuttavia una dinamica più sostenuta rispetto ai consumi di beni. Nel 2025 la crescita è stata pari a +1,2%, superiore a quella dell'aggregato complessivo. Nel 2026 con un aumento di +0,4% nel 1° trimestre e di +0,7% nel 2°, la crescita acquisita è +1,0%.

Peggiorano le vendite al dettaglio nel 3° trimestre

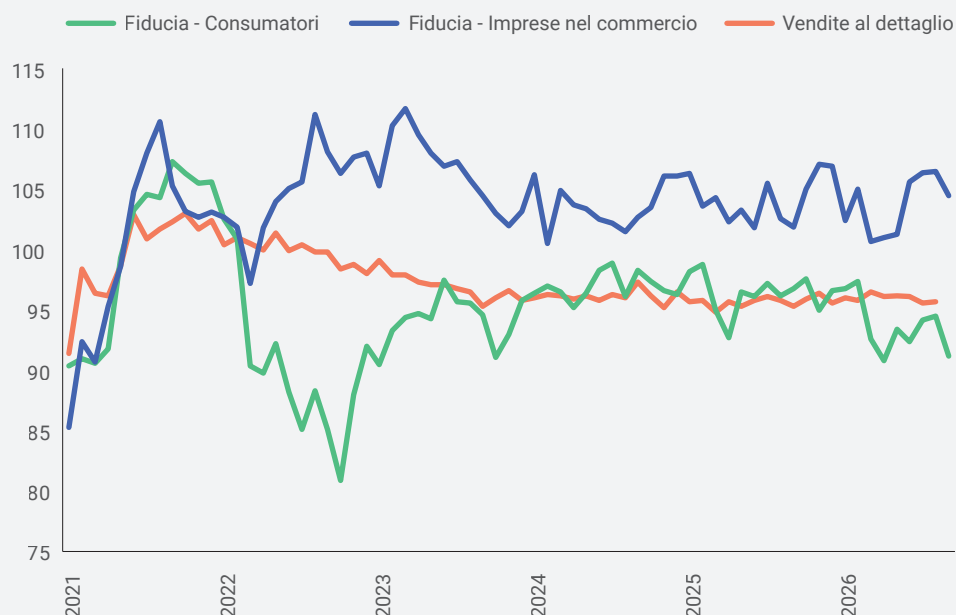
Nel 3° trimestre, le vendite al dettaglio in calo suggeriscono un'inversione di tendenza. A luglio, le vendite al dettaglio in volume, relative ai soli beni (escluse le automobili), hanno segnato una contrazione pari a -0,4%, cui contribuiscono sia i beni alimentari (-0,5%) sia i beni non alimentari (-0,7%). Il piccolo rimbalzo di agosto (+0,1%) non basta invertire la dinamica del 3° trimestre che resta in calo (-0,5% la variazione acquisita). I beni alimentari sono in flessione già dal 2° trimestre (-0,2%) e presentano una variazione acquisita pari a -0,3% per il 3°. I non alimentari, invece, sono cresciuti nella prima metà dell'anno, ma il dato di luglio porta la variazione acquisita per il 3° trimestre in territorio negativo (-0,6%) (**Grafico 6**).

La fiducia delle famiglie e delle imprese nel commercio, dopo i minimi toccati ad aprile, è cresciuta costantemente. Tuttavia, il 3° trimestre si è chiuso con un brusco calo a settembre per entrambi gli indicatori, segno di un peggioramento delle aspettative. I giudizi sulle vendite delle imprese nel commercio, dopo un deciso calo a luglio (da 23 a 17) e stabilità ad agosto, sono risaliti a settembre (19).

Grafico 6

Dopo un buon periodo estivo la fiducia chiude in calo a settembre

(Italia, beni, dati mensili, indici: 2021=100, in volume, destag.)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Le famiglie comprimono prima il risparmio, poi i consumi

In questa fase, le famiglie stanno assorbendo parte dell'aumento dei prezzi riducendo il tasso di risparmio, al di sotto dei livelli pre-Covid. Ciò consente di destinare ai consumi una quota più elevata del reddito disponibile, attenuando nell'immediato l'impatto della perdita di capacità di spesa. Questa capacità di assorbimento, tuttavia, è destinata a ridursi nel corso dell'orizzonte previsivo. A ciò si aggiungerà il rallentamento dell'occupazione atteso nel 2027, che contribuirà a frenare la crescita del reddito disponibile. Inoltre, l'aumento dei tassi di interesse, sulla scia dei rialzi BCE, tenderà a rendere più oneroso il ricorso al credito, comprimendo la domanda di finanziamenti destinati ai consumi.

Investimenti ancora in crescita nel 2026, ma rallenteranno nel 2027

Il lungo susseguirsi di shock degli ultimi anni - dalla pandemia alla crisi energetica, fino alle tensioni commerciali e al conflitto in Medio Oriente - ha accentuato significativamente la volatilità degli investimenti fissi lordi in Italia, sia in aggregato sia per componente. A questi shock si sono sovrapposti rilevanti cicli di politiche di sostegno - dal Superbonus agli incentivi 4.0 e 5.0, fino al PNRR - che, con le loro scadenze, hanno indotto anticipazioni della spesa e successivi rientri, amplificando le oscillazioni delle singole componenti. La deviazione standard delle variazioni annue degli investimenti è stata pari a 9,2 punti percentuali nel periodo 2020-2025 (4,9 punti restringendo al 2022-2025), a fronte di 0,9 punti nel periodo 2015-2019. Ne risulta un margine di incertezza più ampio attorno alle previsioni, in particolare per le componenti.

A fronte di questa volatilità, il livello degli investimenti è significativamente superiore a quello pre-pandemico, del +35,8% in media nel 2025. La dinamica degli investimenti si è mantenuta sostenuta nel corso del 2025, registrando una crescita del 4,3% su base annua, e il trend è proseguito nella prima parte del 2026, con una variazione acquisita del 2,8% dopo i primi due trimestri, trainata principalmente dai fabbricati non residenziali.

Le prospettive per il biennio 2026-2027 indicano ancora una crescita, più attenuata, nella seconda metà del 2026, che porta al +3,3% la crescita annua, mentre nel 2027 gli

investimenti sono previsti rallentare in misura considerevole (+0,8%), in particolare a causa di un contributo negativo delle costruzioni (**Grafico 7**). Il profilo atteso nel biennio previsivo, e in particolare il rallentamento nel 2027, riflette principalmente tre ordini di fattori, di segno in parte opposto e di diversa entità tra le componenti.

Un primo elemento riguarda il ruolo delle politiche di incentivazione. Da un lato, con l'adozione delle disposizioni attuative, il nuovo regime di iper-ammortamento è divenuto pienamente operativo, offrendo un sostegno agli investimenti in beni strumentali. Dall'altro, rispetto al picco del 2026, si attenua l'impulso del PNRR sulle opere pubbliche e, dal 2027, a legislazione vigente, si riducono le aliquote di alcuni incentivi fiscali, soprattutto quelli per l'edilizia residenziale. La differente traiettoria del sostegno pubblico a livello di componenti è attesa alterare la composizione dei contributi alla crescita degli investimenti fissi lordi. Dal 2027, un parziale sostegno potrebbe venire dalla flessibilità di bilancio di cui il Governo ha chiesto l'attivazione nell'ambito della clausola di salvaguardia nazionale, per le spese in sicurezza energetica e difesa: gli interventi ammissibili interessano tutte le componenti, ma l'impatto dipenderà dalla quota destinata a spese in conto capitale e dalla misura in cui finanzia interventi aggiuntivi.

Un secondo insieme di fattori riguarda il contesto internazionale. L'incertezza rimane elevata, ma il suo effetto frenante appare meno marcato rispetto alle fasi iniziali degli shock: le imprese sembrano essersi gradualmente adattate a operare in un contesto incerto. Resta comunque un elemento di cautela, che influenza la propensione ad avviare nuovi progetti e rende gli investimenti meno reattivi all'andamento della domanda. Quest'ultima, almeno nella sua componente estera, non è attesa subire flessioni.

Un terzo elemento riguarda le condizioni finanziarie. Le tensioni sui prezzi energetici hanno portato a un rialzo dei tassi di interesse: considerando il ritardo con cui la politica monetaria si trasmette all'economia reale, gli effetti sugli investimenti si dispiegheranno prevalentemente nel 2027. I margini, già in calo nella prima metà del 2026 e attesi in ulteriore riduzione nella seconda, limiteranno inoltre la capacità di autofinanziamento delle imprese nel 2027. La combinazione di un credito più costoso e di minori risorse interne è destinata a pesare soprattutto sulle imprese di minori dimensioni, che dipendono maggiormente dal credito bancario.

Investimenti in macchinari sostenuti dagli incentivi

Gli investimenti in macchinari e impianti sono previsti crescere in modo robusto sia nel 2026 (+2,9%) sia nel 2027 (+2,8%). Il dato del 2026, ben superiore alla crescita acquisita (+1,7%), riflette il rafforzamento della dinamica atteso nella seconda metà dell'anno.

Il nuovo iper-ammortamento svolge un ruolo rilevante: dal 12 giugno, data di apertura della piattaforma del Gestore dei Servizi Energetici (GSE), alla fine di settembre, le imprese hanno prenotato investimenti per oltre 6 miliardi di euro, importi ancora da approvare ma il tasso di approvazione per misure simili è stato molto elevato in passato. Il ritardo nell'adozione delle disposizioni attuative potrebbe aver indotto le imprese a rinviare gli investimenti dal primo al secondo semestre. Inoltre, poiché la misura si applica agli investimenti realizzati fino a settembre 2028, il suo sostegno è destinato a estendersi anche al prossimo anno.

Gli elevati costi dell'energia potrebbero fornire un ulteriore impulso, ma il loro effetto netto dipende dalla capacità finanziaria delle imprese. Da un lato, spingono a investire nell'efficienza energetica dei processi produttivi e nell'autoproduzione di energia da fonti rinnovabili, che rientrano tra gli investimenti agevolati dall'iper-ammortamento. Dall'altro, comprimono i margini e riducono le risorse disponibili per l'autofinanziamento, con il rischio di neutralizzare in parte questa spinta. Anche la spesa per la difesa, destinata ad aumentare in linea con gli obiettivi concordati in ambito NATO, si tradurrà in maggiori investimenti in altri mezzi di trasporto. L'effetto sugli investimenti tenderà tuttavia a manifestarsi con un certo ritardo rispetto agli stanziamenti, poiché nei conti nazionali questi beni sono registrati al momento della consegna.

L'aumento dei tassi di interesse attenuerà queste spinte, soprattutto nel 2027, riducendo lievemente la crescita della componente in quell'anno. Innalzando il costo d'uso del capitale, l'inasprimento della politica monetaria influirà in particolare sugli investimenti caratterizzati da costi iniziali elevati e benefici distribuiti su molti anni, la cui convenienza dipende in larga misura dal costo del finanziamento.

Nelle costruzioni si attenua la spinta del PNRR

La previsione per gli investimenti in costruzioni indica una crescita nel 2026 (+3,3%), che sintetizza dinamiche molto differenziate tra le componenti, e un calo generalizzato ma moderato nel 2027 (-1,4%; **Grafico 7**). La divergenza non è nuova: nel 2024 gli investimenti in abitazioni hanno registrato una forte contrazione (-36%), mentre quelli in fabbricati non residenziali hanno evidenziato un incremento molto elevato (+38,7%). Nel 2025 la divergenza si è attenuata (rispettivamente -3,6% e +10,1%), e si è ridotta ancora nella prima parte del 2026, pur restando ampia: la variazione acquisita dopo il primo semestre è pari, rispettivamente, a -2,8% e +7,6%.

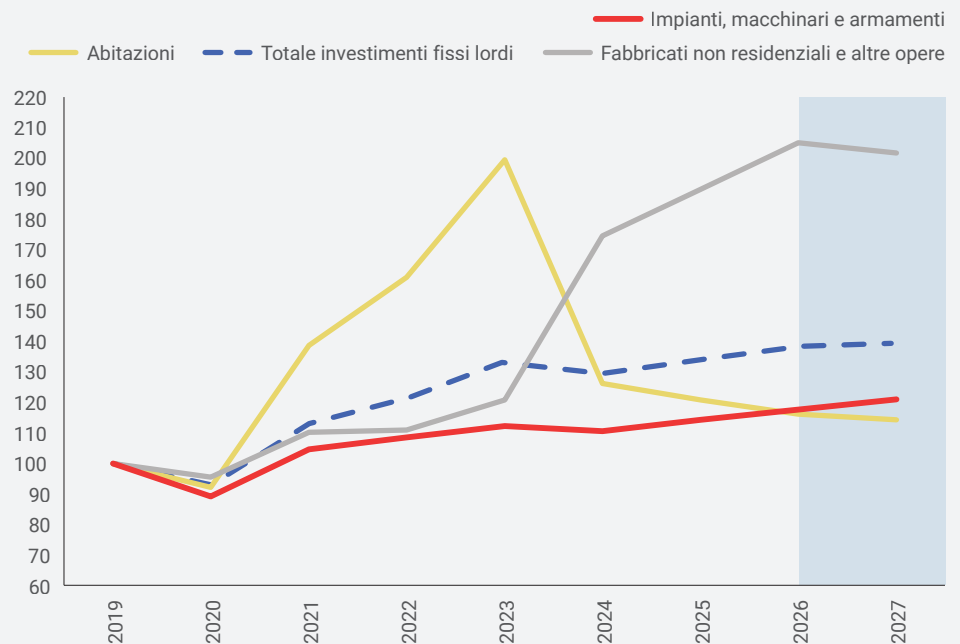
Per le abitazioni, la previsione è di un calo significativo nel 2026 (-3,9%) e di una variazione ancora negativa, ma di entità più contenuta, nel 2027 (-1,5%). Dopo la lieve ripresa osservata nei dati trimestrali del 2025, gli investimenti in abitazioni sono infatti tornati a calare nella prima parte del 2026. Il dato annuo, inferiore alla variazione acquisita (-2,8%), incorpora un'ulteriore flessione nel 3° trimestre. Nella parte finale dell'anno la dinamica potrebbe invece risultare leggermente più favorevole, per l'anticipazione di alcuni interventi in vista della riduzione delle aliquote del bonus ristrutturazioni prevista dal 2027 a legislazione vigente (dal 50% al 36% per la prima casa, dal 36% al 30% per le altre). Un'eventuale proroga delle attuali aliquote nella Legge di bilancio attenuerebbe questo effetto, comunque di portata limitata, data l'entità contenuta della riduzione rispetto alle modifiche degli ultimi anni. Più in generale, la contrazione dell'ultimo biennio appare in larga parte fisiologica: riflette il venir meno degli effetti del Superbonus e ha riportato gli investimenti residenziali verso livelli più vicini a quelli pre-pandemici.

Specularmente, per i fabbricati non residenziali si prevede una crescita sostenuta nel 2026 (+8,1%), seguita da un calo, seppur contenuto, nel 2027 (-1,4%). Dall'inizio del 2026 la componente ha registrato una nuova forte accelerazione, verosimilmente legata alla necessità di raggiungere i *milestone* e target del PNRR entro le scadenze previste. Il sostegno del PNRR dovrebbe protrarsi fino al 3° trimestre del 2026, per poi attenuarsi lentamente. La conclusione del Piano, insieme a tassi di interesse in aumento, che incidono soprattutto sulla componente privata, contribuirebbe quindi al lieve calo previsto nel 2027. La clausola di salvaguardia non è compresa in questo

scenario. La flessione è tuttavia attenuata dal fatto che rimane una quota rilevante di risorse da spendere dopo il 2026. Il ritmo e i tempi con cui queste risorse si tradurranno in opere restano però incerti, e dipendono dalla capacità amministrativa dei soggetti attuatori. Alla fine dell'orizzonte previsivo, gli investimenti in fabbricati non residenziali rimarrebbero comunque su livelli nettamente superiori a quelli pre-pandemici.

Grafico 7 Gli investimenti rimangono ben al di sopra i livelli pre-Covid

(Italia, investimenti fissi lordi, dati annuali in volume, indici 2019 = 100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT

22

Export e conti con l'estero

Commercio estero: crescita solida, rischi in aumento

Gli scambi con l'estero hanno mantenuto un ritmo molto dinamico anche nei primi due trimestri del 2026: l'acquisito è del +3,1% sia per le esportazioni che per le importazioni di beni e servizi.

Il dato va letto con cautela: il confronto è con un anno molto particolare, soprattutto per l'export, segnato dal *frontloading* con cui le imprese americane hanno anticipato i dazi dell'amministrazione Trump.

Nonostante ciò, le vendite all'estero dei prodotti italiani hanno continuato a crescere, anche se dalla seconda parte dell'anno la dinamica potrebbe gradualmente ridursi. Pesano tre rischi: le difficoltà del trasporto marittimo, che potrebbero acuirsi; il perdurare

del calo dell'import dei paesi del Golfo, molto dinamico per i prodotti italiani fino a febbraio 2026; e una domanda mondiale sempre più orientata all'high-tech, settore in cui le imprese italiane sono poco specializzate. Permangono segnali di vitalità nella diversificazione dell'offerta, non solo geografica ma anche per tipo di prodotto. Tuttavia, i motori della crescita restano concentrati in pochi mercati e in pochi settori.

Nello scenario previsivo del CSC, la crescita delle esportazioni italiane di beni e servizi si attesterà al +2,9% nel 2026 e al +1,7% nel 2027, su ritmi inferiori rispetto a quelli medi pre-Covid (superiori al +3%). Le importazioni rallenteranno gradualmente al +3,4% quest'anno e +1,5% il prossimo.

Di conseguenza, il contributo dell'export netto alla crescita del PIL resterà debolmente negativo nel 2026 (-0,1 punti percentuali, dopo -0,7 nel 2025) e tornerà debolmente positivo solo nel 2027 (+0,1 punti).

Resilienti le vendite di beni

La dinamica dell'export di beni è rivista al rialzo rispetto al rapporto di marzo: dopo +1,2% nel 2025, è atteso un rafforzamento a +2,7% nel 2026 e +1,5% nel 2027. La forte crescita del commercio mondiale, sotto la spinta della domanda high-tech (si veda il par. 8.1), contribuirà solo in parte alla migliore dinamica dell'export italiano. Nel biennio previsivo, infatti, le vendite di beni italiani continueranno a perdere terreno rispetto al commercio mondiale, che cresce a ritmi più forti (**Grafico 8**). Gli scambi globali sono sostenuti soprattutto dall'accelerazione di quelli asiatici, trainati dalla rapida espansione degli investimenti tecnologici e digitali e dalla riconfigurazione delle filiere a fronte dei dazi USA. Fattori che agiscono meno sull'attività produttiva nell'Unione europea, principale destinazione delle merci italiane, in graduale rafforzamento nel biennio previsivo.

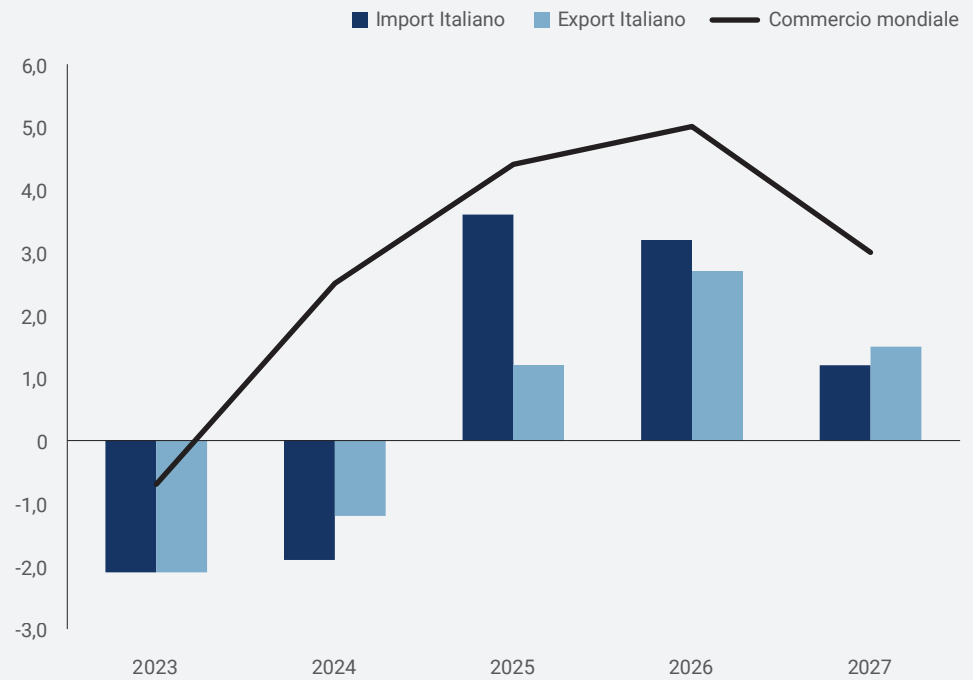
Pesano poi le aliquote tariffarie più elevate, soprattutto su alcuni comparti, che tenderanno a comprimere la crescita delle vendite italiane nel secondo mercato di destinazione, gli USA. A sostegno dell'export agirà invece la domanda degli altri paesi UE, soprattutto della Germania, primo mercato di sbocco, che pur partendo da livelli contenuti aumenterà nel corso del biennio.

Lo shock energetico spinge a rialzo l'import

La crescita dell'import di beni, a ritmi robusti nel 2025 (+3,6%), proseguirà anche nel 2026 (+3,2%), per poi rallentare bruscamente nel 2027 (+1,2%). La previsione per il 2026 incorpora una dinamica positiva ereditata dal 2025 e un profilo che si manterrà elevato, in media, anche per l'anno in corso, a causa della crescita degli investimenti e dell'export, strettamente interconnesso con gli acquisti dall'estero, anche in presenza di un peggioramento delle ragioni di scambio italiane.

A sostenere l'import contribuisce anche il rincaro dei prodotti energetici, esploso nei primi mesi dell'anno a causa della guerra in Iran e non ancora rientrato. Dopo il riassorbimento dello shock del 2022, legato all'invasione russa dell'Ucraina, la tendenza si è infatti invertita bruscamente all'inizio del 2026, con un forte rialzo dei prezzi (**Grafico 9**).

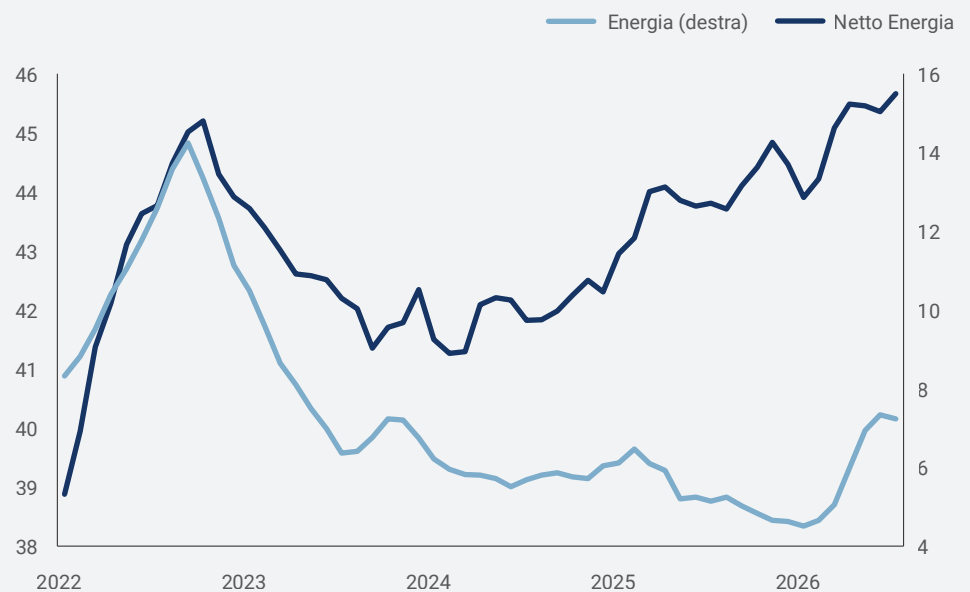
Grafico 8
L'export italiano non
tiene il passo del
commercio mondiale
 (Beni, var. % annue, in volume)



*2026 e 2027: previsioni Centro Studi Confindustria.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Central Planbureau e ISTAT.

Grafico 9
Il rincaro dell'energia
gonfia il valore delle
importazioni
 (Importazioni dal mondo, miliardi di euro, dati destagionalizzati, media mobile a tre mesi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Nel 2027, però, si attenuano due fattori che hanno sostenuto gli acquisti all'estero dal 2025: la robusta crescita degli investimenti, che alimenta la domanda di prodotti esteri, e l'apprezzamento del cambio, che ne riduce il costo.

Scambi con l'estero concentrati sia geograficamente...

Nel primo semestre del 2026 l'export italiano ha continuato a crescere (+4,5% in valore rispetto allo stesso periodo del 2025, dati doganali), a ritmi superiori a quelli di lungo periodo. La crescita resta però concentrata in pochi mercati, più sul versante delle esportazioni che su quello delle importazioni.

Dal lato delle vendite spicca la Svizzera, quinto mercato di destinazione dei prodotti italiani, che ha contribuito all'aumento dell'export per circa 2 punti percentuali, poco meno della metà della crescita complessiva. Segue la Cina, che offre un contributo rilevante anche alla crescita delle esportazioni italiane, oltre che delle importazioni. Positivo anche l'apporto dei paesi del Nord Africa¹: l'Egitto per la chimica e la farmaceutica, il Marocco per l'*automotive*² e la Tunisia per le apparecchiature elettriche e i mobili. Questi andamenti suggeriscono un potenziale rafforzamento del ruolo dei vicini paesi che si affacciano sul Mediterraneo come mercati di sbocco per l'Italia, se proseguiranno l'apertura commerciale e l'integrazione delle filiere produttive.

Dal lato degli acquisti, i contributi maggiori provengono dagli Stati Uniti, soprattutto per i prodotti farmaceutici, e dalla Germania, in particolare per l'*automotive*. L'aumento delle importazioni dagli Stati Uniti conferma la rilevanza degli scambi bilaterali, già emersa lo scorso anno sul versante delle esportazioni, trainate dai farmaci e dalle navi italiane vendute oltreoceano. Diverso il caso dell'OPEC: è un mercato di sbocco dinamico per i beni italiani, ma con molti membri coinvolti nel conflitto nel Golfo contribuisce solo alla variazione dell'import, mentre l'export non ne ha beneficiato (**Grafico 10**).

...che merceologicamente

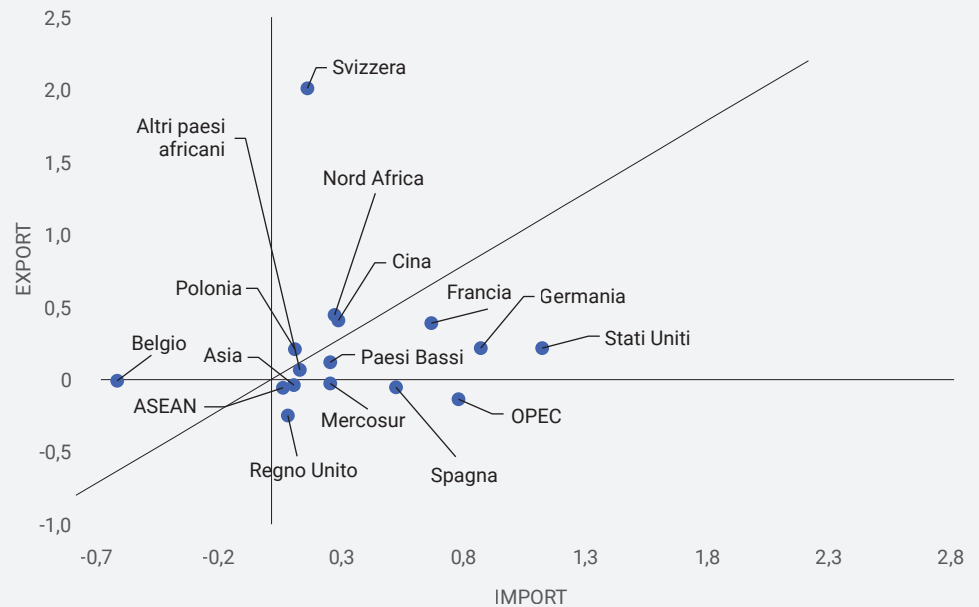
A livello settoriale, la concentrazione della crescita è ancora più marcata. Nel primo semestre del 2026, circa due terzi dell'aumento dell'export manifatturiero (+4,3%) sono spiegati dalla crescita delle vendite di prodotti della metallurgia, che contribuisce per 3 punti percentuali. I soli metalli preziosi contribuiscono per circa 2,7 punti percentuali, spiegando quasi due terzi della crescita complessiva e oltre nove decimi di quella della metallurgia.

Il motore è l'oro, quasi interamente diretto in Svizzera, un grande centro di raffinazione e di investimenti legati all'oro. Le esportazioni italiane verso questo mercato sono passate da 17 a 62 tonnellate e da 1,4 a 7,9 miliardi di euro in valore: le quantità sono più che triplicate, mentre il prezzo per chilo è salito di circa il 56%. Al netto della metallurgia, l'export manifatturiero cresce solo dell'1,4%, grazie all'aumento delle vendite di autoveicoli, prodotti ICT e apparecchiature elettriche (**Grafico 11**).

Gli acquisti manifatturieri all'estero (+4,3%) mostrano una crescita meno concentrata, pur essendo trainati dagli stessi comparti dell'export: i prodotti della metallurgia spiegano quasi la metà (2,1 punti percentuali) dell'aumento dell'import, seguiti, a maggiore distanza, dagli autoveicoli e dai prodotti ICT.

Grafico 10 2026: Svizzera, Nord Africa e Cina sostengono l'export italiano

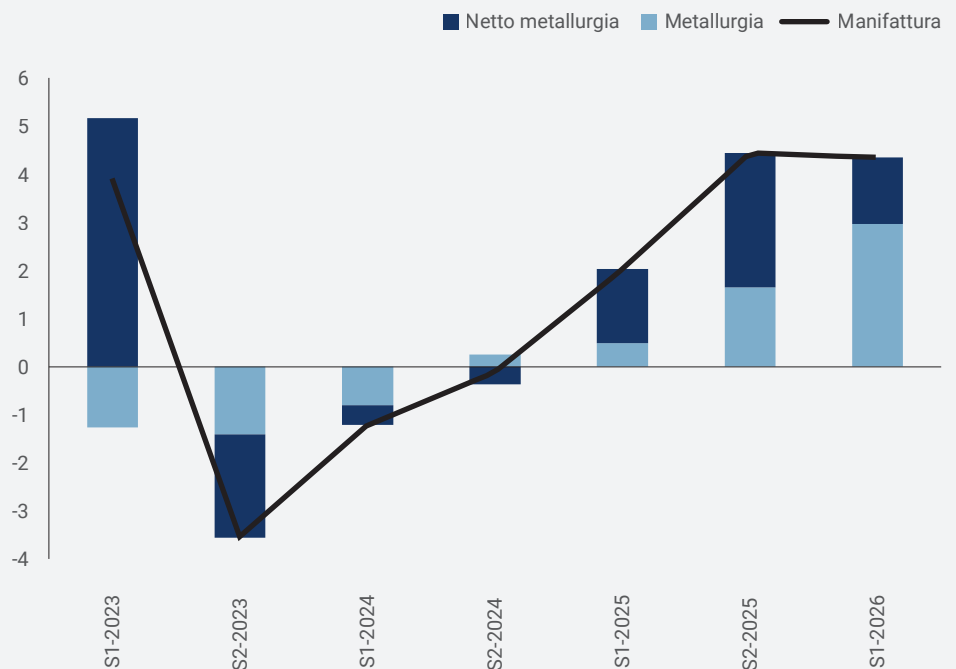
(paesi, contributi alla variazione degli scambi, in punti percentuali, gennaio-giugno 2026 rispetto allo stesso periodo 2025)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Grafico 11 La metallurgia spiega due terzi della crescita dell'export

(Contributi alla variazione dell'export manifatturiero, in punti percentuali, var. % tendenziali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

In peggioramento le ragioni di scambio nel 2026

Le ragioni di scambio dei beni italiani con l'estero, migliorate dell'1,4% nel 2025, grazie all'apprezzamento dell'euro e al calo dei prezzi del petrolio e gas, nel 2026 peggioreranno sensibilmente (-2,2%), per lo shock alle quotazioni energetiche proveniente dalla guerra in Iran. Torneranno in territorio positivo soltanto nel 2027 (+1,2%). Nel complesso, il surplus commerciale italiano, pari al +1,8% del PIL nel 2025, si ridurrà al +1,2% nel 2026 e tornerà a migliorare nel 2027 (al +1,6%).

Stabile il deficit nei servizi

Il deficit negli scambi di servizi è visto stabilizzarsi nel biennio previsivo al -0,4% del PIL, in linea con quello raggiunto nel 2025.

La dinamica complessiva è il risultato di tendenze eterogenee tra le diverse componenti dei servizi. La voce "viaggi" registra un surplus crescente, pari a quasi +24 miliardi di euro negli ultimi dodici mesi (fino a luglio 2026). L'aumento del surplus è stato favorito da una crescita significativa delle spese dei visitatori esteri (58 miliardi, +3,6% rispetto ai dodici mesi precedenti), indice di attrattività turistica del paese, mentre le spese all'estero dei residenti italiani sono rimaste piatte in valore (34 miliardi), anche grazie all'euro forte, che ha reso più favorevole il cambio con le valute estere.

I servizi di trasporto, invece, generano un deficit in lieve crescita, a -17 miliardi negli ultimi dodici mesi, a causa di un aumento degli acquisti dovuta al caro petrolio e di una riduzione delle vendite all'estero. In prospettiva, l'aumento del prezzo dei carburanti tenderà ad ampliare ulteriormente il deficit, perché il mercato è concentrato nelle mani dei vettori esteri, in particolare nei trasporti marittimi e aerei.

Si è ampliato significativamente anche il deficit relativo agli altri servizi (**Grafico 12**), che comprendono servizi professionali, finanziari, informatici, di proprietà intellettuale ecc., a oltre -15 miliardi, per effetto di una forte accelerazione degli acquisti all'estero (+8,2%), in particolare di servizi ICT trainati dal boom delle tecnologie digitali, che supera l'aumento pur robusto delle vendite (+5,3%).

In surplus i redditi primari

È proseguito, invece, il consolidamento del saldo dei redditi primari (+3,4 miliardi negli ultimi dodici mesi), risalito in territorio positivo già nel 2025, a seguito di minori deflussi di redditi da capitale, che tuttavia potrebbero risalire insieme ai tassi di interesse pagati sui titoli pubblici (per la quota detenuta dai non residenti).

Rimane ampio, infine, il deficit dei redditi secondari (trasferimenti correnti), intorno a -20 miliardi come rimesse degli emigrati (8 miliardi quelle estere dei lavoratori) e pensioni pagate all'estero.

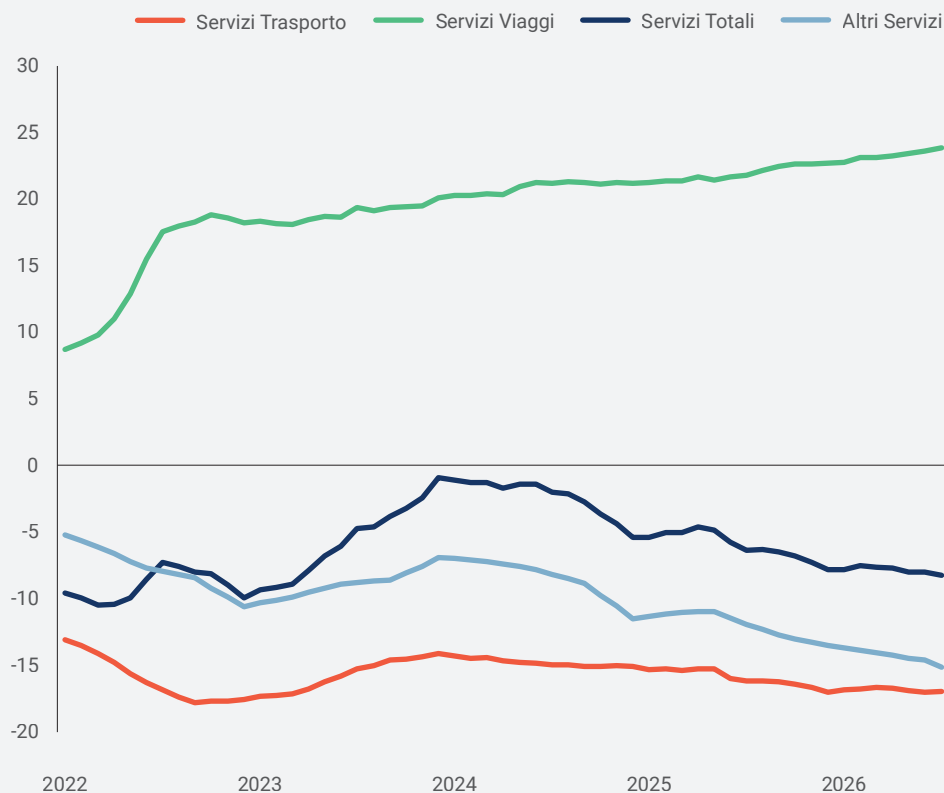
Nel complesso, il surplus delle partite correnti è previsto ridursi ad appena +0,4% del PIL nel 2026, per poi risalire a +0,9% nel 2027, grazie all'aumento del surplus nelle merci.

La posizione patrimoniale netta dell'Italia con l'estero alla fine del 1° trimestre 2026 era positiva di oltre 350 miliardi di euro, pari al 15,5% del PIL, in aumento di quasi 70 miliardi in un anno, sostenuta dal surplus di parte corrente e dagli aggiustamenti positivi di valutazione delle attività nette. In prospettiva, la posizione creditoria dell'Italia continuerà a essere irrobustita dai ripetuti saldi positivi delle partite correnti.

Grafico 12

Saldo estero dei servizi: migliora il surplus turistico, peggiora il deficit negli "altri servizi"

(Dati mensili, somme mobili a 12 mesi, miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

3. L'occupazione

3.1

ULA e Occupati

La dinamica dell'input di lavoro si allinea a quella del PIL

Nel 2025 l'input di lavoro in unità equivalenti a tempo pieno (ULA) è aumentato dell'1,2%, più dell'attività economica, come già nel 2023 e nel 2024 (**Grafico 13**). Ne è derivata una perdita di produttività, soprattutto in termini di ore lavorate (-0,7% nel 2025, dopo il -1,5% medio annuo nel biennio precedente). Dopo essere cresciuti a ritmi diversi, PIL e input di lavoro si stanno riallineando e dovrebbero procedere a un passo simile anche nei prossimi periodi. Nel primo semestre del 2026 la crescita delle ULA è rimasta sostenuta, ma nella seconda parte dell'anno, complice il rallentamento dell'attività, le ULA sono attese pressoché stabili: la variazione media annua si attesterebbe così al +1,0% già acquisito nel 2° trimestre. In un contesto di forte incertezza, l'eventuale ulteriore avanzamento dell'input di lavoro dovrebbe venire dal "margine intensivo", con le ore lavorate per occupato che potrebbero tornare ad aumentare lievemente dopo la flessione nella prima parte dell'anno; nella media del 2026, queste sono previste crescere del +0,3%. Il numero degli occupati, invece, è sostanzialmente fermo dalla primavera e dovrebbe restare stabile fino a fine anno. Nella media del 2026 registrerà comunque una crescita del +0,8%, per effetto della dinamica positiva di inizio anno.

Nel 2027, il rallentamento del PIL si rifletterà anche sull'input di lavoro. Le ULA sono previste crescere del +0,4%, a un ritmo vicino a quello dell'attività economica, con un contributo ancora positivo, ma contenuto, delle ore lavorate per occupato (+0,1%). Il numero degli occupati registrerà un +0,3%, proseguendo il rallentamento osservato nel corso del 2026.

Gli andamenti previsti per l'input di lavoro contribuiranno a interrompere la fase di arretramento della produttività del lavoro: quella per ora lavorata è attesa rimanere sostanzialmente stabile nel biennio di previsione.

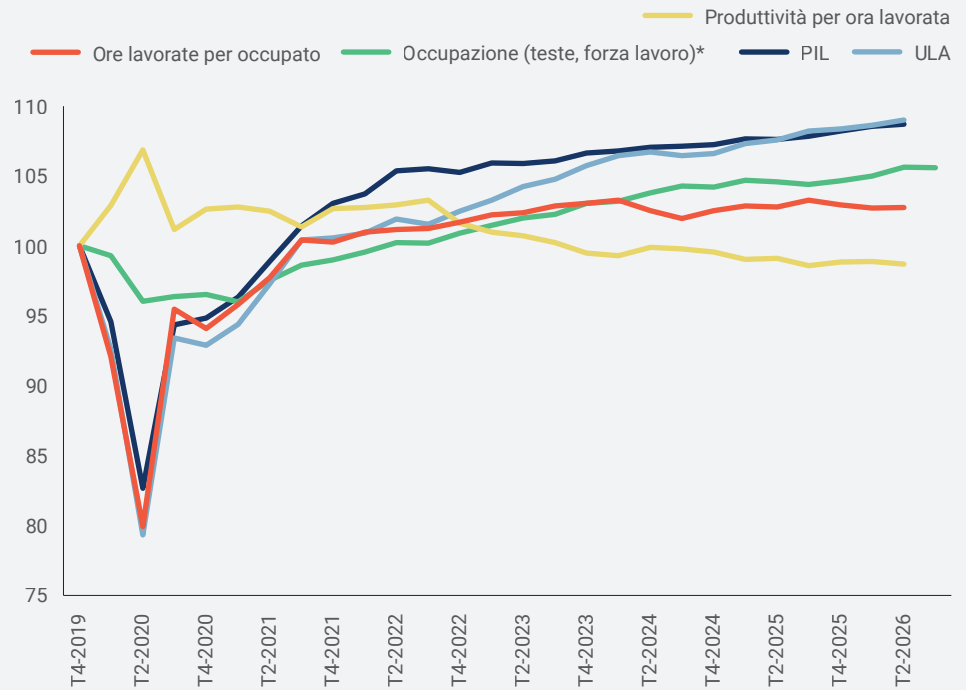
Produttività del lavoro in recupero nell'industria...

Durante la crisi energetica seguita all'invasione dell'Ucraina, l'industria italiana ha registrato un'espansione dell'input di lavoro a fronte di un valore aggiunto pressoché fermo, con un netto calo della produttività.

Nel biennio 2024-2025, al contrario, l'espansione del valore aggiunto industriale (+2,0% cumulato) si è associata a una dinamica pressoché stabile dell'input di lavoro (+0,5% sia le ULA sia il monte ore). Ciò ha consentito alla produttività per ULA di tornare, a fine 2025, sui livelli pre-Covid (**Grafico 14**), mentre quella oraria restava inferiore dell'1,6%. Il permanere di orari di lavoro relativamente elevati può riflettere la preferenza delle imprese per un adeguamento delle ore, anziché del numero di occupati, in un contesto di forte incertezza. Nel primo semestre del 2026 il valore aggiunto è diminuito di circa lo 0,5% rispetto a fine 2025, a fronte di un calo più contenuto delle ULA (-0,2%), determinando un nuovo arretramento della produttività. Nello scenario CSC, la sostanziale stabilità del valore aggiunto e delle ULA nella media del 2026 lascia poco

Grafico 13 L'input di lavoro segue il PIL

(Italia, indici: 4° trim. 2019=100, dati trim. destagionalizzati)

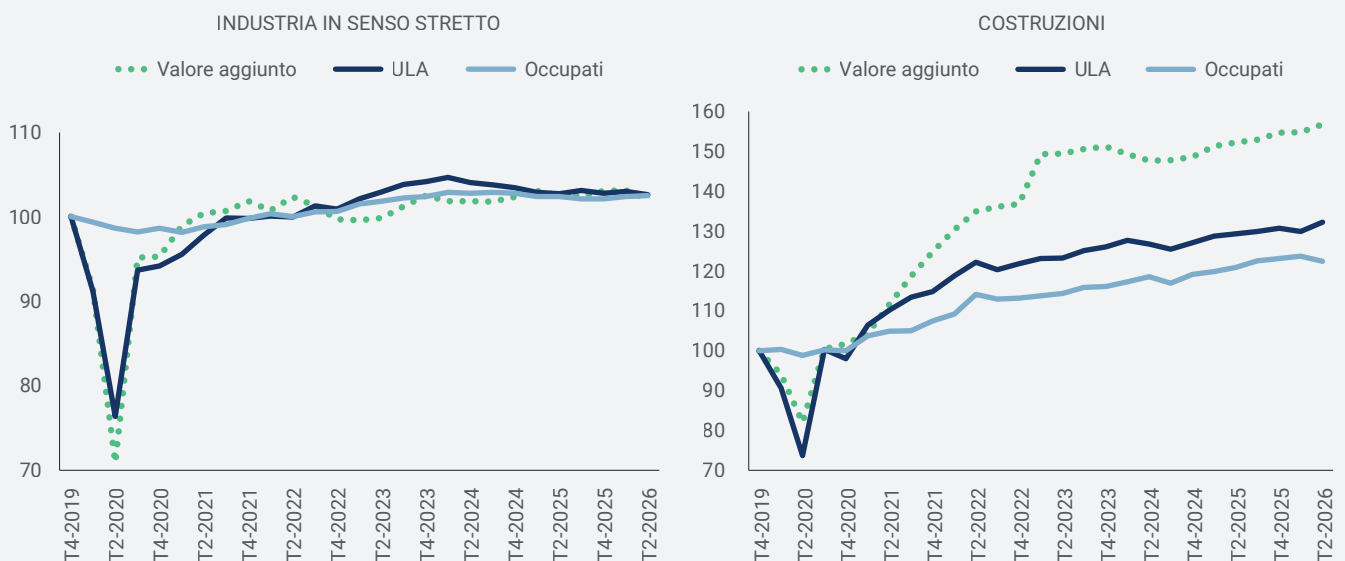


*3°Trim. media luglio-agosto.

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Grafico 14 Divario VA vs ULA chiuso nell'industria, resta ampio nelle costruzioni

(Italia, indici: 4° trimestre 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

spazio a miglioramenti della produttività. Nel 2027 è attesa una crescita contenuta, grazie a un'espansione del valore aggiunto superiore a quella dell'input di lavoro.

...rimane elevata nelle costruzioni

Il comparto edile ha registrato forti guadagni di produttività rispetto al pre-Covid: a fine 2023 il valore aggiunto era cresciuto del 51,3% rispetto a fine 2019, contro il 26,1% delle ULA e il 16,1% degli occupati, con un allungamento degli orari di quasi 3 ore settimanali pro capite. Da allora, però, l'input di lavoro ha continuato a espandersi sul margine estensivo (gli orari invece si sono leggermente ridotti) e ciò ha assottigliato il divario accumulato tra valore aggiunto e occupazione, che tuttavia rimane ampio a metà 2026 (+19,1% la produttività per ora lavorata su fine 2019). Nel biennio di previsione, la produttività nelle costruzioni resterà su livelli superiori a quelli pre-Covid.

Fiacca la dinamica attesa per la produttività nei servizi

L'aggregato dei servizi privati era stato caratterizzato in uscita dalla crisi pandemica da ampi guadagni di valore aggiunto per ora lavorata, principalmente dovuti a effetti di ricomposizione, con comparti a produttività del lavoro elevata in espansione (come l'informazione e comunicazione) e altri a bassa produttività (come arte e intrattenimento) che hanno tardato a recuperare le ampie perdite di volume di attività registrate con la pandemia. Vi sono stati anche guadagni di produttività all'interno di alcuni comparti, in alcuni casi temporanei. Emblematico il caso del settore "commercio, trasporti, alloggio e ristorazione", dove il guadagno di produttività si è sostanzialmente azzerato a inizio 2023, anche sulla scia del ristagno dei livelli di attività. Caso opposto quello delle "attività professionali, scientifiche e tecniche, e servizi di supporto", dove invece il guadagno di produttività è rimasto positivo.

Nello scenario previsivo del CSC, nel 2026-2027 ci si attende per i servizi un avanzamento dell'input di lavoro pressoché in linea con quello del valore aggiunto e, di conseguenza, una produttività del lavoro che rimarrà sostanzialmente piatta (**Grafico 15**).

3.2

La disoccupazione

Si arresta il calo della disoccupazione

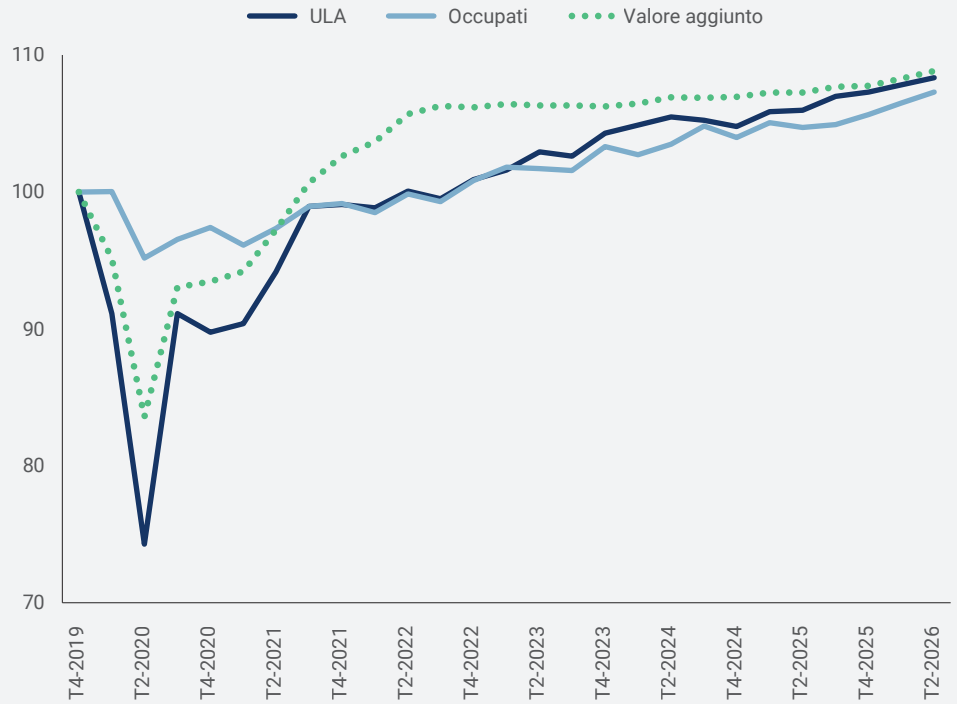
L'ampia e prolungata espansione dell'occupazione negli scorsi anni ha progressivamente ridotto il tasso di disoccupazione, sceso al 6,0% nella media del 2025, dal 9,9% del 2019.

Nel 2026 la crescita degli occupati è rimasta sostenuta a inizio anno, per poi arrestarsi in primavera. La forza lavoro ha ripreso ad aumentare con la riduzione dell'inattività, cui potrebbe aver contribuito anche la contrazione dei redditi reali, inducendo più persone a cercare lavoro. Il tasso di disoccupazione è così risalito al 6,1% ad agosto, dal 5,5% di inizio anno (**Grafico 16**).

Grafico 15

Nei servizi l'input di lavoro cresce in linea con l'attività

(Italia, indici: 4° trimestre 2019=100)

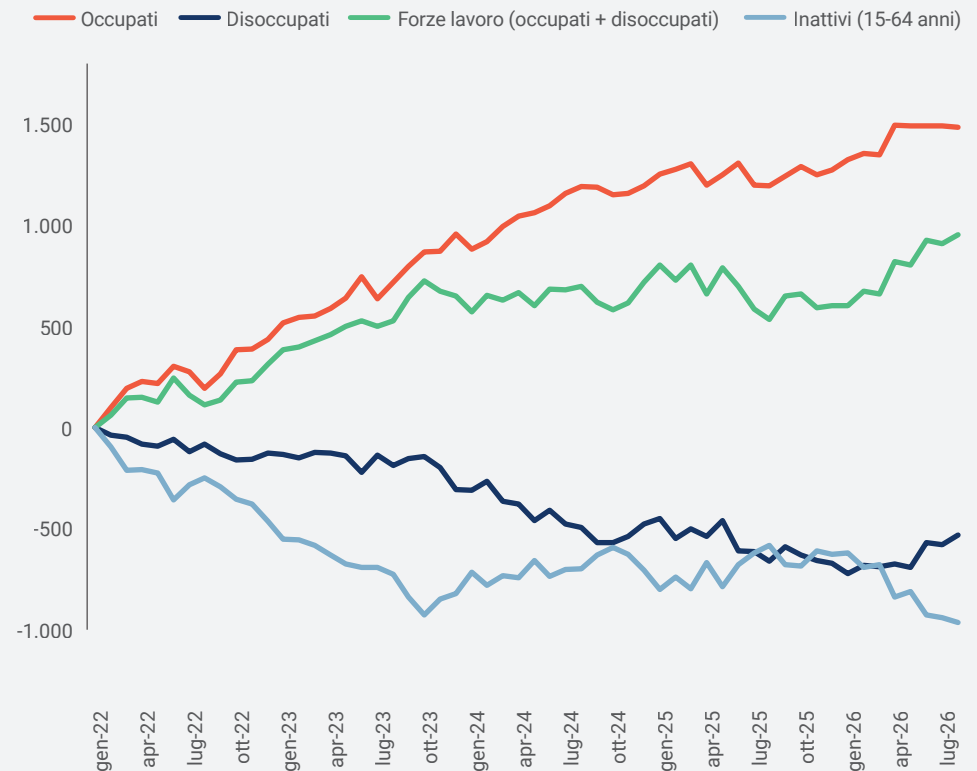


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

Grafico 16

Riparte la forza lavoro in Italia

(Var. cumulate, migliaia di unità, gennaio 2022=0, dati destag.)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Negli ultimi mesi dell'anno, con gli occupati attesi pressoché fermi e la forza lavoro in lieve aumento (+0,8% in media d'anno, già acquisito ad agosto), il tasso di disoccupazione dovrebbe mantenersi al 6,1% anche nella media del 2026.

Nel 2027 rimarrà sullo stesso livello (6,1%), a fronte di incrementi contenuti e sostanzialmente in linea della forza lavoro (+0,4%) e degli occupati (+0,3%).

4. Le retribuzioni e i prezzi

4.1

Le retribuzioni e il CLUP

Si attenua la risalita delle retribuzioni reali

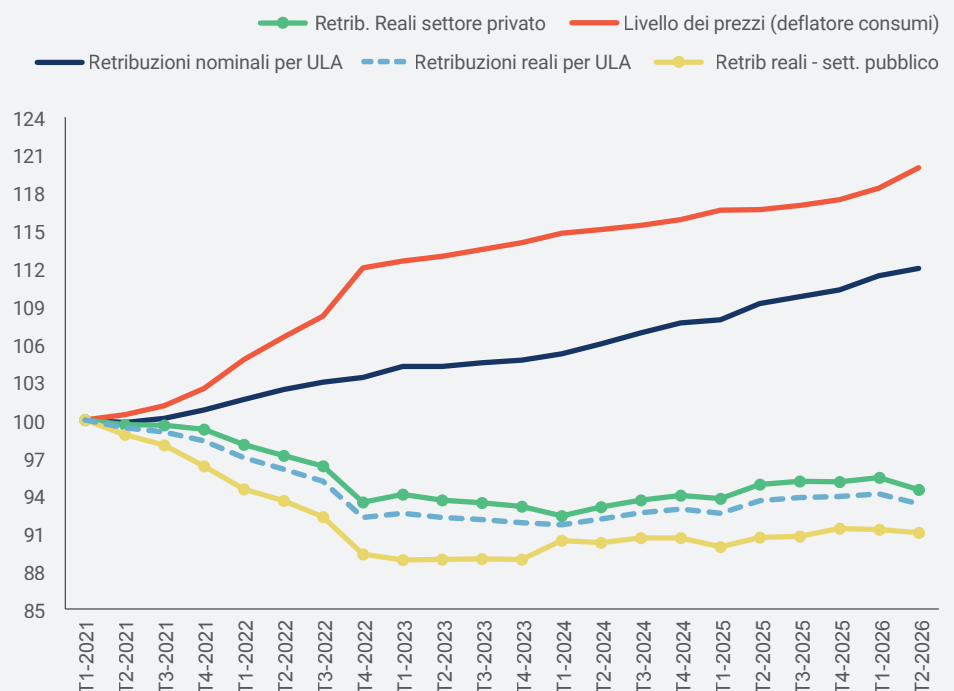
La dinamica delle retribuzioni «di fatto» pro capite nell'intera economia italiana ha accelerato al +2,1% nel 2024 (dal +1,7% nel 2023) e al +2,6% nel 2025, a prezzi correnti. Nel biennio di previsione è attesa mantenersi su ritmi simili: +2,6% in entrambi gli anni.

In termini reali, tuttavia, l'avanzamento delle retribuzioni rimarrà contenuto. L'aumento dell'inflazione frena la crescita delle retribuzioni reali, previste in lieve aumento sia nel 2026 sia nel 2027 (+0,1% e +0,3% rispettivamente)³.

I rincari rallentano dunque il processo di recupero delle retribuzioni reali in Italia, ancora in corso dopo la flessione registrata durante la crisi energetica precedente. Nel biennio 2024-2025 il recupero cumulato è stato pari all'1,5%, a fronte di una contrazione del -7,3% nel 2022-2023.

La dinamica trimestrale consente di cogliere più nel dettaglio la tempistica e l'entità di tale recupero parziale. Le retribuzioni reali, in risalita dalla fine del 2023, nel 4° trimestre 2025 risultavano ancora inferiori del 6,1% rispetto ai livelli di inizio 2021 (**Grafico 17**). In particolare, a fine 2025 il divario era del 4,9% nel settore privato e dell'8,6% in quello

Grafico 17
Retribuzioni reali: il rialzo dei prezzi frena il recupero
(Italia, indici: 1° trim. 2021=100)



Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

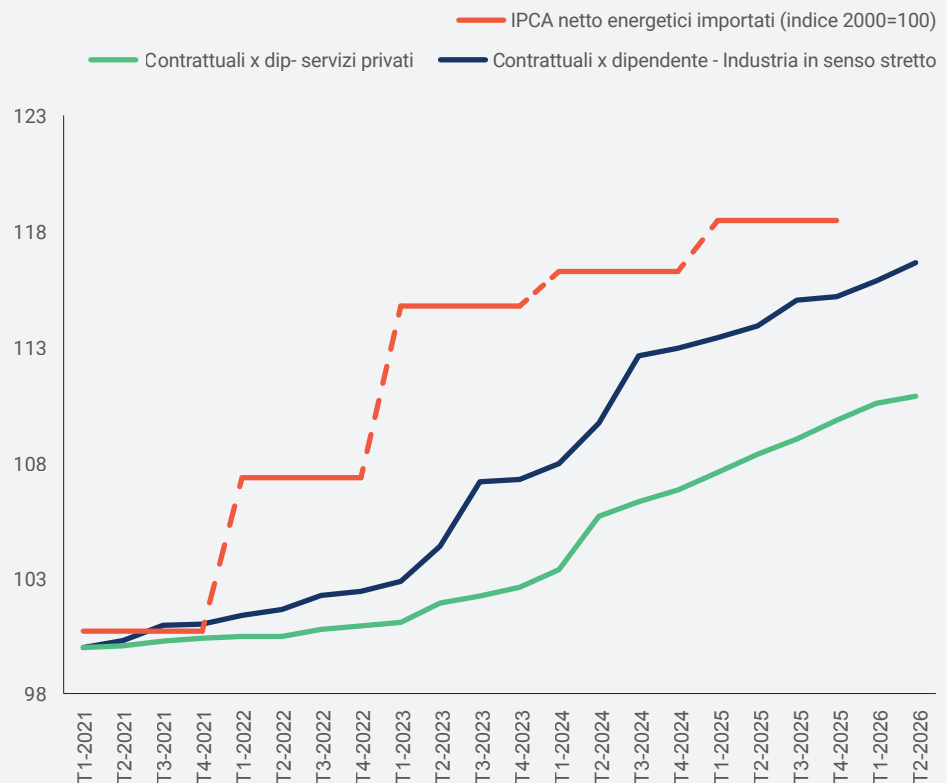
pubblico. Nei primi mesi del 2026 il recupero è proseguito, ma è stato messo a rischio dal brusco rialzo dell'inflazione a partire dalla primavera; la pressione sui prezzi è attesa crescere nella seconda parte dell'anno e allentarsi l'anno prossimo⁴.

Più forte il traino delle retribuzioni contrattuali nel settore privato

Nel settore privato, la dinamica salariale dal 2023 è stata sostenuta da un'accelerazione delle retribuzioni contrattuali. Questa, sulla base del meccanismo di adeguamento dei minimi tabellari, definito tra le parti sociali nel 2009 e confermato per il settore industriale nel 2018, è avvenuta sulla scia del balzo dell'inflazione osservato tra fine 2021 e il 2022 ed è stata parametrata all'andamento dell'IPCA-NEI (**Grafico 18**).

Grafico 18
L'accelerazione delle retribuzioni contrattuali sulla scia dell'inflazione

(Italia, indici: 1° trim. 2021=100)



Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Nell'industria in senso stretto, in particolare, la crescita delle retribuzioni contrattuali ha accelerato nella primavera del 2023 e poi ancora nella primavera del 2024. Nel 2° trimestre del 2026, le retribuzioni contrattuali per dipendente risultavano superiori del 16,3% rispetto al 1° trimestre del 2021. Nel biennio 2026-2027, tenuto conto degli aumenti già previsti dai contratti in vigore e della loro elevata copertura, le retribuzioni contrattuali sono attese crescere in linea con le previsioni dell'IPCA-NEI.

Nei servizi privati, rispetto all'industria, la crescita delle retribuzioni contrattuali è stata frenata nel biennio 2022-2023 da una copertura molto più bassa dei CCNL, ma ha

accelerato da inizio 2024, proprio grazie a vari rinnovi, in primis quello del comparto del commercio (a marzo 2024). Nonostante il minore avanzamento complessivo delle retribuzioni contrattuali nei servizi privati (+10,9% al 2° trimestre 2026 dal 1° 2021), la corresponsione di emolumenti non continuativi ha temporaneamente migliorato la dinamica delle retribuzioni di fatto per ULA, allineandone la crescita cumulata a quella dell'industria in senso stretto (+13,4% al 2° trimestre 2026). Nei prossimi mesi e per il prossimo anno la dinamica delle retribuzioni contrattuali sarà sostenuta dagli aumenti già previsti dai contratti in vigore. Nei comparti in cui questi giungeranno a scadenza, potranno inoltre operare i meccanismi di tutela retributiva previsti in caso di vacanza contrattuale.

Nel biennio previsivo 2026-2027, le retribuzioni nominali di fatto per ULA nel complesso del settore privato sono attese avanzare del +2,8% medio annuo. Ciò anche grazie a un contributo del *wage drift* (premi e altri emolumenti non continuativi) che, dopo essere stato negativo nel 2024 e 2025, è tornato ad essere positivo nel 2026 e tale resterà nel 2027.

Passo più lento per il pubblico impiego

La recente dinamica salariale nel settore pubblico riflette due tornate di rinnovi contrattuali, entrambe in forte ritardo. Quelli relativi al 2019-2021, firmati nel 2022, hanno previsto aumenti complessivi di circa il 4%; per il 2022-2024, le risorse stanziare per l'intera PA, circa 10 miliardi di euro, hanno consentito incrementi medi a regime del 6%⁵. La crescita lievemente inferiore delle retribuzioni di fatto per ULA nel 2022-2024 (+5,4%) potrebbe riflettere una dinamica più debole delle componenti accessorie e cambiamenti nella composizione della forza lavoro.

Nel nostro scenario di previsione, la dinamica delle retribuzioni nel pubblico impiego riflette gli aumenti previsti dai contratti già sottoscritti e le risorse stanziare a legislazione vigente, senza ipotizzare finanziamenti aggiuntivi per la tornata 2025-2027. Nel 2026 le retribuzioni contrattuali sono attese crescere del +2,9%, dopo il +2,7% nel 2025: la proiezione ISTAT «a bocce ferme» indica già un +2,4%, ma non include il rinnovo del comparto «istruzione e ricerca» sottoscritto in via definitiva a luglio⁶. Alla crescita media annua contribuisce anche il trascinarsi degli aumenti entrati in vigore nel corso del 2025⁷. Nel 2027 la crescita è attesa moderarsi al +1,8%, in linea con il profilo delle risorse stanziare. Per le retribuzioni di fatto, dopo il +1,7% del 2025, si prevede nel biennio 2026-2027 una dinamica sostanzialmente allineata a quella delle retribuzioni contrattuali.

CLUP ancora in aumento

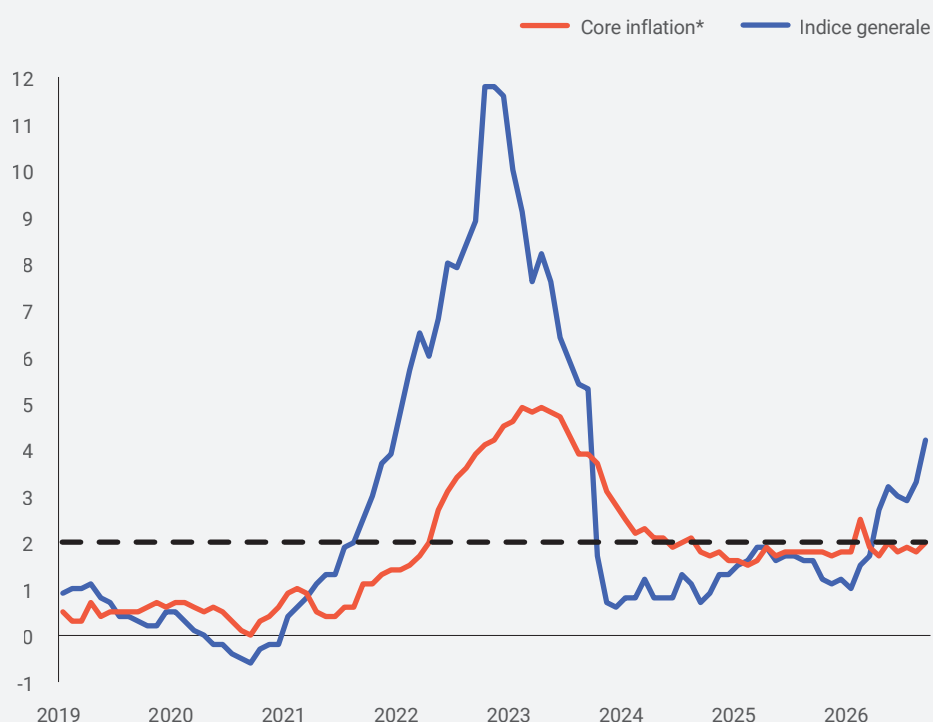
Dopo il marcato aumento nel biennio 2022-2023 (+9,2% cumulato dal 2021), il CLUP nell'industria in senso stretto è cresciuto di un altro 4,7% nel biennio 2024-2025, a causa di una dinamica della produttività del lavoro che, seppur tornata positiva (+0,8% medio annuo, da -3,1% nel 2023), è rimasta ben al di sotto di quella del costo del lavoro, che era in accelerazione (+3,2% da +1,7%). L'aumento del CLUP è atteso proseguire nel 2026 e nel 2027 (+2,8% medio annuo).

Prezzi, deflatori, mark-up

Inflazione in aumento

La dinamica dei prezzi al consumo in Italia è salita a settembre al +4,2% annuo, il massimo degli ultimi tre anni, proseguendo nell'accelerazione iniziata a febbraio-marzo a causa della guerra nel Golfo, da un minimo di +1,0% a inizio anno. La variazione acquisita nei primi nove mesi per l'anno 2026 è già pari al +3,1%, ben sopra l'obiettivo BCE del +2,0% (**Grafico 19**). La maggior inflazione è in larga misura dovuta all'impennata dei prezzi delle commodity energetiche e al loro impatto immediato sui prezzi al consumo in Italia.

Grafico 19
Inflazione in forte aumento, misura core moderata finora
(Italia, indici NIC, var % tendenziali)



* Indice al netto di energia e alimentari.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT

Nello scenario del CSC, nei mesi finali del 2026 l'inflazione è prevista aumentare ancora. In media, quest'anno si attesterà al +3,2%, cioè più che raddoppiata rispetto al 2025 (+1,5%). Rispetto allo scenario CSC di marzo, si ha una revisione al rialzo di +0,7 punti, spiegata dalla maggior durata della chiusura di Hormuz. Nel 2027, invece, l'inflazione è attesa rientrare gradualmente (portandosi in media annua al +2,2%), man mano che la variazione tendenziale nei prezzi energetici scenderà dal picco attuale.

Rispetto a tale previsione, i rischi per i prezzi al consumo sono al rialzo, in particolare per il 2027. Lo scenario CSC ipotizza che la chiusura di Hormuz vada ammorbidendosi a partire da gennaio 2027: ciò determina un prezzo medio di petrolio e gas in forte aumento nella media 2026 e in parziale discesa nella media 2027. Se invece la chiusura dello Stretto dovesse prolungarsi al prossimo anno, avvicinando il momento della

temuta scarsità di petrolio, l'aumento dei prezzi energetici internazionali potrebbe moltiplicarsi e l'inflazione in Italia potrebbe risultare di vari punti più alta.

Altre ipotesi alla base dello scenario sono: primo, che il cambio dollaro/euro sia fissato nell'orizzonte di previsione ai valori di settembre (1,15 in media), il che implica un +2,6% in media annua nel 2026 rispetto al 2025, ovvero un euro un po' più forte sul dollaro; questo modera di poco (in euro) l'incremento annuo del prezzo del petrolio, che è quotato in dollari.

Secondo, si assume che gli effetti di *second round* sui prezzi *core* dei rincari registrati dall'energia, pur iniziando ad essere evidenti nella dinamica dei prezzi di beni e servizi, continueranno ad essere moderati. Questo perché la domanda interna è attesa frenare e metà dei settori industriali in Italia hanno una produzione in calo.

Le attese sui prezzi a seguito della guerra nel Golfo si sono impennate toccando un picco in aprile, ma nei mesi seguenti si sono parzialmente moderate, indicando pressioni al rialzo abbastanza contenute nella fissazione dei prezzi in Italia. I dati della Commissione europea, che arrivano ad agosto, mostrano che questo andamento ha caratterizzato sia le aspettative dei consumatori italiani (+20 il saldo delle risposte, da un picco di +41 in aprile e +7 a gennaio), sia quelle delle imprese industriali (+15 il saldo più recente, da un picco di +24 e +8 a inizio anno).

Dinamica core stabile, al momento

La *core inflation* (misurata su un paniere che esclude energia e alimentari) si mantiene invece moderata, nonostante lo shock petrolifero (+2,0% a settembre, da +1,8% a gennaio e anche in agosto), in linea con l'obiettivo BCE. Finora, nel corso del 2026, si sono registrate temporanee oscillazioni nella misura *core* (come il +2,5% a febbraio), ma senza un duraturo trend di rialzo dei prezzi.

Storicamente, si registra un ritardo di alcuni mesi nell'aumento della misura *core* dopo un rincaro dell'energia, mentre l'indice totale aumenta dal primo mese dello shock: nel 2022, 4 mesi di ritardo della *core* rispetto all'indice totale, misurati al picco. Luglio e agosto 2026 avrebbero potuto, dunque, già registrare un aumento della *core inflation*, che poi è salita di appena due decimi solo a settembre. La sua persistente moderazione, finora, è una delle maggiori sorprese positive dello scenario per l'Italia, relativamente al 3° trimestre.

Questa moderata dinamica *core* ha a che fare con il diverso ruolo che hanno petrolio e gas nell'economia italiana. Fino ad agosto i rincari energetici hanno riguardato principalmente il petrolio, mentre il prezzo del gas, pur aumentando, è rimasto relativamente basso. L'intensità petrolifera in Italia è ormai solo di poco maggiore di quella del gas (2,43 e 2,16 Exajoules di consumo nel 2025), mentre in passato il petrolio contava notevolmente di più (4,38 e 0,59 Exajoules nel 1973). Soprattutto, il prezzo dell'elettricità nel nostro paese è legato al gas, non al petrolio; il quale invece conta molto per i carburanti e quindi per il settore dei trasporti. Quindi, il rincaro del gas accentuatosi a settembre, se persistente e se associato a quello del petrolio (come avviene finora), avrebbe l'effetto di far salire più rapidamente i prezzi *core*.

Per questo, pur ipotizzando che le pressioni di *second round* innescate dal rincaro risultino moderate, ci si attende che l'inflazione di fondo in Italia inizi gradualmente ad aumentare entro il 2026 e che l'aumento prosegua per buona parte del 2027. Nel 2022,

il percorso di aumento della *core* oltre il +2,0% e fino al picco di inizio 2023 (+4,9%) durò 10 mesi: graduale, non repentino.

I prezzi dei servizi sono rimasti su un ritmo analogo a quello di inizio 2026: +2,6% annuo a settembre, da +2,5% a gennaio. Tra questi, i prezzi dei servizi di trasporto, storicamente legati al costo dei combustibili, sono saliti a +1,6% a settembre (da +0,8% in agosto), ma già nei mesi precedenti avevano registrato oscillazioni identiche: presto per dire se è partito un rincaro duraturo. I maggiori rincari si registrano oggi in quelli relativi all'abitazione: +4,4% fin da gennaio 2026, cioè prima della guerra, da +2,8% a fine 2025. Quelli ricreativi-culturali, legati al turismo, invece, si stanno tendenzialmente mantenendo sui ritmi di inizio anno (+2,9% da +3,0% a inizio anno).

Un modesto trend di rincari, che riflette la fiammata delle quotazioni energetiche, tra i prezzi *core* si vede nella dinamica dei prezzi al consumo dei beni. I quali partivano dai ritmi più contenuti e restano tuttora molto moderati (+0,9% annuo a settembre, da appena +0,3% a gennaio). I prezzi dei beni durevoli e semi durevoli aumentano poco più della media (+1,0% e +1,2%). Viceversa, quelli dei beni non durevoli sono quasi fermi in termini annui. Nel 2022, i prezzi dei beni registrarono una significativa accelerazione (picco al +5,4% a inizio 2023), con un ritardo di alcuni mesi rispetto ai rincari dell'energia, dato il tempo che occorre perché questi siano incorporati in modo duraturo nei costi di produzione delle imprese. La diffusione di contratti di fornitura energetica di durata pluriennale potrebbe allungare il ritardo nei prezzi al consumo dei beni industriali⁸.

Nel 2026 la variazione dei prezzi finali dei beni di consumo si è infine allineata alla dinamica dei corrispondenti prezzi nella fase della produzione, misurati al cancello della fabbrica (+1,0% annuo a luglio). Ciò è coerente con un buon ritmo, finora, della domanda dei consumatori. Tra questi prezzi dei beni finali, un disallineamento resta sui beni durevoli i cui prezzi alla produzione crescono di più, mentre la dinamica dei prezzi non durevoli è estremamente moderata in entrambe le fasi.

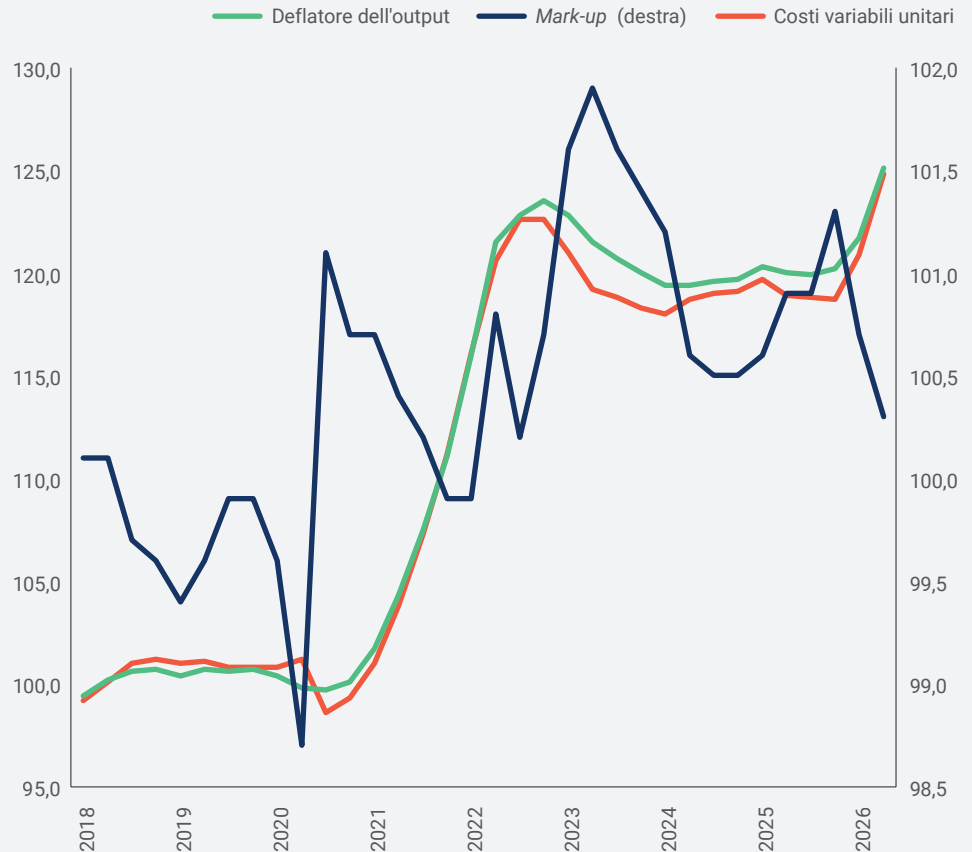
Le imprese manifatturiere aggiustano i prezzi di vendita in base alla traiettoria dei costi variabili unitari, che a loro volta sono una media ponderata dei costi degli input e del lavoro (**Grafico 20**). Questi costi variabili hanno registrato una nuova impennata nella prima metà del 2026 (+5,1% nel 2° trimestre rispetto al 4° 2025), dovuta soprattutto al deflatore degli input (+5,7%), sulla scia del balzo dei prezzi delle commodity energetiche. Di conseguenza, le imprese in questi sei mesi hanno ritoccato al rialzo i prezzi dei loro prodotti (+4,1%), ma non tanto da compensare l'aumento dei costi.

Il *mark-up* delle imprese manifatturiere, che risulta da tali andamenti di costi e prezzi, ha subito una brusca flessione nella prima metà del 2026: -1,0% nel 2° trimestre rispetto al 4° del 2025. Questo calo recente ha eroso interamente il recupero che si era avuto nel corso del 2025 (+0,9% a fine anno, sul 4° 2024). A metà 2026, per il momento, il *mark-up* è ancora poco sopra i livelli medi del periodo 2016-2019, precedenti alla lunga serie di shock recenti (pandemia e due guerre) che hanno impresso una forte volatilità ai margini.

Tra i prezzi alla produzione nelle varie tipologie di industrie, nel 2026 si sono riaperti dei differenziali significativi in termini di dinamica: quelli dei beni di consumo aumentano poco, quelli dei beni strumentali sono su un ritmo doppio (+2,4% annuo a luglio) e quelli dei beni intermedi mostrano la dinamica più sostenuta (+5,7%). Perciò, l'andamento

Grafico 20 Margini in calo nella manifattura

(Italia, dati trimestrali di CN, indici 2020=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

dei *mark-up* potrebbe risultare, come nel recente passato, piuttosto eterogeneo nei vari settori della manifattura: peggiore per quelli a valle, che producono beni di consumo.

Impennata degli energetici

La dinamica dei prezzi energetici al consumo in Italia (elettricità, gas, carburanti) è balzata al +22,3% annuo a settembre. Il rincaro delle quotazioni delle commodity energetiche, come atteso, ha determinato un rapido cambio di segno della componente energetica dei prezzi al consumo, il cui contributo all'inflazione è pari ora a +2,3 punti e l'ha spinta ben oltre la misura core. Prima della guerra nel Golfo, invece, i prezzi al consumo dell'energia erano in territorio negativo (-6,2% a gennaio) e contribuivano a tenere bassa l'inflazione totale.

Il prezzo al consumo della benzina in Italia mostra storicamente una forte correlazione con la quotazione del petrolio (in euro): 94% sui dati mensili nel 2016-2022 (**Grafico 21**). Dal punto di vista industriale, ciò è normale dato che la benzina si ottiene per raffinazione dal petrolio. Negli ultimi anni, però, i due prezzi hanno avuto a tratti andamenti diversi: nella prima metà del 2023 e poi nei mesi estivi del 2026, la benzina è rincarata mentre il petrolio si moderava (perciò, nel 2023-2026 la correlazione è scesa al 76%). Questo disallineamento è legato alla progressiva riduzione della capacità di raffinazione in Europa, a partire dalla crisi del 2009, scesa del 23,2% (e del 21,9% in Italia; dati Unem). Dal 2022, poi, abbiamo perso uno dei principali nuovi fornitori di raffinati (la Russia); nel 2026, infine, le attività belliche dell'Ucraina si sono concentrate sulle raffinerie in Russia e quelle di USA e Iran su analoghi impianti nel Golfo Persico. In questo modo si è creata una scarsità (vera o attesa) sui raffinati in Europa, più che sul greggio. Il

risultante forte aumento del prezzo della benzina (che pesa per il 2,3% del paniere in Italia) alza subito l'inflazione e incide sul reddito reale delle famiglie, ovvero sottrae risorse per acquisti di altri beni e servizi: secondo stime CSC, il rincaro della benzina nel 2026 vale fino a 665 euro annui per automobilista (55 euro al mese).

Grafico 21 Prezzo della benzina quasi sempre legato a quello del petrolio

(Dati mensili, euro al barile
e indice 2025=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, Refinitiv

Nello scenario CSC, il prezzo del Brent in euro aumenta del +33% nel 2026, moderato di poco dal cambio (+36% in dollari). Nel 2027, viceversa, il prezzo si riduce parzialmente (-20%), per l'ipotesi che Hormuz inizi a sbloccarsi da gennaio prossimo. Anche per il gas il prezzo in euro aumenta molto quest'anno (+52%), ma poi resta quasi stabile, in media, il prossimo (+5%). In tale scenario, la dinamica annua dei prezzi energetici al consumo in Italia continuerà a salire nel 2026, mentre nel 2027 invertirà la rotta, tornando a una variazione negativa entro fine anno.

Moderati gli alimentari

I prezzi alimentari nel corso del 2026 stanno invece tendenzialmente rallentando, pur con tanta volatilità mensile, su ritmi abbastanza moderati: +1,8% a settembre (da +1,0% in agosto, ma erano a un picco di +2,7% in aprile). Il rallentamento era già anticipato nel Rapporto di marzo scorso, in base ai ribassi degli scorsi anni nei prezzi delle commodity agricole. Il contributo degli alimentari all'inflazione totale è di +0,3 punti, a fronte di un

peso del 18,1% sul paniere di beni e servizi. Quindi gli alimentari stanno spingendo in direzione opposta rispetto all'energia, tendendo a raffreddare l'inflazione totale.

Nello scenario CSC, la dinamica dei prezzi alimentari in Italia è attesa iniziare a risalire nei prossimi mesi, dato che di recente le quotazioni delle corrispondenti materie prime hanno cambiato direzione (si veda il par. 8.3). L'aumento di settembre potrebbe rivelarsi l'inizio di questo percorso. I prezzi alimentari, quindi, spingeranno al rialzo l'inflazione totale nell'orizzonte di previsione.

Differenziale di inflazione quasi nullo nel 2026

In settembre l'inflazione core nell'Eurozona (+2,5%) è stata molto più alta di quella in Italia (+0,5 punti percentuali): +0,2 punti rispetto all'italiana sui beni non energetici e +0,6 punti sui prezzi dei servizi. Per quanto riguarda l'inflazione totale, invece, il differenziale è di segno opposto: +3,8% a settembre nell'Area, ovvero -0,4 punti rispetto a quella italiana. Le dinamiche dei prezzi alimentari sono abbastanza vicine (+1,4% nell'Eurozona, con -0,4 punti di divario). Invece, quelle dell'energia crescono molto meno nell'Eurozona (+18,8%, con un differenziale di -3,5 punti) e questo attenua il divario nell'inflazione totale.

Nelle stime di settembre, la BCE prevede che l'inflazione nell'Eurozona salga al +3,0% nel 2026 e poi scenda solo parzialmente nel 2027, al +2,5%. Nello scenario del CSC, le dinamiche dei prezzi sarebbero quasi allineate (-0,2 il divario Eurozona-Italia nel 2026). Nel 2027, invece, con il ribasso atteso dei prezzi energetici, il diverso andamento della *core inflation* prevarrebbe, determinando un disallineamento con i prezzi dell'Eurozona che crescerebbero di più rispetto a quelli in Italia (+0,3).

Quest'anno, deflatori più bassi dell'indice dei prezzi

Nello scenario del CSC, il deflatore dei consumi delle famiglie (+2,5% nel 2026, +2,2% nel 2027) è rivisto al rialzo di un paio di decimi all'anno rispetto allo scenario di marzo. Per il 2026, si conferma la riapertura di un divario con l'indice dei prezzi al consumo (NIC), come nel 2022-2023, con il deflatore di -0,7 punti più basso del NIC. Il balzo improvviso dei prezzi, causato dai rincari internazionali dell'energia, implica una risposta delle famiglie che provano a limitare l'aumento dei prezzi pagati ridirezionando gli acquisti verso altri punti vendita (*discount*) o su beni di qualità inferiore (a prezzi più bassi). Tale dinamica non entra nel NIC, calcolato su un paniere di beni e servizi fissato a inizio di ogni anno, ma è inclusa nella stima del deflatore dei consumi delle famiglie nell'ambito della Contabilità Nazionale. Il prossimo anno, invece, tale divario è atteso chiudersi.

Il deflatore del PIL è previsto a +1,8% nel 2026 e a +2,4% nel 2027, cioè molto sotto quello dei consumi nel primo anno, ma più alto nel secondo. Nel 2026, è abbassato dal netto peggioramento delle ragioni di scambio italiane: il deflatore dell'import, a causa dei prezzi delle commodity energetiche, cresce molto più di quello dell'export. Quest'anno quindi il deflatore del PIL è di -1,4 punti più basso dell'inflazione misurata sull'indice NIC dei prezzi al consumo. Viceversa, nel 2027 le ragioni di scambio agiranno in direzione opposta, alzando il deflatore del PIL sia rispetto a quello dei consumi, che rispetto alla dinamica del NIC.

5. La finanza pubblica

Fuori dalla procedura per disavanzi eccessivi con i dati 2026

Nello scenario di previsione del CSC, l'indebitamento netto della Pubblica Amministrazione si attesterà al 2,9% del PIL nel 2026 e al 2,8% nel 2027 (**Tabella 2**), in linea con la stima tendenziale presentata dal Governo nel DPFP. Il 22 settembre 2026 l'ISTAT ha confermato che nel 2025 il deficit è stato pari al 3,1% del PIL, in miglioramento dal 3,4% del 2024⁹. Il dato, pur molto vicino alla soglia del 3,0%, non ha consentito all'Italia di uscire anticipatamente dalla Procedura per disavanzo eccessivo (PDE), come auspicato dal Governo. Il rientro sotto il 3,0% nel 2026, come stimato dal CSC, crea le condizioni per l'uscita dalla procedura nel 2027, a patto che il dato sia confermato a consuntivo e che siano rispettati gli altri requisiti previsti dalle regole europee¹⁰.

Tabella 2
Il quadro della finanza pubblica
(Italia, a legislazione vigente, valori in % del PIL)

	2024	2025	2026	2027
Indebitamento della PA	3,4	3,1	2,9	2,8
Entrate totali	46,9	48,0	48,4	48,0
Uscite totali	50,3	51,1	51,3	50,8
Pressione fiscale	42,2	42,9	42,9	42,9
Saldo primario	0,5	0,8	1,2	1,5
Debito pubblico	134,2	136,7	137,9	138,0

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Istat e Banca d'Italia.

La previsione di finanza pubblica “a legislazione vigente” tiene conto delle misure adottate nella Legge di bilancio 2026-2028 e nei provvedimenti legislativi varati finora, dell'evoluzione dell'attuazione del PNRR secondo alcune ipotesi, oltreché delle modifiche apportate alle voci del conto economico della Pubblica Amministrazione con il rilascio dei dati ISTAT a consuntivo sul 2025. Per il 2027 non incorpora i nuovi stanziamenti per difesa ed energia, derivanti dall'attivazione della clausola nazionale di salvaguardia richiesta dall'Italia¹¹ e per i quali il Governo il 2 ottobre ha avanzato richiesta di approvazione al Parlamento di uno scostamento di bilancio per il biennio 2027-2028 equivalente a quasi 29 miliardi (0,6 punti percentuali di PIL per ciascuno degli anni 2027 e 2028).

Resta, comunque, valido il ricorso allo strumento europeo SAFE (*Security Action For Europe*) per finanziare investimenti e acquisti nel settore della difesa fino alla fine del decennio, per un massimo di 8 miliardi come rivisto definitivamente a settembre¹².

Prudenza nei conti pubblici

Il miglioramento dei conti prosegue nel biennio di previsione, nonostante il crescente costo del debito. Il saldo primario aumenta dallo 0,8% del PIL nel 2025 all'1,2% nel 2026 e all'1,5% nel 2027, consentendo all'indebitamento netto di ridursi lievemente anche in presenza di una maggiore spesa per interessi. In particolare, nel 2027 l'aggiustamento dei conti avviene in un quadro in cui entrate e spese diminuiscono entrambe in rapporto al PIL, senza quindi richiedere un ulteriore aumento della pressione fiscale.

Il profilo della "spesa netta primaria" risulta inoltre sostanzialmente coerente con il percorso previsto dalle regole fiscali europee. Nelle ipotesi del CSC, la spesa netta crescerebbe ancora al di sopra del sentiero di riferimento nel 2026, per poi rientrare nel 2027 riducendo lo scostamento cumulato dal 2024.

Rispetto allo scenario di previsione dello scorso marzo, per il 2026 la crescita reale e il deflatore del PIL sono stati rivisti al rialzo (rispettivamente al +1,0% e al +1,8%), con effetti favorevoli sui principali saldi di finanza pubblica; per il 2027 la crescita reale è stata confermata al +0,6%, mentre la dinamica del deflatore risulta più sostenuta (al +2,4%).

Concluso il PNRR, ma la coda anche nel 2027

Ai fini dello scenario di finanza pubblica è stato necessario formulare delle ipotesi sul profilo temporale della spesa ancora da realizzare (per una valutazione complessiva, si veda il Focus n. 2). Al 31 agosto 2026 risultano spesi 133,2 miliardi dei 194,4 del Piano, di cui circa 28 imputabili ai primi otto mesi del 2026. La differenza rimanente rispetto alla dotazione complessiva comprende: circa 21 miliardi di misure incluse nelle *facility* (su un totale di 24, di cui 3,2 già spesi) e circa 40 miliardi di risorse che non necessariamente coincidono con nuove spese ancora da effettuare. Infatti, come osservato a maggio dalla Corte dei conti, il dato può riflettere: 1) ritardi informativi e di registrazione; 2) attività e pagamenti ancora da completare su interventi che hanno già soddisfatto le condizioni previste dai target; 3) progetti ancora in esecuzione, inclusi quelli finanziati in sovrannumero rispetto agli obiettivi; 4) eventuali economie di spesa¹³.

Nello scenario CSC si assume che negli ultimi quattro mesi del 2026 la spesa PNRR continui a un ritmo elevato, portando la spesa complessiva dell'anno a quasi 42 miliardi e quindi quella cumulata a 147 miliardi (**Grafico 22**)¹⁴. Nel 2027 proseguirebbe l'utilizzo delle risorse residue per circa 27 miliardi, con un profilo più graduale per gli strumenti finanziari e le misure assimilabili, per i quali l'impiego può estendersi oltre il 2026. In assenza di un cronoprogramma aggiornato e sufficientemente dettagliato, tali ipotesi hanno natura prudenziale e potrebbero essere soggette a revisione.

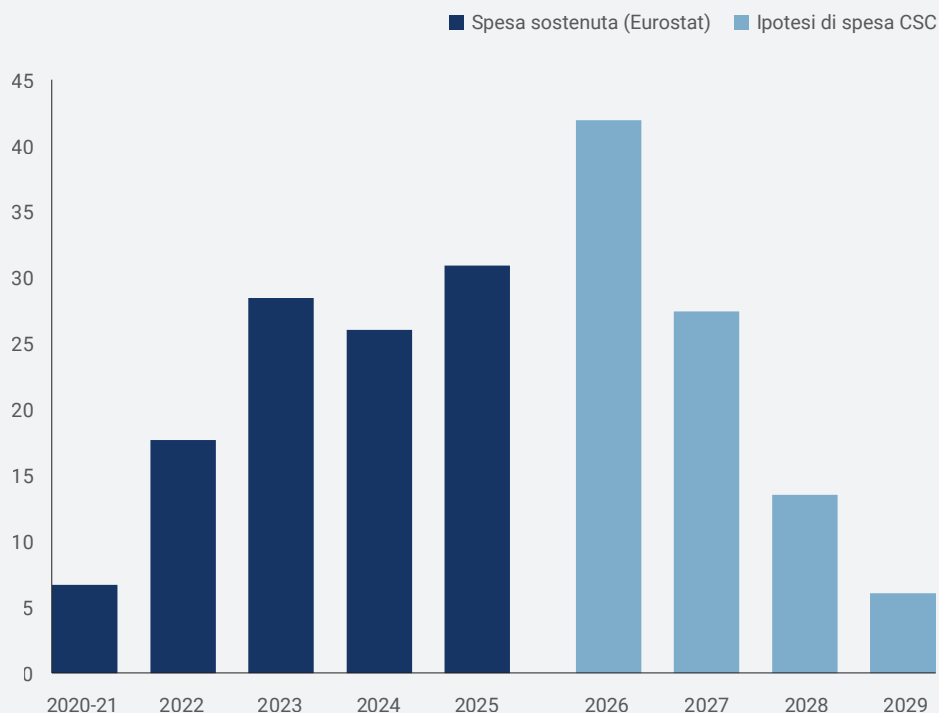
Entrate ancora in crescita

Nello scenario CSC, le entrate complessive aumentano del +3,6% nel 2026 e del +2,2% nel 2027; la loro incidenza sul PIL passa dal 48,0% del 2025 al 48,4% nel 2026, per poi tornare al 48,0% nel 2027.

Nel dettaglio, le imposte dirette crescono del +2,3% nel 2026 e del +2,2% nel 2027, risentendo degli effetti della riduzione della seconda aliquota IRPEF dal 35% al 33% prevista dall'ultima Legge di bilancio e dell'introduzione del nuovo iper-ammortamento 5.0. Più sostenuta la dinamica delle imposte indirette, che aumentano del +3,1% nel 2026, nonostante gli effetti sul gettito riconducibili all'introduzione di misure di riduzione

Grafico 22 Spesa sostenuta del PNRR e ipotesi di spesa

(Valori in miliardi di euro)



Nota: Per il periodo 2020-2025 Eurostat riporta una spesa complessiva pari a 109,7 miliardi, leggermente superiori ai 104,6 di ItaliaDomani (105,6 includendo le ultime revisioni).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati MEF (DPFP 2026), ItaliaDomani e Eurostat.

temporanee delle accise (finalizzate a contrastare l'aumento dei prezzi energetici). Crescono del +4,4% nel 2027, anche tenendo conto dell'entrata in vigore di *plastic* e *sugar tax*. Il gettito contributivo, dopo il forte incremento registrato nel 2025 a seguito del venir meno del taglio contributivo per i lavoratori dipendenti (+10,0%), cresce del +3,4% quest'anno, in linea con l'andamento dei redditi da lavoro, e del +3,0% il prossimo.

Nel biennio di previsione, la pressione fiscale resta stabile al 42,9% del PIL raggiunto nel 2025. Per il prossimo anno, la riduzione dell'incidenza delle entrate non interrompe, comunque, il consolidamento dei conti, perché è accompagnata da una contrazione più marcata della spesa in rapporto al PIL.

Spesa pubblica in calo sul PIL nel 2027

La spesa pubblica continua a crescere in termini nominali, ma nel 2027 meno del PIL, determinando una progressiva riduzione della sua incidenza sull'economia. Nello scenario CSC, le uscite complessive aumentano del +3,1% nel 2026 e del +2,1% nel 2027; in rapporto al PIL raggiungono il 51,3% nel 2026 (dal 51,1% del 2025), e scendono al 50,8% nel 2027.

La dinamica dei consumi pubblici rallenta nel biennio di previsione, con una crescita del +2,8% nel 2026 e del +1,5% nel 2027; la loro incidenza sul PIL risulta stabile al 17,2% quest'anno, con una leggera flessione il prossimo (al 16,9%). Nel dettaglio, i redditi da lavoro dipendente aumentano del +3,0% nel 2026 e del +1,9% nel 2027, sostenuti principalmente dalla dinamica delle retribuzioni nel pubblico impiego e, in misura più contenuta, dall'occupazione. I consumi intermedi mostrano una dinamica più moderata: crescono del +2,6% nel 2026 e rallentano al +1,0% nel 2027.

La spesa in conto capitale scende dal 6,0% del PIL nel 2025 al 5,7% nel 2026 e al 5,3% nel 2027. Gli investimenti fissi lordi, dopo la forte crescita registrata nel 2025 (+11,1%),

rallentano al +4,9% nel 2026 e calano del -1,0% nel 2027, anche in relazione al profilo di attuazione del PNRR. La loro incidenza sul PIL resta al 3,9% in media nel biennio di previsione, mantenendosi quindi su livelli elevati anche nella fase successiva alla conclusione del PNRR.

Aumenta però il costo del debito

La spesa per interessi è stimata a 96,9 miliardi nel 2026 e a 103,7 miliardi nel 2027, pari a circa il 4,2% del PIL in entrambi gli anni. L'aumento riflette l'elevato stock di debito e il progressivo rinnovo dei titoli in scadenza a rendimenti superiori rispetto a quelli medi incorporati nello stock esistente. La trasmissione dei maggiori rendimenti alla spesa per interessi è graduale, interessando principalmente le nuove emissioni e i titoli rifinanziati, ma tende a protrarsi negli anni successivi.

Il contesto finanziario è divenuto meno favorevole negli ultimi mesi. La BCE sta aumentando i tassi di riferimento e ha confermato la progressiva riduzione dei portafogli di titoli (si veda il par. 7.3)¹⁵. A fine settembre i rendimenti dei titoli sovrani europei sono sensibilmente aumentati: il BTP decennale rendeva circa il 4,6%, con uno spread rispetto al Bund attorno ai 100 punti base. La risalita del rendimento italiano riflette quindi soprattutto l'aumento generalizzato dei tassi a lungo termine (il rendimento del Bund ha raggiunto i massimi dal 2008), oltre che un marginale ampliamento del premio per il rischio specifico dell'Italia. Il progressivo rifinanziamento del debito trasferisce gradualmente i maggiori rendimenti di mercato sulla spesa per interessi.

Non prima del 2028 il rientro del debito pubblico

Il rapporto debito pubblico/PIL è stimato al 137,9% nel 2026 e al 138,0% nel 2027, in aumento di circa 1,2 punti percentuali rispetto al 136,7% del 2025, ma stabile nel biennio di previsione.

Nel 2026 il contributo favorevole della crescita nominale non è sufficiente a compensare la spesa per interessi né l'effetto sfavorevole dell'aggiustamento stock-flussi (**Grafico 23**)¹⁶. Quest'ultimo continua a risentire degli effetti contabili dei crediti edilizi, determinando un contributo sfavorevole pari a circa 1,8 punti di PIL, cui si aggiunge quello della spesa per interessi, pari a 4,2 punti. Le disponibilità liquide del Tesoro sono attese rimanere su livelli contenuti nel biennio di previsione e non dovrebbero quindi incidere in misura significativa sulla dinamica del debito. In direzione opposta agiscono l'avanzo primario, pari all'1,2% del PIL, e la crescita nominale, che contribuisce per circa 3,8 punti. Nel complesso, il differenziale tra tasso di interesse implicito e crescita nominale resta lievemente sfavorevole, con un effetto *snow-ball* di circa 0,3 punti di PIL¹⁷. Il miglioramento del saldo primario non è quindi ancora sufficiente a imprimere una significativa discesa al debito.

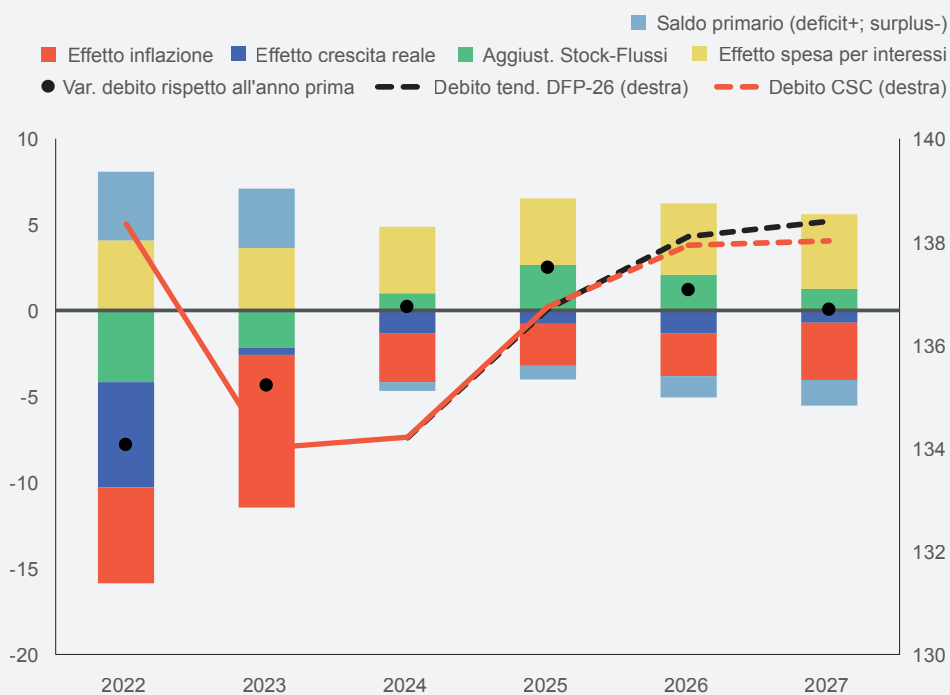
Nel 2027 l'aggiustamento stock-flussi si attenua (circa 1,3 punti di PIL), senza però consentire all'aumento dell'avanzo primario (1,5%) di ridurre sensibilmente il rapporto debito/PIL.

Pertanto, la politica di bilancio sottesa allo scenario di finanza pubblica mantiene un'impostazione prudente, con un orientamento sostanzialmente neutrale in termini di impulso alla domanda aggregata nel 2026, proseguendo il percorso di consolidamento dei conti pubblici.

Grafico 23

Avanzo primario e crescita stabilizzano il debito pubblico

(In % di PIL)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati DPFP, ItaliaDomani e Eurostat.

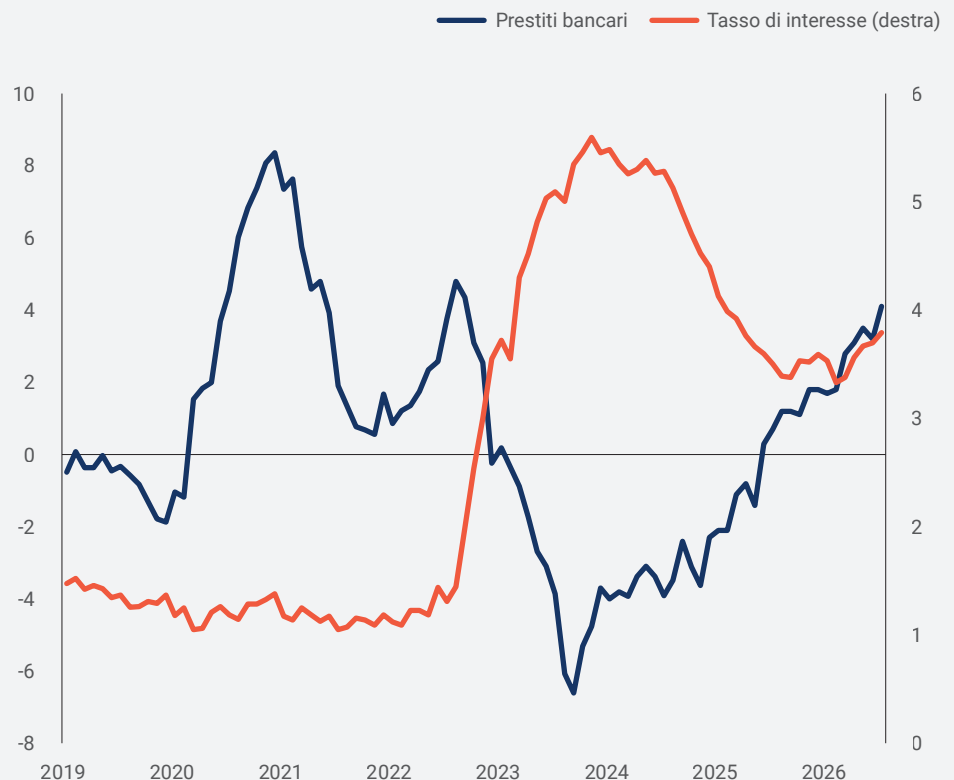
6. Il credito per le imprese

Credito in espansione, ma rischi al ribasso

La dinamica dei prestiti bancari alle imprese italiane ha continuato ad accelerare nel corso del 2026 (+4,1% annuo a luglio, da +1,7% a gennaio, dati corretti per le cartolarizzazioni). La variazione dei prestiti era invece negativa fino a metà del 2025 (**Grafico 24**). La svolta in positivo per il credito alle imprese era stata determinata dai tagli dei tassi che la BCE aveva effettuato tra fine 2024 e prima metà del 2025, fino a rendere la *stance* monetaria neutrale. I due rialzi della BCE nel 2026, finora, non hanno intaccato il trend positivo dei prestiti, ma in base alle dinamiche storiche un aumento dei tassi porta infine a una frenata dei prestiti.

Grafico 24
Prestiti in accelerazione, nonostante la risalita dei tassi

(Italia, imprese, var. % tendenziali* e valori %)



* Corrette per le cartolarizzazioni.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

A livello settoriale, i prestiti continuano a calare nelle costruzioni (-3,1% annuo a luglio 2026, dati grezzi). Crescono, invece, i prestiti alle imprese del manifatturiero (+1,8%) e soprattutto dei servizi (+4,2%). In tali due aggregati c'è un'anomala eterogeneità di dinamiche. In alcuni settori industriali i prestiti crescono a doppia cifra: +19,2% nella raffinazione-chimica-farmaceutica, +13,0% per i prodotti elettrici-elettronici (che partecipano al boom ICT). Spicca anche il +18,3% nel settore della generazione-

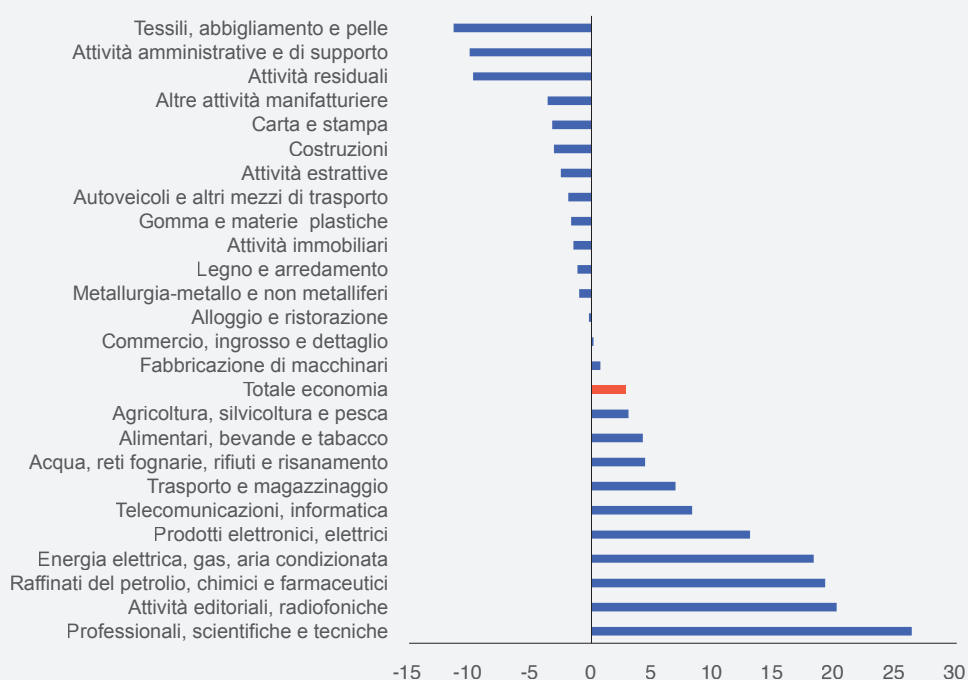
distribuzione di elettricità e gas. Viceversa, il credito cala, anche molto, in altri settori industriali: -11,4% nel tessile-abbigliamento-pelli (settore in profonda crisi; **Grafico 25**).

L'indagine Banca d'Italia (BLS) mostra un andamento insolitamente volatile della domanda di credito delle imprese: dopo un 2025 di moderato aumento, prima è bruscamente diminuita nel 1° trimestre 2026 e poi ha registrato un rimbalzo piuttosto ampio nel 2°. La risalita delle richieste, tra aprile e giugno, è stata maggiore per le grandi imprese, meno per le PMI. Al netto della volatilità dei due trimestri, cresce di poco nel 2026 la richiesta di fondi per il breve termine e per le scorte e il capitale circolante. Viceversa, le richieste di credito per il medio-lungo termine e per finanziare nuovi investimenti fissi hanno registrato un recupero solo parziale nel 2° e quindi mediamente calano. Questa indicazione è coerente con un maggior fabbisogno di liquidità delle imprese, a seguito dell'aumento dei prezzi energetici nel 2026. Inoltre, è molto limitato nella prima metà del 2026 il ricorso all'autofinanziamento come alternativa al debito bancario: un'indicazione coerente con margini delle imprese in compressione a causa dell'aumento dei costi variabili.

I depositi bancari delle imprese, misura della dotazione di liquidità, sono sostanzialmente stabili da inizio anno (435 miliardi a luglio 2026, da 433 a gennaio); in periodi normali, invece, registrano un moderato trend di espansione, legato alla crescita economica (a prezzi correnti). L'indicatore ISTAT della liquidità disponibile nelle aziende industriali mostra un miglioramento di recente (33,9 in agosto), dopo il minimo a marzo (28,5), ma resta poco sotto i livelli del 2019 (34,9). Questi due dati segnalano che la dotazione di liquidità rispetto alle esigenze operative (pagamenti a breve termine a fornitori e

Grafico 25 Prestiti bancari: dinamiche molto eterogenee tra i diversi settori

(Var % tendenziali degli stock
a luglio 2026)



Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

dipendenti) in aggregato è appena sufficiente, non abbondante, e potrebbe essere scarsa per alcune tipologie di imprese più in difficoltà.

Dunque, nonostante la crescita significativa del credito, che però è molto eterogenea tra settori, alcune tipologie di imprese potrebbero avere difficoltà nel disporre delle risorse necessarie per la crescita, soprattutto se si considerano i rischi al ribasso sul credito dovuti al rialzo in corso dei tassi.

Offerta di credito stabile

L'indagine BLS segnala che nella prima metà del 2026 non ci sono state, finora, strette sull'offerta di credito per le imprese in Italia (la BCE ha alzato i tassi l'11 giugno). Anzi, si è avuto un marginale allentamento dei criteri per l'erogazione di credito nel 2° trimestre, in modo uniforme sul breve e il lungo termine. L'offerta continua a essere favorita dalla totale assenza di tensioni per gli istituti in termini di liquidità, raccolta sui mercati e dotazione patrimoniale, come già nel 2025. Restano nulle anche le preoccupazioni degli istituti sull'economia e su specifici settori, nonostante la guerra nel Golfo (iniziata a fine febbraio).

L'indagine segnala che nella prima metà del 2026 si è avuto un lieve aumento dei tassi applicati dalle banche, le quali hanno in parte assorbito i rialzi dei tassi di mercato riducendo i loro margini sulle imprese meno rischiose; ma non si registrano strette su tutte le altre condizioni (scadenze, oneri aggiuntivi, garanzie, ammontare dei prestiti).

I dati qualitativi ISTAT confermano la stabilità delle condizioni di offerta nella prima metà del 2026: la quota di imprese manifatturiere che non ottengono il prestito richiesto è all'1,7% a giugno, poco sopra il valore di marzo (1,5%)¹⁸. L'indicatore di accesso al credito si mantiene di poco negativo (-7,9% il saldo delle risposte a giugno), non lontano dai valori del 2025.

Costo del credito più alto, anche in prospettiva

Il tasso sulle nuove operazioni di credito per le imprese italiane aveva incorporato i precedenti tagli dei tassi BCE, toccando un minimo di 3,33% a febbraio 2026, proprio il mese prima dello shock petrolifero. In seguito, invece, il tasso per le imprese ha registrato un rapido aumento, arrivando al 3,79% a luglio (+0,46 punti), incorporando quasi interamente i due recenti rialzi del tasso ufficiale (+0,50). In particolare, il tasso per le grandi imprese è salito di più (3,55% da 2,83% a febbraio), quello per le PMI leggermente meno (4,37% da 4,08%).

Con il proseguire delle tensioni nel Golfo, l'economia internazionale resta caratterizzata da elevata incertezza. Inoltre, lo scenario del CSC include ulteriori aumenti dei tassi BCE (+0,75 punti entro il 2027) e il rendimento del BTP che prosegue nella moderata risalita avviata nei primi mesi del 2026. Perciò, i tassi di interesse per le imprese continueranno ad aumentare: sono attesi salire nell'orizzonte previsivo a un livello abbastanza alto da frenare la domanda di credito. Anche perché la crescita e quindi il fabbisogno di risorse sono attesi rallentare nel 2027.

Inoltre, la stretta BCE sui tassi, a breve e a lunga, potrebbe innescare un peggioramento anche dal lato dell'offerta di credito, per vari motivi, come in passato.

Nel 2026 il costo della raccolta bancaria sta tendenzialmente aumentando: gli istituti italiani si stanno finanziando soprattutto tramite depositi, meno con emissione di

obbligazioni i cui rendimenti sono cresciuti già da marzo, a seguito della guerra nel Golfo; il rialzo in corso dei tassi BCE coinvolgerà nel rincaro anche gli altri canali della raccolta.

Il portafoglio di titoli di Stato nel bilancio delle banche, al valore contabile, già molto ampio, è su un trend di ulteriore aumento (406 miliardi a luglio 2026, da 385 dodici mesi prima). La moderata risalita dei rendimenti a medio-lungo termine in Italia nel corso del 2026, guidata dalla BCE, significa una riduzione dei prezzi di mercato di tali titoli, penalizzando i bilanci delle banche.

Altri fattori, invece, potrebbero favorire la tenuta dell'offerta di prestiti bancari alle imprese:

a. Lo stock di sofferenze bancarie sui prestiti alle imprese continua ad assottigliarsi (10 miliardi di euro nel 2° trimestre 2026). Inoltre, il flusso di nuovi prestiti in default si è attenuato (1,72% dello stock, da un picco di 1,96% nel 2025). Dunque, nonostante l'incertezza, i rischi per la qualità dell'attivo bancario sono bassi. Ma potrebbero risentire dell'aumento in corso dei tassi.

b. La patrimonializzazione del sistema bancario italiano, nonostante una lieve erosione nella seconda metà del 2025, resta molto alta (CET1 ratio al 15,7%)¹⁹. La redditività bancaria è cresciuta molto nel 2025 (ROE a 13,8%), nonostante la contrazione del margine di interesse, grazie proprio a limitate rettifiche su crediti, a un contenimento dei costi operativi, a un aumento dei ricavi da commissione e negoziazione. In prospettiva, l'aumento dei tassi ufficiali dovrebbe sostenerla nel 2027, alzando di nuovo il margine di interesse.

Il risultato netto di questi diversi fattori, dal lato della domanda e dal lato dell'offerta, è che la dinamica dei prestiti alle imprese italiane è attesa frenare nell'orizzonte previsivo, riducendo il sostegno all'espansione degli investimenti fissi. Molte imprese, con finanziamenti più onerosi e volumi in frenata, potrebbero incontrare forti difficoltà operative: restano perciò importanti le misure di *policy* che favoriscono il credito, specie per le PMI

7. L'Eurozona

7.1

L'Area in aggregato

Resiliente l'economia europea

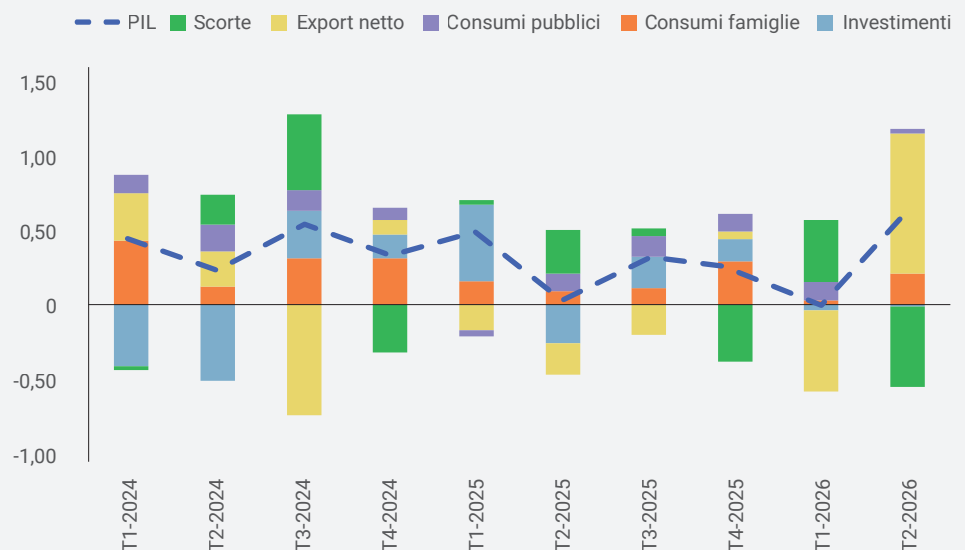
Nello scenario del Centro Studi Confindustria, il PIL dell'Eurozona cresce dello 0,8% nel 2026 e dell'1,0% nel 2027, dopo il +1,5% del 2025. Alla crescita nulla del 1° trimestre 2026 è seguito un deciso +0,6% nel 2°, che ha portato la variazione acquisita per quest'anno al +0,8%. La Francia è l'unica tra le maggiori economie dell'Area ad aver registrato una contrazione nel 1° trimestre, seguita da una stagnazione nel 2°, segnale di una fragilità che si somma alle pressioni sui conti pubblici (+0,3% la variazione del PIL acquisita per il 2026); la Germania cresce a ritmi contenuti ma positivi (+0,9%), sostenuta dall'export; mentre la Spagna resta la più dinamica (+2,2% già acquisito).

Il contributo dell'export netto alla crescita del PIL dell'Area è stato negativo nel 1° trimestre (-0,5 punti percentuali, **Grafico 26**) e nettamente positivo nel 2° (+0,9 punti), un'oscillazione che riflette in larga parte la volatilità del commercio estero irlandese. Un segnale più solido viene dalla Germania, dove l'export netto è tornato a crescere, dopo un calo quasi ininterrotto nel biennio 2024-2025, con un contributo alla crescita del PIL Tedesco di +0,7 punti percentuali nel 1° trimestre e di +0,2 nel 2°.

Nell'intera Eurozona, i consumi restano la componente più stabile della domanda interna, con una crescita positiva in tutti i trimestri dell'ultimo anno (+0,3% in media). Gli investimenti fissi lordi, dopo un 4° trimestre 2025 molto positivo, sono tornati a contrarsi leggermente nella prima metà del 2026 (-0,2% e -0,1%), dando un contributo negativo

Grafico 26 Investimenti ancora fiacchi

(Eurozona, dati trimestrali, contributi alla var. % e var. %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

alla crescita del PIL. Il dato europeo è in parte ascrivibile alla scarsa performance degli investimenti privati tedeschi nei primi due trimestri del 2026. La crisi del settore automotive, storicamente traino degli investimenti, spiega questa debolezza, non compensata dall'aumento degli investimenti pubblici.

Il valore aggiunto dell'industria in senso stretto, dopo il calo dello 0,8% nel 1° trimestre, è rimbalzato dell'1,7% nel 2°, con la manifattura su un profilo ancora più marcato (-0,7% e +2,0%). Le costruzioni hanno recuperato solo in parte (-0,9% e +0,4%), mentre i servizi si confermano la componente più stabile dell'offerta, con informazione e comunicazione (+0,4% e +0,9%) e attività professionali (+0,3% e +0,7%) in crescita continua.

Segnali negativi per l'industria, invece, arrivano dai dati sulla produzione: la variazione acquisita a luglio resta negativa (-0,9%), nonostante il rimbalzo del 2° trimestre. Pesano soprattutto il farmaceutico (-11,9%) e l'automotive (-4,8%), che sconta un luglio particolarmente debole in Germania. In senso opposto spingono l'elettronica (+9,6%), gli altri mezzi di trasporto (+6,4%) e la raffinazione petrolifera (+2,5%).

Buoni gli indicatori per il 3° trimestre

Nei primi due mesi del 3° trimestre le aspettative degli operatori sono migliorate. L'Economic Sentiment Indicator è salito a 98,4 ad agosto, sopra la media del 2° trimestre, e così anche l'Employment Expectation Indicator, cresciuto a 98,9 (da 93,9). La fiducia delle imprese dei servizi risale dal minimo di aprile anche se non torna ai livelli del 1° trimestre, quella delle costruzioni resta negativa e quella dei consumatori non ha ancora recuperato il livello del 1° trimestre. Anche gli indici PMI segnalano un recupero dopo la debolezza primaverile: il composito dell'Area è tornato sopra la soglia di espansione a luglio e agosto (52,0 in entrambi i mesi); l'indice manifatturiero ad agosto sale a 52,7, il livello più alto degli ultimi tre anni, sostenuto in particolare dalla Germania.

L'instabilità politica potrebbe pesare sul 2027

Sul piano interno, la debolezza degli investimenti potrebbe protrarsi visto l'innalzamento previsto dei tassi di interesse, mentre le criticità strutturali dell'industria e, in particolare, l'elevato costo dell'energia, rappresenteranno un fattore di vulnerabilità. Sul piano politico, le scadenze elettorali in Francia e Italia e l'instabilità politica in Germania e Spagna potrebbero pesare sulle decisioni di investimento delle imprese e sulla capacità di intervento dei governi. La risalita dei rendimenti dei titoli di Stato in atto fa crescere la spesa per interessi e riduce lo spazio fiscale dei governi. In positivo potrebbe avere un ruolo importante un allentamento più rapido delle tensioni geopolitiche e un conseguente abbassamento del prezzo dell'energia. Altra spinta positiva potrebbe venire dagli investimenti pubblici: nel 2025, dodici paesi dell'UE hanno chiesto l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale per l'aumento della spesa in difesa, che dovrebbe alzare il rapporto deficit/PIL di 1,3 punti fra il 2025 e il 2028²⁰.

7.2

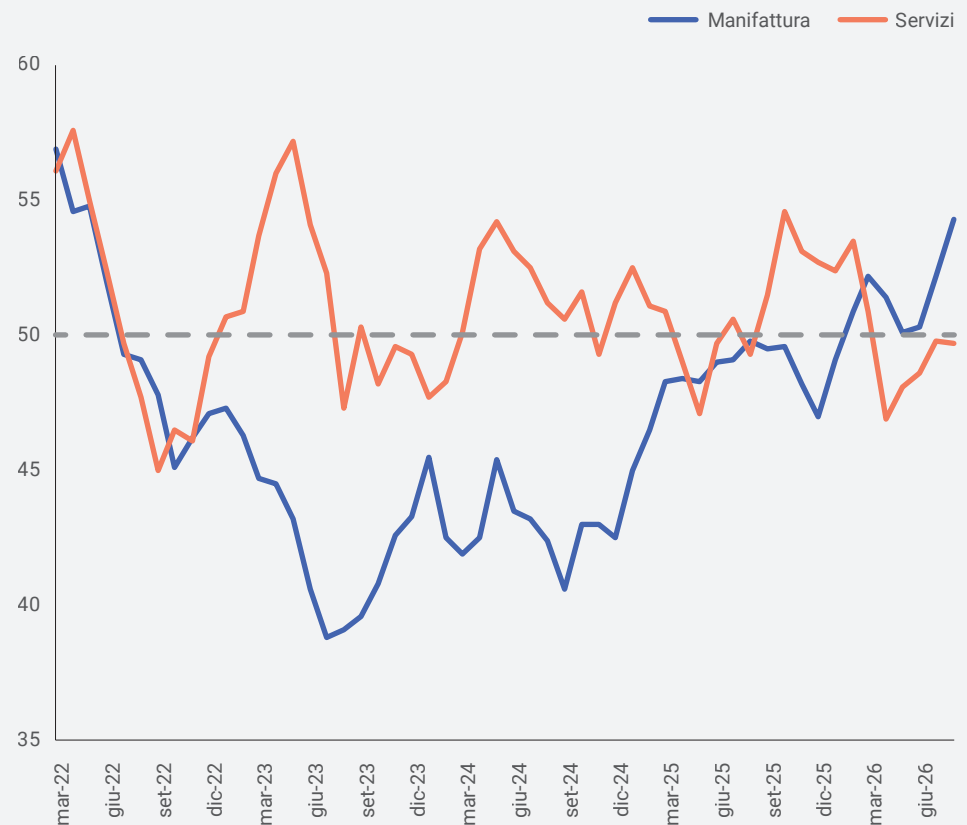
Germania,
Francia,
Spagna**Germania in recupero**

Dopo una crescita debole nel 2025 (+0,2% il PIL), l'economia tedesca ha accelerato nella prima metà del 2026. Il PIL è cresciuto dello 0,4% congiunturale nel 1° trimestre e dello 0,3% nel 2°, con tre trimestri consecutivi di espansione (compreso l'ultimo del 2025).

Dal lato della domanda, il traino principale è l'export, tornato a crescere del +2,4% nel 1° trimestre 2026 e del +2,0% nel 2°, dopo tre anni di calo, grazie a una ripresa del commercio intra UE. Nel primo semestre del 2026 le vendite in valore verso l'Unione europea sono cresciute del +7,8% rispetto allo stesso periodo del 2025, mentre l'export verso gli Stati Uniti è sceso del -6,2% e quello verso la Cina del -12,4%.

Grafico 27
Manifattura tedesca
in netta risalita

(Indici PMI, dati mensili, soglia
neutrale=50)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

I consumi privati restano deboli: dopo il calo di -0,6% nel 1° trimestre, sono cresciuti solo dello 0,1% nel 2°. Molto positiva, invece, la dinamica dei consumi della PA (+2,5% l'acquisito per il 2026). Gli investimenti fissi lordi proseguono la fase di contrazione (-1,3% e -0,2%). Quelli pubblici, che sono cresciuti più moderatamente nel 2° trimestre (+3,8%), dopo essere balzati del 9,6% nel 2025, non riescono a compensare la dinamica ancora debole degli investimenti privati (-0,9% nel 2°, dopo una contrazione del -2,3% nel 2025).

Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto manifatturiero tedesco è cresciuto dell'1,0% nel 2° trimestre (+0,5% nel 1°), sostenuto da una buona performance della produzione di altri mezzi di trasporto. L'industria in senso stretto cresce dello 0,7%, un ritmo comunque inferiore alla media dell'area euro (+1,7%). La produzione industriale ha un andamento divergente dal valore aggiunto e sconta un luglio particolarmente negativo, in parte a causa del forte caldo estivo che ha abbassato notevolmente il livello del Reno²¹. L'acquisito a luglio per il 2026 è di -2,2% per la manifattura, con l'automotive a -6,5% e i macchinari a -5,3%. In controtendenza gli altri mezzi di trasporto (+10,2%), la raffinazione (+9,0%) e le apparecchiature elettriche (+4,7%).

Prospettive buone per il 3° trimestre

Gli indicatori congiunturali più recenti confermano il miglioramento in corso. L'indice PMI manifatturiero è salito a 54,3 punti ad agosto (**Grafico 27**), massimo da 51 mesi, mentre quello dei servizi resta appena sotto la soglia di espansione (49,7 punti), pur con un ritorno alla creazione di occupazione nel comparto per la prima volta da otto mesi. Coerentemente, gli ordinativi manifatturieri hanno segnato un rimbalzo del 2,5% mensile a luglio e la fiducia delle imprese misurata dall'indice Ifo Business Climate è salita per il quarto mese consecutivo, a 88,8 punti ad agosto dagli 86,7 di luglio, il rialzo mensile più marcato dell'anno.

L'intonazione della politica di bilancio tedesca resta espansiva. Secondo le previsioni della Commissione europea, il disavanzo pubblico è atteso salire dal 2,7% del PIL nel 2025 al 3,7% nel 2026 e al 4,1% nel 2027, mentre il debito pubblico aumenterebbe dal 63,5% al 68,0% del PIL. Il fondo speciale per le infrastrutture e la neutralità climatica, dotato di 500 miliardi di euro complessivi, continuerà ad alimentare la spesa per investimenti pubblici, sostenendo la crescita del PIL nei prossimi anni, pur senza compensare pienamente le difficoltà strutturali del settore privato.

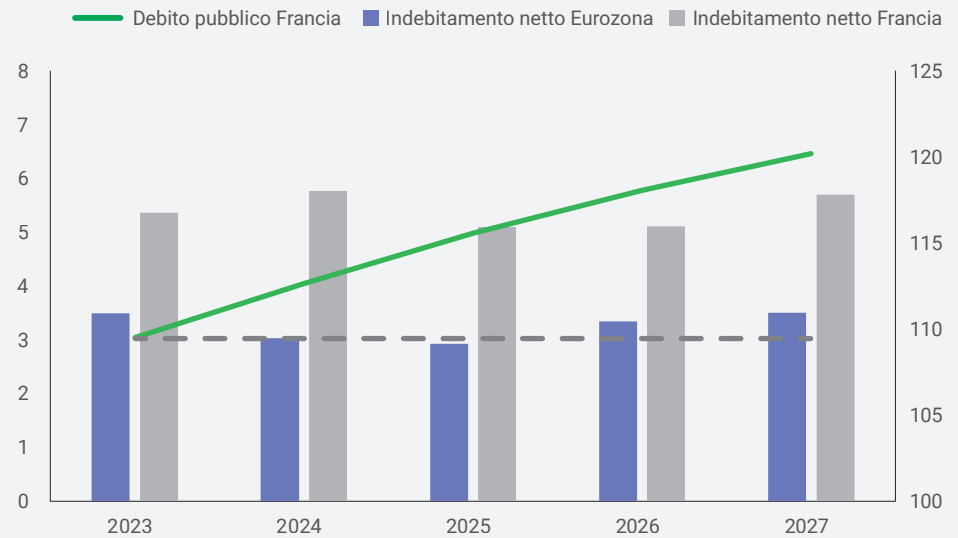
Nel complesso, la Germania sta uscendo da una lunga fase di debolezza con un ritmo più sostenuto delle attese, ma il quadro resta condizionato da un commercio mondiale in rallentamento l'anno prossimo, dal costo elevato dell'energia e da vincoli strutturali, come l'invecchiamento della forza lavoro e la bassa crescita potenziale del PIL. La sola politica di bilancio espansiva potrebbe non essere sufficiente. La capacità degli investimenti pubblici di tradursi in un effettivo rafforzamento della base produttiva rappresenta la variabile chiave per consolidare la ripresa in atto.

Francia in rallentamento

L'economia francese, negli ultimi anni, ha seguito un percorso di progressivo rallentamento, passando dal +2,7% nel 2022 al +1,2% nel 2024 e la dinamica si è ulteriormente indebolita nel 2025, quando il PIL è cresciuto del +0,8%. Tale flessione sembra proseguire anche nel 2026, con il PIL in contrazione dello 0,2% nel 1° trimestre e una variazione nulla nel 2°. Al calo del 1° trimestre hanno contribuito sia la domanda estera sia i consumi, che hanno registrato un contributo negativo alla crescita, invertendo la tendenza nel 2°.

La spesa per consumi in Francia ha stagnato, alternando un -0,3% nel 1° trimestre ad una variazione di segno positivo di pari entità nel 2°. Nonostante la dinamica contenuta, la variazione acquisita per il 2026 è tuttavia positiva (+0,2%), grazie alla buona chiusura nel 2025. La Francia nel 2025 è stata la principale destinazione turistica mondiale per

Grafico 28
Elevato l'indebitamento pubblico francese
 (Dati annuali, in % del PIL)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Commissione europea.

numero di arrivi internazionali, con 102 milioni di visitatori. La dinamica del turismo si conferma positiva anche nel 2026. Gli investimenti hanno iniziato l'anno in contrazione con -0,8% nel 1° trimestre e -0,3% nel 2°; la variazione acquisita per il 2026 risulta pari a -0,4%. L'export netto inverte la tendenza di inizio anno. Dopo il contributo negativo alla crescita del PIL nel 1° trimestre (-0,9 punti percentuali), nel 2° torna positivo (+0,6 punti).

Dopo l'aumento dello 0,6% registrato nel 2025, a luglio la produzione industriale segna una crescita acquisita per il 2026 pari a +0,7%. La dinamica trimestrale mostra una forte volatilità: dopo il calo avuto nel 1° trimestre (-0,3%), c'è stato un deciso recupero nel 2° (+0,6%). Nello spaccato settoriale, le variazioni acquisite per il 2026 confermano il traino della produzione da parte degli "altri mezzi di trasporto" (+6,5%), seguiti dai prodotti di pelletteria, che al contrario di quelli italiani crescono con vigore (+3,8%), dai prodotti energetici (+3,3%), da computer e prodotti elettronici (+2,5%) e dai metalli (+2,2%). I settori in crisi invece sono quelli relativi ai prodotti in legno (-12,3%), abbigliamento (-8,6%) e automotive (-8,2%).

Gli indicatori congiunturali confermano un andamento altalenante della manifattura francese, mentre i servizi appaiono in difficoltà anche a causa della domanda interna debole. Il PMI manifatturiero è tornato in zona espansiva: l'aumento di agosto (da 49,8 a 51,1) porta indicazioni positive per il 3° trimestre. Il PMI dei servizi invece non è mai stato in territorio espansivo nell'anno in corso, toccando il valore minimo a maggio (44,3), e con il calo di agosto (da 49,6 a 48) continua ad evidenziare il peggior andamento tra le principali economie dell'Area Euro.

Conti pubblici sotto osservazione

La situazione delle finanze pubbliche francesi continua a rappresentare un elemento di attenzione per i mercati anche a causa dell'elevata instabilità politica che rende ancora più difficile perseguire un percorso di consolidamento fiscale credibile. Il bilancio 2026 è stato approvato a febbraio dopo mesi di negoziati e il ricorso a un voto di fiducia che hanno permesso al Governo di evitare le elezioni. L'obiettivo iniziale era ridurre il deficit al 5% del PIL nel 2026 dopo il 5,1% registrato nel 2025. Tuttavia, le proiezioni della Commissione, in linea con altri istituti, indicano un indebitamento invariato nell'anno in corso. Inoltre, il deficit è previsto salire al 5,7% nel 2027 (**Grafico 28**). Il principale elemento di vulnerabilità rimane il debito pubblico, pari al 115,6% del PIL nel 2025.

Secondo le più recenti previsioni della Commissione, il rapporto debito/PIL raggiungerà il 118,1% nel 2026 e il 120,2% nel 2027. Le prospettive di crescita debole limitano il contributo dell'economia alla stabilizzazione delle finanze pubbliche.

Sul piano politico, l'instabilità del Governo di minoranza di Lecornu si inserisce ora in una fase più ampia di incertezza in vista delle elezioni presidenziali del 2027. Il presidente Macron, ormai nella fase finale del secondo mandato e non ricandidabile, dispone di uno spazio politico ridotto. L'incertezza sulle future maggioranze parlamentari e sulle politiche economiche che potranno essere adottate rappresenta un elemento di rischio.

L'incertezza politica e l'elevato fabbisogno di finanziamento del settore pubblico si riflettono sui rendimenti dei titoli di Stato francesi, che rimangono elevati rispetto a quelli spagnoli e vicini ai valori dell'Italia. Costi di finanziamento più alti possono aggravare la dinamica del debito pubblico e, attraverso il canale del credito, penalizzare investimenti e consumi.

Spagna: crescita robusta e diffusa anche nel 2026

Nella prima metà del 2026 la Spagna ha proseguito la sua robusta espansione del PIL: +0,7% in media a trimestre, in linea con il ritmo di crescita del 2025 (+0,7% medio). Si tratta di una crescita più elevata rispetto a quella delle prime tre economie dell'Eurozona. La Spagna, d'altra parte, è il quarto mercato di destinazione per i beni italiani: la sua crescita robusta è un driver importante per il nostro export.

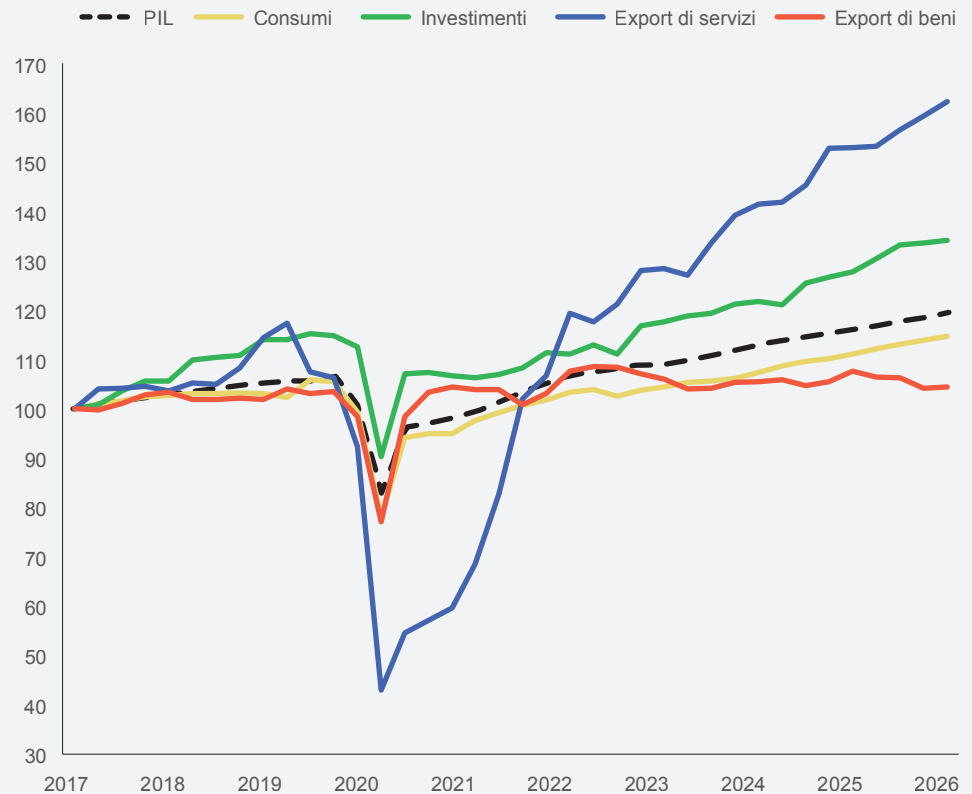
Il paese non sembra risentire dei recenti shock che hanno frenato gli altri grandi paesi nel 2026 (guerra nel Golfo, rincari energetici, incertezza ai massimi). L'aumento dei prezzi internazionali di petrolio e gas da marzo 2026 penalizza meno le imprese in Spagna, dato che il prezzo domestico dell'elettricità resta stabilmente più basso rispetto a quello quotato in Italia e Germania e più vicino a quello in Francia. Ciò avviene grazie al mix nella generazione elettrica, caratterizzato in Spagna da un'alta quota di rinnovabili (54,6% contro 48,8% in Italia), un contributo rilevante del nucleare (18,0%) e una minor quota di gas (20,9% contro 47,7%).

Un altro fattore favorevole all'economia spagnola restano i tassi di interesse più bassi rispetto a Italia e Francia: i rendimenti dei titoli di Stato decennali spagnoli nei primi 9 mesi del 2026 sono stati pari a 3,40%, contro 3,72% degli italiani e 3,62% dei francesi. Il minor livello dei tassi spagnoli a medio-lungo termine allevia i conti pubblici del paese frenando la spesa per interessi e si riflette in un minor costo del credito per il settore privato, favorendo consumi e investimenti.

Dal lato della domanda (**Grafico 29**), nella prima metà del 2026 la crescita del PIL spagnolo è stata trainata, anzitutto, dai consumi delle famiglie (+0,7% a trimestre in media), quasi pari al valore registrato lo scorso anno (+0,8% medio). Un motivo della forte dinamica della spesa privata è il proseguire della flessione della quota di risparmio in Spagna (11,3% del reddito disponibile nel 1° trimestre 2026, un punto in meno rispetto a dodici mesi prima). Un contributo elevato alla crescita viene anche dall'export di servizi che ha continuato a crescere in modo molto significativo (+1,8% a trimestre), grazie soprattutto all'espansione degli arrivi turistici nel paese. Si tratta di un trend partito con forza dal periodo post-pandemia, nel 2021, e che in questo sesto anno non mostra alcun segno di rallentamento.

Grafico 29 Spagna: investimenti e turismo* trainano la crescita

(Dati trimestrali, a prezzi costanti,
indici Q1-2017=100)



* Contabilizzato come "export di servizi".

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Gli investimenti in Spagna hanno frenato molto rispetto al 2025 (+0,4% a trimestre in media, da +1,5%). Continuano comunque a offrire un contributo positivo alla crescita del PIL, sebbene non uno dei maggiori come avvenuto l'anno precedente.

L'economia spagnola, nel periodo 2021-2026, è stata supportata come l'Italia dall'utilizzo dell'ampio ammontare di risorse incluse nel PNRR (163 miliardi di euro), che hanno spinto in particolare la crescita degli investimenti e fornito quindi un contributo importante alla dinamica del PIL.

Le esportazioni di beni, invece, sono mediamente in calo nella prima metà del 2026 (-0,9% a trimestre), dopo la modesta crescita registrata nel 2025. Ciò riflette anche il freno posto dai dazi americani (le vendite negli USA erano pari a circa il 5,0% dei beni esportati dalla Spagna prima delle tariffe). Anche l'import di beni si è mediamente contratto, ma in misura più moderata (-0,4% a trimestre), per cui il contributo dell'export netto è negativo.

Dal lato dell'offerta, quasi tutti i settori stanno contribuendo alla crescita nel 2026, ad eccezione solo dei servizi finanziari. L'industria è cresciuta del +0,7% in media a trimestre, in termini di valore aggiunto, in lieve accelerazione rispetto al 2025 (+0,6%) e con un trend pluriennale mediamente migliore rispetto ai principali paesi europei. Le costruzioni, invece, hanno frenato dopo il boom del 2025 (+0,2%, da +1,7%). Tra i servizi, i comparti in maggior crescita si confermano quello dei professionali-tecnici (+1,7% a trimestre) e l'aggregato del commercio-trasporti-turismo (+1,2%).

Il turismo ha un ruolo rilevante in Spagna: il peso degli "alberghi e ristoranti" è pari al 6,7% del valore aggiunto, più alto rispetto all'Italia (4,1%). Perciò, il trend di crescita dei viaggi turistici favorisce la Spagna più degli altri paesi. In Spagna i servizi nel loro

complesso contano un po' di più (75,6%, contro 72,3% in Italia e 70,7% in Germania): la loro crescita ha quindi offerto un contributo robusto al PIL. Anche il settore elettrico, che sta crescendo, è più ampio in Spagna (2,4% contro 1,7% in Italia). La Spagna, viceversa, è un paese meno manifatturiero di Italia e Germania (11,9% contro 16,9% e 19,9%), dunque ha risentito meno delle difficoltà del settore registrate dal 2023 in Europa; comunque, negli ultimi due anni, la manifattura spagnola è andata molto meglio di quella di Germania e Italia: +1,9% cumulato nel 2024-2025 la produzione, rispetto a -5,9% e -4,6%.

Nell'industria, in termini di produzione, nella prima metà del 2026 ben 15 su 23 settori manifatturieri sono in crescita (+1,9% complessivo a giugno da fine anno scorso). La maggiore espansione si registra nelle attrezzature elettriche (+18,5%), ma è significativa anche per computer-elettronica (+6,1%), metalli di base (+6,7%) e altri mezzi di trasporto (+6,4%). Crescono, a ritmi più moderati, anche molti altri settori, come chimica e farmaceutica. Viceversa, sono in forte calo le pelli e la stampa. La produzione di autoveicoli, pur con varie oscillazioni (-2,4% finora nel 2026), resta sostanzialmente sui livelli del 2022, post pandemia, avendo evitato la caduta del 2024 subita invece in Italia. Fuori del manifatturiero, va notata la forte espansione del settore della produzione e distribuzione di elettricità e gas (+6,2%), che fornisce un contributo rilevante alla crescita complessiva dell'industria.

Riguardo alle prospettive a breve, i PMI disponibili fino ad agosto (49,5) indicano che la manifattura spagnola sta frenando mentre, secondo il PMI (57,8 in agosto), i servizi restano ampiamente in area espansiva. La crescita spagnola, dunque, potrebbe risultare meno robusta nella seconda parte del 2026, se fosse confermato un rallentamento nell'industria.

7.3

BCE

Tassi BCE in rialzo

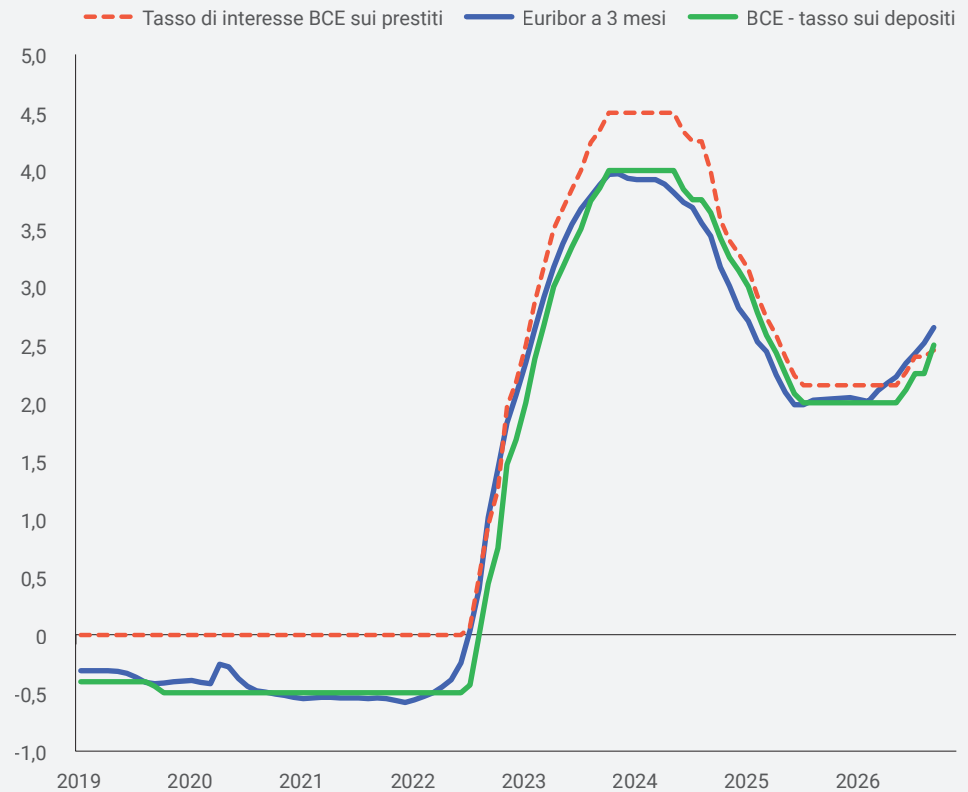
A settembre 2026 la BCE ha alzato ancora i tassi di un quarto di punto: al 2,50% quello di riferimento, sui depositi delle banche. La fase di rialzo dei tassi, che è iniziata a giugno, è subentrata al periodo di stabilità durato circa un anno, che era seguito a sua volta al taglio realizzato da giugno 2024 a giugno 2025, da un picco di 4,00% a un minimo del 2,00%.

Il tasso di mercato Euribor è salito a 2,65% in media a settembre, sopra quello BCE, avendone anticipato l'aumento nei giorni precedenti al secondo rialzo di Francoforte il 10 settembre (**Grafico 30**).

Il motivo di questi rialzi BCE è l'inflazione totale nell'Eurozona salita in pochi mesi di oltre un punto sopra la soglia (+3,2% annuo nell'agosto 2026, da +1,9% a febbraio, prima del conflitto nel Golfo), spinta dall'aumento dei prezzi energetici al consumo (+14,3% annuo, da -3,1%) innescato dalla guerra. L'inflazione core, al netto di energia

Grafico 30 La BCE prosegue il rialzo dei tassi di interesse

(Valori %, medie mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

e alimentari, resta finora più moderata e abbastanza stabile, poco sopra la soglia del +2,0% (+2,4%, stesso valore di febbraio).

A seguito della guerra nel Golfo, le aspettative di inflazione a breve termine nell'Eurozona, misurate sui mercati finanziari, sono salite a un picco a marzo 2026 (+4,0%), salvo poi rientrare molto gradualmente fino a luglio (+2,9%), ma ancora molto sopra il +2,0%. Quelle di medio termine hanno registrato un profilo più moderato (fino a +3,0% e poi giù al +2,7%), più in linea con la stabilità dei prezzi. I rischi per le aspettative di inflazione, dovuti alle ricadute del conflitto nel Golfo sulle quotazioni energetiche e al balzo dei prezzi internazionali dei metalli, sono un fattore cruciale per le scelte della BCE. Il rialzo di giugno ha sicuramente favorito il loro parziale rientro e il secondo ritocco deciso a settembre mira a proseguire tale percorso.

Le stime BCE sul tasso "naturale" nominale di interesse nell'Eurozona lo indicano a circa il 2,00%²². Dunque, dopo i due rialzi recenti del tasso BCE, la *stance* monetaria è tornata ad essere restrittiva, anche se finora in modo moderato. Attraverso un aumento dei costi nel canale del credito bancario per famiglie e imprese, ciò tende a rallentare i consumi e gli investimenti nell'Area.

La BCE, nel comunicato di settembre, ha segnalato che l'inflazione nell'Eurozona resterà ben sopra il +2,0% per un periodo prolungato, a seguito dello shock innescato dalla guerra in Iran che continua a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi. E che il processo di normalizzazione dell'inflazione ha bisogno che si arrivi ad una *stance* monetaria appropriata, cioè più restrittiva. Ha confermato, inoltre, che le decisioni sui tassi saranno prese in base ai nuovi dati divenuti disponibili su inflazione ed economia, senza un sentiero predefinito. La BCE è attesa guardare attraverso la volatilità di breve termine e prendere nuove decisioni sui tassi solo se l'aumento dell'inflazione si rivelasse duraturo.

I mercati finanziari si attendono, dopo il rialzo di settembre, un ulteriore percorso di rialzi dei tassi da parte della BCE tra la fine di quest'anno e il prossimo. I *future* sull'Euribor, infatti, con il prolungarsi della guerra, indicano ora 2,88% a dicembre 2026 e 3,28% a dicembre 2027. Ovvero, altri tre rialzi di un quarto di punto ciascuno nell'orizzonte di previsione, per un aumento totale di +1,25 punti.

Lo scenario del CSC, basato su tali indicazioni, ipotizza che nell'Eurozona come conseguenza della guerra nel Golfo ci sarà un ulteriore rialzo dei tassi ufficiali di 0,25% entro dicembre 2026 e di 0,50% durante il 2027. Il tasso BCE sui depositi, quindi, salirebbe al 3,25% entro la fine del 2027. La *policy* monetaria diventerebbe sempre più restrittiva. Questo significa che nell'orizzonte di previsione ci sarà un freno, da parte dei tassi, alla domanda interna dell'economia europea (finora più resiliente di quanto si pensasse), che non faceva parte dello scenario quando è iniziato il 2026.

A seconda della durata del conflitto e del suo impatto effettivo sui prezzi, non solo energetici, la BCE potrebbe decidere di attuare un percorso di rialzi più o meno accentuato.

Il tasso di mercato Euribor, riferimento dei tassi sui prestiti per consumi e investimenti in Italia, salirà di circa un altro punto rispetto ai valori correnti, in linea con il rialzo complessivo del tasso BCE sui depositi. In Italia, l'aumento di +0,64 punti registrato finora dall'Euribor, dal minimo di inizio 2026, ha iniziato a trasferirsi, parzialmente, ai tassi pagati da famiglie e imprese (per i quali i dati arrivano fino a luglio 2026). Nello scenario del CSC, perciò, è atteso un ulteriore significativo aumento del costo del credito nell'orizzonte di previsione (si veda il par. 6).

Gli aumenti dei tassi BCE si associano ai rialzi attesi da parte della FED: l'effetto sul cambio dollaro/euro potrebbe essere sostanzialmente neutrale. Le conseguenze asimmetriche della guerra nel Golfo, dopo i primi due mesi del 2026 hanno invertito la tendenza del cambio, caratterizzato ora da un trend di parziale rafforzamento del dollaro (si veda il par. 8.5). Questo indebolimento dell'euro accentua la pressione sui prezzi al consumo nell'Eurozona e complica il compito della BCE, perché amplifica l'aumento dei prezzi delle commodity in euro, rispetto alle quotazioni in dollari.

Meno titoli nel bilancio BCE

Già da tempo, la BCE sta lentamente normalizzando lo stock di titoli accumulato in passato nel suo bilancio, senza vendite dirette. Ha confermato, infatti, nel comunicato di settembre che, come già da inizio 2025, non effettua più reinvestimenti dei titoli che arrivano a scadenza, acquistati in precedenza con i programmi APP e PEPP. Perciò, sta continuando a diminuire lo stock in bilancio, di circa -40 miliardi di euro al mese: 3.361 miliardi a settembre (da 3.745 a inizio 2026 e 4.283 a inizio 2025). In particolare, i titoli pubblici dei vari paesi dell'Eurozona sono scesi a 1.668 miliardi (da 1.860 a inizio anno), di cui 283 miliardi italiani; quelli emessi da imprese europee a 217 miliardi (da 249).

L'assenza di domanda BCE sul mercato europeo dei titoli a medio-lungo termine tende a ridurre i prezzi, aumentando i rendimenti. Perciò, sta salendo il rendimento del Bund tedesco, titolo di riferimento, andando nella stessa direzione dei rialzi BCE sui tassi ufficiali a breve: 3,35% a settembre 2026, da 2,83% a gennaio (+0,52 punti). Nello stesso periodo, i rendimenti dei titoli sovrani europei sono aumentati tutti²³, di più in Italia e Francia (+0,79 e +0,71 punti), meno in Spagna (+0,58). Perciò, gli spread sovrani

dei principali paesi sono tornati ad ampliarsi, di poco, interrompendo il trend di lenta riduzione dei tre anni precedenti. Per l'Italia e soprattutto la Spagna restano, comunque, su valori molto contenuti rispetto ai passati picchi.

In ogni caso, la BCE ricorda puntualmente nei suoi comunicati che, in caso di necessità, è pronta a riattivare tutte le misure disponibili. Tra queste, lo strumento dei prestiti straordinari alle banche europee (TLTRO), creato per affiancare la raccolta degli istituti e preservare la loro liquidità, in periodi di tensioni sui mercati, evitando impatti negativi sul credito. L'ultima delle operazioni BCE di prestito a 3 anni, che avevano fornito ampie risorse agli istituti europei, è arrivata a scadenza a fine 2024. Al momento, sono in campo solo le operazioni ordinarie di prestito a breve alle banche (26 miliardi di euro).

8. Lo scenario internazionale

8.1

Commercio mondiale

PIL e scambi mondiali in robusta espansione

Il PIL mondiale continua a crescere su una traiettoria media di lungo periodo, con un rallentamento nell'anno in corso, che riflette parzialmente le profonde tensioni geopolitiche, l'incertezza (vicina ai massimi) e i conflitti aperti di difficile risoluzione. Nello scenario CSC, il PIL mondiale crescerà del 2,8% nel 2026 e del 3,2% nel 2027 (a prezzi costanti e cambi di mercato).

Gli scambi mondiali di beni hanno continuato a registrare una performance superiore al PIL e nettamente migliore delle attese nel 2025 (+4,4%) e nei primi sette mesi del 2026 (+4,9% rispetto al 2025). I fattori che spiegano il perdurare della forte dinamica del commercio mondiale sono: la rapida riconfigurazione delle filiere globali a fronte dei dazi USA e l'espansione degli scambi *high-tech*, trainati dagli investimenti digitali.

Commercio mondiale in decelerazione nel 2027

In prospettiva, continueranno ad agire spinte contrapposte. Da un lato, gli investimenti nel digitale sono attesi continuare a sostenere la domanda, soprattutto negli Stati Uniti. Dall'altro lato, il progressivo decumulo delle scorte – particolarmente rilevante in alcuni settori, come quello farmaceutico – insieme all'impatto crescente dei dazi statunitensi, tenderà a frenare gli scambi internazionali, soprattutto nel prossimo anno. L'effetto dei dazi sarà tuttavia compensato, almeno in parte, dal proseguimento della riconfigurazione dei flussi commerciali, in particolare in Asia.

Nel complesso, il commercio mondiale di beni è visto crescere a ritmi elevati nel 2026 (+5,0%), e rallentare ma su ritmi comunque elevati al +3,0% nel 2027, poco al di sotto dei ritmi del PIL mondiale (**Tabella 3**).

A rischio le rotte marittime

La tenuta degli scambi internazionali convive con fratture geografiche dagli effetti molto asimmetrici. Una crisi si propaga ben oltre l'area in cui ha origine quando interrompe un nodo delle grandi rotte commerciali. La centralità delle rotte marittime oggi è il risultato degli avanzamenti nella logistica, a partire dalla standardizzazione dei container, che hanno ridotto tempi e costi del trasporto e favorito la frammentazione internazionale delle produzioni. Infatti, circa l'80% dei beni scambiati nel mondo in volume, e il 50% in valore, viaggia via mare²⁴. Nel corso del 2026 si è quasi completamente chiuso lo Stretto di Hormuz, uno dei principali *chokepoint* marittimi mondiali. A questo si sommano le difficoltà riscontrate in altri punti centrali delle rotte mondiali già nel corso del 2024, come Bab el-Mandeb, a causa degli attacchi degli Houthi (-21,9% a settembre rispetto al primo semestre 2026 e -62,8%, sempre a settembre, rispetto alla media 2023).

I dati sui passaggi marittimi mostrano quanto rapidamente i flussi possano ridistribuirsi comportando, però, un aumento dei costi di trasporto (a causa di rotte marittime più lunghe e di una maggiore intensità dei passaggi in un numero di porti inferiore). La

Tabella 3

Le esogene internazionali della previsione

(Var. %)

	2023	2024	2025	2026	2027
 Commercio mondiale	-0,7	2,5	4,4	5,0	3,0
 PIL - Stati Uniti	2,9	2,8	2,1	2,0	2,1
 PIL - Area Euro	0,4	0,9	1,5	0,8	1,0
 PIL - Paesi emergenti	4,7	4,3	4,5	3,7	4,5
 Prezzo del petrolio ¹	83	81	69	94	75
 Prezzo del gas (Europa)	41	34	36	55	58
 Cambio dollaro/euro ²	1,08	1,08	1,13	1,16	1,15
 Tasso FED effettivo ³	5,02	5,14	4,21	3,83	4,37
 Tasso BCE ³ (dep)	3,30	3,73	2,26	2,24	3,08

Nota: ¹Brent, dollari per barile; ²livelli; ³valori %.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv, FMI, CPB.

riduzione dei transiti nel Canale di Suez e nello Stretto di Bab el-Mandeb si è sviluppata in più fasi. Nel 2024, rispetto al 2023, i passaggi sono diminuiti rispettivamente del 44% e del 54%. A settembre 2026, i transiti a Bab el-Mandeb hanno registrato un ulteriore calo del 18,3% rispetto alla media del 2024, quando erano già fortemente ridimensionati. Parallelamente, i passaggi lungo la rotta alternativa del Capo di Buona Speranza sono aumentati del 76,9% nel 2024 rispetto al 2023 e, a settembre 2026, si sono attestati su livelli superiori del 4% alla media del 2024 (**Grafico 31**).

A queste deviazioni si è aggiunta, nel 2026, la crisi dello Stretto di Hormuz, attraverso cui transitava una quota rilevante del petrolio e del gas naturale liquefatto, oltre a un terzo dei fertilizzanti e dell'elio scambiati nel mondo. Dopo il 27 febbraio, il crollo dei passaggi si è concentrato nella prima fase della crisi: tra febbraio e giugno i transiti si sono quasi azzerati. La contrazione è poi proseguita nei mesi successivi: a settembre i passaggi si sono ridotti ulteriormente rispetto a giugno. La crescita complessiva del commercio è fino ad ora coesistita con queste profonde interruzioni delle sue rotte: quando viene colpito un *chokepoint*, cambiano percorsi, tempi e costi degli scambi, con conseguenze negative per il commercio e impatti diversi per paesi e settori.

Scambi in crescita nel 2025 e nel 2026...

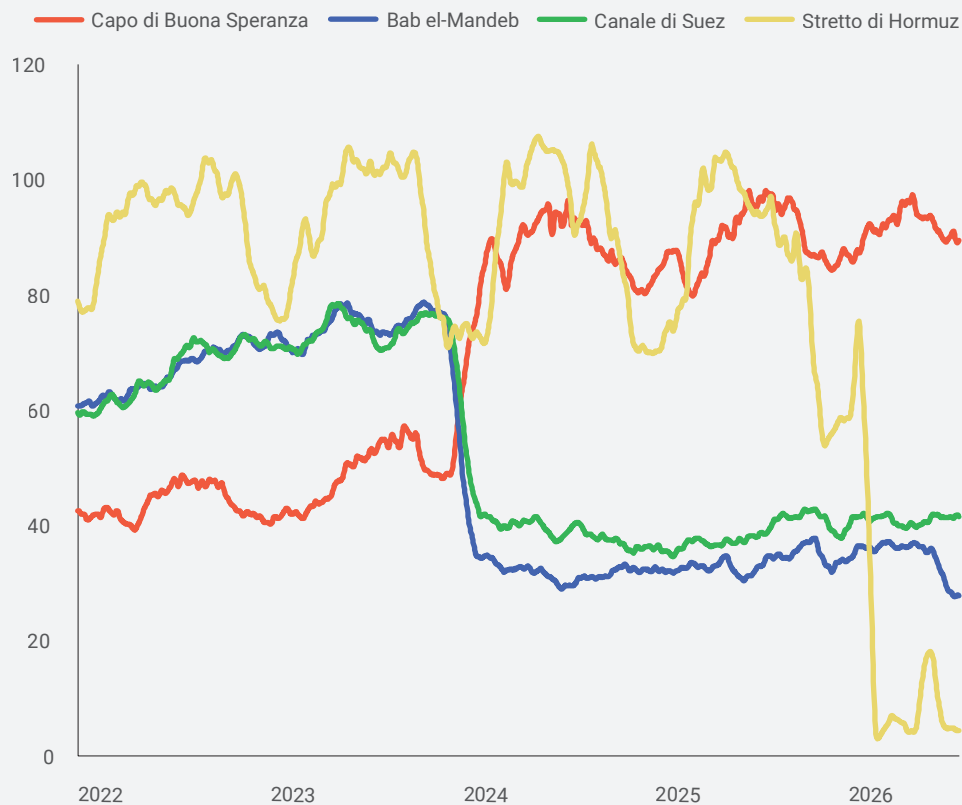
Il commercio mondiale di beni si è dimostrato molto resiliente ai ripetuti shock degli ultimi anni. Ha recuperato in fretta nel corso delle diverse crisi che si sono avvicinate dal 2020 (pandemia) fino alla prima metà del 2026 (difficoltà di approvvigionamento, invasione russa dell'Ucraina, crisi energetica, guerra in Medio Oriente e nel Golfo). Ha addirittura accelerato nel corso del biennio 2025-2026, nonostante l'aumento delle barriere protezionistiche che hanno raggiunto livelli massimi, dell'incertezza e delle tensioni geopolitiche dall'inizio della seconda amministrazione Trump (20 gennaio 2025).

Nei primi sette mesi del 2026 gli scambi globali, in volume, hanno superato del 9,5% il livello raggiunto nel 2024 e del 18,4% il livello pre-pandemia (2019). Una dinamica più

Grafico 31

Le principali fratture delle rotte commerciali

(Traffico di navi giornaliero, media mobile a 30 termini)

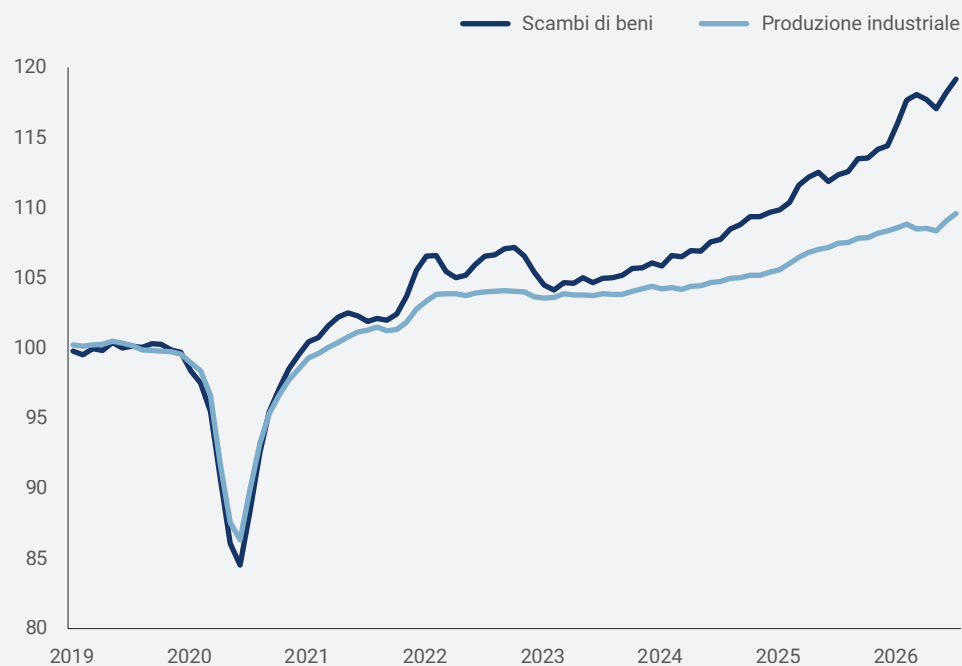


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI-Portwatch.

Grafico 32

Scambi mondiali più dinamici della produzione

(Beni, dati in volume destagionalizzati, medie mobili a tre termini, 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Centraal Planbureau.

che doppia rispetto a quella registrata dalla produzione industriale, che è cresciuta del 3,8% sul 2024 e dell'8,8% sul 2019 (**Grafico 32**).

In sintesi, il commercio con l'estero è aumentato sia in volume che in intensità (in rapporto alla produzione), soprattutto nell'ultimo biennio. A livello complessivo, la globalizzazione degli scambi non appare affatto rallentata da shock e fratture internazionali.

... ma con traiettorie divergenti

Andando ad analizzare la dinamica a livello geografico emergono, tuttavia, tendenze molto eterogenee tra le principali macroaree. Si possono distinguere tre grandi gruppi continentali.

L'Asia, da sola, ha contribuito al 90% della crescita del commercio mondiale nei primi 7 mesi del 2026 sulla media del 2025. In particolare, hanno fatto da traino i paesi avanzati asiatici (Giappone, Corea del Sud, Taiwan, Hong Kong) e la Cina, responsabili dei due terzi della crescita. Anche gli altri emergenti asiatici hanno registrato una forte espansione, di circa il 12%, dei flussi sia in entrata che in uscita. Il continente americano contribuisce positivamente alla dinamica degli scambi ma con una intensità più contenuta, anche se ampiamente positiva. L'Europa resta ferma, anzi il contributo alla crescita degli scambi proveniente dall'Area euro è in debole riduzione, e anche l'Africa e il Medio Oriente sottraggono crescita alla dinamica del commercio mondiale (**Grafico 33**).

Divergenza tecnologica

Il principale fattore sottostante alle traiettorie divergenti tra aree geografiche è di tipo tecnologico.

Gli scambi globali nell'ultimo biennio sono stati trainati dalla filiera ICT, strettamente connessa al boom degli investimenti nelle tecnologie digitali e dell'intelligenza artificiale. Un boom che ha origine dalla domanda di investimento negli Stati Uniti e ha attivato soprattutto le *supply chain* internazionali, localizzate principalmente in Asia. L'Europa è rimasta esclusa da questa nuova rivoluzione digitale.

Ciò risulta evidente se si isolano i flussi con l'estero nei beni direttamente connessi alla filiera ICT dagli altri: computer, server, componenti elettronici come chip e circuiti integrati, smartphone e altri apparecchi per le telecomunicazioni, apparecchi elettrici e sistemi di raffreddamento necessari per la costruzione dei data center. Gli scambi di beni legati all'ICT hanno sostenuto fortemente il commercio mondiale nel 2025 e nella prima parte del 2026. Nel secondo trimestre del 2026 è aumentato anche il contributo degli altri beni, sebbene più contenuto rispetto alla filiera ICT, favorito dal rialzo dei prezzi delle materie prime e dall'accumulo di scorte nei paesi importatori (**Grafico 34**).

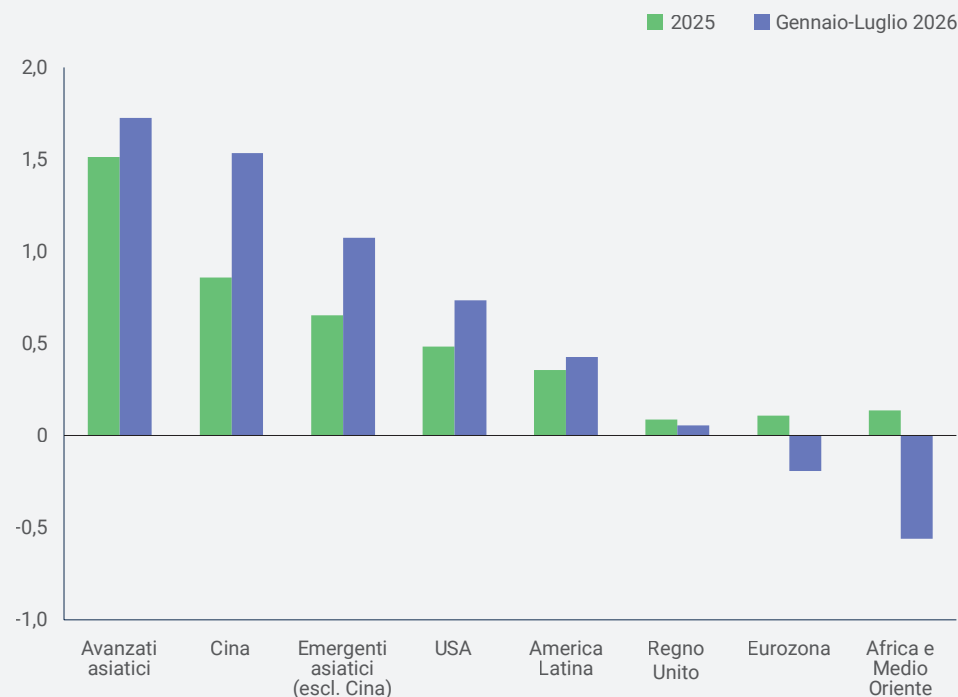
I prodotti ICT costituiscono circa un terzo dell'export cinese e una quota ancora superiore di quello di altri paesi asiatici sia emergenti che avanzati (tra cui Giappone, Corea del Sud, Indonesia, Malesia). Per l'export dei paesi UE e degli Stati Uniti, invece, tale quota scende a circa un decimo.

Soprattutto, la componente ICT rappresenta di gran lunga la parte più dinamica degli scambi asiatici nell'ultimo biennio (si veda il par. 8.4). Essa spiega gran parte della

Grafico 33

La crescita degli scambi di beni viene dall'Asia

(Commercio di beni, contributi alla crescita per aree geografiche)

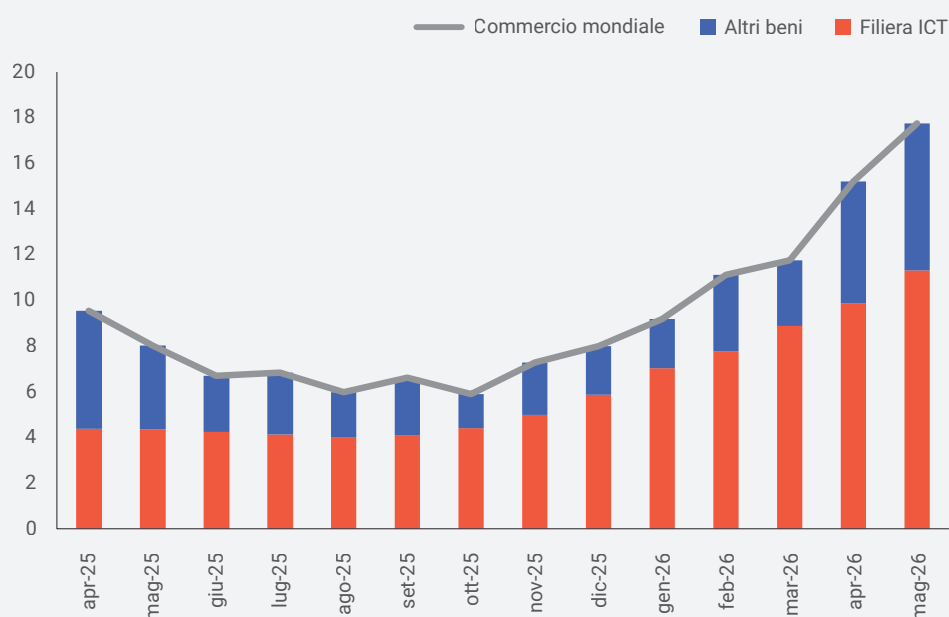


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Centraal Planbureau.

Grafico 34

La filiera ICT sostiene gli scambi globali

(Contributi alla crescita del commercio mondiale, var. % tendenziali, dati mensili in dollari correnti)



* Paesi compresi: Australia, Brasile, Canada, Cina, UE, Hong Kong, India, Indonesia, Giappone, Corea del Sud, Malesia, Messico, Filippine, Singapore, Sud Africa, Taiwan, Thailandia, Turchia, Regno Unito, Stati Uniti e Vietnam.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati OCSE.

crescita sia delle esportazioni che delle importazioni di questi paesi, evidenziando una stretta integrazione di acquisti e vendite all'estero lungo le *supply chain* internazionali²⁵.

IDE: crescita debole e concentrata

Nel 2025 i flussi di investimenti diretti esteri (IDE) in entrata nel mondo sono saliti a 1.624 miliardi di dollari (+6% rispetto al 2024). La crescita si riduce al 4% escludendo i flussi che transitano per i principali centri finanziari europei. La debole crescita è distribuita in poche aree con differenze geografiche marcate: gli IDE aumentano in Europa (+39%), America Latina (+14%) e Asia in via di sviluppo (+3%), mentre diminuiscono in Africa (-26%) e lievemente in Nord America (-2%). La crescita europea non riguarda però l'UE dove i flussi scendono da 231 a 164 miliardi (-29%). Questa riduzione riflette la presenza di centri finanziari, come Lussemburgo e Paesi Bassi²⁶, che hanno registrato una importante fuoriuscita di capitali nel 2025, non compensata dalla contestuale crescita di IDE in alcuni dei principali paesi UE: Francia, Germania e Svezia. Contemporaneamente, Regno Unito e Svizzera hanno registrato un forte aumento di capitali esteri in entrata.

La crescita degli IDE nel 2025 è stata guidata dalla componente *greenfield*, a beneficio dei paesi sviluppati. Inoltre, vi è stata una forte spinta verso i *data center*. Se si considerano i dati sui progetti (*greenfield* e finanziamenti internazionali di progetto) che misurano non solo gli investimenti effettivamente realizzati, ma anche gli impegni annunciati, risulta che il loro valore è aumentato di 235 miliardi di dollari rispetto al 2024. Crescono anche gli investimenti in petrolio e gas e semiconduttori, mentre arretrano quelli in rinnovabili, nelle altre infrastrutture e in molte produzioni manifatturiere integrate nelle catene globali del valore.

Per il 2026 l'UNCTAD non formula una previsione numerica dei flussi IDE. Ritiene tuttavia difficile mantenere la fragile crescita del 2025: l'incertezza sulle politiche commerciali, le tensioni geopolitiche, i conflitti e l'aumento dei costi energetici possono indurre a rinviare o ridimensionare nuovi investimenti. La domanda di infrastrutture digitali resta un fattore di sostegno, ma la sua concentrazione in pochi grandi progetti rende la traiettoria degli IDE particolarmente disomogenea.

Prospettive incerte e contrastanti per gli scambi

In prospettiva, la dinamica e la geografia degli scambi mondiali continueranno a essere determinate soprattutto da fattori geopolitici e tecnologici, che agiranno in direzioni opposte. Tra i fattori di sostegno, la domanda di beni legati alla filiera ICT resterà elevata, alimentata dalla costruzione di nuovi data center e dalla conseguente crescita degli investimenti diretti esteri, principale motore di questa espansione. L'incertezza e il rischio, pur continuando a pesare negativamente sugli scambi, sono ormai diventati un elemento strutturale nelle valutazioni commerciali delle imprese, il che ne attenua l'impatto. Tra i fattori di freno pesano invece l'aumento delle tensioni geopolitiche, la mancata risoluzione dei conflitti in corso, l'inasprimento delle misure protezionistiche, le fratture nei collegamenti commerciali e logistici e il rincaro dei noli marittimi. Ciò costituisce un significativo rischio al ribasso nell'orizzonte previsivo.

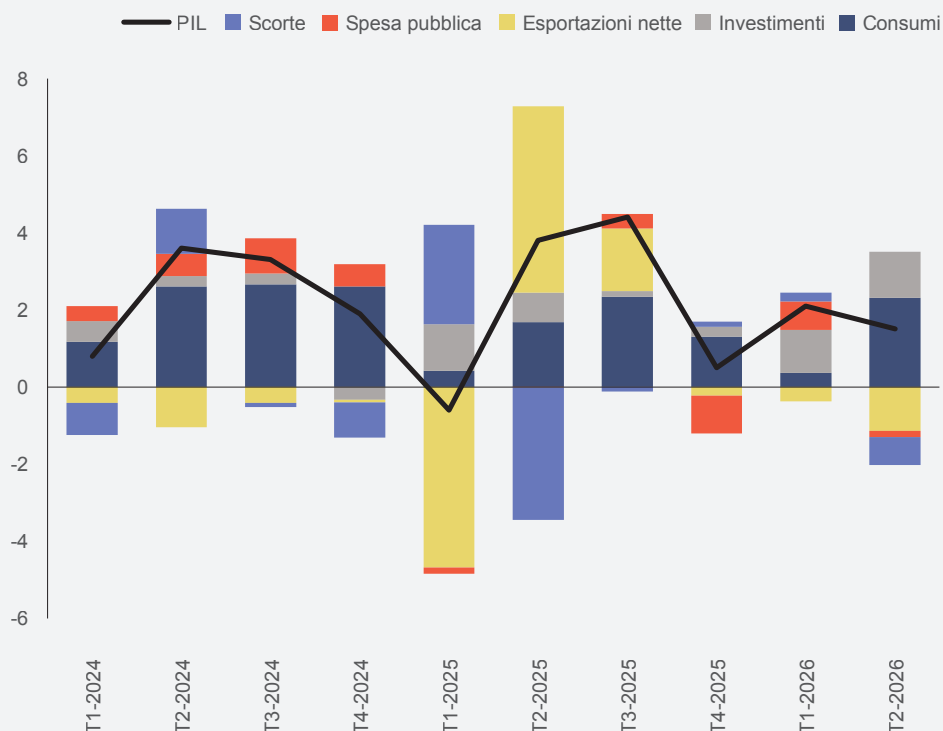
Nel complesso, gli scambi mondiali si muoveranno lungo una traiettoria segnata da queste spinte contrapposte, la cui intensità relativa determinerà il ritmo e la geografia della crescita commerciale nei prossimi anni.

Rallenta la crescita USA

Nello scenario del CSC la crescita del PIL degli Stati Uniti è attesa al +2,0% nel 2026, 0,1 punti percentuali meno del 2025, e di nuovo al +2,1% nel 2027.

Grafico 35
USA: decisivo
il contributo dei
consumi alla crescita

(Dati trimestrali, var. % trimestrali annualizzate e contributi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Bureau of Economic Analysis.

L'ultimo dato sul PIL americano, relativo al 2° trimestre 2026, ha registrato un lieve rallentamento (+0,4% da +0,5%). Nonostante questo, l'inerzia statistica nel 2026 rimane favorevole (+1,7% l'acquisito). Nello scenario attuale, la dinamica del PIL è supportata soprattutto dalla buona tenuta delle abitudini di consumo delle famiglie e, in misura minore, dagli investimenti (**Grafico 35**). Negativo il contributo della spesa pubblica e delle scorte; quello delle esportazioni nette è invece molto incerto, per via dei continui cambiamenti delle politiche tariffarie.

La buona dinamica dei consumi delle famiglie (+0,6% nel 2° da +0,1% nel 1°) ha riguardato prevalentemente i servizi. Tra gli investimenti (+0,3%, da +0,3%) si sono stabilizzati quelli in costruzioni abitative (+0,01% da -0,08%), mentre hanno rallentato quelli in ICT (+0,2% da +0,8%) e software (+0,3% da +0,5%), fortemente influenzati dalla spesa in IA. Le esportazioni nette sono risultate negative nella prima metà dell'anno (-0,3% da -0,1%) a causa prevalentemente dell'aumento delle importazioni, alimentato sia dall'anticipo di acquisti teso ad evitare ulteriori rincari attesi nei trimestri successivi per l'introduzione di eventuali nuovi dazi sia dalla crescente domanda interna di semiconduttori, componentistica elettronica e altri apparati e dispositivi necessari

per gli investimenti in IA. Negativo il contributo delle scorte (-0,2%), nullo quello della spesa della PA.

Nel quarto trimestre del 2025 i consumi e gli investimenti della PA hanno fornito un contributo fortemente negativo alla crescita del PIL statunitense. A pesare è stato soprattutto lo *shutdown* federale, protrattosi dal 1° ottobre al 12 novembre per la mancata approvazione degli stanziamenti: la chiusura di parte delle agenzie e la sospensione dal lavoro di molti dipendenti hanno ridotto le ore lavorate e i servizi pubblici effettivamente prodotti. Il BEA stima che questa sola riduzione dei servizi abbia sottratto circa 0,25 punti percentuali (-1,0% annualizzato) alla crescita del PIL nel trimestre (+0,12%, +0,5% annualizzato). Il successivo pagamento degli stipendi arretrati non ha recuperato le prestazioni non erogate. Lo *shutdown* ha inoltre rinviato acquisti federali e alcuni trasferimenti, frenando temporaneamente anche la domanda privata. Con la riapertura, parte della spesa rinviata si è riversata sul primo trimestre del 2026, quando il contributo della spesa pubblica è tornato positivo.

Bene l'attività manifatturiera

La produzione industriale ha aperto la seconda metà del 2026 in rallentamento (+0,0% ad agosto da +0,2% a luglio, +0,4% la variazione acquisita nel 3° trimestre), dopo la buona performance dei primi due trimestri (+1,1% nel 2° e +0,3% nel 1°). Gli indicatori congiunturali più recenti sembrano confermare un profilo espansivo in avvio di trimestre: gli indici PMI e ISM manifatturieri sono stabilmente sopra la soglia neutrale dei 50 punti dall'inizio dell'anno. L'indice dei direttori degli acquisti di Chicago ha avuto un comportamento più erratico: l'acquisito del 3° trimestre rimane espansivo (**Grafico 36**), nonostante il dato negativo di agosto. Gli indici sull'attività manifatturiera locale della FED hanno offerto indicazioni coerenti con un quadro di generale miglioramento: quasi tutti²⁷, tra il 2° trimestre e il 3° trimestre, si sono attestati su valori positivi.

Ancora debole il mercato del lavoro

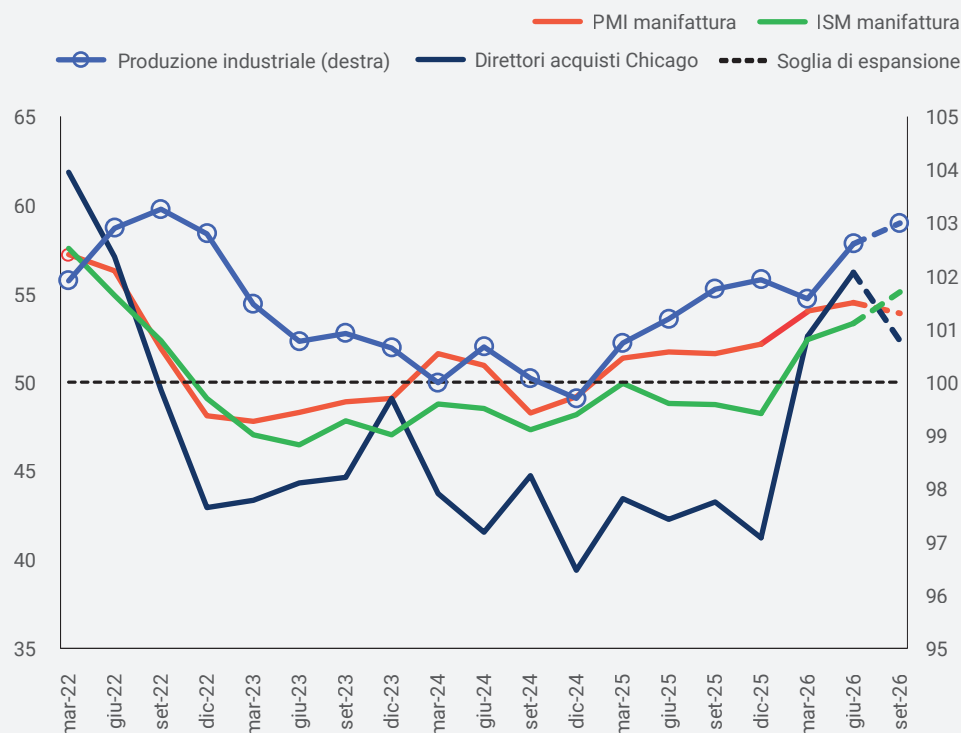
Il mercato del lavoro USA ha recuperato interamente già nel 1° trimestre del 2026 i 116 mila posti persi nei settori non agricoli nell'ultimo trimestre del 2025, nonostante il calo registrato a febbraio. Nel complesso, tuttavia, la creazione di occupazione è rimasta contenuta: tra gennaio e agosto 2026 l'incremento medio mensile è stato inferiore a 100 mila unità. Nei primi due mesi del 3° trimestre, i posti creati sono stati 91 mila in media. Nel 2026 sembra aver perso leggermente vigore la dinamica dei salari orari medi: +0,2% la media dei primi due mesi del 3° trimestre da +0,27% nel 2° e +0,33% nel 1°.

La fiducia dei consumatori è tornata espansiva dopo il calo osservato nel 2° trimestre: l'indice dell'Università del Michigan è tornato a migliorare (55,2 e 51,7 punti a luglio e agosto), ma la stima preliminare di settembre lo ricolloca sotto i 50 punti. Le vendite al dettaglio migliorano nel 3° trimestre, nonostante il calo di luglio.

L'incertezza sulla politica economica statunitense, misurata dall'indice EPU basato sulle notizie di stampa, si è attenuata nei primi due mesi del terzo trimestre 2026: l'indice è sceso a 223 punti in luglio e 219 in agosto, per una media di 221, rispetto ai 299 punti medi del secondo trimestre. Il livello è inferiore a quello registrato nel marzo 2026 (circa 382 punti nella media mensile), dopo l'avvio delle operazioni militari contro l'Iran, e al forte rialzo dell'aprile 2025, in coincidenza con l'annuncio dei dazi reciproci.

Grafico 36 USA: l'attività economica rallenta ma rimane in espansione

(Medie trimestrali di indici mensili; soglia di espansione=50, indice 2017=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FRED e Refinitiv.

Prospettive complesse per gli USA

Finora, il conflitto con l'Iran non sembra aver inciso negativamente sull'attività economica statunitense perché gli USA, grazie all'ampia disponibilità interna di risorse, sono esportatori netti di materie prime energetiche e il rincaro del petrolio sostiene i ricavi, la produzione e gli investimenti dell'industria energetica nazionale. In negativo penalizza famiglie e settori ad alta intensità energetica a causa dell'aumento dell'inflazione e spinge al rialzo i tassi di interesse (si veda il Paragrafo successivo).

Le condizioni finanziarie diventeranno pertanto più restrittive, soprattutto per il comparto residenziale. Inoltre, le ingenti emissioni nette del Tesoro per coprire l'elevato disavanzo strutturale continueranno a esercitare una pressione al rialzo sui rendimenti dei Treasuries a lungo termine, con ricadute sul costo del capitale per il settore privato. L'incertezza di politica economica tornerà ad aumentare nel 4° trimestre del 2026, per effetto delle elezioni di *midterm* di novembre, della variabilità della politica commerciale e fiscale e delle tensioni geopolitiche, per poi attenuarsi solo parzialmente nel 2027. La politica di bilancio continuerà a sostenere la domanda nel 2026 attraverso gli sgravi fiscali e gli incentivi agli investimenti introdotti con la legge di riconciliazione del 2025, ma il relativo impulso dovrebbe ridursi l'anno successivo.

Un sostegno rilevante alla crescita continuerà a provenire dagli investimenti privati connessi all'IA: le stime disponibili li collocano negli Stati Uniti intorno a 580 miliardi di dollari nel 2026, pari all'1,8% del PIL, con un aumento fino a circa il 2,5% del PIL nel 2027. Sui consumi, invece, pesano segnali di progressiva polarizzazione: mentre le famiglie a reddito medio-alto beneficiano ancora dell'aumento della ricchezza azionaria, quelle a reddito più basso restano più esposte ai rincari: a livello aggregato, i nuovi casi di morosità su carte di credito e prestiti auto rimangono elevati, ma sostanzialmente stabili²⁸. Le chiusure amministrative iniziate il 31 gennaio e il 14 febbraio 2026 hanno

invece prodotto effetti prevalentemente temporanei e settoriali sulla spesa e sui servizi pubblici, più che un deterioramento persistente dei consumi della PA.

Come risultante netta di tali fattori, si ipotizza che il ritmo di crescita dell'economia statunitense rimanga relativamente moderato nel 3° e nel 4° trimestre del 2026, e, nonostante i tassi, recuperi un po' di slancio nel 2027, grazie all'attenuazione dell'inflazione e alla riduzione dell'incertezza.

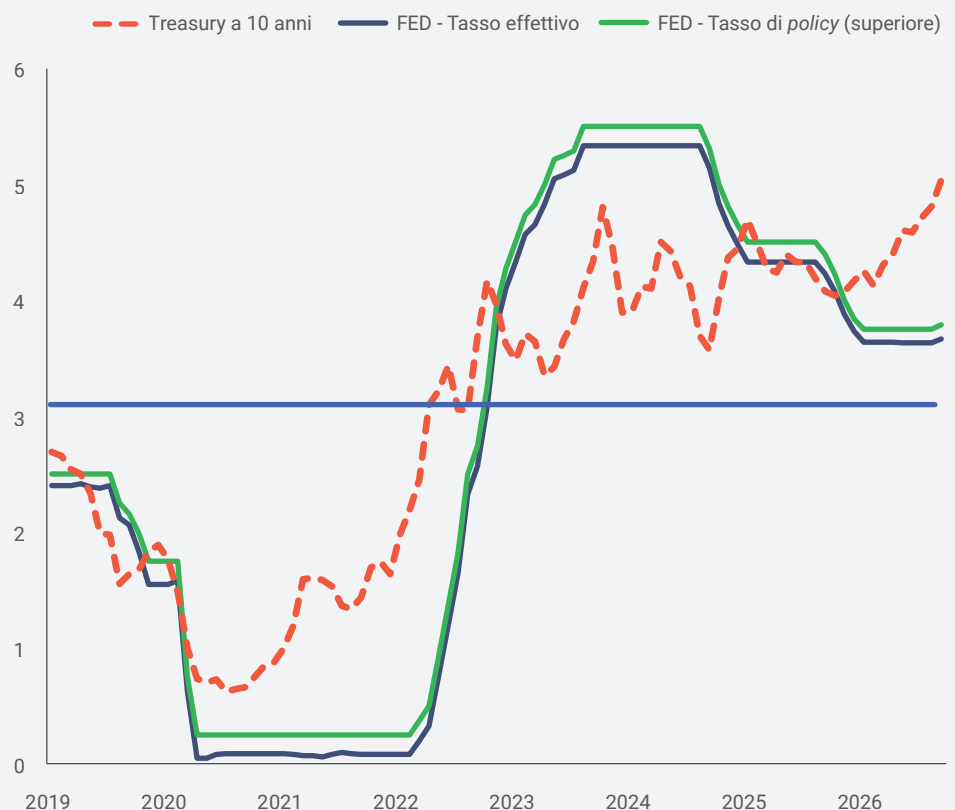
Tassi FED: iniziato il rialzo

La FED del nuovo Governatore Warsh, entrato in carica da pochi mesi, ha iniziato a rialzare il tasso ufficiale a settembre 2026, di un quarto di punto, portandolo al 4,00%²⁹, dopo un periodo di stabilità che durava da gennaio. Il tasso effettivo FED era rimasto stabile al 3,63% da inizio anno, fino alla mossa di settembre (**Grafico 37**). In precedenza, nei mesi finali del 2024 e nella seconda metà del 2025 la FED aveva tagliato di 1,75 punti complessivi (da un picco di 5,50%). I livelli attuali dei tassi sono restrittivi per l'economia americana.

Nel comunicato di settembre la FED ha espresso preoccupazione per l'inflazione USA, che si è moderata solo parzialmente negli ultimi mesi (+3,4% annuo in agosto), dopo il balzo registrato nei mesi precedenti e culminato con un picco a maggio (+4,2%, da +2,4% a febbraio). Resta, però, ampiamente sopra l'obiettivo del +2,0%. La guerra nel

Grafico 37
Tassi: anche la FED
inizia a rialzarli

(USA, valori %, medie mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Golfo, infatti, ha infiammato i prezzi al consumo dell'energia anche in America (+16,3% annuo, di cui +27,4% la benzina). La misura core dei prezzi, finora, è rimasta abbastanza stabile, sui valori pre-guerra, poco sopra l'obiettivo (+2,4%), che riflettono le pressioni sui prezzi di origine domestica legate alla significativa crescita USA.

Le aspettative di inflazione a breve, misurate sui mercati, sono cresciute in misura marcata rispetto al minimo di febbraio (+3,0%, a 1 anno) arrivando fino al +3,7% a giugno per poi stabilizzarsi al +3,6%, un valore troppo elevato rispetto all'obiettivo.

La disoccupazione USA, invece, sta proseguendo il percorso di lieve calo: 4,1% nell'agosto 2026, da 4,5% a novembre 2025, che era stato il picco dopo i valori anomali del periodo pandemico. Resta quindi appena sotto il livello di lungo termine indicato dai membri del board FED, confermato al 4,2%. Secondo la FED, la crescita economica è solida nonostante l'elevata incertezza internazionale, e il mercato del lavoro americano si espande a un ritmo adeguato.

Questa combinazione differenziata dei due obiettivi (inflazione troppo alta e con rischi al rialzo, mentre la disoccupazione è in linea) giustifica l'inizio dei rialzi dei tassi da parte della FED. Il comunicato di settembre, decisamente più scarno rispetto al solito, oltre a non segnalare un sentiero per il tasso ufficiale, non fornisce alcuna indicazione sulle prossime decisioni, tranne sottolineare che la postura della FED sarà di riportare l'inflazione in linea con la definizione di stabilità (+2,0% nel medio termine). Questo lascia pensare a possibili ulteriori rialzi nell'orizzonte di previsione.

Importanti indicazioni, invece, emergono dalle preferenze sui tassi dei singoli membri del FOMC (Federal Open Market Committee) espresse il 16 settembre. Mostrano che un'ampia maggioranza vorrebbe alzarli al 4,00-4,25% a fine 2026, cioè di un altro quarto di punto. Per il 2027, molti dei membri vorrebbero un altro rialzo di un quarto di punto, ma non si arriverebbe a una maggioranza per decidere tale mossa e dunque i tassi resterebbero fermi.

I mercati si attendono tassi FED in lieve aumento. Entro dicembre 2026, il tasso è atteso salire al 4,00-4,25% (stime CME, basate nei *future*). Per il 2027, si attendono altri due rialzi di un quarto di punto, al 4,50-4,75%, concentrati nella prima metà dell'anno e con una seconda parte caratterizzata invece da tassi fermi. I *future*, dunque, sono allineati con quanto prospettato dal FOMC per il 2026, ma divergono sulla traiettoria per il 2027.

Lo scenario CSC ipotizza che un moderato rialzo dei tassi prosegua nell'orizzonte previsivo, con un ritocco di un quarto di punto all'anno. Si arriverebbe a 4,50% a fine 2027, con un aumento complessivo limitato a +0,75 punti, intermedio tra le attese attuali di FED e mercati. Si tratta di una direzione diversa rispetto allo scenario di marzo quando si ipotizzava un proseguimento lento nella discesa dei tassi.

A settembre la FED ha alzato di un decimo, al 3,20%, la stima per il livello di lungo periodo del tasso di policy. Il tasso effettivo già prima del rialzo a settembre superava tale valore di +0,43 punti. Contando il rialzo appena deciso e quelli ulteriori previsti nello scenario CSC, alla fine del 2027 il tasso effettivo dovrebbe portarsi a +1,18 punti sopra quello "neutrale". Quindi, la politica monetaria USA eserciterà un effetto restrittivo, man mano più marcato, nell'orizzonte previsivo. Ciò dovrebbe moderare l'inflazione come sperato dalla FED, ma determina anche un freno alla crescita del PIL.

Il rialzo dei tassi della FED va nella stessa direzione, sebbene con un ritardo di alcuni mesi, rispetto al percorso già avviato dalla BCE a giugno. Dato che il rialzo FED è atteso essere più moderato, il tasso ufficiale americano e quello europeo si avvicineranno lentamente, ma quello USA resterà più alto. Nello scenario CSC, la distanza tra “tasso effettivo FED” e “tasso BCE sui depositi” tenderà infatti a ridursi: +1,59 punti in media nel 2026, +1,29 punti nel 2027 (era +1,95 nel 2025). Il trend di leggera riduzione del differenziale dei tassi a favore degli USA dovrebbe avere impatti marginali sul cambio tra dollaro ed euro.

La FED, inoltre, ha confermato il reinvestimento totale, in nuovi Treasury USA, delle somme incassate dai bond in scadenza. La nuova policy sui titoli, che implica uno stock nel bilancio FED tendenzialmente stabile, è iniziata a gennaio 2026, mentre in precedenza c’era stata una lunga fase di decumulo. Lo stock di titoli FED, infatti, è quasi invariato negli ultimi mesi: 6.468 miliardi a settembre 2026. Al suo interno, crescono di poco i *Treasury* (4.552 miliardi di dollari) e viceversa diminuiscono lentamente i *Mortgage Backed Security* (1.913 miliardi). La domanda di titoli da parte della FED, quindi, è presente quest’anno sui mercati finanziari: ciò spinge al rialzo i prezzi dei titoli di medio-lungo termine negli USA e al ribasso i rendimenti. I mercati, però, sembrano guidati maggiormente dalle attese di rialzi FED sui tassi ufficiali a breve e dalle valutazioni sull’elevato debito pubblico USA. Nel 2026 quello che si è registrato in effetti è una significativa risalita dei rendimenti a lunga: il *Treasury* decennale è arrivato al 4,93% a settembre, da 4,13% a febbraio, prima della guerra nel Golfo.

8.3

Commodity

Prezzo del petrolio molto alto

A causa del proseguire (da oltre 7 mesi) del conflitto nel Golfo Persico (iniziato il 28 febbraio tra USA-Israele e Iran), la situazione nel mercato petrolifero mondiale rimane molto tesa. In particolare, la percentuale dei transiti di navi attraverso lo Stretto di Hormuz (fonte: Hormuz Strait monitor e EIA) è stata pari ad appena il 23% del normale nel 2° trimestre 2026 e a settembre è ancora più bassa (12%). Questo significa che, mediamente, la gran parte del greggio dei paesi del Golfo che, fino al 2025, passava da qui, è rimasta bloccata (17,4 su 20,0 mbg).

Perciò, la quotazione del Brent si mantiene alta e particolarmente volatile, dato che i mercati reagiscono al rialzo a ogni notizia di ulteriori operazioni militari che coinvolgono (o rischiano di coinvolgere) gli impianti petroliferi nel Golfo (pozzi, oleodotti, raffinerie) e lo stesso Stretto. A settembre 2026 la quotazione del greggio è pari in media a 102 dollari al barile (con un picco giornaliero di 109 e una chiusura a 104 a fine mese). Finora, nel 2026, la media mensile più alta è stata quella di maggio (104 dollari), mentre i picchi giornalieri maggiori ci sono stati a fine marzo e a fine aprile (118 dollari in entrambi).

Questi alti prezzi recenti si confrontano con un minimo di 62 dollari in media a dicembre 2025, quando il prezzo era ai livelli storici di equilibrio per il mercato mondiale (60-70

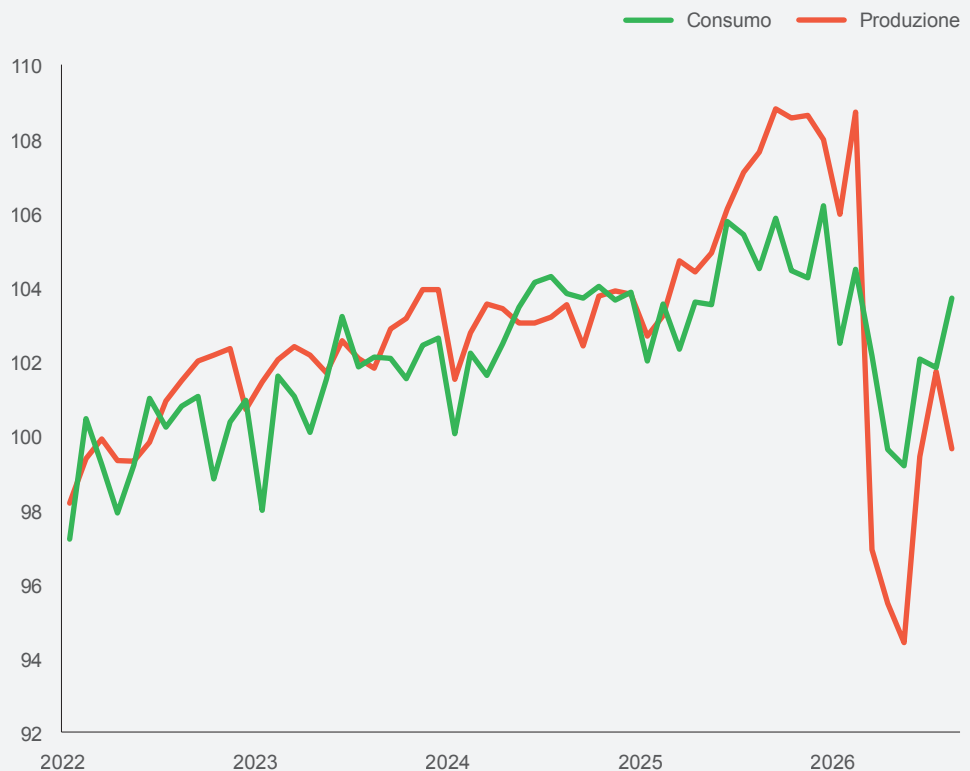
dollari). Già nei primi due mesi del 2026, prima dell'inizio del conflitto in Iran, importante esportatore di petrolio, si era avuto un moderato e non preoccupante rincaro (fino a 69 dollari a febbraio), per la riduzione dell'estrazione di greggio in alcuni altri paesi petroliferi (Kazakistan, Venezuela), rivelatasi di natura transitoria con il ritorno in pochi mesi ai ritmi produttivi precedenti.

Da marzo 2026, il conflitto ha avuto un impatto forte e persistente nel mercato fisico mondiale del petrolio (**Grafico 38**).

La produzione è crollata improvvisamente (-14,3 mbg da febbraio a maggio). Il motivo è che i 7 paesi del Golfo Persico coinvolti dal conflitto sono stati costretti a chiudere buona parte dei loro impianti, riducendo rapidamente l'estrazione (-15,2 mbg, pari al 48% del pre-guerra), non potendo esportare il greggio attraverso Hormuz. In tali paesi è concentrata una quota importante della produzione mondiale di petrolio (31,4 mbg a febbraio, pari al 29%). Il crollo della produzione è avvenuto soprattutto in Arabia Saudita (da 12,6 a 7,6), Iraq (da 4,6 a 1,3), Emirati Arabi Uniti (da 4,6 a 2,9). L'Oman è l'unico paese dell'area a esserne uscito indenne, perché i suoi giacimenti e i porti di imbarco per le petroliere si trovano più a sud, fuori dallo Stretto. In alcuni paesi di altre aree (Brasile, USA) la produzione è aumentata, ma non compensando quel crollo. In seguito, l'offerta mondiale ha recuperato parzialmente fino a luglio, ma ad agosto si è verificato un nuovo calo.

Grafico 38
Petrolio: mercato mondiale ancora in deficit

(Milioni di barili al giorno, dati mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati EIA (Energy Information Administration).

A fronte di questo “vuoto di offerta”, vari paesi consumatori (soprattutto la Cina con -1,2 mbg da febbraio a maggio e il Giappone con -0,9 mbg) hanno fatto di tutto per contenere la domanda di petrolio con misure mirate, fatte di obblighi e divieti. A queste va aggiunta la moderata riduzione della domanda mondiale (che è sostanzialmente inelastica) per effetto del prezzo alto. Per queste due ragioni, i consumi globali di greggio hanno registrato una significativa e inattesa moderazione (-5,3 mbg da febbraio a maggio).

Questo è stato cruciale per limitare la distanza effettiva tra offerta e domanda, evitando che il prezzo del petrolio schizzasse a livelli insostenibili con il prolungarsi della chiusura.

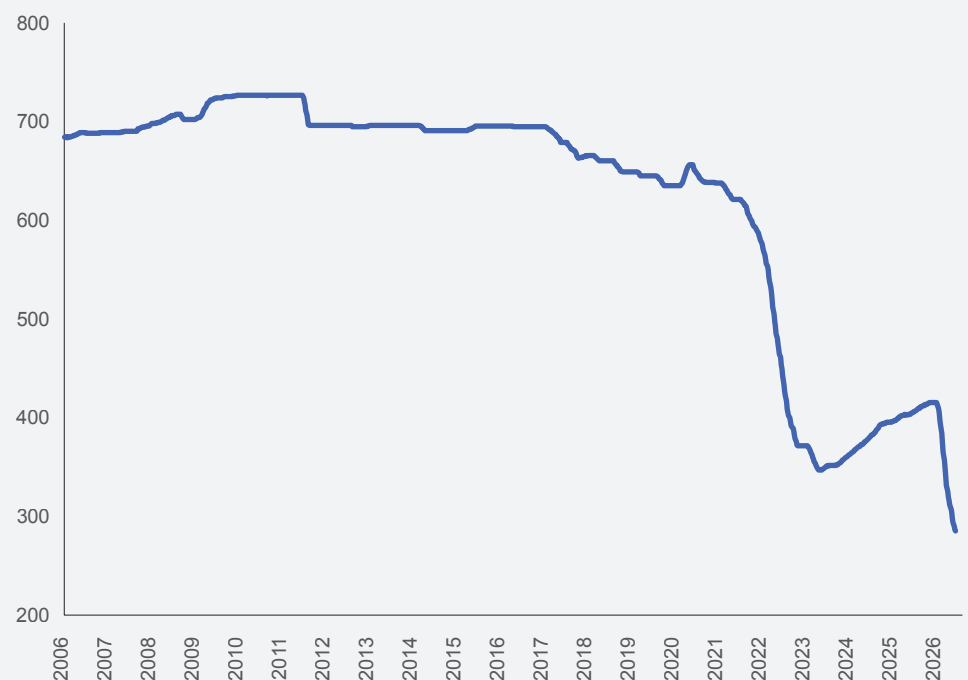
Tra metà 2025 e inizio 2026, sul mercato mondiale c'era un eccesso di produzione, che era pari a +3,2 mbg in media al mese, per 8 mesi consecutivi. Da questa situazione favorevole, si è passati bruscamente a un deficit di offerta di circa -3,5 mbg, in media, per 6 mesi, da marzo ad agosto 2026, che è stato coperto con un forte decumulo delle scorte.

Quelle commerciali di greggio nei paesi OCSE, che erano su un sentiero di aumento nella seconda metà del 2025 e nei primi 2 mesi del 2026, hanno iniziato a registrare da marzo un processo opposto di decumulo. Questo è, tradizionalmente, un indicatore di insufficienza di offerta di greggio, che spiega i rincari del Brent registrati negli ultimi mesi.

Il decumulo di scorte di greggio si è concentrato soprattutto nelle riserve strategiche, accumulate in precedenza negli USA, Europa e altri paesi (2.101 milioni di barili

Grafico 39 Pesante decumulo della riserva strategica di petrolio USA

(Greggio, SPR, stock in milioni di barili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati EIA.

complessivi a inizio anno), proprio per far fronte a shock di questo tipo. La cosiddetta SPR americana (Strategic Petroleum Reserve), in particolare, rilasciata dal Governo per attenuare lo shock sul mercato fisico, è diminuita in modo verticale, ai minimi storici: da 415 mb a marzo, a 284 a fine settembre (-131 mb in 6 mesi), il livello più basso dalla sua creazione nel 1982, rispetto a un livello "normale" di 700 mb (**Grafico 39**).

Per quanto riguarda le prospettive sui volumi negli ultimi mesi di quest'anno, la Energy Information Administration (EIA) ha disegnato uno scenario non negativo, aggiornato ai dati di agosto. Scenario che prevede, da un lato, il lento proseguimento del recupero della produzione mondiale (ancora -5,1 mbg a dicembre su febbraio) e dall'altro, un piccolo aumento della domanda, che la riporta ai livelli pre-guerra. Il risultato è una progressiva chiusura del vuoto di offerta (solo -1,2 mbg a dicembre 2026, da un massimo di -5,2 a marzo). Ciò attenuerebbe man mano il percorso di decumulo delle scorte di greggio e, secondo l'EIA, porterebbe a una sostanziale stabilizzazione del prezzo del Brent su una media annua di 91 dollari.

In seguito, con la produzione mondiale che risalirebbe oltre i consumi da gennaio 2027, si avrebbe una lenta ma costante flessione del prezzo, fino a tornare a 62 dollari a fine anno prossimo (74 in media). Per il 2027, infatti, l'EIA prevede un forte rimbalzo dell'estrazione di petrolio, dopo un anno di "compressione". I consumi mondiali, intanto, si riporterebbero sul loro trend moderatamente crescente. Queste dinamiche farebbero tornare il mercato in una condizione di accumulo di scorte, come prima della guerra, coerente con la moderazione attesa del prezzo del Brent.

Lo scenario del CSC è fondato su alcune ipotesi. Primo, che i transiti di navi per Hormuz restino fortemente limitati fino al termine del 2026, mentre da inizio 2027 si avvii un processo di graduale normalizzazione (fino al 90% del normale), a prescindere dalla durata del conflitto in Iran. Secondo, che la guerra lasci operativa una quota significativa della produzione nel Golfo, come è stato anche nel momento peggiore registrato a maggio. Terzo, che l'abbondanza di produzione mondiale rispetto alla domanda, che si registrava prima della guerra, rimanga come trend sottostante e torni a prevalere nel corso del 2027.

In tale scenario, il prezzo del Brent sarebbe pari a 94 dollari in media nel 2026 (da 69 nel 2025) e poi scenderebbe a 75 dollari in media nel 2027.

Rispetto allo scenario *baseline* di marzo scorso, che incorporava una riduzione dei transiti per lo Stretto di durata limitata, si determina una forte revisione al rialzo sia nel 2026 (+16 dollari), che nel 2027 (+10 dollari). Lo scenario CSC attuale, per il prezzo, è di poco migliore rispetto allo Scenario B di marzo scorso, che scontava una chiusura di vari mesi nello Stretto ma non includeva la moderazione poi registrata nella domanda. Rispetto allo scenario delineato in questo Rapporto, i rischi per le quotazioni sono comunque al rialzo, legati a una possibile maggior durata/intensità della chiusura di Hormuz.

Prezzo del gas in forte aumento

Il prezzo del gas in Europa (TTF) a settembre è salito al livello massimo da inizio anno, valori che non si registravano da fine 2022: 77 euro/mwh in media, da 33 a febbraio, prima della guerra nel Golfo Persico (**Grafico 40**). Il timing del rincaro è diverso da

Grafico 40 Prezzo del gas ai massimi dal 2022

(Quotazioni internazionali, dati giornalieri, euro/MWh)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

quello del petrolio, che ha toccato il picco tra aprile e maggio. Questo rincaro nel 2026 ha interrotto il lento percorso di ribasso della quotazione che si era visto nel 2025.

Le quotazioni del gas europeo nel 2026 sono diventate, quindi, ancor più alte rispetto ai livelli "normali", che prevalevano prima della guerra in Ucraina (14 euro nel 2019). L'impatto della guerra nel Golfo, infatti, si è sommato al quasi azzeramento dal 2022 dell'import di gas russo e al conseguente aumento dell'import di GNL, più costoso. Il prezzo resta, comunque, molto più moderato rispetto ai valori massimi raggiunti nel 2022 (124 euro in media annua, 236 il picco mensile in agosto).

Gli annunci ripetuti su trattative in corso e possibili tregue o accordi, poi sempre disattesi, riguardo sia al conflitto tra Ucraina e Russia sia a quello tra USA e Iran, stanno contribuendo anche alla volatilità dei prezzi, oltre a tenere tendenzialmente le quotazioni su livelli più alti rispetto a inizio anno. La guerra nel Golfo, in particolare, ha ridestato i timori di scarsità sui volumi di gas, per il coinvolgimento degli impianti di estrazione in Iran, Qatar e Arabia Saudita, importanti esportatori, anche se i due maggiori produttori mondiali di gas sono USA e Russia.

In Italia, nella prima metà del 2026, le condizioni del mercato fisico del gas sono in effetti peggiorate, come già nel 2025, anche se meno di quanto si temeva: una lieve crescita dei consumi interni (+0,1 mmc) si è associata a un calo della produzione domestica di gas (-0,3 mmc), mentre le importazioni e le esportazioni sono diminuite poco e nella stessa misura. Perciò, gli stock di gas in Italia si sono ridotti in misura marcata nella prima metà del 2026, più di quanto accaduto nello stesso periodo dello scorso anno (-1,4 da -1,1 mmc).

L'import di gas via terra, nella prima metà del 2026, è cresciuto sia da Mazara del Vallo (Algeria) che è la fornitura principale, sia da Melendugno (Azerbaijan) e da Tarvisio (Russia), mentre si è ridotto il flusso da Passo Gries (Nord Europa) e da Gela (Libia). Il totale via gasdotto è calato di -0,3 mmc (66,3% dell'import, da 67,1% lo scorso anno).

Il GNL, che ora entra in Italia da molteplici punti (maggiori i flussi da Piombino e Ravenna, minori quelli da Cavarzere e Panigaglia, invariati da Livorno), è complessivamente aumentato di +0,2 mmc (33,7% del totale, da 32,9%). Il conflitto nel Golfo ha messo a rischio l'import di gas liquefatto in Italia proveniente dal Qatar, che rappresenta comunque una quota contenuta (8,3% prima della guerra). Nel 2026 sono aumentati i volumi di GNL importati via nave dagli USA³⁰, che hanno compensato i minori flussi dal Qatar, bloccati nello Stretto. Sostanzialmente stabile la quota di gas proveniente dall'Azerbaijan, via gasdotto (15,8% nella prima metà del 2026, da 15,4%).

La distanza tra il prezzo del gas in Europa e quello negli USA nel 2026 si è ampliata notevolmente, dopo una provvisoria riduzione lo scorso anno: in agosto, 21,1 dollari/mmbtu rispetto a 2,8. Negli USA il prezzo è diminuito quest'anno, mentre in Europa è salito molto. I motivi del divario di prezzi USA-UE sono vari e si intrecciano: l'abbondanza di gas negli USA, grazie al boom in corso dell'estrazione di *shale gas*, tiene basso il prezzo in America; il crescente export di gas liquefatto via nave (GNL) dagli USA verso l'Europa, reso possibile da tale boom estrattivo e necessario per il venir meno delle forniture russe, dovrebbe limitare la separazione tra i due mercati; tuttavia, le tensioni geopolitiche alzano in modo anomalo il costo del trasporto marittimo internazionale, gonfiando i noli e le assicurazioni, tanto che la formazione dei prezzi sui due lati dell'Atlantico resta distinta.

In prospettiva, i mercati, come indicato dai *future* sul TTF, si aspettano un andamento favorevole del prezzo del gas in Europa: stabile negli ultimi mesi del 2026, intorno ai valori di picco di settembre (79 euro/mwh a fine anno), in calo il prossimo anno (50 euro/mwh a fine 2027).

Lo scenario previsivo del CSC si basa su questa indicazione e su alcune ipotesi. Primo, che la chiusura di Hormuz duri ancora fino a dicembre 2026 e che poi, lentamente, da inizio 2027 si torni alla normalità dei trasporti e quindi tornino a prevalere le tendenze ribassiste pre-guerra. Secondo, che nei paesi del Golfo si mantenga, comunque, una capacità estrattiva di gas adeguata a supportare l'offerta mondiale. Lo scenario, perciò, incorpora una quotazione del gas a 55 euro/mwh in media nel 2026, con un picco a settembre e una sostanziale stabilità fino a fine anno, e a 58 euro in media nel 2027, grazie a un profilo mensile in graduale calo. Rispetto allo scenario *baseline* di marzo, si ha una forte revisione al rialzo per il 2026 (+14 euro/mwh) e ancor più per il 2027 (+28 euro/mwh). Lo scenario attuale, come per il petrolio, è più vicino allo scenario B di marzo, quello con una maggior durata della chiusura di Hormuz.

Rincarano i metalli e le commodity agricole

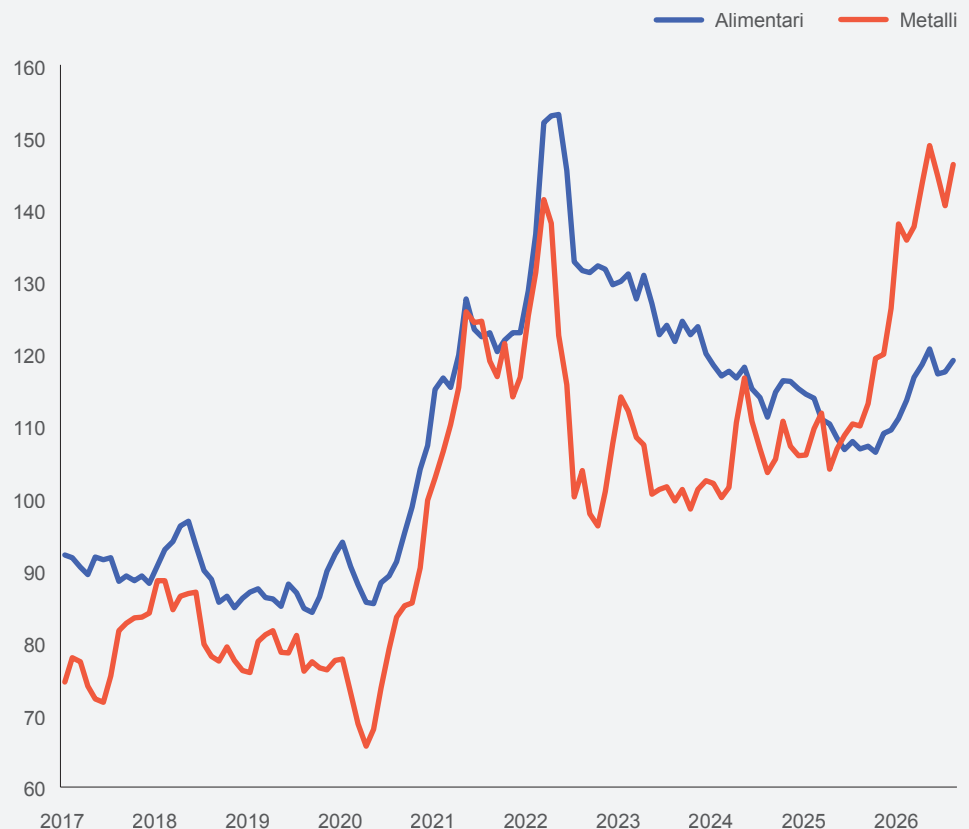
I prezzi in dollari delle commodity alimentari hanno invertito la rotta dalla fine del 2025, chiudendo un trend di lento ribasso durato circa 3 anni, iniziato dopo il picco nel 2022. La risalita ha toccato un picco a maggio 2026, attenuandosi poi fino ad agosto (+11,5% tendenziale). I rincari riguardano, più in generale, le commodity agricole (+4,9%). Tra queste è elevata l'eterogeneità di traiettorie: i rincari più significativi riguardano i

cereali (+27,0% tendenziale), ma rincarano molto anche cotone e gomma (+10,0% in aggregato). Viceversa, le quotazioni delle bevande sono in calo (-11,8%).

I prezzi dei metalli hanno consolidato nel 2026 il forte rincaro iniziato nell'estate 2025, toccando anch'essi un picco a maggio, superiore a quello del 2022, in coincidenza con la fase peggiore del conflitto nel Golfo (+32,9% tendenziale; **Grafico 41**). Tra i metalli, i rincari maggiori si registrano per lo stagno (+63,7% tendenziale in agosto), il rame (+48,1%), lo zinco (+38,9%). Anche altri metalli rincarano, in modo più moderato, come l'alluminio. Viceversa, pochi metalli mostrano un modesto calo del prezzo, in particolare il ferro (-3,4%).

Grafico 41 Commodity: metalli e alimentari troppo cari

(Dati mensili, quotazioni
internazionali in dollari, 2010=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati World Bank.

I rincari delle commodity di quest'anno, che non sono generalizzati, dipendono soprattutto da difficoltà di diversa natura nel tenere alta l'offerta mondiale, al passo della domanda. Primo, la guerra nel Golfo Persico con la quasi completa chiusura di Hormuz e altre difficoltà geopolitiche in varie aree pesano su alcune commodity *non-energy*, come l'alluminio e i fertilizzanti, dato che coinvolgono una quota importante delle forniture internazionali. Secondo, le temperature molto elevate stanno penalizzando le colture di diverse commodity agricole (come i cereali), in varie aree del mondo, spingendo al rialzo le quotazioni. In alcuni casi, pesa lo sviluppo lento di nuove miniere per sostituire

8.4

Emergenti

quelle in esaurimento. Inoltre, come accaduto in passato, i rincari energetici contagiano anche le altre quotazioni, sia sui mercati, sia tramite l'aggravio di costi. Viceversa, nei mercati di un numero ristretto di commodity, quelle con quotazioni in ribasso, ha pesato una frenata della domanda mondiale tra 2025 e 2026.

Con l'interruzione del percorso, comunque incompleto, di normalizzazione delle quotazioni agricole nel 2026, queste sono tornate su livelli molto alti rispetto al 2019: per le alimentari +40,6% in agosto, per l'aggregato agricolo si arriva a +47,8%. Le quotazioni dei metalli, che già non avevano mostrato una significativa normalizzazione fino allo scorso anno, sono ora al +92,4% rispetto a 7 anni fa. Nei paesi importatori come l'Italia, ciò si traduce in costi più elevati per imprese e famiglie.

La guerra nel Golfo condiziona la crescita

La guerra nel Golfo dalla fine di febbraio ha interrotto la più importante rotta energetica del mondo e smentito l'ipotesi, alla base delle previsioni di primavera, di interruzioni di breve durata³¹. La crescita delle economie emergenti scende dal +4,5% del 2025 al +3,7% nel 2026 ed è attesa risalire al +4,5% nel 2027³², ma quasi tutta la risalita dovrebbe venire dalle otto economie del Golfo che valgono poco più di un ventesimo del PIL del gruppo: per le altre, il 2027 è una risalita parziale, non un recupero.

La guerra sta colpendo i paesi emergenti attraverso tre canali e nessuno di questi colpisce tutti allo stesso modo. Primo, il prezzo dell'energia separa gli esportatori dagli importatori. Secondo, il costo di far arrivare le merci (noli, assicurazioni, tempi di consegna) penalizza chi è lontano dai mercati di sbocco e colpisce anche chi il petrolio lo vende. Terzo, il costo più alto del denaro, laddove le banche centrali hanno risposto allo shock alzando i tassi di interesse, trasforma un rincaro importato in una stretta interna e pesa su chi ha debito in scadenza. Posizione lungo le rotte energetiche, costo del servizio del debito e posizioni strategiche lungo le catene globali del valore nel comparto dell'elettronica sono i tre fili che attraversano le analisi che seguono.

Due strozzature decidono chi paga lo shock

Dallo Stretto di Hormuz passa una quota rilevante del commercio marittimo mondiale di petrolio, gas naturale liquefatto, fertilizzanti; lo Stretto di Bab el-Mandeb, all'imbocco del Mar Rosso, è l'unica uscita alternativa per il greggio del Golfo ed è esposto agli attacchi degli Houthi. Gli effetti differenziati sulla crescita si vedono già. Nel Golfo si è fermata anche l'economia non petrolifera, che avrebbe potuto fare da cuscinetto: la domanda alberghiera di Dubai è scesa al 7-14% dei livelli prebellici nei primi mesi di guerra e a metà anno ne aveva recuperato appena il 20-30%. Qatar, Emirati Arabi Uniti e Arabia Saudita chiudono il 2026 in contrazione.

Più lontano, la crisi viaggia sui costi: il premio assicurativo contro il rischio di guerra si applica a chiunque transiti per Hormuz, e si trasferisce sui prezzi al consumo dell'Asia

importatrice; per l'Africa subsahariana il canale di trasmissione sono i fertilizzanti, con costi agricoli e inflazione più alti, dato che alimentari ed energia pesano di più sul paniere dei consumi.

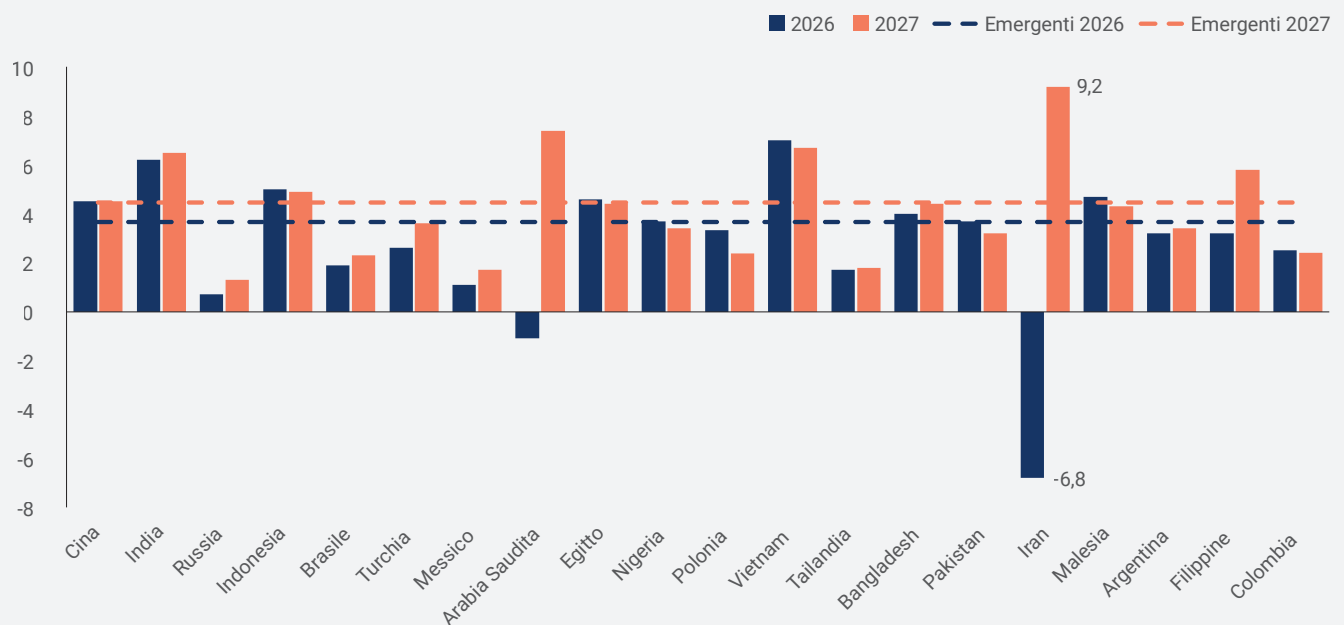
Divergono i tassi di crescita tra paesi

Fra le prime venti economie emergenti, che valgono l'84% del PIL del gruppo, la dinamica del 2026 è in larga parte consuntivo: dal -6,8% dell'Iran, al +7,0% del Vietnam (Grafico 42). La frenata è concentrata dove la guerra ha chiuso le rotte, con Iran e

Grafico 42

Il 2026 divide i grandi emergenti, il 2027 non li ricompone

(PIL, var. % annue; prime venti economie emergenti per quota del PIL mondiale in PPA)



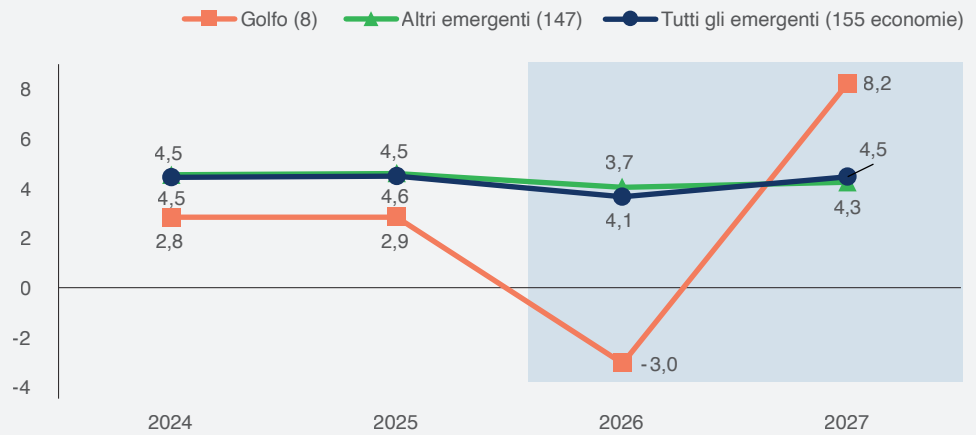
Nota: economie ordinate per quota del PIL mondiale in PPA nel 2026; le venti in figura pesano per il 51,4% del PIL mondiale e per l'84,4% di quello degli emergenti. Le linee tratteggiate indicano l'aggregato delle 155 economie emergenti e in via di sviluppo, ponderato con le quote in PPA. Per Bangladesh, Egitto, India, Iran e Pakistan i dati sono riferiti all'anno fiscale; per la Polonia la previsione è del FMI.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati S&P Global Market Intelligence e FMI.

Arabia Saudita in contrazione, e dove il ciclo interno era già debole: Russia, Messico e Tailandia restano sotto il +2%, il Brasile si ferma all'1,9%. Cina e India tengono: la prima cresce del 4,5% in entrambi gli anni, la seconda del 6,2% e del 6,5%, unica fra i grandi stabilmente sopra il +6%. Nel 2027 il recupero è largo ma disuguale: Iran e Arabia Saudita rimbalzano oltre il +7%, le Filippine tornano quasi al +6%, mentre Polonia (classificata come emergente dal FMI), Pakistan e Nigeria rallentano. Le prospettive sul 2027 sono fortemente influenzate da come evolverà la crisi in corso.

Grafico 43 Il rimbalzo del 2027 è quasi tutto del Golfo

(PIL, var. % annue; media ponderata con la quota sul PIL mondiale in PPA)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati S&P Global Market Intelligence e FMI.

Atteso un rimbalzo nel 2027 per i paesi del Golfo

Le otto economie del Golfo (Arabia Saudita, Bahrein, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Kuwait, Oman e Qatar) sono attese passare dal -3,0% del 2026 al +8,2% del 2027 (**Grafico 43**). Valgono il 5,4% del PIL degli emergenti, ma spiegano tre quarti dell'accelerazione dell'aggregato³³. La Cina, che pesa venti punti di PIL mondiale, non vi contribuisce, perché cresce allo stesso ritmo nei due anni. Tolto il Golfo, il resto del gruppo sale dal 4,1% al 4,3% e resta sotto il 4,6% del 2025. L'Oman, nonostante rientri tra le economie del Golfo, per la sua posizione geografica potrebbe offrire il controfattuale: cresce del 2,6% quest'anno e del 2,8% nel 2027, senza contrazione e senza rimbalzo, perché i suoi terminali sono fuori dallo Stretto.

Lo scenario regge se i flussi nello Stretto riprendono

Il +3,7% del 2026 si colloca fra i due scenari alternativi di diversa durata elaborati dal CSC a marzo (+3,8% con quattro mesi di interruzione dei flussi, +3,4% con nove), più vicino al primo³⁴. Il +4,5% del 2027 è invece più alto di quanto entrambi gli scenari prevedevano (+4,2% e +4,3%), e richiede in più che la capacità produttiva del Golfo torni piena e che il petrolio rientri, dai circa 100 dollari al barile di fine settembre, lungo il profilo assunto nello scenario di riferimento del rapporto.

Tre elementi invitano alla prudenza. Il primo è che al momento non sussistono i presupposti: il traffico nello Stretto resta una frazione di quello prebellico. Il secondo è che riapertura non significa immediata normalizzazione: la capacità fisica si ripristina più in fretta della regolarità delle esportazioni; due impianti di liquefazione del gas in Qatar danneggiati non torneranno in funzione prima della fine del decennio. Il terzo è che i vari canali di impatto dello shock non ripartono insieme: i volumi di greggio possono risalire in pochi mesi, mentre turismo, forza lavoro espatriata e decisioni di investimento tornano solo dopo un periodo prolungato senza guerra. La previsione sul 2027, perciò, è per lo più esposta a revisioni al ribasso.

Tre quarti della crescita emergente del 2026 sono in Asia

Il peso degli emergenti sul PIL mondiale, misurato a parità di potere d'acquisto, sale dal 60,6% del 2025 al 61,6% del 2027, anno in cui i BRICS allargati supereranno il 41%. Dentro il gruppo, l'Asia emergente (58% del PIL degli emergenti) cresce del +4,9% nel 2026 e del +5,0% nel 2027 e spiega da sola il 77% dell'espansione dell'anno in corso; Medio Oriente e Asia centrale (12% del PIL) crescono appena dello 0,9% e ne spiegano

il 3%, per salire al 16% nel 2027. I paesi emergenti di Europa e America Latina restano fra il +1,6% e il +2,7% nei due anni, l'Africa subsahariana poco sopra il +4%.

Il boom tecnologico vale due punti di crescita l'anno

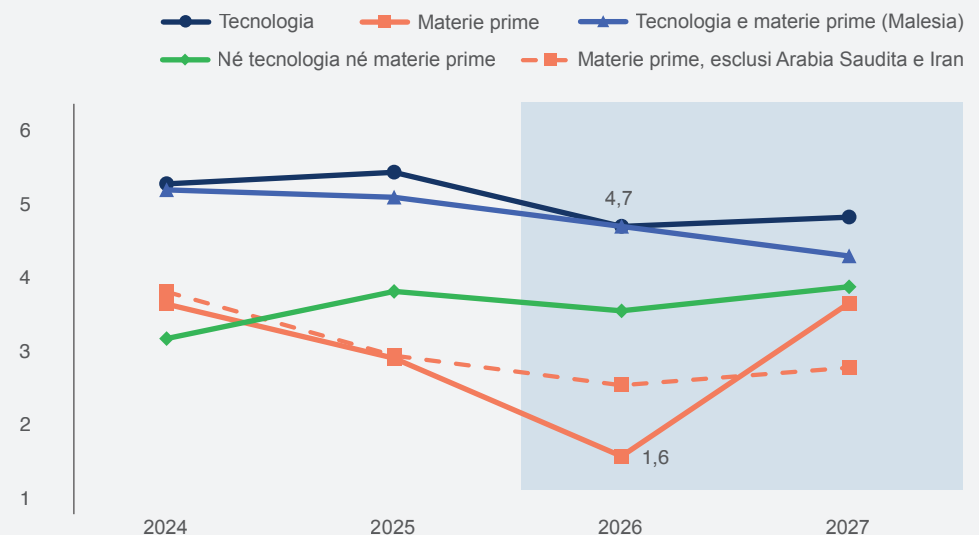
Il CSC ha classificato le prime venti economie emergenti per esposizione al ciclo tecnologico e per importanza delle materie prime nell'export. Il "gruppo tecnologico" (tra i principali esponenti Cina, India, Messico), che vale un terzo del PIL mondiale, rallenta dal +5,4% del 2025 al +4,7% del 2026 per poi restare quasi stabile; quello delle materie prime (Russia, Indonesia, Brasile, Arabia Saudita, Nigeria, Iran, Argentina e Colombia) scende dal +2,9% al +1,6% prima di risalire al +3,7% (**Grafico 44**). A prima vista è la conferma che la guerra ha colpito i secondi. Ma toglie Arabia Saudita e Iran, le due economie emergenti le cui rotte di esportazione sono state chiuse, la sequenza diventa 2,9%, 2,5% e 2,8%: una flessione modesta. Perciò, il crollo non viene dalla rilevanza delle materie prime, che anzi sono rincarate, ma dalla chiusura di due rotte. Inoltre, si registra un "premio di crescita" di circa due punti l'anno per le economie inserite nelle filiere dell'elettronica. La separazione che conta di più non passa fra chi vende materie prime e chi le compra, ma fra chi è dentro e chi è fuori da quelle filiere tecnologiche.

Risale l'inflazione, tranne dov'era molto alta

Lo shock energetico ha interrotto il rientro della dinamica dei prezzi: l'inflazione media degli emergenti è attesa al +5,8% nel 2026, in risalita dal +5,2% del 2025, prima di tornare al +4,8% nel 2027³⁵. In Turchia, Argentina e Nigeria continua invece a scendere, pur restando fra il +15% e il +32%; l'eccezione è l'Iran, dove i prezzi al consumo sono

Grafico 44 Il premio del ciclo tecnologico incide più della guerra

(PIL, var. % annue; medie ponderate con le quote del PIL mondiale in PPA)

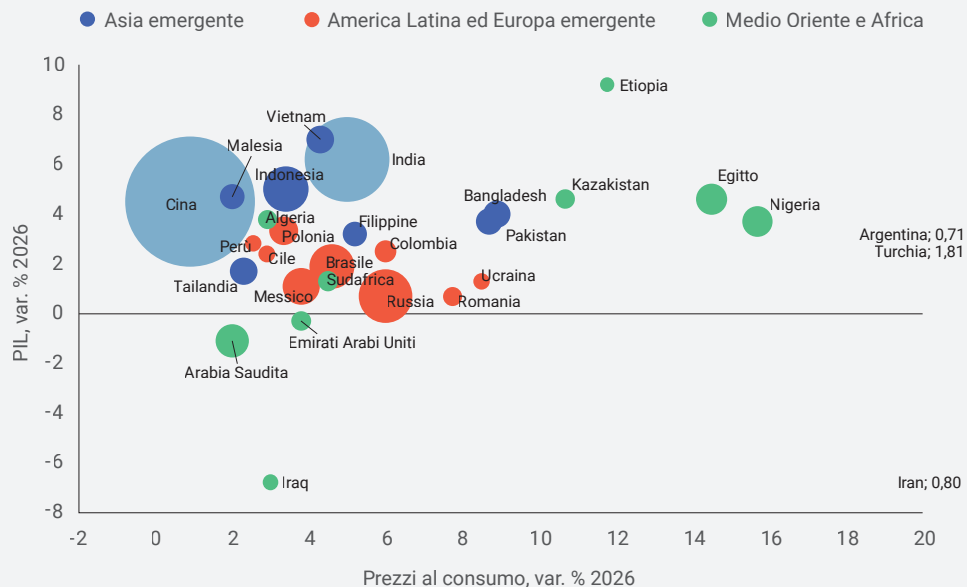


Nota: classificazione Centro Studi Confindustria delle prime venti economie emergenti. Tecnologia: elettronica, semiconduttori o servizi ICT fra i primi settori di esportazione o di produzione industriale. I paesi inclusi sono: Cina, India, Messico, Polonia, Vietnam, Thailandia e Filippine. Materie prime: esportatori netti di energia o di altre materie prime, o con entrate pubbliche in larga parte derivate da esse. I paesi inclusi sono: Russia, Indonesia, Brasile, Arabia Saudita, Nigeria, Iran, Argentina e Colombia. La Malesia è l'unica su entrambi i fronti. Senza tecnologia o materie prime sono: Turchia, Egitto, Bangladesh e Pakistan. La linea tratteggiata toglie dal gruppo le due economie le cui rotte sono state chiuse dalla guerra.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati S&P Global Market Intelligence e FMI.

Grafico 45**Gli emergenti asiatici crescono di più e con i prezzi più stabili**

(Var. % nel 2026; bolla proporzionale alla quota del PIL mondiale in PPA)



Nota: fuori scala sul bordo destro, con i prezzi al consumo fra parentesi, Turchia, Argentina e Iran. Per ciascuna economia la previsione più recente disponibile.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati S&P Global Market Intelligence e FMI.

attesi in aumento di quasi l'80% con il PIL che si contrae del 6,8% (**Grafico 45**). In Asia i prezzi risalgono da dinamiche molto basse, e gli estremi sono Cina e India. In Cina, dopo un'inflazione nulla nel 2025, i prezzi al consumo sono saliti del +0,8% ad agosto e quelli alla produzione del +3,8%, chiudendo una lunga fase di deflazione³⁶. In India l'inflazione è salita al +4,8% ad agosto, dal +2,2% medio del 2025, spinta da alimentari e fertilizzanti³⁷.

Il rincaro dell'energia pesa sui saldi esteri degli importatori

Fra il 2025 e il 2026 il saldo delle partite correnti peggiora in quasi tutte le economie che importano energia, incluse Cina e Vietnam: il loro avanzo si riduce di 0,8 e 3,0 punti di PIL, senza annullarsi, perché l'attivo manifatturiero più che compensa la bolletta energetica (**Grafico 46**). Il peggioramento più ampio è quello della Tailandia, che passa in disavanzo; le eccezioni, come Perù e Sudafrica, sono spiegate dall'aumento dei prezzi dei metalli che esportano. Fra gli esportatori la linea di separazione è di nuovo la rotta: per chi vende fuori da Hormuz o ha potuto dirottare i flussi, come Algeria, Arabia Saudita, Kazakistan e Argentina, il saldo delle partite correnti migliora di 2-5 punti di PIL; chi è chiuso dietro lo Stretto, come Iraq, Emirati Arabi Uniti e Iran, perde fra 2,5 e 6,7 punti. Il beneficio dell'elevato prezzo del petrolio non è automatico: la Russia vende il greggio Urals poco sopra i 59 dollari, con uno sconto di oltre un terzo sul Brent, e ad agosto le sue entrate da petrolio e gas sono scese del 16% sull'anno; il disavanzo federale dei primi otto mesi ha raggiunto il 2,5% del PIL.

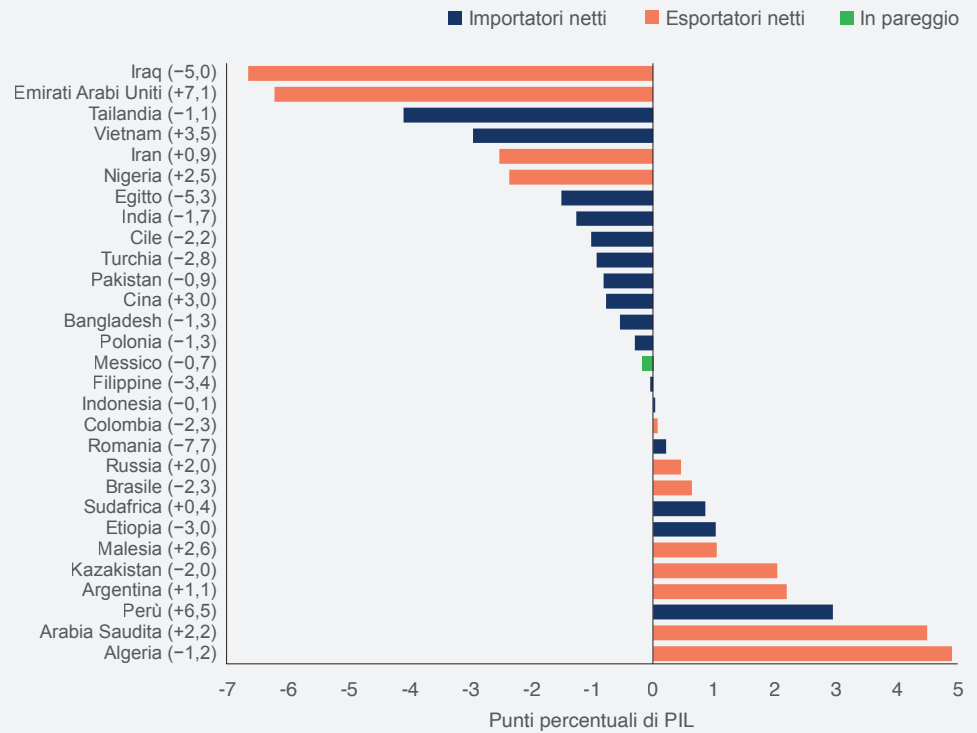
Dove il servizio del debito è alto, il bilancio non può attutire lo shock

A incidere non è il livello del debito, ma il peso degli interessi: la Cina ha un debito pubblico pari al 107% del PIL e destina agli interessi il 4,5% delle entrate, l'Egitto, con un debito all'87%, ne destina l'88% (**Grafico 47**). Per quasi un terzo delle economie considerate gli interessi assorbono oltre un quinto delle entrate e fra queste sei sono importatrici nette di energia: Egitto, Pakistan, Kenya, Bangladesh, India e Giordania, che insieme valgono quasi un quinto del PIL degli emergenti³⁸. È in questi paesi che il

Grafico 46

Chi importa energia o è chiuso dallo Stretto, peggiora il saldo con l'estero

(Saldo delle partite correnti, variazione fra il 2025 e il 2026 in punti di PIL)

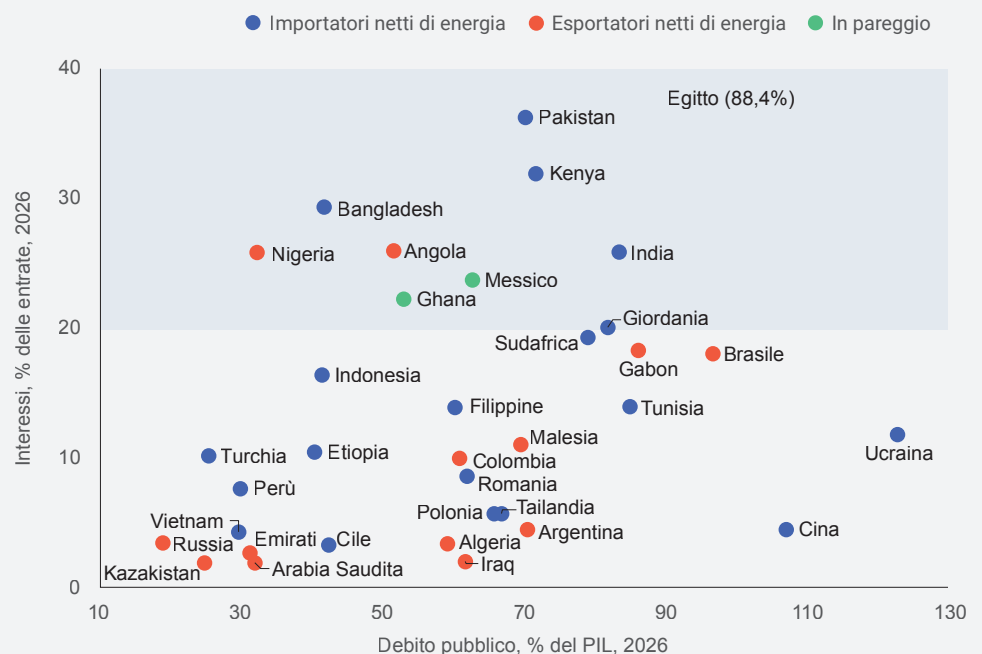


Nota: fra parentesi il saldo delle partite correnti del 2026 in % del PIL.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati S&P Global Market Intelligence.

Grafico 47

Dove il bilancio fatica ad attutire lo shock energetico



Nota: gli interessi sono la differenza fra saldo primario e indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche. Nell'area ombreggiata il servizio del debito assorbe oltre un quinto delle entrate; l'Egitto, fuori scala, vi destina l'88,4%.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI, WEO 2026.

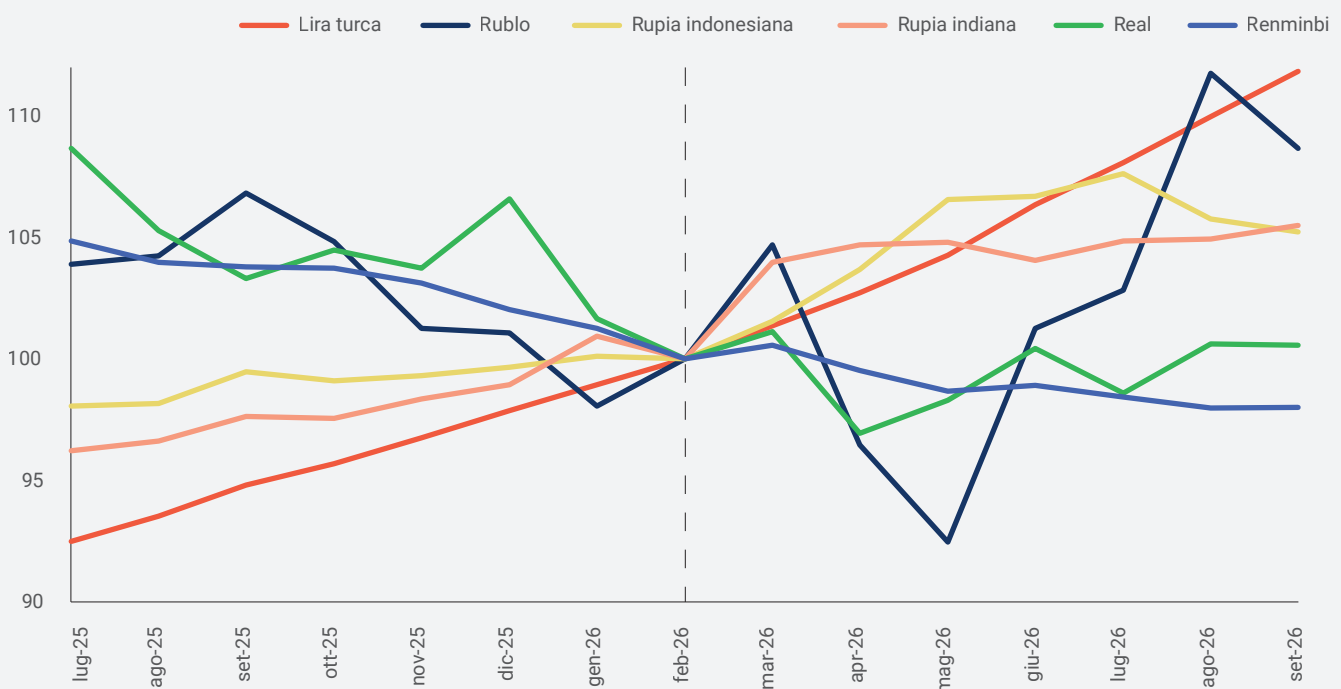
rincarare dell'energia ha un impatto più negativo, perché si somma a un bilancio che non ha margini per assorbirlo: se l'energia resta cara, questi paesi non possono sostenere famiglie e imprese con la spesa pubblica. L'aggiustamento potrebbe allora passare per il cambio o per la compressione delle importazioni. Nigeria e Angola, pure sopra la soglia del 20%, hanno invece entrate petrolifere significative.

La stretta arriva da cambio e tassi

Fra febbraio e agosto il dollaro si è apprezzato del 9% sulla lira turca, del 7% sulla rupia indonesiana e del 5% su quella indiana; il rublo ha perso quasi quanto la lira pur essendo la Russia esportatrice di energia, mentre il renminbi, sostenuto dall'avanzo commerciale, si è rafforzato (**Grafico 48**). A differenza dei cicli precedenti, diverse banche centrali hanno reagito con rialzi: Bank Indonesia ha aggiunto 100 punti base fra maggio e giugno e il 23 settembre ha confermato il 5,75%; la banca centrale delle Filippine è arrivata al 5,00% con tre rialzi consecutivi, l'ultimo a fine agosto; Pakistan e Sudafrica hanno alzato in primavera per la prima volta da anni, e il Sudafrica di nuovo il 23 settembre, al 7,25%. La Reserve Bank of India ha invece lasciato il tasso al 5,25%. Ai vincoli interni si somma ora quello esterno. Dopo il rialzo dei tassi FED di 0,25 a settembre (si veda paragrafo 7.3), per le economie del Golfo, che con i cambi ancorati

Grafico 48 Con la guerra cedono lira, rublo e rupie

(unità di valuta locale per dollaro; indice febbraio 2026 = 100)



Nota: dati mensili fino a settembre 2026. Un aumento dell'indice segnala un indebolimento della valuta locale nei confronti del dollaro.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati S&P Global Market Intelligence.

al dollaro importano la politica monetaria statunitense, significa condizioni finanziarie più restrittive proprio nell'anno in cui si potrebbe verificare il rimbalzo; per le altre, più pressione su cambi e differenziali di rendimento. I flussi di portafoglio verso gli emergenti restano positivi ma si assottigliano: 11,3 miliardi di dollari ad agosto, quasi tutti sull'obbligazionario, contro i 24,9 di luglio. Tassi più alti comprimono la domanda interna degli emergenti, mercato di sbocco di una quota crescente delle esportazioni europee: è il canale attraverso cui la crisi mediorientale arriva agli ordini delle imprese manifatturiere italiane, senza passare per il prezzo del gas.

Cina: esportazioni forti, domanda interna debole

Nel primo semestre il PIL cinese è cresciuto del +4,7%, con un'economia sempre più sbilanciata verso l'estero: ad agosto le esportazioni sono aumentate del +25,0% sull'anno, con un avanzo commerciale mensile di 119,1 miliardi di dollari, mentre le vendite al dettaglio sono salite appena del +0,4% e gli investimenti fissi sono calati del -7,2% nei primi otto mesi. La politica di bilancio resta espansiva, con un obiettivo di disavanzo del 4% del PIL, ma la risalita dei prezzi alla produzione ha rinviato l'allentamento monetario: il 20 settembre i tassi di riferimento sui prestiti sono rimasti al 3,00% e al 3,50% per il sedicesimo mese. Il passaggio dall'immobiliare alla manifattura avanzata riduce il traino sugli esportatori di materie prime e aumenta la pressione competitiva sui manifatturieri emergenti nei mercati terzi.

India: tiene il PIL, i dazi USA pesano meno che altrove

Nel trimestre aprile-giugno il PIL indiano è salito del +7,8% sull'anno, sopra le attese. Il quadro tariffario statunitense, che a fine 2025 gravava le esportazioni indiane con dazi fino al 50%, è cambiato tre volte in pochi mesi e da luglio colloca l'India nella fascia del 10%, contro il 12,5% applicato a Cina, Vietnam, Tailandia e Filippine: un vantaggio competitivo non trascurabile, anche se il negoziato per un accordo bilaterale completo resta in sospeso. Il punto debole è la rupia, a 96,0 per dollaro a settembre nonostante i ripetuti interventi della banca centrale.

Russia: a rischio le entrate legate al petrolio

Nella prima metà dell'anno il PIL russo è cresciuto dello 0,6%, metà del ritmo dell'anno precedente, con il comparto militare-industriale in espansione e la manifattura civile in calo. Il ripristino a giugno del divieto statunitense sulle esportazioni di greggio via mare e gli attacchi con droni alle raffinerie hanno più che dimezzato in un anno i carichi di prodotti raffinati. L'inflazione resta sopra l'obiettivo del +4%, al +6,0% nel 2026, e la banca centrale, dopo il taglio di luglio, ha lasciato il tasso al 14% a settembre.

Brasile: inflazione nella banda, ma incertezza sul voto

Nel 2° trimestre il PIL brasiliano è cresciuto del +0,5% sul trimestre precedente, ma i consumi delle famiglie sono calati del -0,4%. Il rientro dell'inflazione al +4,2% ad agosto ha permesso di portare il Selic al 13,75% il 16 settembre, quinto taglio consecutivo, mentre il debito pubblico è salito all'81,9% del PIL a giugno, 3,3 punti in più in soli sei mesi per effetto degli interessi. Le elezioni generali sono il principale fattore di incertezza interna. Il nuovo presidente è atteso insediarsi a gennaio 2027.

8.5

Cambio

Gli altri grandi emergenti fra dazi, cambi e vincoli interni

Il Messico è uscito dalla revisione dell'accordo di libero scambio nordamericano del 1° luglio con l'accesso preferenziale sostanzialmente intatto, ma con revisioni ora annuali fino al 2036; il record di investimenti diretti del primo semestre, 35,0 miliardi di dollari, è per l'88,5% reinvestimento di utili di imprese già presenti, e la rilocalizzazione produttiva verso il Messico resta per ora più contabile che reale. In Turchia la disinflazione procede lentamente, con i prezzi al consumo al +31,5% ad agosto, e la banca centrale è ferma al 37% da cinque riunioni, l'ultima il 10 settembre. L'Argentina ha migliorato in modo netto i conti con l'estero, con esportazioni in aumento del +22,9% nei primi sette mesi. In entrambi i paesi un cambio che si deprezza meno dei prezzi sostiene la disinflazione ma erode la competitività. Il Sudafrica resta il più debole fra i grandi emergenti, con il PIL in calo del -0,2% nel 2° trimestre, frenato da estrattivo, commercio e manifattura.

I rischi restano orientati al ribasso

Un prolungarsi della chiusura dello Stretto avrebbe effetti asimmetrici e cumulativi sugli emergenti che importano energia, e toglierebbe al 2027 il rimbalzo del Golfo da cui dipende quasi tutta l'accelerazione attesa. Si aggiungono due rischi ulteriori: un'intensificazione di El Niño, con effetti su raccolti e prezzi alimentari in Asia meridionale, America Latina e Africa, e una correzione delle valutazioni di borsa legate all'intelligenza artificiale, che oggi sostiene le esportazioni di una parte rilevante dell'Asia emergente.

L'euro resta forte

Il tasso di cambio dollaro-euro è sceso, con un andamento volatile, a 1,15 in media a settembre, da 1,18 a febbraio (massimo da cinque anni). L'euro resta, comunque, fortemente apprezzato sul dollaro rispetto a inizio 2025 (quando era a 1,04; **Grafico 49**).

Anche rispetto alle altre principali valute mondiali l'euro si è lievemente indebolito (-0,7% a settembre rispetto a febbraio), ma rimane su livelli elevati: il cambio effettivo nominale, al netto del dollaro, è ancora maggiore del +3,6% rispetto a inizio 2025 (stime CSC).

La modesta correzione al ribasso dell'euro negli ultimi mesi incorpora l'impatto, incerto e volatile, della crisi in Medio Oriente sui prezzi dell'energia, che tende ad amplificare il gap di costo delle imprese europee, soprattutto rispetto a quelle USA, e genera rischi al ribasso sulle prospettive di crescita dell'Eurozona.

Inoltre, le tensioni geopolitiche mondiali e i conflitti militari regionali, in Medio Oriente e in Ucraina, tendono a rafforzare il ruolo del dollaro come valuta rifugio.

Le decisioni di politica monetaria, invece, appaiono in questa fase un fattore meno significativo per la dinamica del cambio dollaro-euro, dato l'avvio del rialzo dei tassi

Grafico 49 Il cambio Dollaro-Euro si stabilizza su livelli elevati

(Dollaro per euro e indice
gen. 2020=100, dati mensili)



* Media ponderata dei tassi di cambio con 39 paesi (esclusi USA).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati BCE e Refinitiv.

sia da parte della BCE (da giugno) che della FED (da settembre). Il sentiero di crescita attesa dei tassi resta più elevato nell'Area Euro, per il maggiore rischio inflazionistico in Europa derivante dallo shock energetico, costituendo quindi un fattore a sostegno di un euro relativamente forte sul dollaro.

Lo scenario valutario, comunque, resta dominato dall'incertezza sulle politiche economiche e commerciali degli Stati Uniti, anche per quanto riguarda l'evoluzione dei dazi alle importazioni.

Il CSC assume nell'orizzonte previsivo un cambio dollaro-euro fermo sui valori più recenti. Ciò implica una media nel 2026 pari a 1,16, ovvero un apprezzamento dell'euro del +2,6%, dopo il +4,5% realizzato nel 2025. Nel 2027, invece, con una media annua di 1,15, si avrebbe meccanicamente una lieve correzione al ribasso rispetto a quest'anno, ovvero un indebolimento dell'euro di -0,9%.

Note e riferimenti bibliografici

1. Algeria, Egitto, Libia, Marocco, Tunisia, Ceuta e Melilla.
2. Il Nord Africa è diventato un importante sito produttivo per gli autoveicoli. In particolare, il primo settore esportatore del Marocco è quello automobilistico: Stellantis e il gruppo Renault sono i principali produttori del paese, con un modello di produzione basato sulle catene globali del valore, che alimenta le vendite italiane di autoveicoli e, in massima parte, di parti e componenti.
3. Le retribuzioni reali sono deflazionate utilizzando il deflatore dei consumi delle famiglie. Quest'ultimo è previsto crescere a un ritmo inferiore rispetto all'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC) nel 2026. Utilizzando invece il NIC, le retribuzioni reali risulterebbero in calo dello 0,6% nel 2026 e avanzerebbero dello 0,4% nel 2027.
4. Si veda il paragrafo 4.2, "Prezzi, deflatori e margini".
5. Si veda ARAN (2025), "Rapporto semestrale sulle retribuzioni dei pubblici dipendenti", agosto.
6. Si veda ISTAT (2026), "Retribuzioni contrattuali – Aprile-giugno 2026".
7. Si veda ARAN (2026), "Rapporto semestrale sulle retribuzioni dei pubblici dipendenti", giugno.
8. In Italia i contratti di lungo termine per la fornitura di energia (PPA), con prezzi concordati al di fuori della borsa elettrica, sono stati pari a 1,55 GW nei primi nove mesi del 2025, con 30 contratti, contro 1,05 GW dell'intero 2024, con 39 contratti (fonte: *Il Sole 24 Ore*, novembre 2025).
9. Si veda ISTAT (2026), "Conti economici nazionali – Anni 2010-2025", 22 settembre.
10. Si veda Commissione europea, contenuto audiovisivo I-294786.
11. La clausola consente agli Stati membri di deviare temporaneamente dal percorso di spesa netta stabilito dal Consiglio, per la quota riconducibile all'aumento della spesa per la difesa e fino a un massimo di 1,5 punti percentuali di PIL, purché non sia compromessa la sostenibilità del debito nel medio termine. Si veda Consiglio dell'Unione europea (2026), "Clausola di salvaguardia nazionale per la spesa per la difesa", pagina web, aggiornata il 12 giugno.
12. SAFE, adottato nel maggio 2025 nell'ambito di Readiness 2030, mette a disposizione fino a 150 miliardi di euro di prestiti agli Stati membri per sostenere investimenti nel settore della difesa attraverso appalti comuni. Si veda Consiglio dell'Unione europea (2026), "SAFE: il Consiglio spiana la strada all'assistenza finanziaria per otto Stati membri e alla conclusione dell'accordo con il Canada", comunicato stampa, 11 febbraio.
13. Si veda Corte dei conti (2026), "Relazione sullo stato di attuazione del PNRR", maggio.
14. Il DPFP 2026 stima una spesa PNRR successiva al 2026 pari all'1,6% del PIL (37,3 miliardi) per i prestiti e allo 0,4% del PIL (9,3 miliardi) per le sovvenzioni relative a misure per le quali le *milestone* e i *target* sono stati già raggiunti, indipendentemente dalla spesa effettivamente sostenuta.
15. Si veda BCE (2026), "Decisioni di politica monetaria", comunicato stampa, 10 settembre.
16. L'aggiustamento stock-flussi misura la parte della variazione del debito pubblico che non è spiegata dall'indebitamento netto della PA.
17. Lo *snowball effect* misura l'effetto automatico che la differenza tra tasso di interesse implicito sul debito e crescita nominale del PIL esercita sul rapporto debito pubblico/PIL.
18. La nuova serie ISTAT parte da marzo 2026; la vecchia serie è stata interrotta a dicembre 2025.
19. Si veda Banca d'Italia (2026), "Rapporto sulla stabilità finanziaria", n. 1, aprile.
20. Si veda Commissione europea (2025), "Assessment of the Fiscal Sustainability Condition for Member States Requesting the Activation of the National Escape Clause", *Institutional Paper*, n. 231.
21. Il livello troppo basso del Reno condiziona i trasporti via fiume e queste difficoltà logistiche incidono sulla produzione industriale. Per maggiori informazioni, si veda Kiel Institute (2026), *Economic Outlook*, n. 137, autunno.

22. Si veda BCE (2025), *Bollettino economico*, n. 1.
23. Per i rendimenti dei titoli tedeschi e di altri paesi, può aver pesato anche un indebolimento delle finanze pubbliche.
24. Si veda UNCTAD (2022), "Review of Maritime Transport", Nazioni Unite.
25. Si veda Centro Studi Confindustria (2026), "Export italiano tra fratture e nuove rotte", settembre.
26. Questo dato risente delle forti oscillazioni nei paesi che ospitano centri finanziari: tra il 2024 e il 2025 i flussi passano da positivi a negativi in Lussemburgo e nei Paesi Bassi, mentre aumentano in Irlanda.
27. Fa eccezione l'indice di Richmond a settembre.
28. Si veda Waller C. J. (2026), "Labor Market Data: Signal or Noise?", Federal Reserve Board, 23 febbraio; si veda inoltre Federal Reserve Board (2026), "Report on the Economic Well-Being of U.S. Households in 2025", maggio, sezione "Economic Hardships"; Federal Reserve Bank of New York (2026), "Household Debt Balances Decreased Slightly; Credit Card Delinquency Transition Rates Remained Steady", comunicato stampa, 11 agosto, dati del 2° trimestre 2026.
29. La FED, da alcuni anni, indica una forchetta per il tasso di *policy*, non un valore puntuale: da settembre 2026, 3,75% è il nuovo limite inferiore, mentre 4,00% è il nuovo limite superiore di tale forchetta.
30. Tutta l'Europa ha accresciuto nettamente nella prima parte del 2026 l'import di GNL dagli USA (dati Quale Energia, IEEFA).
31. Si veda FMI (2026), "Global Economy in the Shadow of War", *World Economic Outlook*, aprile, sezione "Executive Summary": lo scenario di riferimento assumeva interruzioni "of limited duration, intensity, and scope", in via di esaurimento entro metà 2026.
32. Elaborazioni Centro Studi Confindustria. Media delle 155 economie emergenti, ponderata con la quota di ciascuna sul PIL mondiale a parità di potere d'acquisto; per ogni economia si usa la previsione più recente disponibile (S&P Global Market Intelligence, 2026, "Economic profiles", agosto; FMI, 2026, *World Economic Outlook Update*, luglio; FMI, 2026, "World Economic Outlook Database", aprile).
33. Elaborazioni Centro Studi Confindustria: le otto economie contribuiscono per 0,62 punti agli 0,80 di accelerazione dell'aggregato fra il 2026 e il 2027.
34. Scenari Centro Studi Confindustria sulla durata dell'interruzione; si veda il capitolo sullo scenario internazionale.
35. Si veda FMI (2026), *World Economic Outlook Update*, luglio.
36. Fonte: Ufficio Nazionale di Statistica cinese. Si veda People's Daily Online (2026), "China's PPI up 3.8 pct in August", 9 settembre.
37. Fonte: Ministry of Statistics and Programme Implementation, dato di agosto 2026, ripreso da Reuters. Per la media del 2025, si veda S&P Global Market Intelligence (2026), "Economic – India", 27 agosto.
38. Elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI (2026), "World Economic Outlook Database", aprile.

Focus

03

1 - Produttività bassa e declino demografico frenano la crescita italiana

2 - PNRR, come è andata? Una prima valutazione

3 - Molte le ombre sulla strategia europea di riduzione delle emissioni (ETS)

4 - Patrimonializzazione cresciuta molto in aggregato, ma ancora troppe le imprese fragili

5 - Scambi italiani sempre più interconnessi con USA e Cina: emergenze e priorità

Focus - 1

Produttività bassa e declino demografico frenano la crescita italiana

Negli ultimi 30 anni, il PIL italiano (a prezzi costanti) è cresciuto dello 0,7% medio annuo, a fronte dell'1,5% dell'Eurozona e del 2,5% degli Stati Uniti. Tale distanza riflette sia il diverso impatto delle crisi attraversate negli ultimi trent'anni sia alcune debolezze strutturali, riconducibili soprattutto alla produttività e, in misura crescente, alle dinamiche demografiche.

Già tra il 1996 e il 2006 l'economia italiana cresceva in media dell'1,5% all'anno, rispetto al 2,3% dell'Eurozona e al 3,4% degli Stati Uniti. Il divario si è poi ampliato nel periodo 2007-2018, quando la crescita media italiana è diventata negativa, mentre l'Eurozona ha continuato a espandersi, sebbene a un ritmo inferiore all'1%, e gli Stati Uniti hanno registrato una crescita dell'1,7%.

L'Italia ha risentito in modo particolarmente intenso sia della crisi finanziaria internazionale del 2007-2008 sia di quella dei debiti sovrani del 2010-2011.

Nel periodo più recente l'economia italiana ha mostrato una maggiore capacità di crescita e di recupero. Tra il 2019 e il 2025, nonostante la profonda recessione provocata dalla pandemia, il PIL è aumentato in media di poco più dell'1% all'anno (**Grafico A**), in linea con la dinamica dell'Eurozona (+1,2%), ma ancora distante da quella degli Stati Uniti (+2,4%). Gli interventi pubblici adottati durante e dopo la pandemia hanno contribuito a sostenere famiglie e imprese, preservare il tessuto produttivo e favorire una rapida ripresa dell'occupazione. Questa maggiore resilienza rappresenta un segnale incoraggiante, che deve tuttavia consolidarsi attraverso un rafforzamento delle determinanti strutturali della crescita.

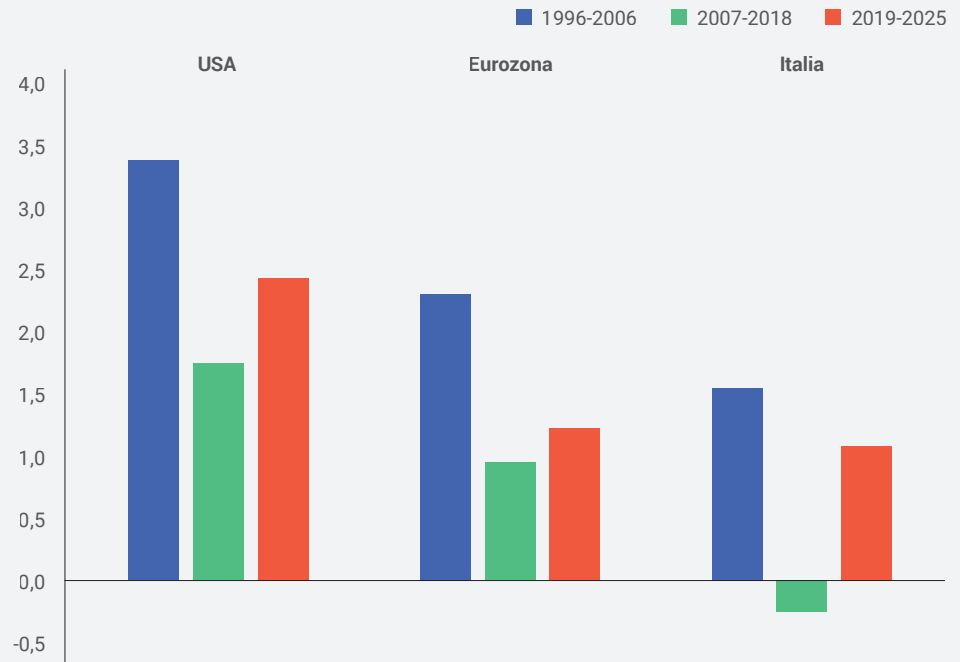
Negli Stati Uniti è cresciuta la produttività, in Italia soprattutto l'occupazione

La crescita del PIL è algebricamente riconducibile al prodotto di quattro componenti: la dinamica della popolazione, l'incidenza degli occupati sulla popolazione complessiva, le ore lavorate per occupato e la produttività oraria del lavoro.

Il confronto internazionale tra la dinamica delle quattro componenti mette in luce differenze significative (**Grafico B**). Negli Stati Uniti la crescita è stata sostenuta, soprattutto fino alla crisi finanziaria, da robusti incrementi della produttività e da una dinamica favorevole della popolazione. La produttività ha continuato a rappresentare il principale motore della crescita anche nei periodi successivi, mentre la riduzione delle ore lavorate per occupato ha fornito un contributo negativo.

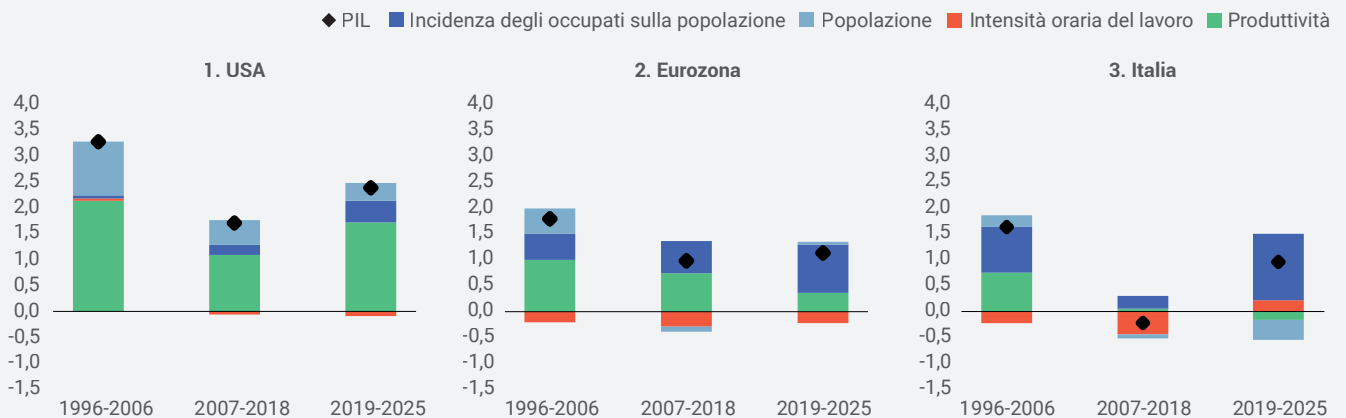
Nell'Eurozona l'apporto della produttività, inferiore a quello degli USA già tra il 1996 e il 2006, si è progressivamente ridimensionato. La crescita del PIL più recente è stata sostenuta soprattutto dall'aumento dell'incidenza degli occupati sulla popolazione, ma

Grafico A
Dinamica del PIL italiano in recupero solo negli ultimi anni
 (PIL a prezzi costanti, var. % media annua)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat e FRED.

Grafico B
Bassa produttività e declino demografico le cause della crescita inferiore
 (PIL a prezzi costanti, scomposizione per fattori, var. % media annua)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat e FRED.

anche dalla produttività, il cui contributo è stato però molto inferiore a quello registrato negli USA, mentre quello delle ore lavorate è stato negativo.

In Italia, tra il 1996 e il 2006, la crescita del PIL è stata sostenuta sia dall'aumento dell'incidenza degli occupati sia dai progressi della produttività. Nel periodo 2007-2018, invece, il contributo di quest'ultima è divenuto pressoché nullo e il PIL si è ridotto, nonostante l'apporto positivo della componente occupazionale. Tra il 2019 e il 2025 la produttività e la popolazione hanno fornito un contributo negativo. La crescita è

attribuibile esclusivamente all'aumento dell'incidenza degli occupati sulla popolazione e alla ripresa delle ore lavorate per occupato.

L'aumento dell'occupazione costituisce un risultato particolarmente importante per un paese nel quale i tassi di partecipazione alla forza lavoro e di occupazione rimangono inferiori alla media europea. Per poter registrare tassi di crescita del PIL più elevati è tuttavia necessario affiancare queste dinamiche a una più sostenuta crescita della produttività e della popolazione. L'azione congiunta di queste due componenti può tradursi in incrementi più consistenti del PIL, dei salari reali e, più in generale, del tenore di vita.

L'innalzamento della produttività decisivo per la crescita del PIL

Il rafforzamento della produttività rappresenta una delle principali leve per innalzare il potenziale di crescita dell'economia italiana. Bugamelli *et al.* (2018)¹ richiamano, a questo riguardo, alcune caratteristiche strutturali del sistema economico che condizionano la capacità di crescita del paese. Tra queste rientrano la prevalenza di aziende di dimensioni contenute, le condizioni di accesso agli investimenti innovativi e al capitale umano qualificato e i meccanismi che favoriscono la riallocazione delle risorse verso le attività più efficienti.

Le evidenze più recenti confermano l'ampio margine di miglioramento. Secondo Banca d'Italia (2026)², dall'inizio del secolo il prodotto per ora lavorata nel settore privato non finanziario è aumentato del 6% in Italia, a fronte di incrementi compresi tra il 13 e il 34% negli altri grandi paesi dell'Eurozona. L'OCSE (2025)³ sottolinea, in particolare, l'importanza di creare un contesto favorevole al dinamismo imprenditoriale: la nascita di nuove aziende, l'espansione di quelle più produttive e la mobilità dell'occupazione possono accelerare la diffusione dell'innovazione e delle nuove tecnologie nell'intero sistema economico.

Quanto pesa la dimensione d'impresa sulla produttività?

La bassa dinamica della produttività dipende anche dalla struttura dimensionale delle imprese italiane. Per quantificarne il ruolo, è stato simulato come cambierebbe la produttività italiana se le imprese del nostro paese avessero la stessa composizione dimensionale di quelle tedesche o francesi. La produttività "controfattuale" italiana⁴ è stata stimata come media di quella nelle singole classi dimensionali, ponderata con le quote di occupati alternativamente in Germania e in Francia⁵.

Nel 2024 la produttività del lavoro per il totale economia è stata pari a 64,4 mila euro per occupato in Italia, più bassa dei 73,6 mila in Germania e dei 74,6 mila in Francia. Applicando però all'Italia la composizione dimensionale tedesca, il valore salirebbe a 75,7 mila euro (+17,6%); con quella francese raggiungerebbe 73,9 mila euro (+14,8%). Tale risultato, che azzererebbe il gap con gli altri due paesi, riflette soprattutto il peso molto più elevato, in queste due economie, dell'occupazione nelle grandi imprese: la quota degli addetti nelle imprese con almeno 250 occupati è del 26,0% in Italia, contro il 44,5% in Germania e il 46,1% in Francia.

L'esercizio è stato replicato restringendo il perimetro all'industria in senso stretto⁶ e alla sola manifattura. Nell'industria in senso stretto, la produttività italiana salirebbe del 24,2% applicando la struttura dimensionale tedesca; del 23,9% applicando quella francese. Nella manifattura, con la struttura tedesca migliorerebbe del 24,7%, con quella

francese del 21,9%. Anche in questi due settori, il controfattuale azzera il divario con Germania e Francia.

Un secondo esercizio per capire il ruolo della dimensione d'impresa consiste nel valutare cosa accadrebbe alla produttività se le imprese di 10-19 dipendenti diventassero di 50-249 addetti (per usare le classi Eurostat). Considerando che la produttività italiana sale da 54,2 mila euro nella prima classe a 81,1 mila nella seconda, se tutti gli occupati oggi nelle imprese da 10 a 19 addetti raggiungessero la produttività media delle imprese da 50 a 249, a occupazione complessiva invariata, la produttività aggregata italiana (totale economia) salirebbe a 67,2 mila euro, aumentando del 4,3%⁷. Migliorerebbe del 5,5% nell'industria in senso stretto e del 6,1% nella manifattura.

È palese, dunque, che la produttività in Italia è penalizzata dal maggior peso, rispetto alle altre grandi economie europee, delle imprese più piccole che sono strutturalmente meno produttive di quelle di maggiori dimensioni.

Il vincolo demografico è già evidente in Italia

La dinamica della popolazione può essere scomposta nei contributi delle tre principali fasce di età: la popolazione giovane (tra 0 e 14 anni), quella in età lavorativa, tra 15 e 64 anni, e quella con almeno 65 anni⁸. La somma dei tre contributi restituisce la variazione media annua della popolazione complessiva e consente di distinguere non soltanto l'intensità della crescita demografica, ma anche la sua composizione. I contributi devono tuttavia essere interpretati tenendo conto delle loro diverse implicazioni economiche: l'aumento della popolazione anziana sostiene aritmeticamente la popolazione totale, ma, se non è accompagnato da una crescita delle fasce più giovani e di quelle in età lavorativa, determina un progressivo invecchiamento della struttura demografica.

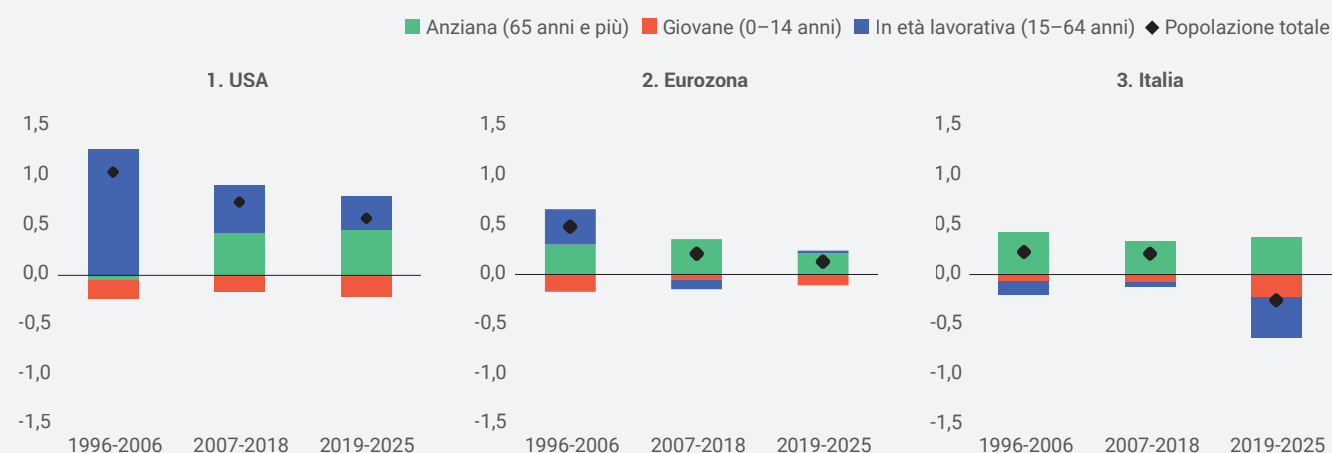
Dal confronto internazionale dei contributi emerge che il rallentamento della popolazione interessa tutte e tre le aree considerate, sebbene con intensità e caratteristiche differenti. Negli Stati Uniti la crescita demografica, pur diminuendo da circa l'1,0% medio annuo nel periodo 1996-2006 allo 0,6% nel 2019-2025, rimane positiva. Il contributo della popolazione in età lavorativa si riduce sensibilmente, ma continua a sostenere la crescita in tutti e tre i periodi. A esso si affianca, soprattutto dal 2007, un apporto crescente della popolazione con almeno 65 anni, mentre quello della fascia tra 0 e 14 anni rimane negativo (**Grafico C**). La popolazione statunitense continua quindi ad aumentare, ma con una composizione progressivamente più orientata verso le età avanzate.

Nell'Eurozona la crescita della popolazione passa da circa lo 0,5% annuo nel periodo 1996-2006 a poco più dello 0,1% nel 2019-2025. Il contributo della popolazione in età lavorativa, positivo tra il 1996 e il 2006, diventa lievemente negativo nel periodo successivo e sostanzialmente nullo in quello più recente. Anche la componente tra 0 e 14 anni fornisce un apporto negativo in tutti i periodi. La modesta crescita degli ultimi anni è pertanto riconducibile quasi interamente all'aumento della popolazione con almeno 65 anni, che compensa la debolezza delle altre fasce di età.

In Italia la trasformazione della struttura demografica risulta ancora più marcata. La popolazione complessiva è aumentata di circa lo 0,2% medio annuo fino al 2018, per poi diminuire di quasi lo 0,3% all'anno tra il 2019 e il 2025. Già tra il 1996 e il 2018, la crescita era interamente sostenuta dall'aumento della popolazione anziana, che compensava i

Crisi demografica già evidente

(Popolazione totale, scomposizione per fattori, var. % media annua)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat e FRED.

contributi negativi delle fasce tra 0 e 14 anni e tra 15 e 64 anni. Nel periodo più recente, il contributo della popolazione in età lavorativa scende a circa $-0,7$ punti percentuali all'anno e non è più compensato dall'aumento della popolazione con almeno 65 anni. Il passaggio dalla crescita alla diminuzione della popolazione riflette quindi soprattutto la contrazione della componente potenzialmente attiva.

Il confronto mostra che negli Stati Uniti la popolazione in età lavorativa continua a fornire un contributo positivo, mentre nell'Eurozona il suo apporto si è sostanzialmente esaurito. In Italia, invece, tale componente è già in diminuzione e la contrazione si è accentuata negli anni più recenti e spinge la dinamica del PIL verso il basso. Parallelamente, l'aumento della popolazione anziana assume un peso crescente in tutte e tre le aree. Il suo contributo positivo alla dinamica complessiva non deve quindi nascondere il cambiamento nella composizione per età: si riduce il peso delle persone potenzialmente attive, mentre aumenta quello delle fasce che esprimono una maggiore domanda di prestazioni pensionistiche, sanitarie e assistenziali.

Brandolini (2025)⁹ sottolinea come la diminuzione e l'invecchiamento della popolazione italiana siano destinati a incidere sulla crescita economica soprattutto attraverso la contrazione dell'offerta di lavoro, oltre a produrre conseguenze rilevanti per la finanza pubblica. Le proiezioni contenute nella scheda dedicata all'Italia del 2024 *Ageing Report* della Commissione europea¹⁰ confermano che queste pressioni tenderanno ad aumentare nei prossimi decenni.

FOCUS 1

Note e
riferimenti
bibliografici

1. Si veda Bugamelli M., Lotti F., Amici M., Ciapanna E., Colonna F., D'Amuri F., Giacomelli S., Linarello A., Manaresi F., Palumbo G., Scoccianti F. e Sette E. (2018), "Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change", *Questioni di Economia e Finanza*, n. 422, Banca d'Italia, gennaio.
2. Si veda Banca d'Italia (2026), "Considerazioni finali del Governatore", *Relazione annuale sul 2025*.
3. Si veda OCSE (2025), "Insights on Productivity and Business Dynamics: Italy".
4. La produttività è misurata come valore aggiunto per persona occupata, in migliaia di euro correnti. Le imprese (non finanziarie e dei servizi di mercato: NACE B-S, esclusi O e S94) al 2024 sono ripartite in cinque classi: 0-9, 10-19, 20-49, 50-249 e almeno 250 addetti (fonte: Eurostat).
5. In questo modo, *ceteris paribus*, resta invariata la produttività italiana interna a ogni classe e cambia soltanto la distribuzione degli occupati tra piccole, medie e grandi imprese.
6. Sezioni NACE B-E: estrattive, manifattura, energia e acqua-rifiuti. Per garantire una matrice completa e omogenea tra Italia, Germania e Francia, il confronto per l'industria in senso stretto utilizza il 2019: nei dati più recenti Eurostat oscura per riservatezza alcune celle dimensionali dell'industria B-E.
7. Si noti che gli esercizi proposti hanno natura contabile e non causale: non implicano che il solo aumento degli addetti produca automaticamente il guadagno stimato, né controllano per la composizione settoriale, l'intensità di capitale o la selezione delle imprese. Mostrano tuttavia che la struttura dimensionale può incidere in misura rilevante sulla produttività aggregata.
8. Nella scomposizione la popolazione è uguale al prodotto tra la popolazione in età lavorativa (15-64 anni), 1 + il rapporto tra la popolazione giovane (0-14 anni) e la popolazione in età lavorativa e 1 + il rapporto tra la popolazione in età anziana (65 anni e oltre) e il resto della popolazione (dato dalla somma della popolazione giovane e di quella in età lavorativa).
9. Si veda Brandolini A. (2025), "Audizione sugli effetti economici e sociali della transizione demografica in atto", Banca d'Italia.
10. Si veda Commissione europea (2024), "2024 Ageing Report – Italy Country Fiche".

Focus - 2

PNRR, come è andata?

Una prima valutazione

Valutazione preliminare positiva, ma ancora provvisoria e parziale

Alla scadenza del termine per il conseguimento dei traguardi e degli obiettivi del PNRR, la valutazione preliminare appare nel complesso positiva, ma ancora incompleta e circoscritta a ciò che oggi è misurabile. Le amministrazioni titolari hanno dichiarato di aver conseguito entro il 31 agosto tutti i 156 traguardi e obiettivi della decima e ultima rata, pari a 28,4 miliardi. La relativa richiesta di pagamento, trasmessa il 29 settembre 2026, dovrà essere valutata dalla Commissione europea entro il 20 novembre e l'erogazione delle risorse entro fine anno, subordinatamente all'esito positivo delle verifiche. Restano inoltre da completare alcuni interventi e da valutare pienamente i tempi di realizzazione e gli effetti dei circa 24 miliardi destinati a strumenti finanziari e misure assimilabili (cosiddette *facility*), che consentono di effettuare investimenti oltre il 2026. Le evidenze disponibili consentono di individuare alcuni risultati positivi e alcune criticità. Il Piano ha sostenuto attività e investimenti in una fase di debole dinamica del PIL, ha ridotto i tempi di realizzazione delle opere pubbliche, ha migliorato alcuni processi della pubblica amministrazione italiana e ha introdotto un metodo di attuazione più orientato ai risultati. Per contro, ha incontrato maggiori difficoltà e ritardi nella realizzazione delle opere più complesse e non consente ancora di stabilire se e quanto gli investimenti e le riforme abbiano innalzato in modo permanente la produttività e il potenziale di crescita. A queste criticità si aggiunge un problema di misurazione: *milestone* e target verificano soprattutto passaggi attuativi e realizzazioni, mentre sono meno informativi sulla qualità degli interventi e sui loro effetti economici e sociali, che restano difficili da monitorare.

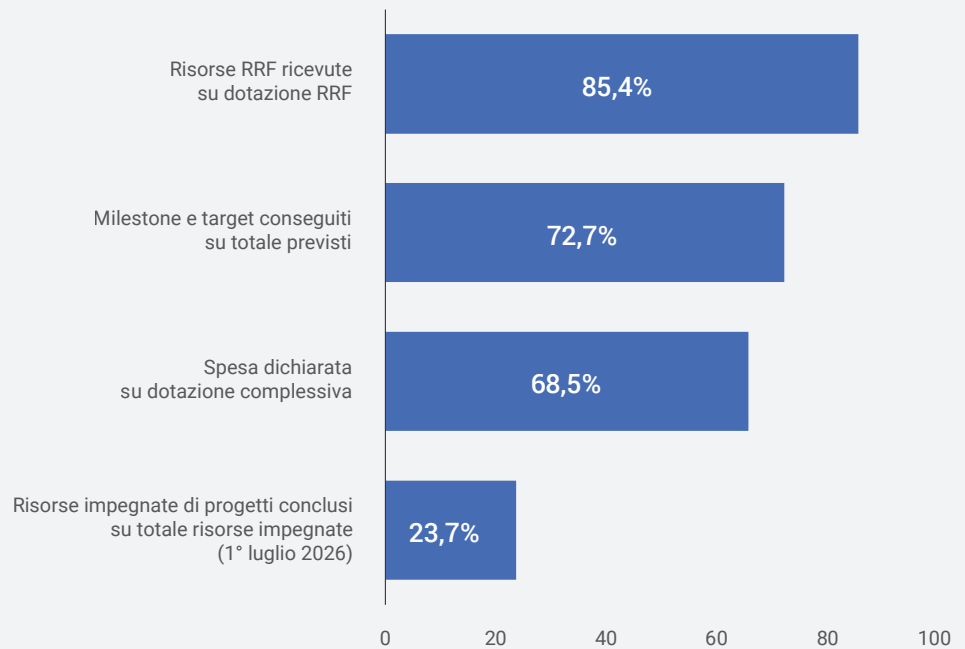
L'avanzamento del Piano italiano è elevato

Con l'erogazione della nona rata, avvenuta il 4 giugno 2026, l'Italia ha conseguito 416 dei 572 traguardi e obiettivi previsti (72,7%), già valutati positivamente dalla Commissione europea, e ricevuto 166 miliardi di risorse su 194,4 complessivamente disponibili (85,4%)¹. Le percentuali italiane risultano superiori a quelle dell'insieme degli altri 26 Stati membri, che al 31 agosto 2026 avevano complessivamente conseguito 3.561 traguardi e obiettivi su 5.420 (65,7%) e ricevuto circa 271,7 miliardi su una dotazione di 379,6 miliardi (71,6%). Il confronto va però interpretato con cautela dato che composizione, calendario e definizione delle condizioni differiscono tra i Piani nazionali e, come osservato anche dalla Corte dei conti europea², l'assenza di criteri pienamente armonizzati per la definizione dei target ne limita la comparabilità. Anche la spesa dichiarata ha accelerato, ma una quota rilevante resta da realizzare. Al 31 agosto 2026, le amministrazioni titolari avevano dichiarato sul sistema di monitoraggio ReGiS una spesa pari a 133,2 miliardi (68,5% della dotazione complessiva; **Grafico A**).

Il dato è molto più elevato rispetto agli anni iniziali del Piano e riflette l'accelerazione registrata nella fase conclusiva. Occorre ricordare che l'avanzamento finanziario non coincide necessariamente con quello rilevante ai fini dell'erogazione europea delle

Grafico A Avanzamento PNRR a seconda dell'indicatore considerato

(Percentuale di completamento rispetto al riferimento di ciascun indicatore)

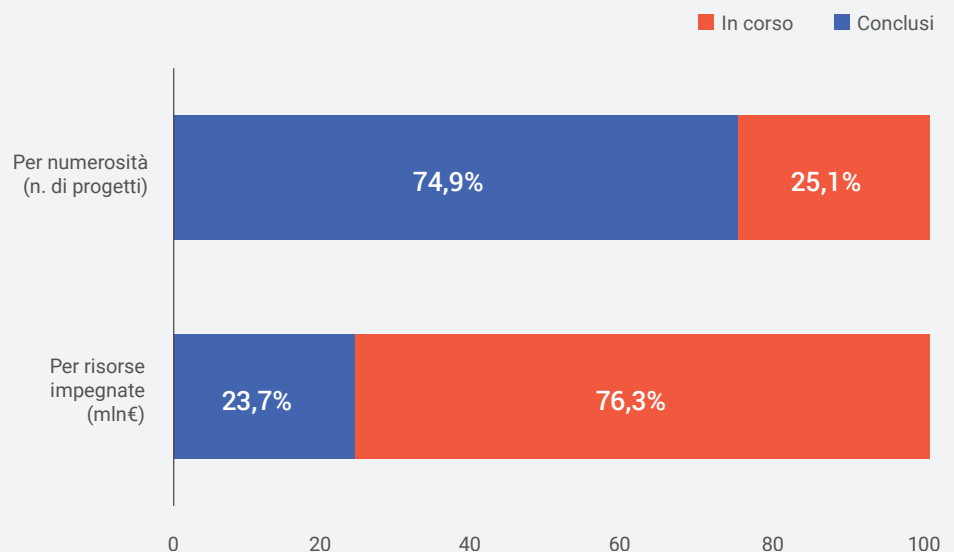


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ReGiS e Commissione europea, agg. 31 agosto 2026.

rate. Infatti, il PNRR è un modello *performance-based*, dove le rate sono collegate al conseguimento di traguardi e obiettivi, non al rimborso della spesa effettivamente sostenuta sui singoli progetti. Lo stato di completamento appare molto diverso se i progetti sono ponderati per il loro valore finanziario. Al 1° luglio 2026 ReGiS censiva 672.549 progetti, per oltre 173 miliardi di risorse impegnate, di cui risultavano conclusi 503.641 (74,9% del totale)³. La lettura cambia però nettamente ponderando i progetti per il loro valore finanziario: ai progetti classificati come conclusi erano associati 41 miliardi (23,7% delle risorse impegnate), mentre a quelli ancora in corso 132 miliardi (76,3%; **Grafico B**).

Grafico B Molti progetti conclusi, ma con poche risorse

(Stato di avanzamento dei progetti PNRR, valori percentuali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ReGiS, agg. 1° luglio 2026.

Il divario riflette anche la diversa velocità di attuazione delle varie tipologie di intervento: incentivi e contributi tendono a trasformarsi più rapidamente in pagamenti e progetti conclusi, mentre opere e lavori, generalmente di maggiore dimensione finanziaria e caratterizzati da procedure e tempi di realizzazione più complessi, avanzano più lentamente. La numerosità va quindi interpretata con cautela, perché aggrega interventi molto eterogenei per dimensione, natura e modalità di contabilizzazione, mentre le grandi opere infrastrutturali sono meno numerose ma finanziariamente più rilevanti⁴.

Gli investimenti sono tornati su livelli elevati, ma la crescita del PIL è rimasta debole

Un'analisi preliminare pubblicata dal CEPR⁵ mostra che tra il 2019 e il 2025 l'incidenza degli investimenti sul PIL è aumentata in Italia di circa 3,7 punti percentuali, mentre è diminuita di circa 2 punti nel gruppo di paesi dell'Eurozona con una dotazione PNRR più contenuta. L'evidenza è descrittiva e non identifica un effetto causale del Piano, ma è coerente con un ruolo significativo del RRF nella ripresa dell'accumulazione di capitale. La stessa analisi rileva però che l'insufficiente crescita della produttività totale dei fattori continua a rappresentare il principale elemento di debolezza per l'Italia. Perciò, sebbene la forte ripresa degli investimenti sia un risultato importante, il suo contributo alla crescita potenziale dipenderà dalla qualità del capitale creato, dalla complementarità con gli investimenti privati e dagli effetti delle riforme⁶. Il contributo alla crescita del PIL è stato però contenuto, seppur importante. Secondo le più recenti valutazioni dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB)⁷, a fine 2026 l'effetto cumulato sul livello del PIL sarebbe superiore di 1,8 punti percentuali rispetto a uno scenario senza gli interventi addizionali del PNRR. In termini di crescita annuale, il contributo è stimato in circa 0,5 punti percentuali nel 2026 e diventerebbe invece negativo per circa 0,4 punti nel 2027, per il progressivo riassorbimento dell'impulso di spesa del Piano. In linea con quanto emergeva già nello Scenario di Previsione del Centro Studi Confindustria dell'autunno 2025⁸, anche l'UPB conferma che, in assenza del Piano, la dinamica economica del 2026 sarebbe stata decisamente più debole⁹.

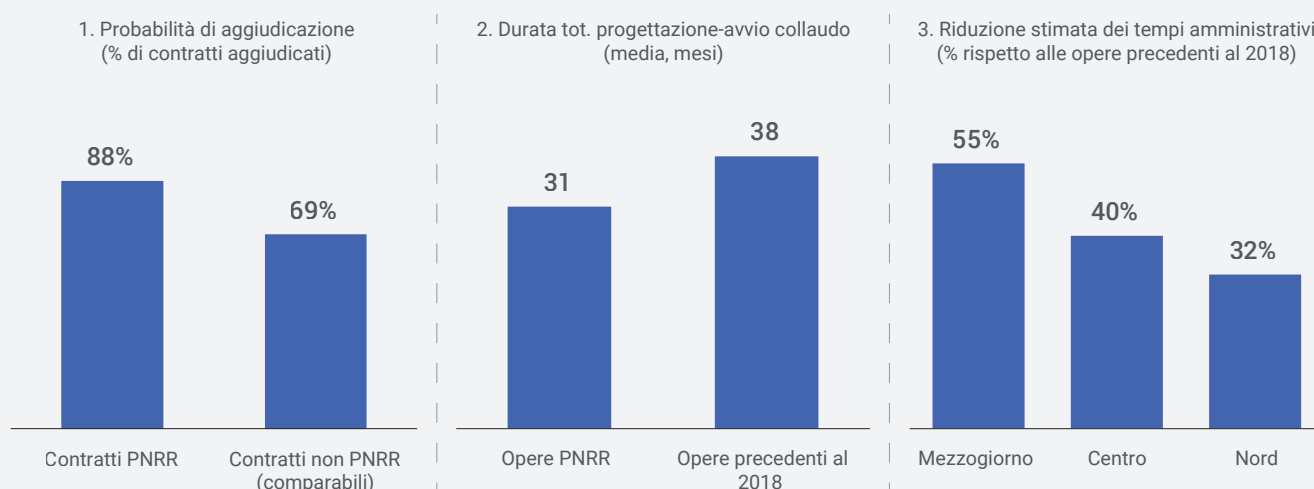
La capacità amministrativa è stata rafforzata

Il PNRR ha sottoposto le amministrazioni pubbliche a una combinazione particolarmente stringente di scadenze, obiettivi misurabili, monitoraggio continuo e rischio di perdita delle risorse. Le prime valutazioni empiriche indicano che questi incentivi hanno prodotto effetti osservabili positivi. Uno studio di Banca d'Italia¹⁰ sugli appalti comunali mostra che, a parità di caratteristiche rilevanti, la probabilità di aggiudicazione di un contratto PNRR è pari all'88%, contro il 69% di un contratto comparabile non PNRR, mentre i tempi di aggiudicazione sono inferiori di circa 10 giorni. La parte prevalente del miglioramento è associata proprio alla gestione orientata alla performance, che da sola aumenta di circa 15 punti percentuali la probabilità di aggiudicazione. A questi risultati contribuisce anche un ricorso a stazioni appaltanti più qualificate. L'accelerazione si concentra soprattutto nelle fasi amministrative: lo stesso studio di Banca d'Italia mostra che gli anticipi finanziari più elevati (dal 10% al 30%) hanno favorito l'avvio dei cantieri, ma l'effetto tende a ridursi man mano che il progetto procede e non emerge un miglioramento altrettanto netto nelle fasi finali dell'esecuzione. I risultati di uno studio SVIMEZ¹¹ vanno nella stessa direzione: la durata media di un'opera PNRR, dalla progettazione all'inizio del collaudo, è stimata in

Grafico C

Il PNRR ha accelerato soprattutto le fasi amministrative

(Effetti stimati a confronto)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia, Accetturo *et al.* (2026) e SVIMEZ, Bianchi e Caravella (2026).

31 mesi rispetto ai 38 delle opere precedenti al 2018, ma il recupero si concentra nella progettazione e nell'affidamento, mentre i tempi di esecuzione risultano leggermente superiori. La riduzione stimata dei tempi amministrativi attribuibile al Piano raggiunge il 55% nel Mezzogiorno, il 40% nel Centro e il 32% nel Nord (**Grafico C**). Sembra quindi che il PNRR abbia inciso maggiormente sulle componenti direttamente governabili dalle amministrazioni, e meno sulla fase di realizzazione, che resta condizionata da capacità tecniche e organizzazione dei cantieri.

I miglioramenti amministrativi riguardano anche altri ambiti soggetti a riforme

Nei pagamenti della PA si è registrato un ulteriore miglioramento, confermato dai dati rendicontati per i target finali del PNRR. Secondo i dati della Ragioneria generale dello Stato, per le fatture ricevute nel 2025 il tempo medio ponderato di pagamento dell'insieme delle amministrazioni è sceso a 27,2 giorni, dai 33,7 del 2023, mentre il ritardo medio ponderato è risultato pari a -16,1 giorni. Per i target finali del PNRR, il tempo medio ponderato di pagamento non deve superare 30 giorni, 60 per il Servizio sanitario nazionale (SSN), e quello di ritardo deve essere pari o inferiore a zero¹². Nella giustizia, il *disposition time*¹³ penale si è ridotto nel 2025 del 31,2% rispetto al 2019, superando l'obiettivo PNRR del 25%¹⁴. Nel civile, dopo una riduzione del 28,8% a fine 2025, i dati ministeriali provvisori indicavano ad aprile 2026 un calo del 40,6%, in linea con il target finale del 40%, il cui conseguimento resta soggetto alla verifica definitiva della Commissione europea¹⁵. Digitalizzazione, interoperabilità dei dati, rafforzamento delle competenze e sistemi di monitoraggio hanno inoltre ampliato la capacità operativa della PA, anche se la loro efficacia di lungo periodo dipenderà dalla possibilità di mantenere competenze e strumenti dopo la conclusione del Piano¹⁶.

Per contro, esistono diverse criticità

La prima ha riguardato la selezione dei progetti. La costruzione del PNRR è avvenuta in tempi rapidi, giustificati dall'urgenza della risposta alla crisi pandemica e dalle scadenze stringenti fissate dal regolamento (UE) 2021/241 del dispositivo RRF. Questa

accelerazione ha però ridotto lo spazio disponibile per valutare in modo approfondito l'utilità e il rendimento atteso degli interventi, la compatibilità dei tempi di realizzazione con l'orizzonte del Piano e, più in generale, l'efficacia e l'efficienza attese della spesa. Già nella fase di predisposizione del PNRR, l'UPB segnalava la disomogeneità dei criteri di allocazione delle risorse, la carenza di informazioni di dettaglio su cronoprogrammi e risultati attesi e il rischio che i tempi stringenti e l'esigenza di privilegiare progetti immediatamente cantierabili condizionassero la selezione degli interventi¹⁷. Successivamente, la Corte dei conti europea ha rilevato che alcune misure incluse nei Piani nazionali si sono di fatto dimostrate poco compatibili con la durata del RRF e che, soprattutto per gli investimenti infrastrutturali più complessi, era stato sottovalutato il tempo necessario alla loro attuazione. A ciò si aggiunge la questione, nel caso italiano, della modalità di finanziamento: 122,6 miliardi dei 194,4 miliardi complessivi (63,1%) sono infatti costituiti da prestiti. La selezione degli interventi avrebbe quindi richiesto una valutazione più attenta del loro rendimento economico e sociale atteso, poiché le risorse prese a prestito dovranno essere rimborsate negli anni successivi. A parità di spesa, infatti, gli interventi possono avere effetti molto diversi sul potenziale di crescita: la riqualificazione di uno spazio urbano può produrre benefici sociali e migliorare la qualità del contesto locale, ma difficilmente favorisce un aumento permanente del tasso di crescita dell'economia; un investimento in un macchinario 4.0, invece, aumenta direttamente lo stock di capitale produttivo e può innalzare produttività e PIL potenziale. Questa differenza avrebbe dovuto assumere maggiore rilievo nella valutazione *ex ante* degli interventi, soprattutto per la componente del Piano finanziata a debito.

Revisioni e *facility* hanno favorito il superamento di alcune difficoltà attuative

Il ricorso alle revisioni è stato comune a tutti gli Stati membri e non costituisce quindi un'anomalia italiana. Tutti i paesi hanno modificato almeno una volta i propri Piani¹⁸, anche per adeguarli a condizioni economiche e geopolitiche profondamente mutate rispetto alla fase iniziale. La frequenza e la natura delle modifiche segnalano tuttavia che una parte degli interventi originariamente previsti non era compatibile con i tempi o con le modalità di attuazione del RRF. In particolare, l'Italia ha richiesto 8 revisioni, di cui l'ultima approvata del Consiglio UE il 25 agosto 2026¹⁹, in cui è stato previsto uno spostamento di oltre 2 miliardi da interventi a rischio di mancato raggiungimento dei target verso misure con maggiore capacità di assorbimento, tra cui il raffazzonamento di Transizione 4.0 e strumenti finanziari per *housing* ed efficientamento energetico¹⁹. Le *facility* hanno consentito di preservare risorse, estendendo l'orizzonte temporale di realizzazione degli interventi. Il loro utilizzo rappresenta un'ulteriore evidenza delle difficoltà incontrate nel completare entro il 2026 una parte degli investimenti originariamente programmati. In Italia, circa 24 miliardi sono destinati a strumenti finanziari e misure assimilabili, per i quali il conseguimento degli obiettivi richiede impegni giuridicamente vincolanti secondo le condizioni previste dalle singole misure, mentre la realizzazione degli investimenti può proseguire oltre il 2026. Il ricorso a questi strumenti ha quindi ridotto il rischio di perdere risorse, ma principalmente attraverso l'estensione dei tempi effettivi di impiego.

Un altro limite riguarda la misurazione della performance

Il sistema di *milestone* e target ha funzionato bene come strumento di disciplina dell'attuazione, ma è stato costruito prevalentemente per misurare passaggi procedurali e realizzazioni (*output*). La Corte dei conti europea osserva infatti che su 14 indicatori comuni del dispositivo RRF, 10 misurano realizzazioni (*output*), soltanto 4 misurano risultati (*outcome*) e nessuno esplicitamente gli impatti (*impact*), cioè gli effetti economici e sociali più ampi e persistenti. Inoltre, la Commissione non raccoglie sistematicamente i costi effettivi delle singole misure, limitando la possibilità di valutarne l'efficienza. Il raggiungimento di un target può quindi certificare una realizzazione o il completamento di una fase procedurale senza dimostrare che la misura abbia prodotto il beneficio economico o sociale atteso. Ad esempio, la costruzione della struttura o la creazione di nuovi posti rappresentano un *output*; l'effettivo utilizzo dei posti e l'aumento della copertura del servizio costituiscono un *outcome*; l'eventuale aumento della partecipazione al lavoro dei genitori, in particolare delle madri, rappresenta invece un possibile impatto. Il passaggio dalla realizzazione dell'investimento ai suoi effetti dipende quindi anche dalla disponibilità di personale, dalla capacità gestionale e dalle risorse necessarie a garantire il funzionamento del servizio²⁰. La stessa distinzione vale per le infrastrutture digitali e per molte altre riforme della PA. La valutazione dell'eredità del PNRR dovrà quindi spostarsi progressivamente dalla verifica degli *output* alla misurazione di *outcome* e impatti su produttività, qualità dei servizi e riduzione dei divari territoriali. Su quest'ultimo aspetto, ad esempio, seppur sia stata rispettata l'allocazione del 40% delle risorse allocabili territorialmente al Mezzogiorno, nulla garantisce che la realizzazione degli interventi e il miglioramento dei servizi siano stati omogenei tra i territori.

Il lascito più solido del PNRR potrebbe essere il metodo di attuazione

Il Piano ha dimostrato che obiettivi misurabili, scadenze definite, responsabilità identificabili e monitoraggio continuo possono modificare gli incentivi delle amministrazioni. Le citate evidenze dello studio di Banca d'Italia suggeriscono che questo approccio abbia accelerato soprattutto le fasi amministrative, con effetti positivi anche sulle procedure ordinarie, compatibili con un processo di apprendimento organizzativo e senza evidenze di spiazzamento degli appalti non PNRR. Ora, con il venir meno della condizionalità finanziaria e reputazionale europea, c'è il rischio che si indeboliscano proprio gli incentivi che hanno sostenuto il rispetto di obiettivi e scadenze, riportando progressivamente l'azione amministrativa verso una logica prevalentemente procedurale. La sfida post-PNRR sarà quindi preservare questi elementi positivi senza replicare necessariamente la governance straordinaria o le deroghe introdotte durante l'emergenza, e capire come intervenire per far funzionare al meglio gli investimenti realizzati.

Note e riferimenti bibliografici

1. Si veda Camera dei deputati e Senato della Repubblica, Servizi Studi (2026), "Monitoraggio del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza", *Dossier*, luglio 2026.
2. Si veda Corte dei conti europea (2025), "Orientamento alla performance, obbligo di rendiconto e trasparenza: cosa insegnano le criticità del RRF", *Analisi*, n. 02/2025.
3. Al 31 agosto i progetti sono 687.116, rispetto ai 672.549 del 1° luglio. L'ottava Relazione al Parlamento, però, non ripropone una ripartizione direttamente confrontabile con i 503.641 progetti conclusi e i 41 miliardi loro associati.
4. Alcune misure, in particolare gli incentivi Transizione 4.0 e 5.0, Ecobonus e Sismabonus, influenzano fortemente la numerosità dei progetti.
5. Si veda Pinelli D. (2026), "The macroeconomic impact of the Recovery and Resilience Facility: An analysis for Italy, Spain, and Greece", *VoxEU*, CEPR, 14 luglio.
6. Si veda Altomonte C. (2026), "PNRR e crescita: il dibattito che manca (davvero)", *SDA Bocconi Insight*, 18 maggio.
7. Si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2026), "Rapporto sulla politica di bilancio 2026", giugno, riquadro 1.1.
8. Si veda Centro Studi Confindustria (2025), "Investimenti per muovere l'Italia", *Rapporto di previsione*, Confindustria, Roma, ottobre. Secondo la simulazione del Centro Studi Confindustria, "l'effetto positivo del PNRR sul PIL è stimato in un +0,8% nel 2025 e un +0,6% nel 2026, rispetto alla variazione nello scenario base (+1,4% cumulato nei due anni). Questo significa che la dinamica del PIL italiano in assenza di PNRR sarebbe di -0,3% nel 2025 e di +0,1% nel 2026 (-0,2% nel biennio): non ci sarebbe crescita, ma una stagnazione".
9. Le stime hanno natura controfattuale e sono soggette a incertezza; catturano soprattutto gli effetti della spesa e non consentono ancora di misurare compiutamente quelli delle riforme, che potenzialmente sono più persistenti.
10. Si veda Accetturo A., Baltrunaite A., Lazzaro E. e Mancini A. L. (2026), "Do incentives and organizational innovations affect the performance of public administrations? Lessons from the Italian NRRP", *Questioni di Economia e Finanza*, n. 1016, Banca d'Italia, giugno.
11. Si veda Bianchi L. e Caravella S. (2026), "Come valutare la legacy che ci arriva dal Pnrr", *SVIMEZ*, 18 giugno. Si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2026), "Rapporto sulla politica di bilancio 2026", giugno, cap. 4, per le prime evidenze sugli effetti del Piano sul procurement dei Comuni e sulle procedure non PNRR.
12. Si veda Ragioneria generale dello Stato (2026), "Tempi di pagamento e debiti commerciali delle pubbliche amministrazioni", dati PCC relativi alle fatture ricevute nel 2025, aggiornamento 2026. I dati sono aggregati; il conseguimento dei target PNRR richiede verifiche distinte per comparto e ulteriori condizioni sugli indicatori di pagamento. L'ottava Relazione al Parlamento riporta, per il primo trimestre 2026, tempi medi ponderati di pagamento di 24 giorni per le amministrazioni centrali, 16 per quelle regionali, 23 per quelle locali e 34 per gli enti del Servizio sanitario nazionale (SSN), con ritardi medi negativi in tutti i comparti.
13. Il *disposition time* è un indicatore statistico utilizzato a livello europeo per stimare il tempo medio necessario per definire (cioè smaltire) i procedimenti pendenti in un sistema giudiziario. Si calcola come rapporto tra i procedimenti pendenti alla fine dell'anno e quelli definiti nel corso dell'anno, moltiplicato per il numero dei giorni dell'anno considerato.
14. Si veda ISTAT (2026), "Efficienza del sistema giustizia: analisi dei flussi dei procedimenti. Anni 2019-2025", 22 giugno.
15. Si veda Ministero della giustizia, Direzione generale di statistica e analisi organizzativa (s.d.), "Monitoraggio PNRR", banca dati online, consultata il 23 settembre 2026; si veda inoltre Senato della Repubblica (2026), "Resoconto stenografico della seduta n. 430", 18 giugno.

16. Si veda Ciffolilli A., Pavan L. e Pompili M. (2026), "Cosa resterà del PNRR", *Lavoce.info*, 30 giugno.

17. Si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2021), "Audizione nell'ambito dell'esame della proposta di Piano nazionale di ripresa e resilienza", Commissioni Bilancio della Camera dei deputati e del Senato della Repubblica, 8 febbraio.

18. Dal 2021, la Spagna ha richiesto 9 revisioni; Italia e Belgio 8; Cipro, Irlanda e Portogallo 7; Finlandia, Germania, Grecia, Polonia e Slovenia 6; e gli altri Stati membri tra le 2 e le 5. Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Commissione europea, "Recovery and Resilience Scoreboard", e Consiglio dell'Unione europea, "Council Implementing Decisions", agosto 2026.

19. Si veda Consiglio dell'Unione europea (2026), "Decisione di esecuzione del Consiglio che modifica la decisione di esecuzione del 13 luglio 2021, relativa all'approvazione della valutazione del piano per la ripresa e la resilienza dell'Italia", documento ST 12357/26, 25 agosto.

20. Si veda Camera dei deputati e Senato della Repubblica, Servizi Studi (2026), "Monitoraggio del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza", *Dossier*, luglio 2026, pp. 13-15; si veda inoltre Struttura di Missione PNRR (2026), "PNRR, via libera della Commissione europea alla proposta di revisione presentata dall'Italia", comunicato stampa, 7 agosto.

21. Si veda Rizzo L., Secomandi R. e Zanardi A. (2026), "Per il Pnrr la campanella non è ancora suonata", *Lavoce.info*, 7 agosto.

Focus - 3

Molte le ombre sulla strategia europea di riduzione delle emissioni (ETS)

Obiettivi stringenti per la decarbonizzazione europea

L'ETS (*Emissions Trading System*), il meccanismo posto in essere dall'Unione europea per ridurre le emissioni di CO₂, ha recentemente superato la metà della sua IV fase di attuazione (2021-2030), la più rigida dell'impianto regolatorio. Con la proposta di revisione presentata dalla Commissione europea nel luglio 2026 è stato previsto che, a partire dal quinquennio 2031-2035, l'intera assegnazione gratuita delle quote di emissione (*free allowances*) sarà subordinata alla realizzazione di investimenti in decarbonizzazione¹.

Gli obiettivi fissati a livello europeo dal pacchetto *Fit for 55*, ovvero la riduzione del 55% delle emissioni di gas serra rispetto ai valori del 1990 entro il 2030, prevedono per quest'ultimo anno una diminuzione delle emissioni regolate dall'ETS del 62% rispetto ai livelli del 2005. Si stima che solo fra il 2013 e il 2020 la riduzione delle emissioni degli impianti interessati dal meccanismo sia stata del 26%. Ma per definire quale sia stato il contributo reale dell'ETS devono essere analizzate, in primo luogo, alcune differenze sostanziali fra l'andamento dell'industria energetica e dell'industria manifatturiera.

La riduzione delle emissioni registrata nell'ETS a livello europeo si concentra nel settore energetico con una diminuzione del 50% nel 2024 rispetto ai livelli del 2005, con il driver più importante che resta la generazione elettrica. La spinta è data dall'incremento nella produzione di elettricità da fonti rinnovabili (+200% rispetto al 2005), accompagnata dalla riduzione nell'utilizzo di gas (-14%) e carbone (-66%). Risulta complesso individuare il ruolo del sistema ETS, considerando che hanno contribuito politiche attive di promozione degli investimenti, come gli incentivi alle fonti rinnovabili.

Dal 2013, anno di avvio della fase III e passaggio all'asta, al 2024, le emissioni complessive dell'industria europea sottoposta a ETS sono diminuite del 17%, da 522 a 431 Mt, con variazioni eterogenee tra i settori, mentre gli impianti di generazione di energia registrano un -49%.

Limitando l'analisi alle sole imprese manifatturiere italiane, tra il 2005 e il 2025, al netto degli impianti di combustione (caldaie e impianti di cogenerazione attribuibili a imprese del settore manifatturiero), le emissioni sono scese del 48% (contro il -19% europeo)². Anche in questo caso risulta complesso individuare il ruolo che il sistema ETS ha avuto su questo calo delle emissioni, considerando che nel periodo si sono registrate diverse chiusure di siti produttivi e alla transizione hanno contribuito anche altre politiche europee e nazionali, come i Titoli di Efficienza Energetica.

Nel settore manifatturiero, infatti, alcuni autori mostrano come, nel periodo 2013-2024 il numero di impianti europei soggetti a ETS sia diminuito del 14,6%, con riduzioni in 22 Stati membri su 27 e in tutti i settori industriali considerati. L'Italia registra il dato

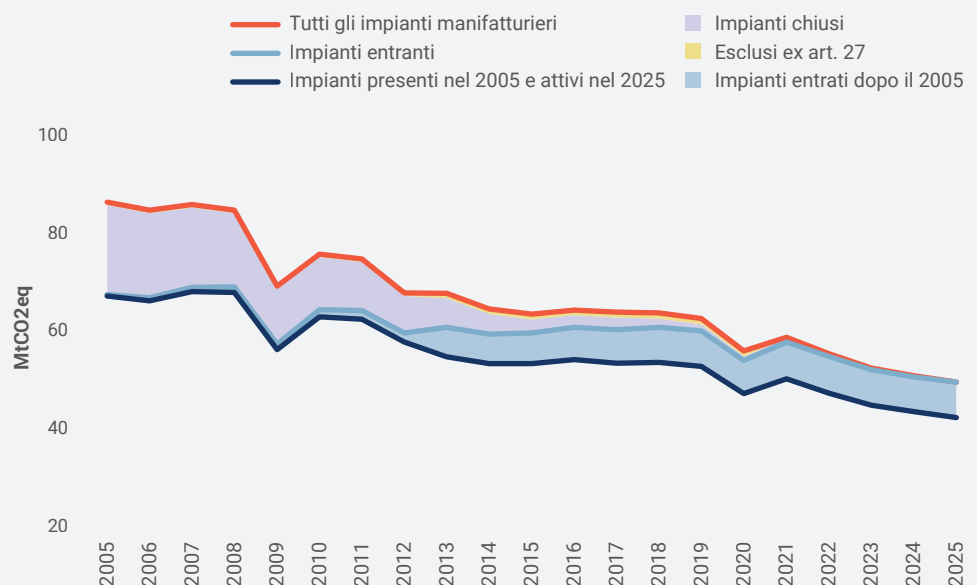
assoluto più alto (-204 impianti, -22,8%). Lo studio evidenzia come nello stesso periodo si registri una diminuzione dei volumi produttivi, particolarmente marcata dopo il 2021. In dieci anni la produzione europea si è ridotta del 27,8% nelle fonderie, del 20,4% nell'acciaio e dell'11,0% nella carta³.

Il calo delle emissioni passa anche per le chiusure...

In Italia circa 1.045 impianti manifatturieri sono stati soggetti all'ETS, almeno per un anno, tra il 2005 e il 2025. Di questi, 628 erano già presenti nel 2005 e 417 sono entrati successivamente, oltre la metà nel 2013 con l'estensione del sistema a nuove attività. Nel 2025, 508 risultano ancora attivi (**Grafico A**)⁴. La maggior parte degli impianti (389) si riferisce alla produzione di 255 imprese manifatturiere, mentre 119 installazioni rappresentano gli impianti di combustione (caldaie e impianti di cogenerazione) attribuibili a 82 imprese del settore manifatturiero (NACE 10-33).

Le uscite dal sistema ETS sono avvenute soprattutto perché le imprese hanno chiuso (386 impianti in 20 anni), a un ritmo medio di 19 impianti l'anno. Il calo complessivo delle emissioni della manifattura sottoposta a ETS è stato pari a 36,8 Mt CO₂eq (-43% dal 2005). Le chiusure di impianti valgono circa la metà (48%) della riduzione delle emissioni. Non è possibile stabilire un nesso di causalità tra l'ETS e le chiusure, ma si può dire che quasi la metà del calo delle emissioni non deriva da un reale processo di decarbonizzazione. I dati raccolti dalla Commissione europea non rilevano la produzione dei diversi impianti sottoposti a ETS e quindi non è possibile capire se e quanto dell'altra metà della riduzione di emissioni nella manifattura (il 52%) sia attribuibile a un calo dei volumi produttivi ovvero a un miglioramento delle performance ambientali degli impianti, ma, come detto sopra, in alcuni settori, le cui imprese sono quasi totalmente sottoposte a ETS, il calo della produzione è stato sostanziale.

Grafico A
Quasi metà del calo delle emissioni manifatturiere viene dagli impianti chiusi
(Emissioni totali, milioni di tonnellate di CO₂eq)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Commissione europea.

...e riemerge nelle importazioni

Secondo recenti stime, il rafforzamento europeo delle politiche climatiche ha fatto aumentare le emissioni incorporate nelle importazioni di beni manifatturieri⁵. Il tasso di rilocalizzazione si attesta in media europea attorno al 14% (per ogni 100 t di CO₂eq ridotte sul territorio nazionale, 14 tonnellate ricompaiono attraverso le importazioni), spinto dai settori a più alta intensità energetica dove supera spesso il 30%. Per l'Italia, il tasso medio è dell'8% e raggiunge circa il 40% nella metallurgia di base⁶.

Caso emblematico è rappresentato dalle importazioni di cemento e clinker da Paesi extra-UE, un rischio concreto per la competitività dell'industria europea e per il raggiungimento degli obiettivi climatici. Le importazioni italiane di cemento e clinker extra-UE nel periodo 2018-2025 sono cresciute del 1.181%.

La stretta della fase IV dell'ETS

L'impianto della fase IV poggiava su due ipotesi. La prima è che un prezzo del carbonio crescente, unito alla progressiva riduzione dell'assegnazione gratuita, avrebbe reso conveniente l'investimento in tecnologie di abbattimento delle emissioni nei settori regolamentati. La seconda è che il CBAM avrebbe neutralizzato lo svantaggio competitivo verso i produttori extra-UE, rendendo sostenibile l'azzeramento delle quote gratuite.

Come evidenziato in precedenza, secondo la proposta della Commissione europea, dal 2031 per poter accedere alle quote gratuite, gli operatori dovranno predisporre piani di decarbonizzazione e investire in progetti realizzati in Europa, per un importo equivalente al 100% del valore dell'assegnazione ricevuta⁷. La proposta prevede esenzioni dall'obbligo di presentare il piano d'investimento per il decile di impianti più efficiente di ciascun settore, per gli impianti a zero emissioni e per quelli con un progetto già selezionato dai fondi europei, oltre alla possibilità di soddisfare il requisito in forma associata ad altre imprese.

La protezione introdotta dal CBAM, invece, si limita al mercato interno. Sulle importazioni il meccanismo, entrato in fase di attuazione dal gennaio 2026, riallinea il costo del carbonio soltanto per i semilavorati e le materie prime. I beni finiti che incorporano quegli stessi materiali entrano ora nel mercato unico senza alcun onere (l'estensione ai prodotti a valle è ancora in corso di definizione fra Parlamento UE, Consiglio dell'Unione europea e Commissione). L'industria di trasformazione, quindi, paga *input* più cari e compete con prodotti importati che non sostengono quel costo. Sulle esportazioni il CBAM non interviene. In assenza di un meccanismo di export *rebate*, l'impresa europea porta il costo pieno delle quote sui mercati extra-UE, dove il concorrente locale non lo sostiene⁸.

Oltre alle regole sull'assegnazione gratuita, sugli obblighi delle imprese incide la definizione del perimetro del sistema. La direttiva consente agli Stati membri di escludere gli impianti con emissioni inferiori a 25.000 tonnellate di CO₂eq annue, a condizione che siano sottoposti a misure equivalenti. Le uscite per soglia di inquinamento hanno, quindi, un profilo specifico: 21 impianti nel 2013 e 102 nel 2021, in corrispondenza dell'avvio delle fasi III e IV. Non sono traguardi climatici introdotti dall'ETS, ma il frutto di un atto amministrativo. La lista degli impianti esclusi è decisa dallo Stato membro prima dell'avvio di ogni fase, sui dati dei tre anni che precedono la notifica. La lista di

emettitori esclusi in fase III è rimasta valida per tutta la durata del periodo, mentre la finestra stabilita dalla direttiva per la fase IV è quinquennale⁹.

L'elenco si aggiorna in una sola direzione, cioè chi supera la soglia rientra nel sistema l'anno stesso, chi scende sotto la soglia, invece, deve attendere il periodo successivo. Ad esempio, il 9,6% degli impianti negli anni 2021-2024 è rappresentato da piccolissimi emettitori (sotto le 5.000 tonnellate). Nonostante queste imprese emettano meno di un quinto della soglia, si trovano vincolate a tutte le formalità amministrative del sistema, oltre che all'acquisto delle quote, visto che ridurre le emissioni in corso di fase non permette l'uscita fino al periodo successivo. Anche l'uscita dal sistema comporta un vincolo. Gli impianti esclusi restano soggetti a un tetto alle emissioni fissato dallo Stato, pari per il 2026 a circa il 90% delle emissioni verificate nel 2023 e decrescente fino al 2030. Per gli impianti che restano nel sistema, invece, all'onere amministrativo si somma il costo delle quote, destinato a crescere con la riduzione dell'assegnazione gratuita.

Margini delle imprese stimati in contrazione

Il prezzo della CO₂ è aumentato di oltre dieci volte dal 2017: la *Market Stability Reserve* (la riserva in cui vengono collocate le quote quando quelle disponibili superano determinate soglie) e la progressiva riduzione delle quote complessive hanno portato il prezzo da circa 6 euro nel 2017 agli attuali 70-80 euro/tonnellata CO₂eq. Al fianco dei prezzi elevati si nota un forte disallineamento internazionale: l'ETS europeo non tiene adeguatamente conto del contesto economico e geopolitico, mentre schemi analoghi in Cina e California si attestano su 15-30 euro/tonnellata CO₂eq¹⁰.

Visto l'ingente fabbisogno di investimenti in decarbonizzazione richiesto per raggiungere gli obiettivi climatici, è interessante valutare quale sia l'impatto dell'azzeramento delle quote gratuite, non solo sui costi ma anche sui margini delle imprese, per capire se queste rischiano di chiudere per adempiere a tutti gli obblighi. Le imprese manifatturiere

Tabella A

Riduzione dell'EBITDA per eliminazione delle quote gratuite

(per quartile di margine)

Quartile di margine EBITDA	Margine EBITDA mediano (%)	Riduzione mediana del margine EBITDA senza quote gratuite (p.p.)	Imprese con onere superiore all'EBITDA (%)
Q1 – margine più basso	3,7	0,8	25,5
Q2	9,8	1,9	2,0
Q3	16,1	1,9	2,0
Q4 – margine più alto	25,5	3,2	7,8

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Commissione energia e AIDA (Moody's - Bureau van Dijk).

sottoposte a ETS sono 255 e impiegano circa 112mila dipendenti producendo 14,8 miliardi di euro di valore aggiunto¹¹, circa il 4,5% del valore aggiunto manifatturiero.

Per stimare l'impatto sui margini, si moltiplica per ciascuna impresa il numero di quote gratuite ricevute nel 2024 per il prezzo medio delle *EU allowances* (EUA) dello stesso anno (65,29 euro/tonnellata CO₂eq). Il valore viene successivamente rapportato all'EBITDA (corrispondente al margine operativo lordo, MOL) della stessa impresa nello stesso anno. Ricalcolando, quindi, l'EBITDA come se le quote gratuite dovessero essere acquistate sul mercato, si stima che l'impatto mediano nel 2024 equivalga a una riduzione di 1,8 punti percentuali, con un picco di 3,2 per il quartile superiore.

È attraverso questo canale che il costo della regolazione potrebbe tradursi in un'uscita dal mercato (**Tabella A**). Le imprese con il margine EBITDA nel quartile inferiore sarebbero le più colpite dalla rimozione delle quote gratuite. Infatti, il 25,5% delle imprese nel primo quartile presenta un onere che, in caso di rimozione integrale dell'assegnazione gratuita, eccederebbe l'EBITDA¹².

Le imprese manifatturiere con onere di spesa che supererebbe l'EBITDA sono 46 e rappresentano il 18% del totale delle imprese in ETS e, nel 2024, occupavano il 16,5% dei dipendenti (18,6mila), generando il 5% del valore aggiunto (744 milioni di euro). Non si può sostenere che sussista, finora, una relazione diretta tra ETS e chiusure, ma un aumento strutturale dei costi potrà tradursi, nel prossimo futuro, in una maggiore probabilità di uscita, soprattutto per le imprese con margini più bassi.

A questi effetti si aggiunge una dimensione meno considerata. Il costo dell'ETS viene sostenuto sia dalle imprese manifatturiere, per le proprie emissioni di processo, sia dagli impianti di generazione termoelettrica e, per questo, il costo della CO₂ ha un impatto sul prezzo dell'elettricità: l'ETS incide per circa 30 €/MWh sul prezzo marginale italiano e, secondo alcuni studi¹³, ha generato oltre 8,5 miliardi di euro di rendite inframarginali tra il 2021 e il 2024. L'aumento dei prezzi dell'energia riduce la produzione industriale e l'occupazione. Uno studio dimostra come le famiglie a basso reddito subiscano la perdita maggiore per la riduzione dei redditi da lavoro. Circa due terzi della risposta dei consumi passano per reddito e occupazione, mentre solo un terzo viene attribuito al rincaro diretto dei costi dell'energia. Il costo della politica non si esaurisce quindi nell'onere sostenuto direttamente dalle imprese, ma parte dell'aggiustamento può trasferirsi alla domanda interna, amplificandone la rilevanza per il sistema produttivo¹⁴.

Supportare la transizione rimanendo competitivi

Una delle prime strategie per finanziare la transizione è sicuramente quella di destinare ai settori coinvolti i proventi delle aste della CO₂ così da abilitarne gli investimenti. Fra il 2012 e il 2025 l'Italia ha incassato circa 20,8 miliardi di euro dalla vendita delle quote, pagati dalle stesse imprese regolate. Fino alla revisione della direttiva del 2023 era raccomandato destinarne almeno la metà a finalità di decarbonizzazione: l'Italia ne ha speso circa il 9%. Dal 2023 l'obbligo è salito all'intero ammontare del gettito, ma la rendicontazione richiesta resta generica. In Italia, la maggior parte dei proventi è confluita nel bilancio generale dello Stato. Il sistema ha quindi funzionato per anni maggiormente come un prelievo sulle imprese esposte, senza il canale di ritorno che avrebbe dovuto finanziare la trasformazione, che oggi viene richiesta come condizione per continuare a ricevere le quote gratuitamente. Vincolare una quota ampia, definita

e verificabile del gettito delle aste al finanziamento degli investimenti di abbattimento nei settori regolati è la condizione affinché la transizione sia sostenibile.

Sarebbe, inoltre, necessario sviluppare meccanismi di supporto alla decarbonizzazione dei settori industriali attraverso schemi specifici per le diverse tecnologie, come ad esempio il *carbon contract for difference* per la *Carbon Capture and Storage*, che permettono di promuovere la progressiva decarbonizzazione dell'industria ma, al contempo, di contenere il valore delle quote emmissive.

Per quanto riguarda le quote gratuite, le condizionalità previste dalla Commissione europea per la loro allocazione rischiano di determinare ulteriori chiusure poiché non parametrize alla dimensione e alla capacità finanziaria dell'impresa. Risulta in generale critica la metodologia utilizzata per l'allocazione delle quote gratuite ETS che prevede la definizione di benchmark fissati sulla media del 10% dei *best performer* europei, in molti casi relativi quindi a soluzioni tecnologiche puntuali, non replicabili né scalabili sull'intero perimetro industriale europeo, viste le differenze esistenti fra i Paesi in termini di mix energetico, infrastrutture abilitanti e disponibilità di risorse naturali. Una condizione uniforme su basi di partenza disuguali produce chiusure, non decarbonizzazione.

Parallelamente, per mantenere prezzi del carbonio il più possibile allineati con quanto riscontrato nei mercati internazionali, la *Market Stability Reserve* dovrebbe intervenire in caso di prezzi elevati; questo potrebbe essere realizzato grazie all'introduzione di un corridoio di prezzo e all'istituzione di un Comitato che ne gestisca l'operato.

Infine, oltre un terzo degli impianti ancora nel perimetro ETS emette in media meno di 25.000 tonnellate e pesa per il 3,5% delle emissioni, ma resta soggetto a tutti gli oneri di monitoraggio, verifica e restituzione perché la lista di esclusione resta chiusa. Consentirne l'aggiornamento annuale, valorizzando la possibilità di uscita in corso di periodo invece che ogni cinque anni, ridurrebbe l'onere amministrativo senza allentare il vincolo emissivo. In linea con l'obiettivo della Commissione europea di ridurre gli oneri amministrativi in capo alle imprese, sarebbe altresì opportuno elevare la soglia prevista per l'accesso alle misure nazionali equivalenti (c.d. opt-out) da 25.000 a 50.000 tonnellate di CO₂eq annue permettendo così a un elevato numero di imprese, poco significative in termini emissivi, di godere delle semplificazioni amministrative previste. Alcune analisi stimano che estendere la possibilità di opt-out agli impianti con emissioni annue fino a 50.000 tonnellate di CO₂eq coprirebbe solo il 7,3% delle emissioni regolate ma ridurrebbe gli oneri burocratici per circa il 74% degli impianti ETS dell'UE (se tutti gli Stati membri adottassero le misure nazionali equivalenti).

Le dieci proposte di Confindustria per riformare l'ETS

1. Rivedere il “cap” complessivo delle quote di emissione sulla base delle concrete traiettorie di maturità delle tecnologie disponibili, con verifiche biennali.
2. Cambiare la metodologia dei benchmark dell'ETS fissandola considerando l'effettiva replicabilità delle tecnologie decarbonizzate sull'intero territorio dell'UE.
3. Avviare la riduzione delle quote gratuite per i settori ETS solo dopo aver verificato l'efficacia degli strumenti alternativi al *carbon leakage*.
4. Rivedere il *Carbon Border Adjustment Mechanism* affinché sia veramente efficace e non distorsivo sia per i settori inclusi sia per l'industria di trasformazione europea a valle. Solo a quel punto avviare la riduzione delle quote gratuite.
5. Limitare il trasferimento dei costi della CO2 nei prezzi dell'energia elettrica.
6. Trasformare la *Market Stability Reserve* in uno strumento di controllo dei prezzi del carbonio in caso siano divergenti rispetto alle quotazioni internazionali, abolendo la cancellazione automatica delle quote e istituendone l'intervento all'interno di un corridoio di prezzo.
7. Definire un Comitato per la gestione del sistema ETS con componenti istituzionali e industriali definiti sulla base delle quote emmissive dei diversi Paesi.
8. Escludere gli operatori puramente finanziari e limitare il ruolo degli operatori senza obblighi di *compliance*.
9. Sviluppare meccanismi di supporto alla decarbonizzazione dei settori industriali attraverso un fondo comune europeo e non attraverso le risorse ETS.
10. Semplificare lo schema per i piccoli emettitori, bloccare l'ETS marittimo, rimandare l'avvio dell'ETS 2 e non allargare oltre l'ambito (es. termovalorizzatori).

Note e riferimenti bibliografici

1. Si veda Commissione europea (2026), "Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2003/87/EC and Decision (EU) 2015/1814 as regards driving competitiveness and cost-effective decarbonisation", COM (2026) 616 final, Bruxelles, 17 luglio.
2. Il dato risente dell'ampliamento del perimetro dell'ETS nel 2013 (anno di avvio della fase III) ad alcuni settori precedentemente esclusi (chimica, fertilizzanti e alluminio), che in Europa aggiungono circa 65 Mt alle emissioni manifatturiere, mentre in Italia hanno un peso minore. A perimetro costante, dal 2013, la riduzione è del 29% in Italia e del 19% in Europa.
3. Si veda Beccarello M., Di Foggia G. e Jammeh B. (2026), "ETS Functioning and Directions for Mechanism Improvement", *CESISP Report*.
4. L'approccio metodologico deriva dal seguente studio: Canal Vieira L., Longo M. e Mura M. (2021), "Are the European manufacturing and energy sectors on track for achieving net-zero emissions in 2050? An empirical analysis", *Energy Policy*, vol. 156.
5. L'effetto è trainato da strumenti quali le imposte sul carbonio e i sistemi di scambio delle quote, che aumentano sia i volumi importati sia l'intensità carbonica delle importazioni. Le politiche di sostegno tecnologico, invece, tendono a ridurre l'intensità carbonica delle importazioni.
6. Il valore mediano europeo è pari al 3%, molto inferiore a quello medio. Si veda Hemmerlé Y., Kruse T. e Pisu M. (2025), "How different climate policies affect carbon leakage through trade: Cross-country evidence for the manufacturing sector", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1851, OCSE.
7. Il trasferimento dell'80% dell'assegnazione avverrà, in caso di approvazione, al momento della presentazione del piano, mentre il restante 20% sarà erogato con la verifica *ex post* degli investimenti e delle riduzioni (entro due anni dalla chiusura del quinquennio di riferimento). La proposta prevede la prima consegna dei piani di investimento nel 2029, per poter accedere all'assegnazione delle quote gratuite allocate nel quinquennio 2031-2035.
8. Si veda Centro Studi Confindustria (2024), "Focus 6: ETS e CBAM: quali rischi per la competitività delle imprese", in *Rapporto di previsione – I nodi della competitività*.
9. L'Italia ha riaperto l'*opt-out* per il periodo 2026-2030, decidendo con la delibera ETS n. 149/2024 la lista valida di esclusioni per il quinquennio in atto.
10. Si tratta inoltre di un mercato altamente finanziarizzato: circa l'80% delle EUA è stato acquistato da entità senza obblighi diretti di conformità ai sensi dell'EU ETS (inclusi società di investimento, istituti di credito ed entità non finanziarie senza alcun obbligo diretto di conformità), con una quota del 49% destinata a società del settore finanziario.
11. Sul totale delle imprese in ETS si trovano i dati di bilancio nel database AIDA per 237. I valori dei dipendenti e del VA per le restanti 18 sono stati imputati utilizzando i valori dell'impresa mediana nel campione.
12. Le imprese che rientrano nel primo quartile dovrebbero investire, ogni anno del quinquennio, più del proprio margine operativo lordo. La proposta inserisce fra i costi ammissibili sia investimenti sia costi operativi e il perimetro esatto è rinviato ad atti delegati. Anche letta come tetto, resta una grandezza che il primo quartile non potrebbe autofinanziare.
13. Stime Beccarello *et al.* (2026).
14. Si veda Känzig D. R. (2026), "The Unequal Economic Consequences of Carbon Pricing", *American Economic Review* (di prossima pubblicazione).

Focus - 4

Patrimonializzazione cresciuta molto in aggregato, ma ancora troppe le imprese fragili

Dopo la crisi dei debiti sovrani del 2011, che causò un drastico innalzamento dei tassi di interesse praticati alle imprese e una riduzione dell'offerta di credito bancario in Italia, con forti impatti recessivi sull'economia, le imprese italiane hanno portato avanti con successo un lungo processo di rafforzamento patrimoniale, volto proprio a ridurre la dipendenza dal credito, riequilibrando la loro struttura finanziaria.

Ciò è stato favorito da una serie di misure introdotte in Italia, sulla scia della crisi dei debiti sovrani e del *credit crunch*. La principale è stata l'ACE (Aiuto alla Crescita Economica), introdotta nel 2011 e abrogata a fine 2023, che permetteva di dedurre dal reddito imponibile un rendimento figurativo del nuovo capitale proprio, per riequilibrare lo svantaggio fiscale tra finanziamento a debito (interessi deducibili) e capitale di rischio. Questa misura, come mostrato da diversi studi, ha avuto importanti e positivi effetti sul patrimonio delle imprese italiane¹. Accanto a questa, altre due misure sono degne di nota, entrambe dedicate alle PMI, che in precedenza erano di fatto escluse dai mercati dei capitali: la creazione di un nuovo mercato azionario (AIM, poi rinominato EGM) e l'introduzione dei *minibond*. Inoltre, il *private equity* è cresciuto negli ultimi anni, diventando un canale di finanziamento importante anche in Italia.

Le evidenze empiriche indicano, però, che una parte delle imprese ha ancora necessità di proseguire il percorso di rafforzamento patrimoniale, per migliorare la resilienza ai continui shock che stanno colpendo le economie negli ultimi anni. Peraltro, è ormai accertato che una maggiore solidità patrimoniale è una precondizione per un aumento della produttività.

Italia quasi al livello della Germania

La composizione del passivo delle imprese, in base ai dati BACH che consentono un confronto internazionale con i principali paesi europei, mostra l'entità del rafforzamento conseguito dalle imprese italiane negli ultimi diciassette anni. Nel manifatturiero italiano, la quota di capitale proprio sul totale delle passività era al 34,5% nel 2007 ed è aumentata costantemente fino al 47,5% nel 2019 (**Tabella A**). Nel 2020, per le difficoltà e l'incertezza connesse alla pandemia, si è avuta l'unica pausa di tale percorso, ma già l'anno seguente le imprese industriali italiane sono tornate sul sentiero del rafforzamento patrimoniale. Nel 2024, ultimo anno disponibile nel database, la quota di capitale proprio nella manifattura italiana è cresciuta ulteriormente, raggiungendo per la prima volta la soglia del 50,0%.

In questo lungo periodo, la Germania ha sempre avuto le imprese industriali più patrimonializzate in Europa, sopra il 50,0%: nella prima fase, la loro quota di capitale si è andata attenuando di poco, mentre in seguito sono tornate a rafforzarsi (52,7%). Il divario Italia-Germania, quindi, si è ridotto da -21,3 punti percentuali nel 2007 a -3,3 nel

Tabella A

Imprese italiane, in aggregato, più solide in termini patrimoniali

(Manifatturiero, passività, quote %, dati di bilancio)

		Prestiti bancari	Titoli	Altri creditori	Debiti commerciali	Altro	Capitale e riserve
Germania	2007	4,8	1,6	25,3	6,8	5,8	55,8
	2019	4,6	2,4	33,0	4,7	4,6	50,8
	2024	3,7	4,0	30,4	4,6	4,6	52,7
Spagna	2007	15,2	0,0	26,4	15,3	2,9	40,1
	2019	11,7	0,2	21,2	15,3	2,9	48,7
	2024	9,5	0,2	21,3	15,2	4,7	49,1
Francia	2007	8,1	0,7	23,4	20,4	5,2	42,2
	2019	5,5	0,6	23,5	16,5	9,2	44,8
	2024	4,8	1,0	23,1	15,6	10,6	44,9
Italia	2007	19,5	0,5	17,1	24,9	3,5	34,5
	2019	14,2	1,3	14,6	19,2	3,2	47,5
	2024	11,4	1,5	14,8	18,0	4,4	50,0

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati BACH.

2019, per poi restare molto contenuto fino al 2024 (-2,8). La manifattura italiana, allo stesso tempo, ha livelli di patrimonializzazione poco sopra a quelli della Spagna (49,1%) e molto superiori a quelli della Francia (44,9%), pur partendo, nel 2007, molto indietro.

Per il totale economia, i dati BACH mostrano che la quota di capitale in Italia è più bassa di quella manifatturiera, in modo significativo (42,0% nel 2024). Anche in Germania la quota di capitale è minore nel totale economia (50,9%), ma poco sotto quella della manifattura. Perciò, la distanza tra Italia e Germania, nel totale economia, risulta più ampia (-8,9 punti percentuali). Ciò indica che negli altri settori economici le imprese italiane hanno una minore patrimonializzazione, rispetto a quella elevata dell'industria.

Nelle costruzioni, il grado di patrimonializzazione risulta decisamente più basso (33,6% nel 2024). Il settore dei servizi, in media, si colloca in una posizione intermedia (40,6%), ma come risultato di gradi di solidità di bilancio molto eterogenei, da un massimo del 48,6% negli alberghi-ristoranti, al 34,0% nei trasporti. Va notato che anche questi settori hanno realizzato un fondamentale percorso pluriennale di rafforzamento dei bilanci, partendo da livelli più bassi rispetto all'industria: le costruzioni erano al 18,1% nel 2007 e al 29,6% nel 2019; i servizi al 31,6% e 37,4%. Il progresso nel 2024 rispetto al punto di partenza è stato quindi di +15,5 punti percentuali nelle costruzioni (come nella manifattura) e +9,0 punti nei servizi.

Riguardo al confronto tra diverse dimensioni di impresa in Italia, per quanto riguarda il totale economia, risulta che le PMI hanno una patrimonializzazione del 45,5% nel 2024, superiore a quella delle grandi imprese (39,7%)². Nella manifattura, la distanza è decisamente meno ampia rispetto a quanto misurato per il totale economia: poco oltre un punto percentuale nel 2024, tra il 50,8% delle PMI e il 49,5% delle grandi imprese. Va notato che, nella manifattura, solo nell'ultimo anno le PMI presentano un *ratio* di capitale più alto di quello delle grandi imprese; nel 2019, erano queste ultime ad avere una maggior patrimonializzazione (+3,5 punti percentuali)³. Per il totale economia, nel 2019 il grado di patrimonializzazione era praticamente analogo nelle due classi dimensionali e il divario a favore delle PMI è emerso dal 2020, allargandosi poi progressivamente.

Cresce l'eterogeneità tra imprese

La chiusura del divario di capitalizzazione rispetto ai principali paesi europei non ha però interessato in modo uniforme il tessuto produttivo italiano, e non solo per dinamiche eterogenee tra i settori o tra imprese di diversa dimensione. Tra il 2015 e il 2024, infatti, la dispersione dei livelli di capitalizzazione tra le imprese è aumentata sia nella manifattura sia nei servizi privati di mercato, in ciascuna classe dimensionale (**Grafico A**). L'aumento si concentra soprattutto nella seconda parte del periodo considerato. Il differenziale tra il 90° e il 10° percentile è rimasto sostanzialmente stabile tra il 2015 e il 2017, per poi aumentare moderatamente nel biennio successivo. Nel 2020 la pandemia genera un primo incremento significativo, particolarmente pronunciato tra le micro e piccole imprese. Tale incremento viene tuttavia in parte riassorbito nel 2021-2022, in concomitanza con il recupero dell'attività economica. Nel 2023-2024, la dispersione aumenta nuovamente e in misura più marcata, portando il differenziale sui valori più elevati dell'intero periodo in tutte le combinazioni settore-classe dimensionale analizzate.

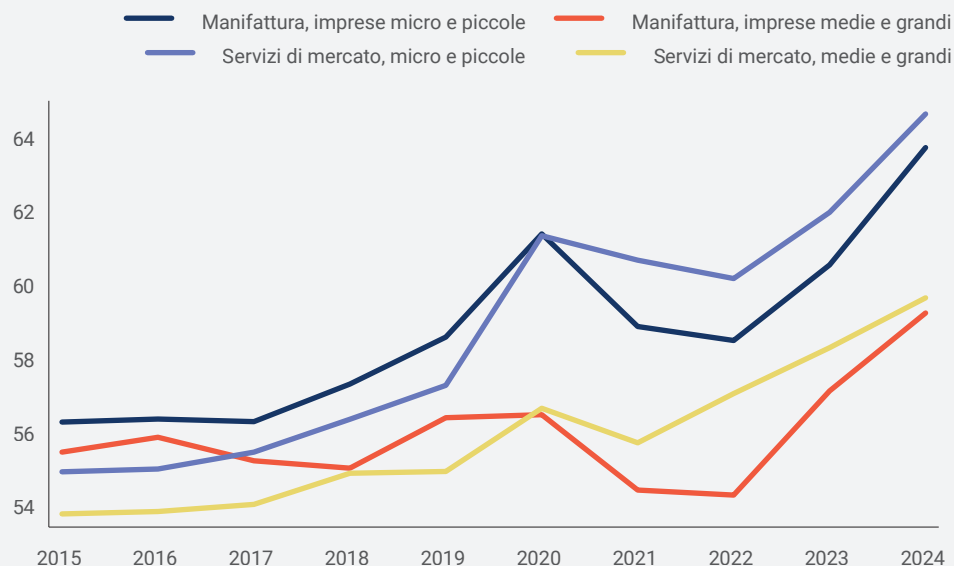
La dinamica varia d'intensità tra i gruppi considerati. È più marcata tra le imprese di piccole dimensioni, indipendentemente dal settore, dove la distanza tra le imprese a elevata e bassa capitalizzazione raggiunge circa 65 punti percentuali. L'aumento dell'ultimo biennio ha interessato anche le medie e grandi imprese manifatturiere, il solo gruppo per cui il differenziale era temporaneamente sceso sotto i livelli pre-pandemici. Le differenze settoriali sono invece più contenute: i servizi partivano da livelli di dispersione più bassi, ma hanno registrato gli incrementi più ampi dal 2020 e nel 2024, superando lievemente la manifattura in entrambe le classi dimensionali.

Gli approfondimenti condotti su disaggregazioni più fini confermano e qualificano questo quadro. Nei servizi di mercato, l'aumento della dispersione si concentra prevalentemente nel comparto dell'ospitalità, coerentemente con la maggiore intensità e persistenza dello shock che ha interessato le attività turistiche durante la pandemia e con la conseguente differenziazione dei percorsi di ricapitalizzazione. La disaggregazione per classi dimensionali più dettagliate (3-9 dipendenti, 10-19, 20-49, 50-99, 100-249 e almeno 250) non modifica le conclusioni: la dispersione aumenta in tutte le classi, con incrementi più marcati tra le microimprese. Se ne deduce che l'eterogeneità osservata non è riconducibile alla maggiore aggregazione delle classi dimensionali utilizzate nell'analisi principale.

Infine, l'ampliamento del differenziale 90-10 è attribuibile quasi interamente all'aumento della distanza tra il 10° percentile e la mediana, mentre la distanza tra la mediana e il 90° percentile rimane sostanzialmente stabile lungo tutto il periodo. L'aumento della dispersione non riguarda esclusivamente la coda inferiore della distribuzione, ma interessa una fascia più estesa di imprese collocate al di sotto della mediana. Queste imprese hanno partecipato solo in parte al rafforzamento patrimoniale osservato in aggregato: il miglioramento medio della capitalizzazione, pur significativo, si accompagna al permanere di profili di fragilità patrimoniale in un insieme ampio di imprese la cui capacità di finanziare gli investimenti e di assorbire nuovi shock rimane comparativamente più limitata.

Grafico A L'eterogeneità della solidità patrimoniale delle imprese è aumentata

(Differenza tra 90° e 10° percentile
della distribuzione del rapporto:
patrimonio netto/totale passivo)



Nota: la manifattura corrisponde alla sezione C della classificazione Ateco; i servizi privati di mercato alle sezioni G (commercio), H (trasporto e magazzinaggio), I (alloggio e ristorazione), M (attività professionali, scientifiche e tecniche) e N (noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese). Le classi dimensionali sono definite in base al numero di dipendenti: imprese micro e piccole, da 3 a 49 dipendenti; imprese medie e grandi, almeno 50 dipendenti. L'analisi è condotta su un campione permanente di imprese, presenti in tutti gli anni considerati.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati di bilancio Aida (Moody's).

**Note e
riferimenti
bibliografici**

1. Si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2023), "Audizione nell'ambito dell'esame del DDL di bilancio per il 2024", Commissioni Bilancio congiunte del Senato della Repubblica e della Camera dei deputati, 14 novembre, pp. 72 e seguenti.
2. Dato coerente con le analisi di Cerved (2025), "Osservatorio Bilanci 2025", secondo cui in Italia le microimprese hanno la maggiore patrimonializzazione, seguite dalle medie, mentre le grandi hanno il *ratio* di capitale minore.
3. Va ricordato che la patrimonializzazione delle PMI in Italia è stata sostenuta nel 2020 con importanti misure di *policy*, a seguito del maggiore indebitamento indotto dalla pandemia. In particolare, la possibilità di rivalutare alcuni attivi di impresa ha avuto un impatto rilevante sull'*equity*. Si veda Cerved (2021), "Rapporto PMI 2021".

Focus - 5

Scambi italiani sempre più interconnessi con USA e Cina: emergenze e priorità

Dal 2019 gli scambi con l'estero dell'Italia sono stati interessati da una sequenza eccezionale di shock: dalla pandemia all'invasione russa in Ucraina e al conflitto a Gaza, fino alla crisi in Medio Oriente nel 2026, ancora in corso. A questi shock si è aggiunta, a partire dal 2025, un'accelerazione delle barriere agli scambi, alimentata da una politica commerciale statunitense fortemente restrittiva.

In questo contesto, le imprese italiane sono state in grado di riorientare le vendite e gli acquisti esteri, più rapidamente di quanto abbiano fatto le concorrenti tedesche, come documentato nell'ultimo rapporto di previsione del CSC¹. Il dinamismo degli scambi italiani è uno dei fattori alla base della loro robusta performance negli ultimi anni.

Tra i mercati, i paesi UE hanno mantenuto centralità, generando più della metà degli scambi italiani, sia come destinazione dell'export (51,3% del totale nel 2025) che come origine dell'import (56,7%)². È cambiata significativamente, invece, la geografia degli scambi extra-UE, con una riduzione del peso di alcuni partner tradizionali, come il Regno Unito, e il sensibile aumento di quello delle due principali economie mondiali, Stati Uniti e Cina.

Gli Stati Uniti, primi importatori mondiali, sono diventati il secondo mercato di destinazione dei prodotti italiani, assorbendo oltre un decimo delle vendite all'estero (10,8%, +1,3 punti percentuali dal 2019). Hanno superato la Francia e avvicinato molto la Germania, il cui peso è in calo (11,2%, -1,0 punti percentuali). È cresciuto molto anche il loro ruolo come origine degli acquisti italiani all'estero, seppure su livelli più bassi (6,0%, +2,0 punti percentuali dal 2019). Nel complesso, il saldo commerciale con gli USA rimane ampiamente positivo (oltre +34 miliardi di euro nel 2025).

Viceversa, la Cina, prima esportatrice mondiale, è diventata il secondo mercato dell'import italiano, origine di oltre un decimo degli acquisti all'estero (10,2%), con un incremento di ben 2,8 punti percentuali dal 2019. Ha superato la Francia e accorciato la distanza dalla Germania (14,4%, -1,7 punti percentuali). Il ruolo cinese come sbocco dell'export italiano, però, rimane molto modesto ed anzi è addirittura diminuito (2,2%, -0,2 punti percentuali). Di conseguenza, il deficit commerciale italiano con la Cina è salito a -46 miliardi di euro nel 2025.

Tale disequilibrio nelle relazioni commerciali con Stati Uniti e Cina è anche il risultato della specializzazione dell'industria trasformatrice italiana, fortemente integrata nelle catene globali del valore, che genera nel complesso un ampio avanzo commerciale (quasi +51 miliardi nel 2025). Ma si può trasformare in dipendenza e vulnerabilità, in uno scenario mondiale attraversato da dinamiche divergenti, tecnologiche e soprattutto geopolitiche, in cui gli scambi con l'estero diventano anche una leva di coercizione (*trade weaponisation*)³.

In base a un'analisi del Centro Studi Confindustria, la distanza geopolitica ha assunto un'importanza crescente per spiegare la dinamica degli scambi tra paesi, ed è accompagnata in media da un aumento più marcato delle policy protezionistiche, sia per difendere i settori domestici a rischio, che come leva per ottenere vantaggi in settori strategici, come IA, difesa ed energia.

Il maggiore shock geopolitico viene dal mutamento di rotta nella politica estera degli Stati Uniti sotto la seconda presidenza Trump, anche rispetto agli alleati storici. Nel 2026 le tensioni USA-UE hanno superato quelle tra Stati Uniti e Russia, raggiungendo lo stesso livello di quelle USA-Cina, secondo un indice di rischio geopolitico⁴. Contestualmente, i dazi USA verso il resto del mondo sono aumentati, in media, da poco più del 2% a oltre il 15% nel 2025, per poi scendere intorno al 10% nel 2026⁵, comunque sui livelli più alti degli ultimi ottant'anni.

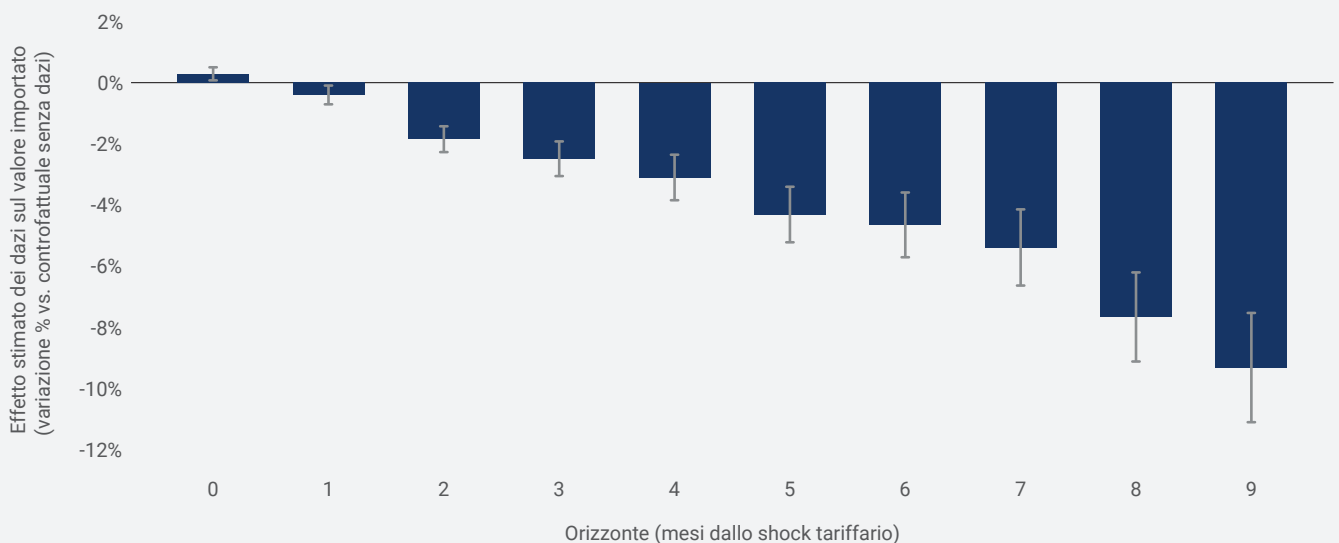
L'export totale negli USA è rimasto in espansione, grazie alla forte crescita della filiera farmaceutica e, in misura minore, di quella navale, poco o per nulla colpite dalle nuove tariffe. Al netto di farmaceutici e altri mezzi di trasporto, però, l'export italiano negli USA è diminuito del 9,8% negli ultimi dodici mesi.

In effetti, l'impatto dei dazi anche sui prodotti italiani è stato molto significativo. Secondo una stima del Centro Studi Confindustria, allo shock tariffario si è associata, in media, una dinamica più bassa del 9% dopo nove mesi degli acquisti di beni italiani negli USA (**Grafico A**).

Grafico A

Dazi: le vendite italiane negli USA calano fino al 9% in nove mesi

(Effetto stimato* dei dazi sulle esportazioni italiane verso gli USA)



* Effetto causale stimato dell'aumento tariffario realizzato (aliquota media dal 2,3% del 2024 a circa l'11% luglio-agosto 2025), basato sull'elasticità italiana stimata (local projections, outcome: valore importato in USD) a parità di altre condizioni - stagionalità, domanda USA, altri shock macro - rispetto al controfattuale senza dazi. Barre: stima puntuale; whisker: intervallo di confidenza al 95%.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati US Census Bureau e Budget Lab Yale.

Inoltre, il rischio più grave, nel medio-lungo periodo, è la perdita di importanti attività manifatturiere, in termini di export e di valore aggiunto, qualora diventi più conveniente trasferire negli Stati Uniti parte delle filiere produttive, soprattutto nelle fasi più a valle.

Uno shock altrettanto forte, e strutturale, viene dalla Cina: il cosiddetto *China shock 2.0*, cioè l'affermazione cinese come potenza manifatturiera mondiale, leader indiscussa sia nei settori tradizionali, grazie a prezzi al ribasso, che, alla pari con gli Stati Uniti, nelle nuove tecnologie, primeggiando in particolare nell'hardware ICT.

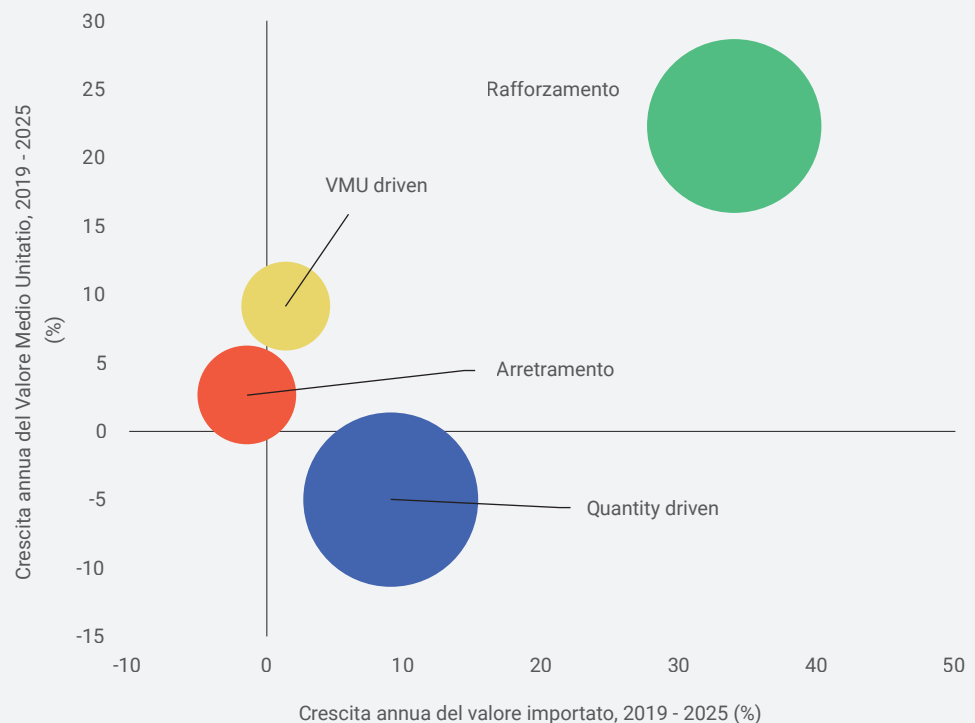
Questo doppio canale del *China Shock 2.0* si manifesta appieno nelle dinamiche delle importazioni italiane dalla Cina: beni ad alta tecnologia e valore aggiunto, soprattutto, e una gran quantità di prodotti a prezzi ridotti.

Il paniere italiano si sta spostando verso beni intermedi e prodotti tecnologicamente avanzati. Nel 2025 quasi il 60% del valore importato dalla Cina era costituito da beni intermedi. Inoltre, dal pre-Covid la quota della Cina nelle importazioni italiane di prodotti tecnologicamente avanzati è più che raddoppiata (dal 14,2% nel 2019 al 34,8% nel 2025), conquistando posizioni non solo nell'ICT ma anche nelle biotecnologie e nelle *life sciences*.

Di fatto, la parte più dinamica e di gran lunga maggioritaria dell'import italiano dalla Cina si divide in due categorie. Dei circa 53 miliardi di euro di acquisti nel 2025, infatti,

Grafico B Mix in evoluzione della presenza cinese nel mercato italiano

(La grandezza delle bolle è
proporzionale al valore dell'import)



Nota: "rafforzamento", i prodotti per i quali sia le quantità sia i valori medi unitari crescono più rapidamente rispetto agli altri fornitori extra-UE; "quantity driven", quelli per i quali solo le quantità crescono di più rispetto altri paesi extra-UE; "VMU driven" quelli per i quali solo i VMU crescono di più rispetto altri paesi extra-UE; "arretramento", quelli per i quali entrambe le componenti presentano una dinamica meno favorevole rispetto agli altri paesi extra-UE. Prodotti a sei digit, classificazione HS, periodo di analisi 2019-2025.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

quasi 21 vanno in prodotti in “rafforzamento”, definiti come quelli che hanno registrato dal 2019 un incremento maggiore della media extra-UE sia nelle quantità che nei valori medi unitari. Il valore unitario di questi prodotti è più che triplicato in sei anni, il valore totale è cresciuto di oltre un terzo ogni anno (33,9% medio). Altri 21 miliardi di acquisti dalla Cina, invece, vanno in beni “*quantity driven*”, che hanno registrato una dinamica dei valori unitari più bassa della media, ma un incremento più alto nelle quantità. In effetti, il valore unitario di questi beni risulta molto basso e in calo dal 2019 (nonostante l’inflazione), ma l’espansione delle quantità ha causato comunque un forte aumento del +9,0% medio annuo dei valori importati (**Grafico B**).

La crescente presenza di prodotti cinesi non si traduce automaticamente in una perdita di competitività della manifattura italiana. In media, un confronto settoriale non evidenzia una relazione sistematica: le forniture cinesi sostengono alcune filiere, mentre la concorrenza aggrava fragilità preesistenti in altre. In particolare, nel farmaceutico la crescita dell’export è stata accompagnata da un rafforzamento delle connessioni con la Cina; viceversa, la crisi di alcuni settori italiani ed europei, come l’automotive e il tessile e abbigliamento, è stata accentuata dall’import cinese, per esempio di autoveicoli elettrici a prezzi fuori mercato.

Nel complesso, un’analisi del Centro Studi Confindustria a livello delle province italiane mostra che, almeno fino al 2023 (ultimo dato disponibile), una maggiore specializzazione sia con il mercato di origine cinese che con il mercato di destinazione USA è associata a una migliore performance dell’export provinciale.

Allo stesso tempo, le maggiori connessioni con le due maggiori economie mondiali generano crescenti vulnerabilità per l’industria italiana. Tra il periodo pre-Covid (2015-2019) e il post (2020-2024), infatti, la composizione delle dipendenze industriali critiche si è spostata verso una quota più industriale-manifatturiera e meno legata alle materie prime energetiche. Le dipendenze si orientano, in particolare, verso gli Stati Uniti, primo fornitore critico in termini di quota in valore (24%), trainati dal comparto farmaceutico, e verso la Cina, secondo fornitore in valore ma primo in numerosità (27%), soprattutto per gli input strategici legati all’elettronica e all’elettrificazione, come circuiti stampati e magneti permanenti, e alcune forniture tessili.

In questo contesto, gli accordi commerciali con paesi terzi assumono una valenza strategica. Oltre a favorire gli scambi, possono ridurre le vulnerabilità e diversificare i mercati di origine e destinazione, rafforzare la sicurezza, garantire accesso a materie prime, servizi e investimenti, e preservare un quadro di regole condivise a fronte della crisi del multilateralismo. L’UE è già leader negli accordi internazionali, non solo numericamente (47 in corso), ma anche per qualità e completezza degli ambiti trattati. È una strategia corroborata anche da fattori strutturali e demografici che puntano, in prospettiva, a uno spostamento del baricentro della crescita verso nuove aree del mondo: India, America Latina, paesi ASEAN, Africa subsahariana.

L’export italiano, in particolare, tende a beneficiare in misura maggiore degli accordi commerciali, soprattutto per la struttura del tessuto produttivo nazionale, caratterizzato da una forte presenza di piccole e medie imprese, particolarmente avvantaggiate dalla rimozione delle barriere tariffarie e, soprattutto, non tariffarie.

Inoltre, per quanto riguarda l’accordo UE-Mercosur, la maggiore specializzazione dell’Italia, rispetto alla media UE, in settori quali automotive, ICT e apparecchiature

elettriche, mobili e prodotti in metallo, ne accresce il potenziale beneficio dall'apertura dei mercati. I primi dati vanno in questa direzione: nei primi tre mesi di applicazione dell'accordo, maggio-luglio 2026, le esportazioni italiane verso l'area sono cresciute del +10,0% rispetto allo stesso periodo del 2025, un aumento quasi doppio rispetto a quello registrato verso l'insieme dei paesi extra-UE (+5,9%).

Tuttavia, la politica commerciale da sola non è sufficiente. Ovunque nel mondo è aumentato il ricorso alla politica industriale, per aumentare l'autonomia e ridurre le vulnerabilità, sostenere i settori a rischio e a maggiore specializzazione. Mentre gli Stati Uniti concentrano gli interventi in pochi settori (come acciaio e ghisa) e la Cina li indirizza verso la manifattura avanzata, l'Unione europea utilizza programmi di natura trasversale (come NextGenerationEU e l'Innovation Fund). L'Italia, in particolare, si caratterizza per una politica industriale prevalentemente orizzontale.

È urgente, quindi, un cambio di paradigma nelle politiche industriali europee. Occorre scegliere quali sono le filiere e le tecnologie strategiche per la sicurezza e la crescita futura e per assumere un ruolo di leader nelle nuove tecnologie. Occorre evitare, infine, eccessive regolamentazioni che ostacolano la competitività delle industrie di punta, come l'automotive.

FOCUS 5

**Note e
riferimenti
bibliografici**

1. Si veda Centro Studi Confindustria (2026), "Guerre, dazi, incertezza: a rischio la crescita", Rapporto di previsione, Confindustria, primavera, Focus n. 4, "Tra Stati Uniti e Cina, gli scambi italiani puntano sulla diversificazione", pp. 132-145.
2. Anche se il ruolo crescente dei Paesi Bassi, soprattutto dal lato dell'import (6,6% del totale), nasconde una quota maggioritaria di merci in transito, provenienti dai mercati extra-UE.
3. Per un'analisi approfondita dei temi trattati in questo Focus, si veda Centro Studi Confindustria (2026), "Export italiano tra fratture e nuove rotte", settembre.
4. Si veda Caldara D. e Iacoviello M. (2022), "Measuring Geopolitical Risk", American Economic Review, vol. 112, n. 4, pp. 1194-1225.
5. Il dato si riferisce ai dazi effettivamente pagati alla dogana, che risultano essere molto inferiori a quelli dichiarati sulla carta, per effetto di esenzioni, ritardi, contestazioni, ecc.

Edito da:



**CONFINDUSTRIA
SERVIZI**

Confindustria Servizi S.p.A.
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma



€ 40,00

